

## 2005-2008 DÖNEMİ FİRMA BİRLEŞMELERİ DALGASINDA YABANCI VE YERLİ ALICI FİRMA PROFİLLERİ

Evrım AKDOĞU\*

### ÖZET

*Bu çalışmada Türkiye’de son 20 yılda (1988-2008) yapılan firma birleşmeleri ve satınalmaları içerisinde gerçekleşen birleşme sayısı olarak toplamın %38’ini, birleşme değerleri açısından ise toplam değer %73’ünü oluşturan 2005-2008 yıllarına hem işlemsel özellik hem de alıcı firma profili açılarından bakılarak ampirik bir analiz yapılmıştır. Öncelikle bu dönemde gerçekleşen birleşmelerin işlemsel özellikleri ve bu işlemlere dahil olan firmaların finansal karakteristikleri sunulmuştur. Sonrasında ise işlemler yabancı ve yerli alıcı firmaları içerenler olarak ikiye ayrılmış, bu satınalmalardaki işlemsel özellikler arasındaki benzerlik ve farklılıklar irdelenmiştir. Son olarak da bu iki gruba dahil olan işlemlerdeki alıcı ve hedef firma profilleri sunulmuş ve finansal karakteristiklerinde görülen farklılıklar üzerinde durulmuştur.*

**Anahtar Kelimeler:** Firma Birleşmeleri, Satınalma, Birleşme Dalgası, Yabancı Alıcı firma

**JEL Sınıflandırması:** G30, G34

### *The Foreign and Domestic Acquirer Profiles in the 2005-2008 Merger Wave*

#### **ABSTRACT**

*In this study, we provide an empirical analysis of the M&A activity that occurred during the years 2005-2008 with respect to both the deal characteristics and the financial characteristics of the acquiring firms. This period shows a clear break with respect to the number of deals that occurred (representing 38% of all activity that occurred during 1988-2008) and also the deal volume generated (representing 73% of all deal value that occurred during the last two decades). We first present the transaction characteristics and then the financial characteristics of the merging parties during this time. Next, we split the transactions in which the acquiring firm is foreign or domestic and analyze the similarities and differences of the deal characteristics between these two groups. Finally, we compare the financial characteristics of both the acquiring and target firms that belong to these two groups.*

**Keywords:** Mergers and Acquisitions, Merger Wave, Foreign Acquirer

**JEL Classification:** G30, G34

\* Yrd. Doç. Dr. Evrim Akdoğu, Koç Üniversitesi, İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi, eakdogu@ku.edu.tr

## 1. GİRİŞ

Farklı ülkelerdeki firmaları birleştiren coğrafik satınalmalar son 20 yılda hem sayı (Dos Santos vd., 2008) hem de büyüme yüzdesi (Mantecon, 2009) olarak ülke içi firmaları birleştiren ulusal/yerel satınalmalara göre çok büyük artış göstermiştir. Önceleri genellikle ulusal sınırlar içerisinde gerçekleşen satınalmalar, özellikle son 10-15 yılda küresel likiditenin artması, gelişmiş piyasalardaki yatırımcıları daha yüksek getiri sağlayacak piyasalar aramaya itmiş, küresel ekonominin önem kazanmasına ve çokuluslu firma sayılarının artmasına neden olmuştur. Buna rağmen coğrafik birleşmeler konusunda yapılan araştırmalar ivme kazanmamış ve de gelişmiş piyasalardaki firmaların aktivitelerinin analizi üzerine odaklanmıştır.

Bu çalışmalarda çoğunlukla Amerika (Doukas ve Travlos, 1988; Markides ve Ittner, 1994; Moeller ve Schlingemann, 2005), Kanada (Eckbo ve Thorburn, 2000), İngiltere (Conn vd., 2005; Danbolt, 2004) veya Avrupa bazlı (Georgen ve Renneboog, 2004) alıcı firmaların yaptığı veya hedef olduğu satınalmalara yer verilmiş, gelişen ülkelerin odak olduğu çalışmalar kısıtlı kalmıştır (Lins ve Servaes, 2002, Chari vd. , 2010). Türkiye de özellikle 2005 yılı ile başlayıp 2008 krizi ile duraksayan bir yabancı direk yatırım (Anbar ve Karabıyık, 2010), satınalma ve ‘coğrafik birleşme dalgası’na (Akdoğan, 2011) şahit olsa da gelişen ülkeler üzerine yapılan çalışmalara dahil edilmemiştir.

Türkiye’de genel şirket birleşmeleri üzerine yapılan az sayıdaki çalışmalara (Ertaş, 1998; Mandacı, 2004) ek olarak Akdoğan (2011) Türkiye firma birleşmelerinin tarihi gelişimine bakmış, 1988-2008 yılları arasında gerçekleşen tüm işlemleri dahil edip Türkiye tarihinde önemli iki ‘birleşme dalgası’ olduğunu göstermiştir: Bunlardan birincisinin 2000-2001 yılları arasında bir ‘yerli alıcı firma dalgası’, ikincisinin ise 2005-2008 yılları arasında bir ‘yabancı alıcı firma dalgası’ olarak gerçekleştiğini belirtmiştir. Buna ek olarak 2005 ve 2008 dönemleri arasında gerçekleşen satınalma ve birleşmelerin hem sayı hem de işlem değeri olarak bu 20 yıllık dönem içerisindeki en önemli dalga olduğunu ve diğer dönemlere göre yatırım değeri açısından keskin bir ayrışma gösterdiğini vurgulamıştır.<sup>1</sup>

Bu bağlamda çalışmamızın birincil amacı 2005-2008 döneminde gerçekleşen yabancı alıcı firma ağırlıklı birleşme ve satınalma ‘dalga’sını inceleyip, bu dalgada gerçekleşen işlemlerin özellikleri ve alıcı/hedef firmaların finansal profilleri hakkında detaylı bir analiz gerçekleştirmektir. İkincil amacı ise yabancı ve yerli alıcı firmalar tarafından gerçekleştirilen işlemlerin ve firma profillerinin (hem alıcı hem de hedef firmalar açısından) kıyaslanıp iki grup arasındaki benzerlik ve farklılıkların irdelenmesidir. Çalışmamızdaki genel tema beş başlık çerçevesinde incelenmiştir. Birinci bölümde 2005-2008 yılları arasında gerçekleşen satınalmaların işlemsel özelliklerine bakılmıştır. İkinci bölümde ise bu işlemlere dahil olan firmaların finansal profillerine dair, alıcı firmanın ülke kökeninden bağımsız olarak genel bir

<sup>1</sup> Akdoğan (2011) 2005-2008 dönemi arasında gerçekleşen işlemlerin 1988-2008 yıllarında gerçekleşen toplam işlem sayısına göre %38’ini, toplam işlem değerine göre ise çok daha büyük bir yüzde olan %73’ünü oluşturduğunu göstermiştir.

bakış sunulmuştur. Kalan üç bölümde ise bu incelemeler alıcı firmaların ülke kökeni bazında iki gruba ayrılarak yerli ve yabancı alıcı firma işlemleri, finansal karakteristikleri ve hedef firmaları arasındaki farklılıklar üzerine kurulmuştur.

Baktığımız işlemsel özellikler arasında satınalmalar açısından en aktif olan sektörler, alıcı/hedef firmalar arasındaki sektörel eşleşme eğilimleri ve alıcı/hedef firmaların sahiplik tipi (özel, halka açık, yardımcı, vb.) bulunmaktadır. Son yıllarda yapılan akademik çalışmalarda (Chang, 1998; Fuller vd., 2002) alıcı ve hedef firmaların sahiplik tipinden kaynaklanan performans farklılıklarının bulunması, firmaların sahiplik tipini de incelediğimiz özellikler içerisine dahil etmemize neden olmuştur. Ayrıca Dos Santos vd. (2009) da özellikle coğrafik satınalmalarda yatay ve yatay olmayan birleşmelerin alıcı firma değerini etkilediğini göstermesi firmalar arasındaki sektörel eşleşmeleri incelememizdeki önemli sebeplerden biridir.

Buna ek olarak alıcı firmaların ülke kökeni, hedef firmada birleşme önce ve sonrasında sahip oldukları hisse oranları ile işlem sırasında satın aldıkları hisse oranlarına da bakılmıştır. Mantecon (2009) birleşme öncesinde, Chari vd. (2010) de birleşme sonrasında alıcı firmanın hedef firmada sahip olduğu hisse yüzdesinin değerlendirmede önemli farklılıklar yarattığını göstermiştir. Chari vd. (2010) hedef firmanın alıcı firmaya kontrolü devretmiş olmasının da firma değerini etkilediğini vurgulaması bu oranlara bakmamızdaki önemli sebeplerdendir. Ayrıca alıcı firmaların talip oldukları hedef firmaların varlık değerlerine ek olarak, bu firmalarda satın aldıkları hisse oranı da Türkiye'ye yapılan toplam yatırımın bir göstergesi olmaktadır.

Alıcı ve hedef firmalarda incelediğimiz üç finansal karakteristik bulunmaktadır. Bunlardan birincisi işlemlere dahil olan firmaların piyasa değeridir. Moeller vd. (2004) birleşme işlemlerinde küçük alıcı firmaların gerçekleştirdikleri satınalmaların büyük alıcı firmalara göre daha değer artırıcı olduğunu göstermiştir. İncelediğimiz ikinci özellik ise alıcı ve hedef firmaların borç miktarı ya da kaldıraç oranlarıdır. Son olarak da bu firmaların piyasa-defter değer oranına bakarak karşılaştırmalar yapılmıştır. Hem alıcı hem hedef firmaların piyasa-defter oranının da birleşme değerini etkilediği Rhodes-Kropf vd. (2005) tarafından gösterilmiştir.

Çalışmamızın ikincil amacı yerli ve yabancı alıcı firma işlem ve profillerini karşılaştırmak olduğundan, bu 4 yıllık dönemde gerçekleşen satınalmalar yabancı ve yerli alıcı firmaları dahil edecek şekilde oluşturulmuştur. Başka bir deyişle bu 4 yıllık sürede Türk firmalarının satın alındığı (hedef firma olduğu) tüm işlemler örnekleme dahil edilmiştir. Bu işlemlerde satın alan firmalar ise yerli ve yabancı tüm alıcı firmalardan oluşmaktadır. Çalışma için gerekli verilerin çoğu Thomson One Banker veritabanından<sup>2</sup>, eksik kalan ve

<sup>2</sup> Thomson One Banker veritabanı (<http://banker.thomsonib.com/>).

ulaşabildiğimiz diğer veriler ise çeşitli finans internet siteleri ile firmaların resmi internet sayfalarından toplanmıştır.<sup>3</sup>

Buna ek olarak analizimizde firmaların finansal karakteristiklerine de bakacağımızdan burada kullanacağımız örneklem için birleşmede sözü geçen firmaların halka açık olması ve bizim de onların finansal verilerine ulaşabilmemiz gerekmektedir. 2005-2008 arası yapılan 550 birleşme teklifinin sadece 225’inde ya alıcı ya da hedef firma halka açık bir firmadır. Bunların 171’inde alıcı, 67’sinde ise hedef firmalar, 13’ünde ise her iki firma halka açık olduğundan toplam 225 satınalmadan oluşan bir örneklem kullanılmıştır.

## **2. VERİLER VE ÖRNEKLEM**

### **2.1. Veriler**

İşlemler ile ilgili veriler (birleşmenin açıklandığı tarih, hedef ve alıcı firma kimlikleri, işlem değeri, birleşme sırasında alınan hisse yüzdesi, vb.) çoğunlukla Thomson One veritabanından elde edilmiştir. Firmaların finansal karakteristikleri ile alakalı veriler (piyasa-defter değer oranı, kaldıraç ve firmanın toplam piyasa değeri) birkaç kaynak kullanılarak sağlanmıştır. Bu verilerin bir kısmı Thomson One veritabanından, Rasyonet veritabanından, Yahoo ve Google finans sayfalarında ve Bloomberg sayfalarından derlenerek toplanmıştır. Eksik kalan veriler için ise hedef ve alıcı firmaların (hem yabancı hem de yerli) birleşme açıklanmadan önce yayınlanan son finansal raporları kullanılmıştır.

### **2.2. Örneklem**

Örneklemimizi oluşturmak için Thomson One veritabanında firma birleşmeleri ve satınalmaları hakkında yaptığımız taramada kullandığımız ilk kriter satın alınan hedef firmanın Türk firması olmasıydı. Ancak bu çalışmada 2005-2008 döneminde işlem yapan firmaların finansal karakteristiklerini irdelediğimiz için örneklemimize sadece finansal verilerine ulaşabileceğimiz halka açık firmaları dahil etmek durumunda kaldık. Thomson One veritabanında öncelikle 550 işlem listelenmesine rağmen bu kriter daha kısıtlı bir sayı ile çalışmamızı gerektirdi. Alıcı firmanın halka açık olduğu 225 işlemde verilerine ulaşabildiğimiz 171 firmayı, hedef firmanın halka açık olduğu 100 işlemde verilerine ulaşabildiğimiz 67 tanesini analizimize dahil edebildik. 13 işlemde hem alıcı hem de hedef firmanın halka açık olması da toplam işlem sayımızı 225’e getirmiş oldu.

## **3. BULGULAR**

Aşağıda ilk olarak 2005-2008 döneminde Türkiye’de gerçekleşen birleşmelerin işlemsel özellikleri ve alıcı/hedef firmaların finansal karakteristikleri hakkında genel bilgi verilmiştir. Sonrasında ise bu birleşmelerin alıcı firma ülke kökenine göre işlemsel özellikleri, ayrıca alıcı ve hedef firma finansal karakteristikleri ile alakalı kıyaslamalar yapılmıştır.

<sup>3</sup> Tüm şekil ve tablolar yazar tarafından oluşturulmuştur.

### 3.1. 2005-2008 Döneminde Gerçekleşen Birleşmelerin İşlemsel Özellikleri

Bu bölümde 2005-2008 döneminde açıklanan işlemlerin genel özellikleri ile ilgili bir analize yer verilmiştir. Bu özellikler arasında birleşmelerdeki sektörel eşleşme eğilimleri, alıcı firma kökeni ve satınalma sıklığı, ve son olarak da alıcı firmanın hedef firmada sahip olduğu hisse oranı (birleşme öncesi ve sonrası) bulunmaktadır. Tablo 1 Panel A bu tekliflerin özellikleri hakkında bize bilgi vermektedir. Bunlar arasında ortalama değer, en küçük, en büyük ve medyan değerler, ayrıca standart sapma bulunmaktadır. Bunlara ek olarak verilen şekiller (Şekil 2-6) ise bazı değerlerin yıllık bazda dağılımını göstererek daha detaylı bilgi edinilmesine yardımcı olmaktadır.

**Tablo 1:** 2005-2008 Örnekleminde İşlemsel ve Firma Özellikleri

\*İşlemsel özellikler ve firma karakteristikleri ile alakalı değişkenlerin detaylı tanımları bir sonraki sayfada verilmiştir.

<b>Panel A</b>					
<b>İşlemsel özellikler</b>	<b>Ortalama</b>	<b>Medyan</b>	<b>S. Sapma</b>	<b>En büyük</b>	<b>En küçük</b>
Hedef firma halka açık	0.32	0	0.47	1	0
Alıcı firma halka açık	0.76	1	0.43	1	0
Coğrafik Birleşme	0.68	1	0.47	1	0
Yatay Birleşme	0.68	1	0.47	1	0
Sonraki hisse %'si	68.59	71.23	31.99	100	3.17
Alınan hisse %'si	60.42	56.21	34.14	100	0.005
Kontrol kazanıldı	0.70	1	0.46	1	0
İşlem değeri (\$ milyar)	0.43	0.08	1.03	6.00	0.00
<b>Panel B</b>					
<b>Alıcı firma Karakteristikleri</b>	<b>Ortalama</b>	<b>Medyan</b>	<b>S. Sapma</b>	<b>En büyük</b>	<b>En küçük</b>
Piyasa-defter oranı	2.48	1.84	1.97	14.58	0.46
Kaldıraç	0.25	0.23	0.18	0.81	0.00
Tecrübe	0.23	0.00	0.42	1.00	0.00
Piyasa değeri (\$ milyar )	147.71	4.94	366.76	1884.32	0.00
<b>Hedef firma Karakteristikleri</b>	<b>Ortalama</b>	<b>Medyan</b>	<b>S. Sapma</b>	<b>En büyük</b>	<b>En küçük</b>
Piyasa-defter oranı	1.56	0.98	1.51	6.08	0.00
Kaldıraç	0.61	0.58	0.49	3.92	0.00
Piyasa değeri(TL milyar )	1.99	0.24	4.82	20.07	0.01

### **İşlem Özellikleri ile Alakalı Değişkenlerin Tanımı**

**Yabancı alıcı firma:** Eğer alıcı firma yabancı ülke kökenli ise 1, değilse 0 değerini alır. (Hedef firmaların tamamı Türk firmalardır)

**Yerli alıcı firma:** Eğer alıcı firma Türkiye bazlı ise 1, değilse 0 değerini alır. (Hedef firmaların tamamı Türk firmalardır)

**Yatay Birleşme:** Alıcı firma ile hedef firma aynı sektöre ait ise 1, farklı sektörler için ise 0 değerini alır. (Thomson One veritabanında firmalar 12 sektör altında listelenmişlerdir. Bu tanımlama Thomson One veritabanı sektörleri kullanılarak yapılmıştır.)

**Coğrafi Birleşme:** Alıcı firma ile hedef firma aynı ülkeden ise 1 (türk alıcı firma), farklı ülkelere ise 0 (yanacı alıcı firma) değerini alır.

**Hedef firma halka açık:** Talip olunan firma halka açık ise 1, değilse 0 değerini alır.

**Alıcı firma halka açık:** Talip olan firma halka açık ise 1, değilse 0 değerini alır.

**Sonraki hisse %'si:** Alıcı firmanın birleşme ve/veya satınalma sonrasında hedef firmada sahip olduğu toplam hisse yüzdesini (eğer açıklanmışsa) belirtir.

**Alınan hisse %'si:** Alıcı firmanın birleşme ve/veya satınalma esnasında hedef firmada satın aldığı toplam hisse yüzdesini (eğer açıklanmışsa) belirtir.

**Önceki hisse %'si:** Alıcı firmanın birleşme ve/veya satınalma öncesinde (eğer varsa ve açıklanmışsa) hedef firmada hali hazırda sahip olduğu hisse yüzdesini belirtir.

**Kontrol Kazandı:** Birleşme ve/veya satınalma sonrasında alıcı firmanın hedef firmada toplam hisse yüzdesi (eğer açıklanmışsa) %51'in üzerindeyse 1, değilse 0 değerini alır.

### **Firmaların Finansal Karakteristikleri ile Alakalı Değişkenlerin Tanımı**

**Kaldıraç (Borç oranı):** Firmanın toplam borç miktarının toplam özkaynak miktarına bölünerek elde edilen oranı gösterir.

**Piyasa-defter oranı:** Hissenin piyasa değerinin defter değerine oranı.

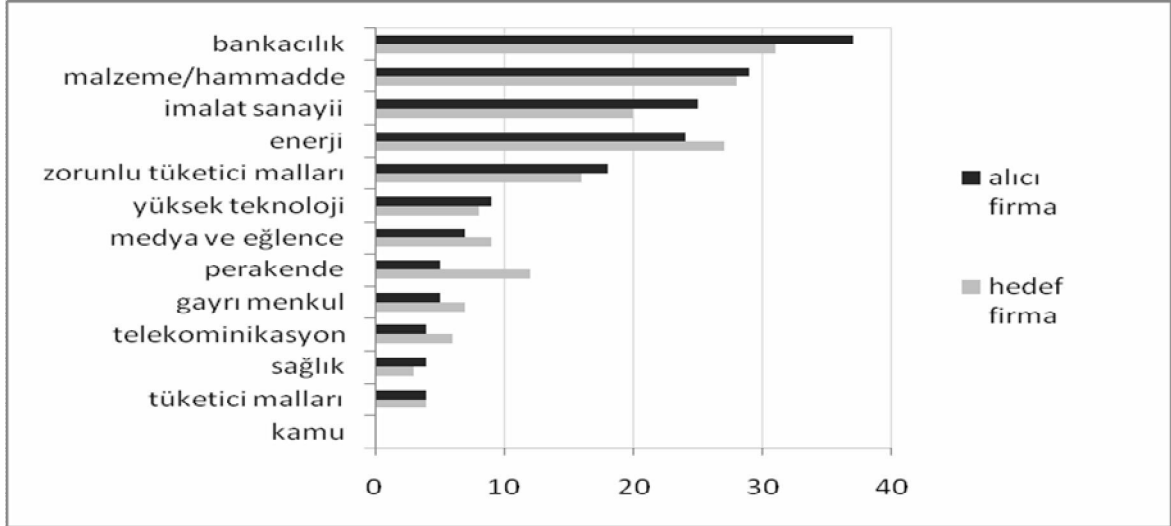
**Piyasa değeri:** Firmanın varlık değeri.

**Tecrübe:** Eğer alıcı firma şu an gerçekleştirdiği satınalma öncesinde, yine Türkiye piyasasında, başka bir satınalma gerçekleştirmiş ise 1, değilse 0 değerini alır.

#### **i. Alıcı ve Hedef Firma Sektörleri ve Sektörel Eşleşme**

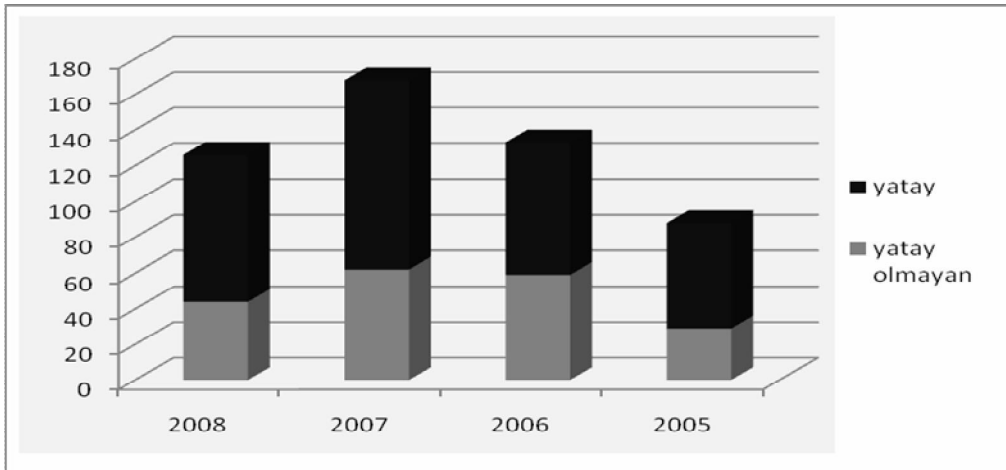
Teklif sayılarına baktığımızda (Şekil 1) bu dört yıllık dönem zarfında en aktif sektörlerin bankacılık, hammadde ve imalat sektörlerinin olduğunu görmekteyiz. Hedef alınan firmaların %47'si bu üç sektörden gelmektedir. Satınalmaların yarattığı işlem değeri de buna benzer bir tablo oluşturmaktadır. Toplam değer %62'sini bankacılık ve telekom sektörlerinde bulunan hedef firmalar oluşturmaktadır. Alıcı firmalar arasında ise bu iki sektöre ait firmaların yarattığı işlem değeri toplamın %77'sini oluşturmuştur.

**Şekil 1:** 2005-2008 Firma Birleşmelerindeki Alıcı ve Hedef Firma Sektörleri (sayı olarak)



Şekil 2 sene bazında açıklanan firma birleşmelerinin sektörel eşleşme eğilimlerini göstermektedir. Alıcı ve hedef firmalar arasındaki sektörel eşleşmelere baktığımızda ise bu dönem içerisinde gerçekleşen yatay birleşmelerin %68'lik bir oranla 20 yıllık ortalamanın (%53) üzerinde olduğu göze çarpmaktadır. Bu da 4 yıllık 'birleşme dalgası' süresince alıcı firmaların kendi sektörlerindeki hedef firmalara talip olduklarını ve dikey ya da karma birleşmelere daha az rağbet ettiklerini göstermektedir. Senelere ayrı ayrı baktığımızda (Şekil 2) bu tablonun herhangi bir yıla özel olmadığını ve 4 yıl boyunca istikrarlı bir şekilde tekrarlandığını görmekteyiz.

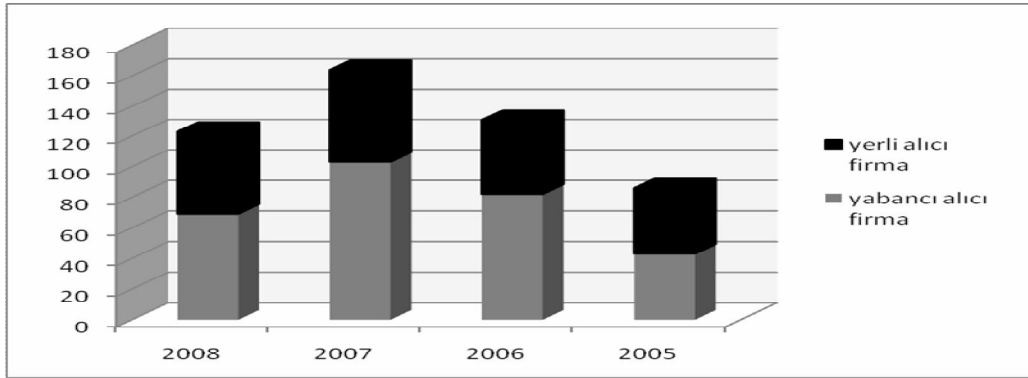
**Şekil 2:** Sene Bazında Açıklanan Firma Birleşmelerindeki Sektörel Eşleşme Eğilimleri



## ii. Alıcı Firma ülke Kökeni (Yabancı/Yerli Alıcı Firma)

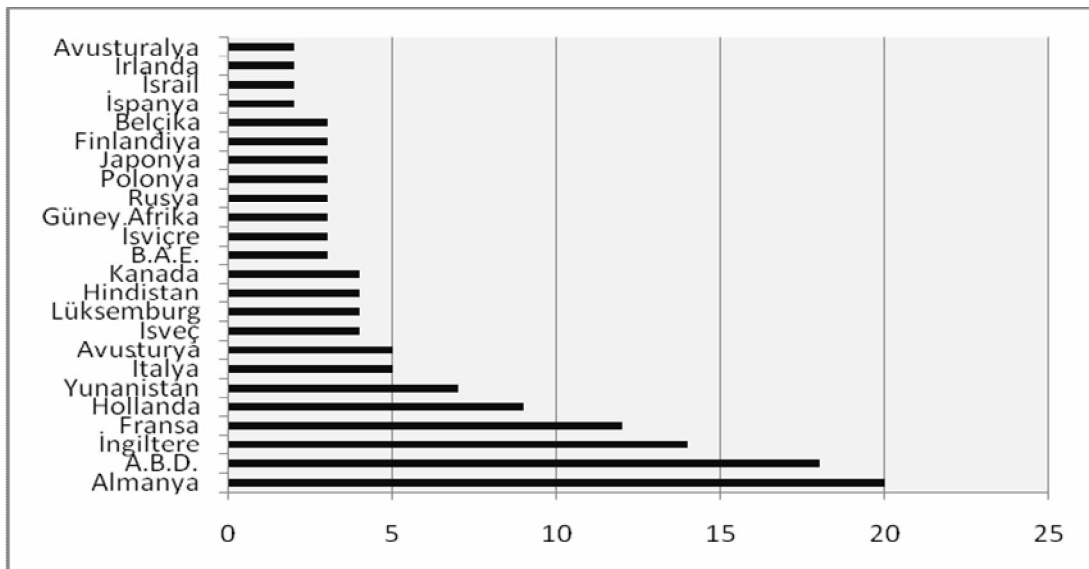
Bu dört yıllık süre zarfında yapılan tekliflerdeki alıcı firmaların ülke kökenine baktığımız zaman, büyük bir çoğunluğun (225’de 145’i, %68) yabancı şirketler olduğunu ve coğrafik birleşmenin yoğun olduğu bir dönem gerçekleştiğini görmekteyiz (Tablo 1, Panel A). Şekil 3’e baktığımızda ise - 2005 yılı hariç - diğer tüm yıllarda yabancı alıcı firmaların 4 yıllık ortalamaya paralel olarak çoğunlukta olduklarını görebiliriz.

**Şekil 3:** Firma Birleşmelerinin Yerli/Yabancı Alıcı Firma Bazında Dağılımı



Yabancı firma kökenine daha detaylı baktığımızda, bu grup içerisindeki şirketlerin çoğunluğunu ise (145’te 98’ini) Avrupa bazlı şirketlerin oluşturduğunu görmekteyiz. Bu 98 firma dışında kalan yabancı şirketler ise Amerika Birleşik Devletleri (A.B.D.), İsrail, Brezilya, Hindistan, Kanada, Birleşik Arap Emirlikleri (B.A.E.), Güney Afrika, Japonya ve Avustralya’ya ait firmalardan oluşmaktadır. Bu süre zarfında 20 teklifle Türk şirketlerine en fazla talip olan firmalar Almanya bazlı olup, Alman firmalarını sırasıyla 18 teklifle A.B.D., 14 teklifle Büyük Britanya ve 12 teklifle Fransa bazlı firmalar takip etmektedir.

**Şekil 4:** Yabancı Alıcı Firmaların ülke Kökeni ve Satılma Sıklığı





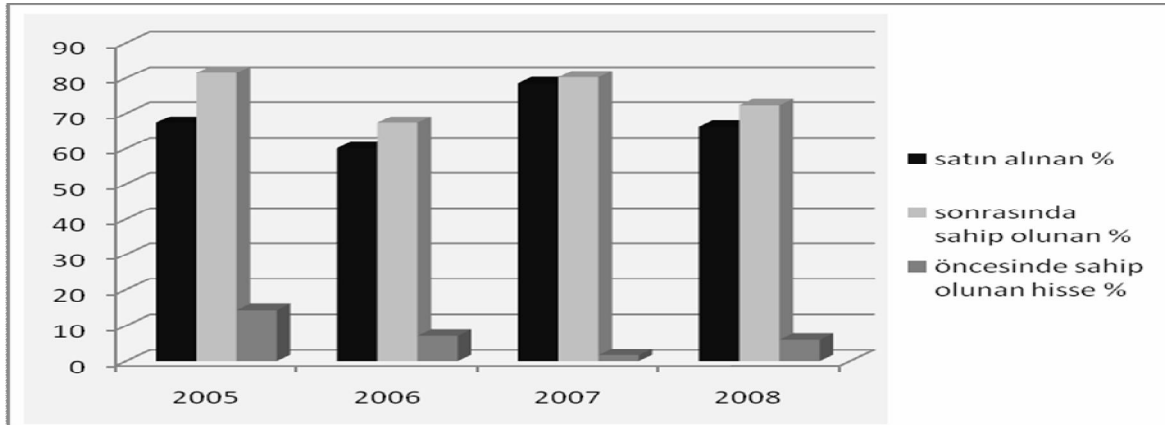
## iii. Hedef Firmada Sahip Olunan Hisse Oranı

Bu bölümde alıcı firmaların hedef firmadaki sahiplik oranına bakılmıştır. İlgilendiğimiz hisse oranları arasında birleşme öncesi alıcı firmaların hedef firmada bulunan hisse oranı, birleşme sırasında satın alınan hisse yüzdesi, ve de birleşme sonrasında alıcı firmanın elinde bulunan toplam hisse yüzdesi bulunmaktadır. Özellikle de son orana bakılmaktaki amaç, alıcı firmanın hedef firmada yönetimin kontrolünü ele geçirecek bir yüzdeye (%51'den büyük) sahip olup olmamasıdır.

Bu dönemde gerçekleşen satınalmalarda el değiştiren hisse oranlarına baktığımızda (Tablo 1, Panel A), bu işlemlerin %70'inde alıcı firmanın talep olduğu firmanın %51'den fazla hissesini almayı başardığını görmekteyiz. Bu da alıcı firmanın hedef şirketin kontrolünü eline geçirmesine olanak vermiştir. İşlemlerde, hedef firmanın ortalama %60.42'si satın alınırken, işlem sonrası alıcı firma ortalama %68.59 hisseye sahip olmuştur. 21 işlemde teklif yapan firma birleşme öncesinde de hedef firmada %50 hisse sahibi olmaktadır. Verilerine ulaşabildiğimiz geriye kalan 109 işlemde ise alıcı firmanın birleşme öncesinde hedef firmada hiç hissesi olmadığını görüyoruz.

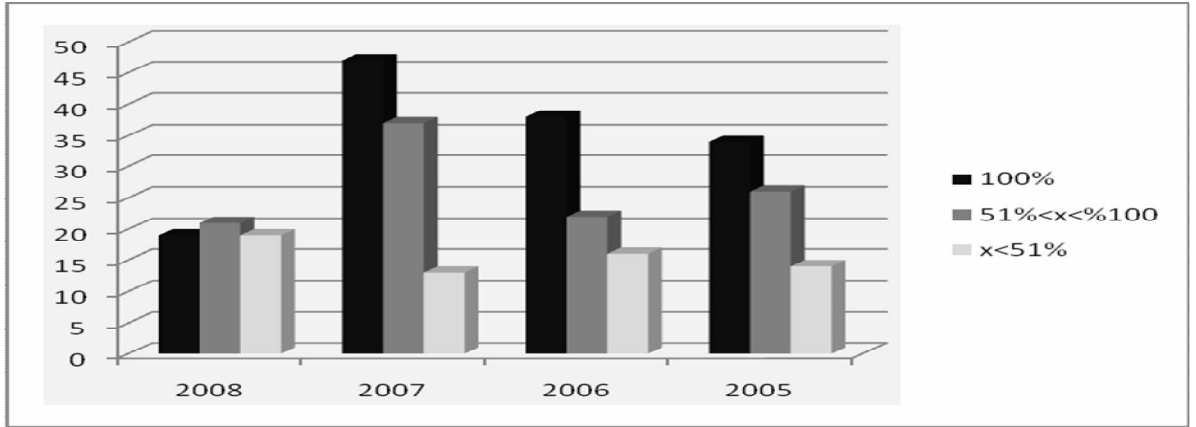
Şekil 6 bu üç oranın/yüzdenin senelik bazda dağılımını, Şekil 5 ise satınalma sonrasında sahip olunan hissenin %51 altı, %51 üstü fakat %100 altı, ve %100 şeklinde oluşan ayrımlarını göstermektedir.

**Şekil 5:** Hedef Firmada Sahip Olunan Hisse Yüzdesi (Satınalma Öncesi ve Sonrası)



Şekil 5'e baktığımızda hedef firmada birleşme sonrası sahip olunan ortalama hissenin 2005 yılında en yüksek (%80), 2006 yılında ise en düşük (%65) seviyede olduğunu görmekteyiz. Birleşme dolayısıyla satın alınan hisse oranlarına baktığımızda ise, 2007 yılının en yüksek (%77), ve yine 2006 yılının da en düşük (%68-69) seviyede kaldığını görmekteyiz. Birleşme öncesi sahiplik yüzdelerinde ise senelik bazda genel bir düşüş gözlemlenmektedir. 2005 yılında ortalama %11 seviyesinde olan bu oran, 2007 yılında sifıra yaklaşmış, 2008 yılında ise %5 seviyelerinde kalmıştır.

Şekil 6: Hedef Firmada Sahip Olunan Hisse Yüzdesi (Satınalma Sonrası)



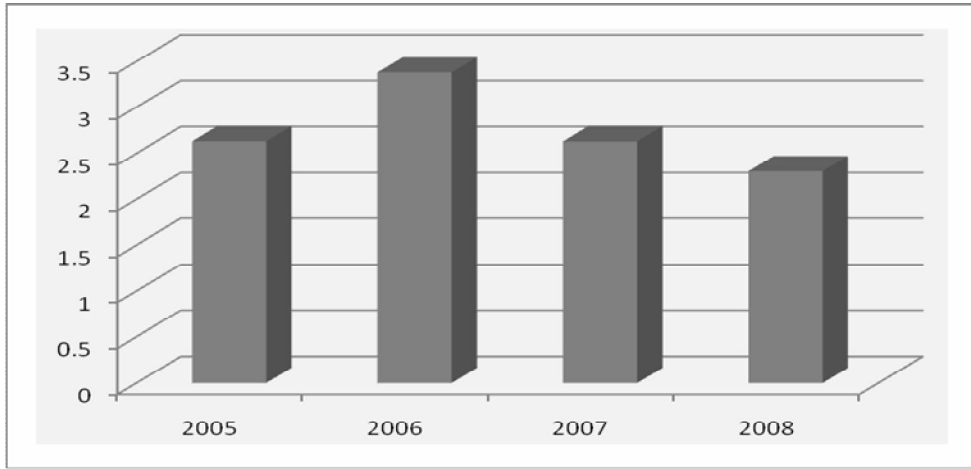
Şekil 6 satınalma sonrası sahip olunan yüzdelerin dağılımını göstermektedir. Burada da görüldüğü gibi 2005-2007 yılları arasında alıcı firmanın hedef firmanın tamamını (%100) satın alma oranı sistematik bir artış göstermiş, bu yüzde 2008 yılında da düşük bir seviyede kalmıştır.

### 3.2. 2005-2008 Döneminde Alıcı ve Hedef Firmaların Finansal Karakteristikleri (Genel Bakış)

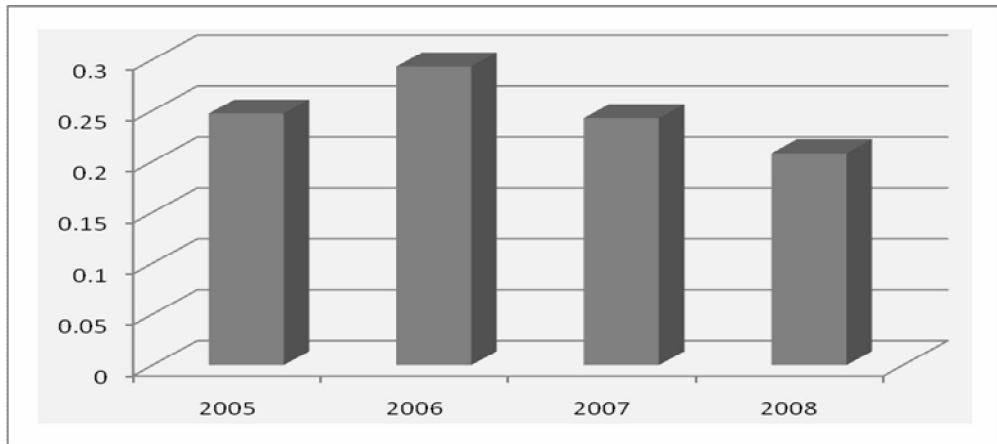
Analizimizin bu bölümünde öncelikle alıcı ve hedef firmaların finansal karakteristiklerine genel bir bakış sunacağız. Tablo 1 Panel B bu 4 yıllık süre zarfında gerçekleştirileceği açıklanan alıcı-hedef firmaların en azından birinin halka açık olduğu işlemlerdeki firmaların finansal karakteristikleri hakkında bilgi vermektedir (ortalama, medyan, standart sapma, vs.). Bu özellikler arasında piyasa-defter değer oranı, borç miktarı (kaldıraç) ve piyasa değeri bulunmaktadır. Bunlara ek olarak verilen şekiller (Şekil 7-9) bir kısım karakteristiklerin yıllık bazda dağılımını göstererek daha detaylı bilgi vermektedir.

Tablo 1 Panel B’de de görüldüğü üzere bu dönem içerisinde işlem yapan alıcı firmaların ortalama piyasa-defter değer oranı 2.48, hedef firmaların ise 1.56 olarak belirlenmiştir. Aynı firmaların kaldıraç değerlerine baktığımızda ise alıcı firmaların ortalama olarak %25’lik bir borç oranına, hedef firmaların ise ortalamada %61’lik bir borç oranına sahip olduğunu görmekteyiz. Piyasa değeri olarak da alıcı firmaların ortalamada yaklaşık 148 milyar dolar olduğunu gözlemlerken, hedef firmalar için bu değer yaklaşık 2 milyar TL’de kaldığını görmekteyiz. Bu da çoğunlukla varlık değeri ve piyasa-defter değer oranı yüksek, kaldıraç oranı düşük alıcı firmaların kendilerine göre çok daha küçük, piyasa-defter değer oranı düşük ve kaldıraç oranı yüksek hedef firmalara yöneldiğini göstermektedir.

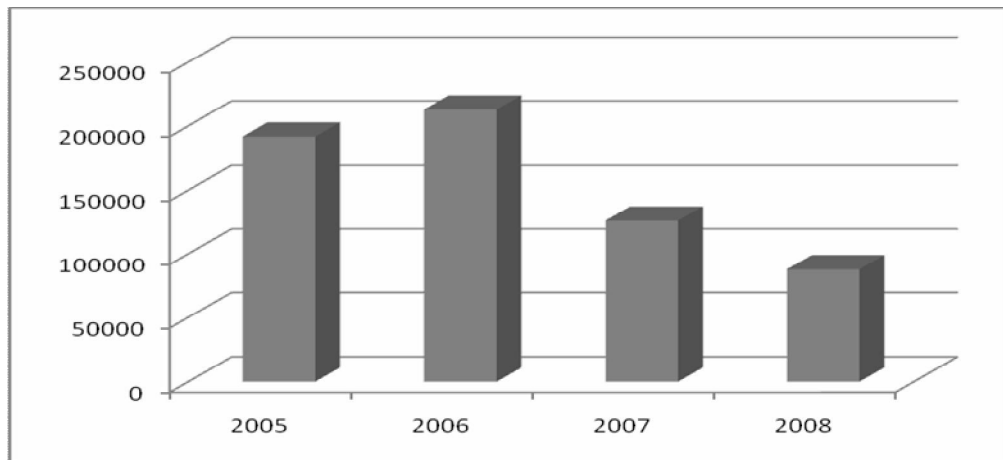
Şekil 7: Alıcı Firma Piyasa-Defter Oranı



Şekil 8: Alıcı Firma Kaldıraç Oranı



Şekil 9: Alıcı Firma Piyasa Değeri (milyon \$ olarak)



Alıcı firmaların piyasa değerlerinin senelik dağılımına baktığımızda, 2005-2006 yıllarında Türk piyasasına girenlerin varlık değerlerinin 2007-2008 yıllarında girenlere kıyasla çok daha yüksek olduğunu gözlemliyoruz. Bu da bu dört yıllık sürenin ilk yarısında ikinci yarısına oranla çok daha büyük firmaların satınalma gerçekleştirdiğini göstermektedir. Şekillere baktığımızda gözümüze çarpan bir başka özellik ise 2006 yılının sadece piyasa değeri değil, kaldıraç ve piyasa-defter oranı da en yüksek olan alıcı firmaların gerçekleştirdiği satınalmalara tanık olmasıdır.

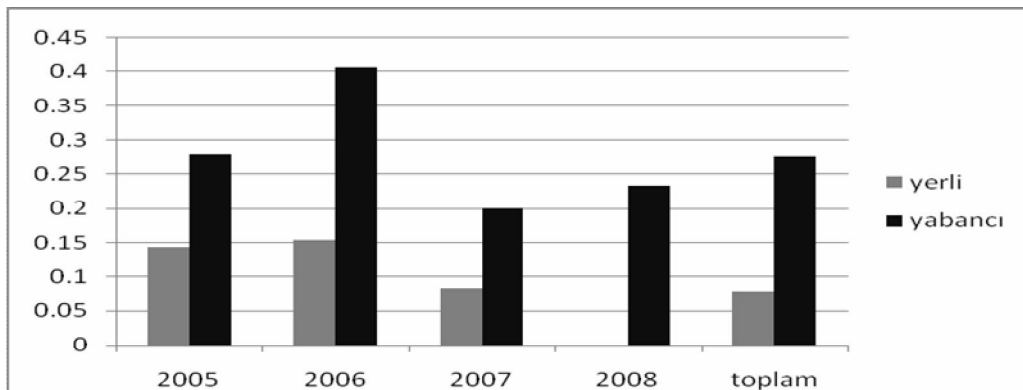
### 3.3. 2005-2008 Döneminde Yerli/Yabancı Alıcı Firma Satınalmalarının İşlemsel Özellikleri ve Yerli/Yabancı Alıcı Firmaların Finansal Karakteristikleri

Bu bölümde öncelikle yerli ve yabancı alıcı firma satınalmalarının işlemsel özellikleri, sonrasında ise bu firmaların ve onların hedef aldıkları Türk firmalarının finansal karakteristikleri irdelenmiştir. Tablo 2 bu finansal karakteristiklerin yabancı-yerli firmalar olarak iki gruba ayrılmış şeklini sunmuş, Tablo 3 ise bu iki grup arasındaki verilerin istatistiki farklılık testlerini (t-test) göstermiştir. İşlem özellikleri arasındaki istatistiki farklılıklar (Tablo 3) A Panelinde, yabancı ve yerli alıcı firmaların ve de hedef aldıkları Türk firmalarının finansal karakteristikleri ise B Panelinde özetlenmiştir. Bölüm içerisinde verilen şekiller bazı özellik ve karakteristiklerin sene bazlı dağılımını göstermektedir.

#### i. Yerli/Yabancı Alıcı Firma Satınalmalarının İşlemsel Özellikleri

İki alıcı grubu arasında yapılan karşılaştırmada öne çıkan farklılıklardan biri yabancı firmaların yatay birleşmelere daha yüksek bir oranda yöneldiğidir. Yabancı alıcı firmalar ortalama %74'lük bir oranla yatay birleşmeye yönelirken, yerli alıcı firmalarda bu seviye %56'da kalmaktadır. Bu %18'lere dayanan fark %1 seviyesinde istatistiki olarak da önemlidir (Tablo 3, Panel A). Buradan anladığımız ise yabancı firmaların çoğunlukla coğrafik açılımlarından sonra biraz daha muhafazakar davranarak kendi sektörlerindeki hedef firmalara yöneldikleridir. Bu da Harris, Kriebel ve Raviv (1982)'in de açıkladığı gibi yabancı firmaların kendi sektörleri dışında hedef firmalara talip olmasının, asimetrik bilgi yapısından dolayı, riskli bir hareket olduğunu düşünmelerinden kaynaklanabilir.

Şekil 10: Bankacılık Sektöründe Yapılan Satınalmaların Toplama Oranı



Tablo 2: Yerli ve Yabancı Alıcı Firma Birleşmelerinin İşlemsel ve Firma Özellikleri

YERLİ ALICI FİRMA  
İŞLEMLERİ

İşlemsel Özellikler	Ortalama	Medyan	S. Sapma	En küçük	En büyük
Hedef firma halka açık	0.38	0	0,49	0	1
Alıcı firma halka açık	0.69	1	0.46	0	1
Yatay Birleşme	0.56	1	0.50	0	1
Sonraki hisse %'si	65.01	72.46	35.28	4	100
Alınan hisse %'si	53.82	50	36.56	4	100
Önceki hisse %'si	11.19	0	23.31	0	88.4
Kontrol kazanıldı	0.63	1	0.49	0	1
İşlem değeri (\$ milyar)	177.65	46.08	418.04	0.05	2146.49
Alıcı Karakteristikleri	Ortalama	Medyan	S. Sapma	En küçük	En büyük
Piyasa-defter oranı	2.18	1.77	1.44	6.80	0.47
Kaldıraç	0.25	0.22	0.21	0.77	0.00
Tecrübe	0.35	0.00	0.48	1.00	0.00
Piyasa değeri (\$ milyar )	8.65	0.97	15.68	50.63	0.01
Hedef Karakteristikleri	Ortalama	Medyan	S. Sapma	En küçük	En büyük
Piyasa-defter oranı	0.93	0.58	0.96	3.50	0.00
Kaldıraç	0.50	0.45	0.29	1.19	0.00
Piyasa değeri (TL milyar )	0.77	0.12	1.47	4.64	0.01

YABANCI ALICI FİRMA  
İŞLEMLERİ

İşlemsel Özellikler	Ortalama	Medyan	S. Sapma	En küçük	En büyük
Hedef firma halka açık	0.31	0	0.46	0	1
Alıcı firma halka açık	0.79	1	0.41	0	1
Yatay Birleşme	0.74	1	0.44	0	1
Sonraki hisse %'si	69.91	70	30.78	3.17	100
Alınan hisse %'si	62.85	60	33.07	0.005	100
Önceki hisse %'si	7.06	0	19.09	0	80
Kontrol kazanıldı	0.73	1	0.45	0	1
İşlem değeri (\$ milyar)	0.58	0.10	1.23	0.00	6.00
Alıcı Karakteristikleri	Ortalama	Medyan	S. Sapma	En küçük	En büyük
Piyasa-defter oranı	2.60	1.95	2.15	14.58	0.46
Kaldıraç	0.25	0.23	0.17	0.81	0.00
Tecrübe	0.18	0.00	0.39	1.00	0.00
Piyasa değeri (\$ milyar )	204.76	11.53	422.84	1884.32	0.00
Hedef Karakteristikleri	Ortalama	Medyan	S. Sapma	En küçük	En büyük
Piyasa-defter oranı	2.20	2.18	1.70	6.08	0.00
Kaldıraç	0.72	0.60	0.61	3.92	0.06
Piyasa değeri (TL milyar )	3.07	0.36	6.34	20.07	0.05

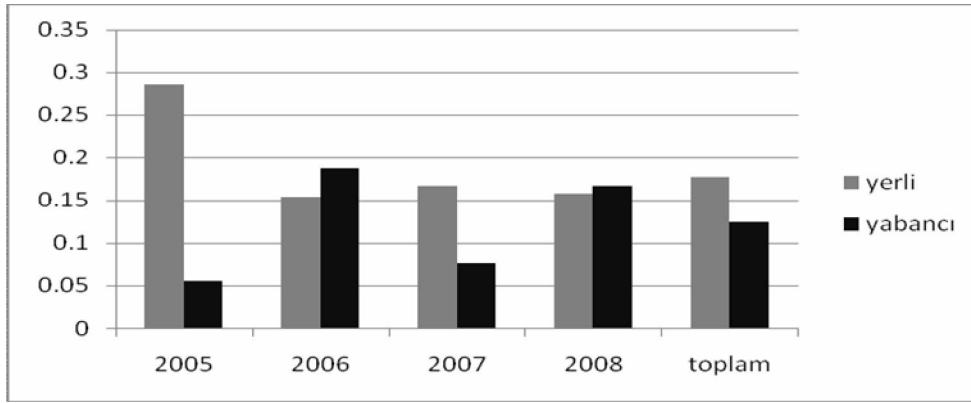
**Tablo 3:** Yerli ve Yabancı Alıcı Firma İşlemlerinde Farklılıklar (T-testi)

<b>Panel A</b>				
<b>İşlemsel Özellikler</b>	<b>Yabancı alıcı firma</b>	<b>Yerli alıcı Firma</b>	<b>Fark</b>	<b>t-skoru</b>
Hedef firma halka açık	0.31	0.38	-0.07	-1.11
Alıcı firma halka açık	0.79	0.69	0.10	1.49
Yatay Birleşme	0.74	0.56	0.18	2.78***
Sonraki hisse %'si	69.91	65.01	4.90	0.77
Alınan hisse %'si	62.85	53.82	9.03	1.34
Önceki hisse %'si	7.06	11.19	-4.13	1.02
Kontrol kazanıldı	0.73	0.63	0.10	1.08
İşlem değeri (\$ milyar)	0.58	0.18	0.40	2.08**
<b>Panel B</b>				
<b>Alıcı firma Karakteristikleri</b>	<b>Yabancı alıcı firma</b>	<b>Yerli alıcı firma</b>	<b>Fark</b>	<b>t-skoru</b>
Piyasa-defter oranı	2.60	2.18	0.42	1.22
Kaldıraç	0.25	0.25	0.00	0.05
Tecrübe	0.18	0.35	-0.17	-2.42**
Piyasa değeri (\$ milyar )	204.76	8.65	196.11	3.21***
<b>Hedef firma Karakteristikleri</b>	<b>Yabancı alıcı firma</b>	<b>Yerli alıcı firma</b>	<b>Fark</b>	<b>t-skoru</b>
Piyasa-defter oranı	2.20	0.93	1.27	3.23***
Kaldıraç	0.72	0.50	0.22	1.91**
Piyasa değeri(TL milyar )	3.07	0.77	2.30	1.66*

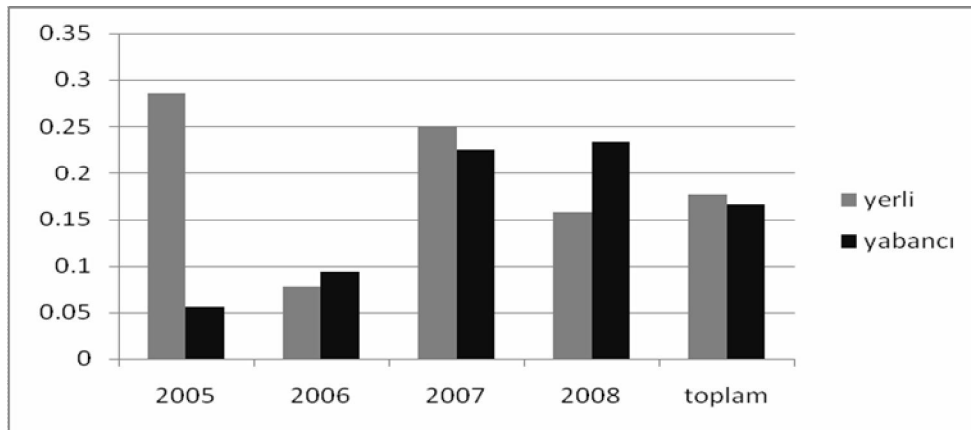
İstatistiki anlamlılık olarak 10%, 5% ve 1% seviyeleri sırasıyla \*, \*\*, ve \*\*\* şeklinde gösterilmiştir.

En aktif olarak öne çıkan sektörlerdeki (bankacılık, hammadde, ve enerji) yabancı/yerli alıcı firma dağılımına baktığımızda ise, yabancı firmaların çoğunlukla bankacılık sektöründeki satınalmalarda rol oynadığını görmekteyiz (Şekil 10). Buna karşılık enerji ve hammadde sektörlerine bakıldığında 4 yıllık ortalama bu iki grup arasında büyük bir farklılık göstermese de, özellikle 2005 yılında yerli alıcıların yabancı alıcı arasında firmalardan çok daha büyük bir rol oynadığını söyleyebiliriz (Şekil 11-12).

**Şekil 11:** Enerji Sektöründe Yapılan Satınalmaların Toplama Oranı



**Şekil 12:** Hammadde Sektöründe Yapılan Satınalmaların Toplama Oranı



İncelediğimiz diğer işlemsel özellikler arasında alıcı firmaların hedef firmadaki sahiplik oranları (öncesi ve sonrası), ayrıca %51'den fazla hisseye sahip olup hedef firma yönetimini ele geçirdikleri (kontrolü kazandıkları) işlemler bulunmaktadır. İstatistiki olarak önemli bulunacak seviyede olmasa da, Tablo 3 Panel A'da da görüldüğü gibi satın alınan ve satınalma sonrasında sahip olunan hisse yüzdesinde yabancı alıcı firmalar ortalamada önde dururken, satınalma öncesinde hedef firmada halihazırda sahip olunan hisse oranı yerli alıcı firmalarda ortalama olarak daha yüksektir (%11.19 vs. %7.06). Kontrol kazanılan

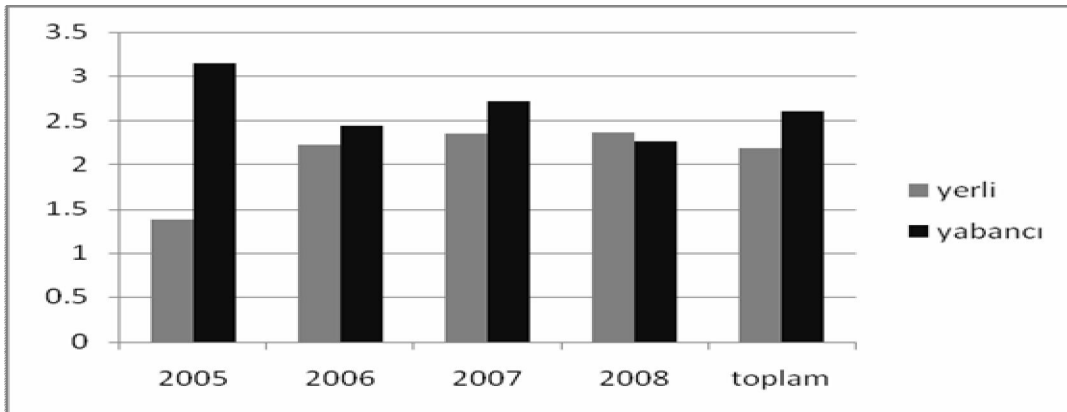
işlemlerde de yabancı alıcı firmalar %73'lük bir oranla ortalamada yerli alıcı firmaların kontrol kazandıkları işlemlerden (%63) daha yüksek bir yüzdeye sahip olmuşlardır.

Yerli firma alıcılarının dahil olduğu satınalmalarda işlem değerlerinin de yabancı firmaların aldıkları firma değerlerinden çok daha düşük olduğunu da gözlemleyebiliyoruz. Bu fark ortalamada 400 milyon dolar civarındadır ve %5 seviyesinde istatistiksel olarak da anlamlıdır (Tablo 3, Panel A).

ii. Yerli/Yabancı Alıcı Firmaların Finansal Karakteristikleri

Alıcı firmalarda göze çarpan bir başka özellik ise yabancı firmaların yerli firmalara göre piyasa değerlerinin (varlık değerlerinin) çok daha yüksek oluşudur. Tablo 3'te de görüldüğü gibi yabancı alıcı firmaların ortalama piyasa değeri yaklaşık 205 milyar dolar iken bu sayı yerli alıcı firmalarda 8.65 milyar dolarla kısıtlı kalmıştır. Aradaki fark %1 seviyesinde istatistiksel olarak da anlamlıdır. İki grup arasında kıyas yaparken bakılan diğer karakteristikler ise yerli ve yabancı alıcı firmaların piyasa-defter değerleri ile kaldıraç oranlarıdır. Alıcı firmalarda yerli ve yabancı bazında bu iki finansal karakteristiğin 4 yıllık ortalamasında bir farklılık göze çarpmamaktadır. Ancak Şekil 13'de görüldüğü üzere 2005 yılında gerçekleşen satınalmalarda yabancı alıcı firmaların piyasa-defter değer oranı yerli alıcı firmalara göre çok daha yüksek olmuştur.

Şekil 13: Alıcı Firma Piyasa-Defter Değer Oranı (Yerli/Yabancı alıcı firma)

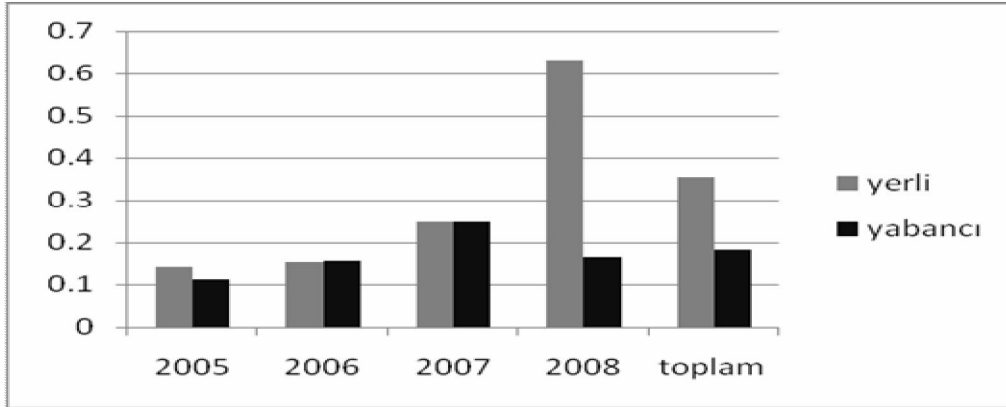


Yerli ve yabancı firmalarda öne çıkan bir başka özellik ise Türkiye piyasasındaki daha önceden yapılan firma birleşmeleridir (alıcı firma tecrübesi). Yerli firmalar, incelemesini yaptığımız 4 yıllık süre zarfında, ortalamada birkaç kez satınalma girişimlerinde bulunuyorlar. Yabancı firmaların sadece %18'i Türkiye piyasasında 2005 öncesinde de satınalma denemelerine girişmişken bu yüzde yerli firmalarda %35'lere çıkıyor. Bu noktada da aradaki farkın istatistiki olarak da %5 seviyesinde anlamlı olduğunu görmekteyiz. Bu farka daha detaylı



baktığımızda ise (Şekil 14), bunun 2008 yılında gerçekleşen satınalmalardaki yerli alıcı firmaların tecrübesinden kaynaklandığını görmekteyiz.

Şekil 14: Alıcı Firma ‘Tecrübe’si (Yerli/Yabancı Alıcı Firma)



iii. Yerli/Yabancı Alıcı Firmaların Hedef aldıkları Türk Firmalarının Finansal Karakteristikleri

Yerli ve yabancı alıcı firmaların hedef aldıkları firmalara baktığımızda, alıcı firmaların varlık değerlerindeki ciddi farkın bu iki gruptaki firmaların hedef aldıkları firmalara da yansıdığını görmekteyiz. Yerli firmalarca hedef alınan firmalarda ortalama 770 milyon YTL'lik bir rakam gözlemlenirken, bu rakam yabancı firmalarca talep olunan Türkiye bazlı firmalarda yaklaşık 3 milyar YTL olarak göze çarpıyor. Aradaki fark istatistiksel olarak da %10 seviyesinde anlamlıdır (Tablo 3, Panel B).

Alıcı firmalarda yerli ve yabancı bazında incelediğimiz diğer iki finansal karakteristikte (kaldıraç, piyasa-defter değer oranı) bir farklılık göze çarpmasa da, bu firmaların satın aldıkları hedef firmalarda farklılıklar görebiliyoruz. Yabancı bir firma tarafından satın alınan bir hedef firmanın ortalama piyasa-defter değeri 2.20 olurken, aynı rasyonun yerli firma tarafından alınan firmalarda ortalama olarak 0.93'te kaldığını görmekteyiz. Rasyodaki farklılık %1 derecesinde istatistiksel olarak da anlamlıdır. Son olarak da hedef firmaların borçlanma oranlarına baktığımızda yabancı firmaların satın aldıkları firmalardaki ortalama kaldıraç oranının %22 oranında daha fazla olduğunu görmekteyiz. Bu farklılık da %5 seviyesinde istatistiksel anlam taşımaktadır.

#### 4. SONUÇ

Bu çalışmada 1988-2008 döneminin Türk piyasasında gerçekleşen satınalma ve birleşmelerinin sayısı olarak %38, işlem değeri olarak %73'ünü oluşturan 2005-2008 dönemindeki işlemlerin özellikleri ve işlemlere dahil olan firmaların finansal karakteristikleri irdelenmiştir. Öncelikle bu dönemde gerçekleşen işlemler genel olarak incelenmiş, sonrasında

ise yabancı ve yerli alıcı firmalar olarak ikiye ayrılıp bu iki grup arasındaki benzerlik ve farklılıklar gösterilmiştir.

2005-2008 dönemine genel olarak baktığımızda alıcı firmaların çoğunlukla yatay birleşmelere yöneldiğini, dikey ve karma birleşmelere daha az rağbet ettiklerini, ve bu dönemdeki en aktif sektörlerin bankacılık, hammadde ve enerji sektörleri olduğunu görmekteyiz. Ülke kökenine baktığımızda ise toplam işlemlerin %68'inin yabancı alıcı firmalar tarafından gerçekleştirildiğini ve bu yabancı firmaların da çoğunlukla Avrupa bazlı olduğunu söyleyebiliriz. Ayrıca bu dönem içerisinde gerçekleşen satınalmalarda alıcı firmaların hedef firmanın tamamını satın almasında sistematik bir artış görülmüştür. Alıcı ve hedef firma karakteristiklerini inceledikten sonra ise, bu dönemdeki satınalmalarda çoğunlukla varlık değeri ve piyasa-defter değer oranı yüksek, kaldıraç oranı düşük alıcı firmaların kendilerine göre çok daha küçük, piyasa-defter değer oranı düşük ve kaldıraç oranı yüksek hedef firmalara yöneldiğini görebiliriz.

2005-2008 dönemine daha detaylı bakarak yerli ve yabancı alıcı firma işlemlerini kıyasladığımızda, öne çıkan ve istatistiksel olarak da anlam kazanan bir özellik yabancı firmaların yatay birleşmelere yerli firmalardan daha sıklıkla yönelmesidir. Coğrafik birleşmelerin %74'ü alıcı firma ile aynı sektördeki bir firmayı hedef alırken, yerli firmalarda bu oranın %50'lerde kaldığını görüyoruz. Ayrıca yabancı alıcı firmaların daha büyük bir çoğunluğu halka açık firmalardan oluşurken hedef aldıkları halka açık firmalar yerli alıcılara göre azınlıkta kalmıştır. Yabancı firmalar yaptıkları işlemlerde hedef firmadan aldıkları hisse yüzdesine göre de farklılık göstermiştir. Yerli bir firma ortalamada %54 hisse satılırken yabancı firmalarda bu oran %63'e çıkmıştır. Buna ek olarak da yabancı firmalar yerli firmalardan daha büyük bir sıklıkla işlem sonrasında hedef firmanın çoğunluk hissesine sahip olup yönetimde pay sahibi olmuşlardır. İşlem değerlerine baktığımızda ise yabancı alıcıların dahil olduğu birleşmelerdeki ortalama değer yerli alıcı firmaların dahil olduğu işlemlerin üç katı fazlası olduğunu görüyoruz.

İki gruptaki firma kıyaslamalarında finansal özelliklere baktığımızda ise göze çarpan ilk karakteristik firmaların ortalama piyasa değerlerindeki fark olmuştur. Yabancı alıcı firmaların ortalama piyasa değeri yerli alıcı firmaların ortalama piyasa değerinin 25 kat fazlası olduğu gözlemlenmiştir. Bu iki tip firmanın talip oldukları şirketlerde ise analiz ettiğimiz üç özellik de istatistiksel farklılıklar göstermiştir. Buna göre yabancı firmalar yerli firmalara kıyasla piyasa-defter değer oranı çok daha yüksek, borç yükümlülükleri daha ağır ve de piyasa değeri daha büyük Türkiye bazlı firmaları hedef almışlardır.

**KAYNAKLAR**

- Akdoğu, E. (2011), “Türkiye’de 1988-2008 Dönemindeki Firma Birleşmeleri, Birleşme Dalgaları ve Genel Tablo”, Muhasebe ve Finansman Dergisi, Cilt 52, Ekim, ss. 137-152.
- Anbar, A. – Karabıyık, L. (2010), “Küresel Ekonomik Krizin Doğrudan Yabancı Yatırımlar Üzerindeki Etkisi”, Muhasebe ve Finansman Dergisi, Sayı 46, Nisan, ss. 44-57.
- Chang, S. (1998), “Takeovers of Privately Held Targets, Method of Payment and Bidder Returns”, Journal of Finance, Vol. 53, pp. 773-784.
- Chari, A. – Ouimet, P. – Tesar, L. (2010), “The Value of Control in Emerging Markets”, Review of Financial Studies, Vol. 23, pp. 1741-1770.
- Conn, R. – Cosh, A. – Guest, P. – Hughes, A. (2005), “The Impact on UK Acquirers of Domestic, Cross-border, Public and Private Acquisitions”, Journal of Business Finance & Accounting, Vol. 32, pp. 815-870.
- Danbolt, J. (2004), “Target Company Cross-border Effects In Acquisitions Into the UK”, European Financial Management, Vol. 10, pp. 83-108.
- Dos Santos, M. – Errunza V. – Miller, D. (2008), “Does Corporate Diversification Destroy Value? Evidence from Cross-Border Mergers and Acquisitions”, Journal of Banking and Finance, Vol. 32, pp. 2716-2724.
- Doukas, J. – Travlos, N. (1988), “The Effect of Corporate Multinationalism on Shareholders' Wealth: Evidence from International Acquisitions”, Journal of Finance, Vol. 43, No.5, pp. 1161-1175.
- Eckbo, E. – Thorburn, K. (2000) “Gains to Bidder Firms Revisited: Domestic and Foreign Acquisitions in Canada” , Journal of Financial and Quantitative Analysis, Vol. 35, pp. 1-25.
- Ertaş, F. (1998), “Küreselleşme Sürecinde Türkiye’de Şirket Birleşmesi”, İktisat, İşletme ve Finans Dergisi, Cilt 13, Sayı 142, ss. 47-57.
- Fuller, K. – Netter J. – Stegemoller, M. (2002), “What Do Returns to Acquiring Firms Tell us?”, Journal of Finance, Vol. 57, pp. 1763-1793.
- Georgen, M. - Renneboog, L. (2004), “Shareholder Wealth Effects of European Domestic and Cross-Border Takeover Bids”, European Financial Management, Vol. 10, pp. 9-45.
- Harris, M. – Kriebel, C. – Raviv, A. (1982). “Asymmetric Information, Incentives and Intrafirm Resource Allocation”. Management Science , Vol. 28, pp. 604-620.
- Lins, K. – Servaes, H. (2002), “Is Corporate Diversification Beneficial in Emerging Markets:”, Financial Management, Vol. 33, pp. 5-27.

- Mandacı, P. E. (2004), “Şirketlerin Birleşme ve Satın Alma Duyurularının Hisse Senedi Fiyatları Üzerine etkileri”, İktisat, İşletme ve Finans Dergisi, Cilt 19, Sayı 225, ss. 118-124.
- Mantecon, T. (2009), “Mitigating Risks in Cross-Border Acquisitions”, Journal of Banking and Finance, Vol. 33, pp. 640-651.
- Markides, C. – Ittner, D. (1994), “Shareholder Benefits from Corporate International Diversification: Evidence from U.S. International Acquisitions”, Journal of International Business Studies, Vol. 25, pp. 343-366.
- Moeller, S. – Schlingemann, F. (2005), “Global Diversification and Bidder Gains: A Comparison Between Cross-Border and Domestic Acquisitions”, Journal of Banking and Finance, Vol. 29, pp. 533-564.
- Moeller, S. – Schlingemann, F. – Stulz, R. (2004), “Firm Size and Gains from Acquisitions”, Journal of Financial Economics, Vol. 73, pp. 201-228.
- Rhodes-Kropf, M. – Robinson, D. – Vishwanathan, S. (2005), “Valuation Waves and Merger Activity: The Empirical Evidence”, Journal of Financial Economics, Vol. 77, pp. 561-603.
- Thomson One Banker veritabanı, (<http://banker.thomsonib.com/>)