

SERBEST YATIRIM FONLARININ AKTİVİST İŞLEMLERİN HİSSE FİYAT PERFORMANSLARININ ANALİZİ*

ANALYSIS OF STOCK PRICE PERFORMANCES OF HEDGE FUNDS' ACTIVIST TRANSACTIONS

Serkan ÜNAL** 

Öz

Bu çalışmada aktivist serbest yatırım fonlarının işlemleri ve bu işlemlerden elde edilen getiriler incelenmiştir. Çalışma kapsamında tespit edilen serbest yatırım fonlarına ait 1994 ve 2014 yılları arasında yayınlanmış olan 1634 adet 13D formu ABD Menkul Kıymetler Borsa Komisyonu (SEC) web sitesinden indirilmiş ve gerekli kriterleri sağlayan 574 adet işlem çalışmaya dahil edilmiştir. Her bir aktivist hisse alım işleminde sonra hissenin fiyatının nasıl hareket ettiğine bakılarak farklı zaman aralıklarında aktivist işlem uygulanan şirketlerin performansları incelenmiştir. Çalışmaya dahil edilen 574 farklı işleme ait hem kısa hem uzun vadeli performans verisi, son 20 yılda aktivist işleme uğrayan şirketlerin kısa ve uzun vadede endeksin üstünde performans sergilediğini göstermiştir.

Çalışmada aktivist serbest yatırım fonlarının, son dönemde endekse kıyasla daha kötü hisse fiyat performansı sergilemiş olan şirketlerde işlem yaptıkları görülmüştür. Aktivist işleme dair form yayınlanmadan dokuz gün öncesine kadar ilgili şirketlerde ortalamada negatif performans tespit edilirken, bu tarihten sonra pozitif getiriler saptanmıştır.

Bu alışma sonuçlarına göre literatürdeki diğer çalışmaların elde ettikleri sonuçlar 2008 finansal krizinden sonra da geçerliliğini korumaktadır ve hem kısa hem de uzun vadede aktivist serbest yatırım fonlarının işlem yaptıkları şirketlerin fiyat performansına etkileri pozitifdir.

Anahtar Kelimeler: Kurumsal Yönetim, Vekâlet Savaşları, Serbest Yatırım Fonları, 13D Formları, Aktivist İşlemlerin Getirileri.

Jel Kodları: G11, G23, G34

* Bu alışma TOBB ETÜ, Sosyal Bilimler Enstitüsünde hazırlanan yüksek lisans tezinden türetilmiştir.

** Öğretim Görevlisi, Ufuk Üniversitesi MYO, Muhasebe ve Vergi Bölümü, s_unal25@yahoo.com

ABSTRACT

This study examines activist hedge fund transactions and returns related to these transactions. Under the scope of this study, 1634 13D forms, dated between 1994 and 2014, have been downloaded from the website of Securities and Exchange Commission (SEC) of USA and 574 transactions which meet the activist hedge fund requirements have been included in the study. The performances of the companies on which activist transactions applied have been examined at different periods by looking at the returns before and after each activist transaction. Short and long term performance of the stocks in which 574 activist transactions have been applied shows that these companies have overperformed the SP500 stock index in both the short and long run.

The study also demonstrated that activist hedge funds prefer companies showing recent poor performances before activist hedge fund transaction. While relevant companies had negative returns since average nine days before the publication of the 13D form, positive abnormal returns have been observed after this date.

The results obtained in this study shows that findings of previous studies are still valid after the 2008 financial crisis. Activist hedge funds have positive contributions to price performances of the companies in both the short and the long term.

Keywords: Corporate Governance, Proxy Fights, Hedge Funds, Hedge Fund Activism, 13 D Forms, Returns of Activism.

JEL Codes: G11, G23, G34

Giriş

1990'dan itibaren hızlanan özelleştirme akımı, emeklilik fonlarının popülerlik kazanması ve bireysel fonların yönettiği tutarların sürekli artması, sermaye piyasalarında global etkileşimin olması, 1998 yılında yaşanan Doğu Asya ekonomik krizi ve 1990'lardan sonra sıklaşan şirket skandalları global anlamda kurumsal yönetimin ve halka açık şirketlerde bütün hissedarların şirket yönetiminde etkin bir şekilde temsilinin önem kazanmasında etkili olmuştur (Becht vd., 2002:10). Özellikle Anglo-Sakson yönetim anlayışının benimsendiği ölkelerde hissedar yapısının dağınık olması ve yönetim kurullarında şirket üst yönetimlerinin hissedarlardan daha baskın bir şekilde yer alması, halka açık paylara sahip hissedarların temsilinde vekalet problemini doğurmuş ve birçok şirket hissedarlar açısından tercih edilmeyen yönetim yapılarına sahip olmuştur. Bu noktada aktivist serbest yatırım fonları devreye girmeye başlamış ve kötü yönetilen şirketlerin yönetimini ele geçirerek şirket performansının iyileştirilmesinde önemli rol oynamışlardır. Bu çalışmada aktivist serbest yatırım fonlarının ABD'de yapmış oldukları 1994 ve 2014 yılları arasındaki işlemler ele alınarak, bu fonların işlem yaptıkları şirketlerin hisselerinin fiyat performansına etkileri beş yıla varan kısa ve uzun vadelerde incelenmiştir.

Bu makalenin ilk bölümünde kurumsal yönetim ve vekalet problemi ve aktivist serbest yatırım fonlarının faaliyetleri hakkında bilgi verilmiştir. Bu bölümde literatürdeki çalışmalar ele alınarak hissedarların yaşadığı vekalet maliyetleri, serbest yatırım fonlarının temel özellikleri, serbest yatırım fonlarının aktivist strateji ile hareket etmesinin altında yatan dinamikler, hedef alınan şirketlerin ortak özellikleri ve aktivist işlemlerin sonuçları hakkında bilgi verilmiştir.

İkinci bölümde bu makale kapsamında yapılan çalışmaya yer verilmiştir. 1994 ve 2014 yılları arasında aktivist serbest yatırım fonları tarafından paylaşılan 574 adet form ele alınarak bu şirketlere ait

20 günlük, bir yıllık, üç yıllık ve beş yıllık hisse fiyat performans verisi incelenmiştir. Literatürdeki diğer çalışmalara paralel olarak S&P500'e göre düzeltilmiş ortalama getiriler ve Fama-French 5 Faktör Varlık Fiyatlama Modeli ile regresyon analizleri yapılmış ve sonuçları paylaşılmıştır. Bu analizde bağımlı değişken olarak aktivist işleme uğrayan şirketlerin hisse fiyat performansları; bağımsız değişken olarak ise (1) piyasada bulunan şirketlerin ortalama getirisinin risk almadan kazanabilecek getiriye kıyasla oranı, (2) piyasa değeri küçük olan hisselerin büyük olan hisselerle kıyasla performansı, (3) "Piyasa Değeri / Defter Değeri" oranı yüksek olan hisselerin düşük olan hisselerle kıyasla performansı, (4) yüksek karlılığa sahip olan portföylerin getirilerinin zayıf karlılığa sahip olan portföylerin getirilerine kıyasla performansı ve son olarak (5) Finansal kaldıraç oranı düşük olan hisselerin yüksek olan hisselerle kıyasla performansı kullanılmıştır.

Son bölümde ise aktivist işlemlerin şirketlere etkileri konusunda bu çalışmada elde edilen sonuçlar değerlendirilmiştir.

1. Halka Açık Şirketlerde Vekalet Problemi ve Aktivist Serbest Yatırım Fonlarının İşlemleri

1.1. Kurumsal Yönetim ve Vekalet Problemi

1973 yılında Mitnick ve Ross tarafından, birbirinden bağımsız iki farklı çalışmada kurumsallaştırılan vekalet problemi, asiller ve vekiller arasındaki ilişkiyi ve çıkar çatışmasını incelemektedir (2013, Mitnick:3). Kurumsal yönetim alanında yapılan vekalet problemi çalışmalarındaki taraflar vekaletin türüne göre farklılık göstermektedir. Bu alanındaki çalışmalar genellikle (1) hissedarlar ve şirket yönetimi arasında; (2) çalışanlar, kamu ve şirket yönetimi arasında ya da (3) azınlık hissedarlar ve şirket yönetimine hâkim hissedarlar arasındaki çıkar çatışmalarını konu alabilmektedir.

Şirket ortakları şirketin uzun vadeli geleceği ve karlılığı ile ilgilenirken, şirket yöneticileri için şirket performansı ile kendi çıkarları arasında her zaman doğrudan bir ilişki olmayabilir. Yöneticiler başarısız olsalar da şirketin başında kalmayı, kısa vadeli çözümlerle şirket performansını yüksek göstermeyi ve şirketin zararına olsa da kendilerine olması gerekenden daha yüksek tutarlarda maaş vermeyi tercih edebilirler. Yapılan çalışmalar, sağlıksız bir duruma yol açacağı bilinse bile daha yüksek bir prestije sahip olmak ve daha çok maaş almak için şirket yöneticilerinin şirketi büyütmeyi hedeflediklerini belirtmektedir (Murphy ve Jensen, 1990:261; Rose ve Shepard 1997:511). Şirket yöneticileri prestijlerinin ve maaşlarının azalmasını istemezler. Ayrıca şirket küçültme operasyonları masraflı ve yorucudur. Bu nedenlerle bazı yöneticilerin şirketin menfaatlerine aykırı olsa dahi şirketi küçültme operasyonlarından kaçındıkları gözlemlenmiştir (Chen vd. 2011:253). Emekliliği yaklaşan ya da kısa bir süre içinde şirketten ayrılacak yöneticiler açısından ise şirketi büyütecek aksiyonlar kendileri için değil fakat görevi teslim edecekleri yeni yöneticiler için fayda sağlamaktadır. Bu nedenle de bu durumdaki yöneticilerin AR-GE harcamalarına ayırdıkları payı kısıtıkları ve şirketi büyütme arzularının azaldığı gözlemlenmiştir (Chen vd. 2011:278).

Çeşitli çalışmalar yapılarak belli bir şirketin ve çalışanlarının performans göstergelerinin incelenmesi, aksayan yönlerinin bulunması ve şirkette iyileştirilmeler yapılması zaman alıcı ve pahalı bir iştir. Şirketlerin küçük ortakları şirkette iyileştirme yapmalarını sağlayacak maddi çıkar

motivasyonuna sahip değildirler. Kck paya sahip ortakların şirket için ayıracakları zaman ve paranın maliyeti çoğu zaman kendi paylarına düşen kazancın üstünde kalmaktadır (Grossman ve Hart 1980:42). Shelifer ve Vishy (1986:462) yaptıkları araştırmada Fortune 500 firmalarından 456 tanesini ele almışlar ve bu firmalarda en büyük hissedarın sermaye payının ortalama %15,4 olduğunu saptamışlardır. Andres (2008:431) yaptığı çalışmada, halka açık 275 Alman şirketini incelemiş ve kurucu ailelerin başında olduğu aile şirketlerinin hem daha krlı olduğunu hem de diğer şirketlere göre hisse fiyat performanslarının daha yüksek olduğunu bulmuştur.

1.2. Serbest Yatırım Fonları

Serbest yatırım fonları hakkında genel olarak kabul görmüş bir tanım bulunmamaktadır. SEC web sitesinde 14 farklı serbest yatırım fonu tanımı bulunmaktadır (Vaughan, 2003). Amerika'da serbest yatırım fonları hakkında esasları düzenleyen Fed. Reg. 72054-01'e göre, serbest yatırım fonları; profesyonel fon yöneticileri tarafından yönetilen, kendi yöneticileri tarafından bazı durumlarda belli oranda hissesine sahip olunan, yatırımcılarından yönetim creti kesilen ve fon getirisinin belli bir payının fon yöneticilerine verildiği yatırım enstrmanlarıdır (Securities and Exchange Commission, 2004:72055).

Çeşitli yazarlar serbest yatırım fonlarının dört tane temel özelliğe sahip olduğunu belirtmiştir: (1) serbest yatırım fonları belli bir havuzda toplanmış ve özel olarak organize edilmiş yatırım enstrmanlarıdır (Partnoy ve Thomas 2007:23); (2) performansa dayalı ücret alan ve ciddi oranda yönettikleri fona yatırım yapmış olan profesyonel fon yöneticileri tarafından yönetilirler (Brav vd. 2008:3); (3) genel olarak halka açık değillerdir (Partnoy ve Thomas 2007:23); ve (4) ok az sayıda ve bilgili yatırımcıya sahip oldukları için "Securities Act of 1933", "Securities Exchange Act of 1934", "Investment Company Act of 1940" ve "Investment Advisers Act of 1940" gibi menkul kıymet düzenlemeleri ve kayıt yükümlülüklerindeki belli muafiyetleri kullanmaktadırlar (O'Halloran, 2004:467-469).

1.3. Serbest Yatırım Fonlarının Aktivist Strateji İle Hareket Etmesi

Aktivist strateji bir şirketin yüksek miktardaki hissesinin satın alınması ve bunun sonucunda yönetim kurulu üyelerini atama yetkisine sahip olunarak şirketin kontrolünün ele geçirilmesi durumudur.

Aktivist stratejinin en yaygın uygulamaları, bir şirkete ait yüksek miktardaki hisselerin satın alınması; kurumun elinde tuttuğu yüksek miktardaki hisseyi satabileceğini belirterek tehditte bulunması; yönetimde reforma gidilerek yönetim kurulunun değiştirilmesi; şirketin st yönetiminin maşlarında kesintiye gidilmesi; genel kurul toplantılarında oy yetkisinin kullanılması ve yönetim ile mektuplaşma ya da görüşme Őeklindeki zel kanallarla temasa geçilmesi gibi yöntemleri kapsamaktadır (Becht vd., 2002:90).

Önceleri ABD'de başlayan aktivist işlemler, finansal piyasaların gelişmesiyle diğer ülkelere de hızla yayılmaktadır. 2013 yılı itibariyle aktivist işlemlerin %71'i ABD'de, %19'u Avrupada ve %6'sı Kanadada yapılmıştır (Activist Insight, 2014). Aktivist serbest yatırım fonlarının portföy büyüklüğü

2008 yılında 32 milyar dolar iken (Toonkel ve Kim, 2013), 2016 yılında 200 milyar dolara ulaşmıştır (Activist Insight, 2018).

1.4. Hedef Alınan Şirketlerin Ortak Özellikleri

Konuyla ilgili yapılmış çeşitli çalışmalar aktivist serbest yatırım fonlarının aktivist strateji ile hedef aldıkları şirketlerin ortak özelliklerini sunmuşlardır.

Bethel vd. (1998:631) aktivist işleme uğrayan Fortune 500 şirketleri üzerinde yaptıkları çalışmada aktif getiri oranının aktivist işleme uğrayan şirketlerde diğer şirketlere göre daha düşük olduğunu bulmuşlardır. Fakat son dönemde yapılan ve daha geniş işlem sayısını kapsayan üç farklı çalışmada ise aktivist serbest yatırım fonlarının aktivist işlem uyguladıkları firmaların aktif getiri oranlarının diğer şirketlere göre daha yüksek olduğu bulunmuştur (Brav vd., 2008:7; Clifford, 2008:14; Klein ve Zur, 2011:1760). Öz kaynak getiri oranını inceleyen çalışmalar bu rasyoların aktivist işleme uğraması muhtemel şirketlerde daha yüksek olduğunu saptamıştır (Klein ve Zur, 2006:19; Clifford, 2008:14). Karpoff vd. (2001:16) yaptıkları çalışmada aktivist işleme uğrayan şirketlerin “Kar / Satış” oranlarının düşük olduğunu tespit etmişlerdir. Diğer çalışmalar da karlılık oranları yüksek olan şirketlerin, aktivist serbest yatırım fonları tarafından daha çok tercih edildiği göstermiştir (Klein ve Zur, 2006:14; Gillan ve Starks, 2007:15). Ayrıca Brav vd. (2008:7) düşük kar payı dağıtım oranlarına sahip şirketlerin daha çok tercih edildiğini bildirmişlerdir. Bethel vd. (1998:616), Greenwood ve Schor (2009:367), Brav vd. (2008:2) ve Edmans vd. (2013:1458) düşük “Piyasa Değeri / Defter Değeri” oranına sahip şirketlerin aktivist serbest yatırım fonları tarafından daha fazla tercih edildiklerini bildirmişlerdir.

Nakit akış oranlarının aktivist işlemlerle ilişkisini inceleyen çalışmalarda farklı sonuçlar bulunmuştur. Faleye (2004:2041); Brav vd. (2008:7) ve Klein ve Zur (2011:1760) yaptıkları çalışmalarda nakit akış fazlası veren firmaların aktivist serbest yatırım fonları tarafından daha çok tercih edildiğini bildirirken; Klein ve Zur (2006:19, 2011:1760) yüksek Z skoruna sahip ve iflas etme ihtimali düşük şirketlerin de tercih edilme ihtimalinin diğer şirketlere göre daha yüksek olduğunu bildirmiştir. Diğer yandan Clifford (2008:14) ve Bessler vd. (2008:13) nakit akış sorunu olan şirketlerin aktivist serbest yatırım fonları tarafından daha çok tercih edildiğini bildirmişlerdir. Brav vd. (2008:2) ise aktivist işleme uğrayan firmaların diğer şirketlere göre daha düşük “Nakit / Varlık” oranına sahip olduklarını bildirmişlerdir.

Bessler vd. (2008:18) yaptıkları çalışmada aktivist işleme uğrayan şirketlerde içerden sahip olanların paylarının daha yüksek olduğunu; bu şirketlerin likidite oranlarının daha yüksek olduğunu yani hisselerinin daha kolay alınıp satılabildiğini ve bu şirketler hakkında farklı yatırımcı grupları tarafından sahip olunan bilgilerin benzer düzeylerde olduğunu bulmuşlardır. Brav vd. (2008:2) yukarıda belirtilmiş olan bulgularına ek olarak, aktivist işleme uğrayan şirketlerin diğer şirketlere kıyasla daha fazla kurumsal yatırımcıya sahip olduklarını; daha yüksek likidite oranlarına sahip olduklarını, genel müdürlerine daha çok maaş verdiklerini; daha yüksek kaldıraç kullandıklarını; AR-GE için daha az bütçe ayırdıklarını ve başka şirketler tarafından devralınmaya karşı daha fazla korumacı olduklarını tespit etmişlerdir. Edmans vd. (2013:1445) ise bu şirketlerin aktivist işleme uğramayan

şirketlere göre daha düşük likidite oranına sahip olduklarını; satışlarındaki büyümenin daha yüksek olduğunu ve daha yüksek seviyede kaldıraç kullandıklarını bulmuşlardır.

1.5. Aktivist İşlemlerin şirketlere Etkileri

Serbest yatırım fonlarının uyguladığı aktivist stratejinin sonuçlarını inceleyen çalışmalar stratejinin uygulandığı şirketlerde operasyonel performansın yükseldiğini ve bu düzelmenin kalıcı olduğunu bulmuşlardır. Bu şirketlerin AR-GE çalışmalarındaki verimlilik artmış, finansal oranları iyileşmiş, bu şirketlere ait fabrikalarda verimlilikleri artmıştır.

He, Qiu ve Tang (2014:5,6,26) aktivist serbest yatırım fonlarının yenilikçi firmaları daha çok tercih ettiklerini, işlem yaptıkları firmaların AR-GE çalışmalarındaki verimliliği arttırdıklarını ve işlemi takip eden 5 yıllık vadelerde aktivist yatırım işlemi uygulanan yenilikçi firmaların performansının endeksin üstünde olduğunu saptamışlardır. Konu hakkında yapılan bir diğer çalışmada (Brav vd. 2014:2) aktivist serbest yatırım fonlarının işlem yaptığı firmalarda AR-GE verimliliğinin yükseldiği, AR-GE yatırımlarında tasarrufa gidildiği buna karşın gerek patent sayısının gerekse bu firmaların çalışmalarından yapılan alıntı sayısının arttığı tespit edilmiştir.

Brav vd. (2010:223,227) yaptıkları çalışmalarda aktivist işleme uğrayan şirketlerde aktif getiri oranlarının, Tobin Q değerlerinin ve operasyonel kar marjlarının yükseldiğini saptamışlardır. Bu üç performans oranındaki ortalama yükselmeler analiz edilen şirketler için 13D formunun yayımlandığı tarihten başlayarak beş yıl devam eden zaman diliminde kalıcı olmuştur. Benzer şekilde aktivist serbest yatırım fonlarının Almanya'da yaptığı 324 aktivist işlemi inceleyen Bessler vd. (2008:14) işleme uğrayan şirketlerde, işlem yapıldıktan sonraki bir yıllık dönemde öz sermaye getiri oranında ve aktif getiri oranında artış olduğunu saptamışlardır. Boyson ve Mooradian (2011:169) yaptıkları çalışmada aktivist işlem uygulamalarını bilgi paylaşımı ve agresif şekilde olmak üzere ikiye ayırmışlar ve bir yıllık dönemde bu işlemlerin şirketlerin aktif getiri oranlarına ve nakit akış performanslarına etkilerini incelemişlerdir.

Hall ve Trombley (2012:21) aktivist strateji ile işlem yapılan şirketlerdeki muhasebe işlemlerindeki değişiklikleri incelemişler ve aktivist serbest yatırım fonlarının yönetimini elde ettikleri şirketlerde muhasebe işlemlerinin takibi ve raporlanması konusunda aksiyon aldıklarını tespit etmişlerdir. 233 aktivist serbest yatırım fonunun gerçekleştirdiği 1221 aktivist işlemi inceleyerek, aktivist yatırım fonlarının işlem yaptıkları firmalarda isteğe bağlı tahakkuk miktarlarını önemli lde düşürdüklerini gözlemlemişlerdir. Bu çalışmaya göre serbest yatırım fonları diğer yatırımcı kuruluşlara göre kazanç yönetiminin takibi konusunda daha istekli davranmaktadırlar.

1.6 Aktivist Serbest Yatırım Fonlarının Getirileri

Genel olarak aktivist serbest yatırım fonlarının aktivist stratejisinin sonuçlarını inceleyen alışmalar, SEC'e ait EDGAR veri setinde bulunan 13D formlarını baz almaktadırlar. Tespit edilen getiri oranları, çalışmaların genelinde benzerlik göstermektedir. Bu çalışmalara göre aktivist serbest yatırım fonları aktivist işlem için, son bir yılda düşük performans göstermiş şirketleri daha çok tercih

etmektedir. Bu çalışmalardaki bir diğer ortak sonuç ise, 13D formunun yayınlanmasından önceki 20 gün ile form yayımlandıktan sonraki 20 günün de dahil olduğu 41 günlük zaman diliminde aktivist işleme uğrayan hisselerin piyasayı %6 ile %7,2 arasındaki bir oranda aşan performanslar göstermesidir. Tablo 1’de özetlenmiş olan konu ile ilgili yapılmış çalışmalara göre işlem yapıldıktan sonraki beş yılda ilgili şirketler piyasayı geçen performanslara devam etmişlerdir.

Tablo 1. Aktivist Serbest Yatırım Fonlarının Aktivist İşlemlerini ve Getirilerini İnceleyen Çalışmalar

Makale	Kapsadığı 13D Form Sayısı	13 D Formların Kapsadığı yıllar	Kullanılan Modeller	Çalışmanın Kısa Vadeli Dönem Aralığı (Raporlama Tarihini Göre)	Kısa Vadeli Dönemde Piyasa Göre Düzeltilmiş Getiri	Çalışmanın Uzun Vadeli Dönem Aralığı (Raporlama Tarihini Göre)	Uzun Vadeli Dönemde Piyasa Göre Düzeltilmiş Getiri
Becht vd. 2017	1740	2000-2010	Piyasaya Göre Düzeltilmiş Getiri Modeli, Fama-French-Carhart Fiyatlama Modeli	-10,+10 gün	%6,33	-	-
				-20,+20 gün	%6,42		
Ünal, 2014	1364	1994-2014	Piyasaya Göre Düzeltilmiş Getiri Modeli, Fama-French-Carhart Fiyatlama Modeli	-10,+10 gün	%5,8	-1 yıl , 0	-%2,6
				-20,+20 gün	5%	0, +1 yıl	7.20%
				0,+20 gün	%3,6	0, + 3 yıl	30.80%
						0, +5 yıl	44.70%
Bebchuk vd. 2014	2,040	1994-2007	Piyasaya Göre Düzeltilmiş Getiri Modeli; Finansal Varlıkları Fiyatlama Modeli (CAPM); Fama-French-Carhart Varlık Fiyatlama Modeli	-20,+20 gün	%6.00	0,+3 yıl	%25.78
He vd. 2014	2,040	1994-2007	Piyasa Modeli; Probit Regreson Analizi	-	-	0,+5 yıl	-
Katelouzou, 2013	494	2000-2010	-	-	-	-	-
Cheng vd. 2012	2,981	1994-2008	-	-	-	-	-
Collin ve Fos, 2012	1,725	2001-2010	Piyasa Modeli; Tek Etkenli Piyasa Modeli; Fama ve French 4 Faktör Modeli	-60,+40 gün	%13.20	-	-

Brav vd. 2010	1,172	2001-2007	Piyasa Modeli; Fama-French-Carhart Varlık Fiyatlama Modeli	-20,+20 gün	%6.00	0,+12 ay	%6.00
Klein ve Zur, 2011	151	2003-2005	Piyasaya Göre Düzeltilmiş Getiri Modeli	-30,+30 gün	%10.20	0,+12 ay	%11.35
Boyson ve Moora-dian, 2011	272	1994-2005	Piyasa Modeli	-25,+25 gün	%4.87	-	-
Brav vd. 2008	1,059	2001-2006	Finansal Varlıkları Fiyatlama Modeli (CAPM); Fama-French-Carhart Varlık Fiyatlama Modeli	-20,+20 gün	%7.20	-	-
Clifford, 2008	788	1998-2005	Piyasa Modeli; Fama-French-Carhart Varlık Fiyatlama Modeli	-2,+2 gün	%3.39	0,+12 ay	%19.70
Greenwood ve Schor, 2009	990	1993-2006	Piyasa Modeli; Fama-French-Carhart Varlık Fiyatlama Modeli	-15,+5 gün	%3.50	-1,+18 ay	%10.00
Stockman, 2007	188	2000-2007	Piyasa Modeli	-25,+25 gün	%10.86	-25,+180 gün	%12.38

2. Aktivist Fonların Kısa Ve Uzun Vadedeki Getirileri

2.1. Çalışmanın Amacı

Bu çalışmada aktivist serbest yatırım fonlarının işlem yaptıkları şirketlerde uzun vadede hisse senedi fiyat performansı incelenmiştir. Hisse fiyatındaki gelişim şirket hissedarlarının belli bir şirketteki kazançlarını belirleyen temel unsurdur ve aktivist serbest yatırım fonlarının vekalet problemine ne derece etkin bir çözüm oluşturduklarının tespit edilmesinde işleme uğrayan şirketlerin uzun vadeli getirileri önem kazanmaktadır.

Bu çalışmada aktivist işlemin raporlamasından sonra 20 günlük, bir yıllık, üç yıllık ve beş yıllık dönemlerde, aktivist işlem uygulanan şirketlerin performansları incelenmiştir. Bu alışma son beş yılda yapılmış işlemleri dahil ederek literatürü zenginleştirmiştir. Bu sayede diğer kapsamlı çalışmaların 1994 ve 2007 yılları arasında buldukları sonuçların 2008 finansal krizinden sonraki dönemde de geçerliliğini koruyup korumadığını test etmek mümkün olmuştur.

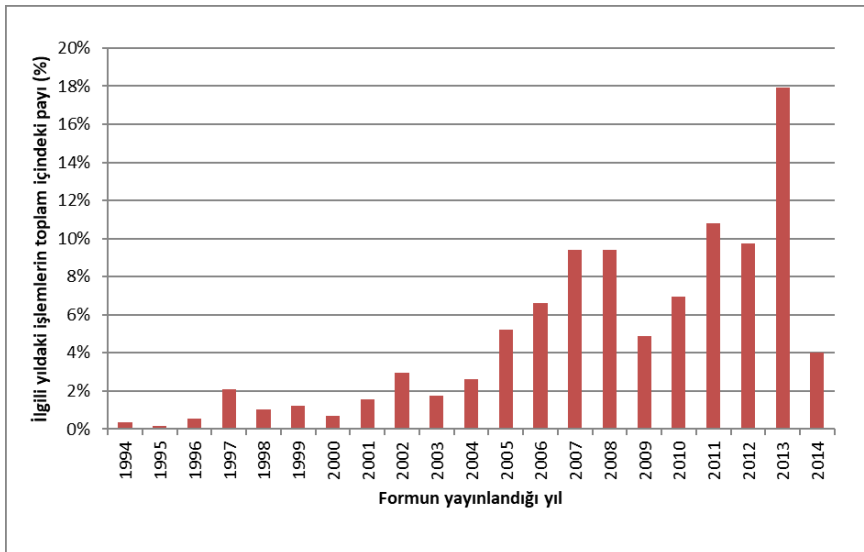
2.2. Veri

Araştırmanın ilk aşamasında serbest yatırım fonlarının tümünü içeren bir liste oluşturulmaya çalışılmıştır. Bunun için Insider Monkey web sitesine ait serbest yatırım fonu listesi kullanılmıştır. Serbest yatırım fonları hakkında kabul görmüş genel bir tanım bulunmadığı için daha önce K. Brunnermeier ve Nagel (2004:2019) tarafından kullanılan yöntem izlenmiştir. Insider Monkey sitesinde bulunan ve 13D formu yayınlamış olan bütün serbest yatırım fonlarının SEC kayıt dokümanlarına (Form ADV) ulaşılmıştır. Bu formda standart olarak bulunan diğer havuzlanmış yatırım enstrümanları seçeneği “Other pooled investment vehicles (e.g., hedge funds)” için %50’nin üstünde oran bildirilmesi gerekliliği aranmıştır. Bu gerekliliği sağlamayan serbest yatırım fonları veri setinden ayıklanmıştır. Toplamda Insider Monkey web sitesinin takip ettiği serbest yatırım fonu adeti Nisan 2014 itibarıyla 697 adet iken; bunlardan 279 adetinin 13D formu yayınladığı tespit edilmiş ve bunlar içinden de 57 adetinin ilgili kriteri sağlamadığı tespit edilmiştir. Sonuç olarak hem yukarıda belirtilen serbest yatırım fonu olma kriterini sağlayan hem de 13D formu yayınlamış olan 222 adet serbest yatırım fonu çalışmaya baz teşkil etmiştir.

İkinci aşamada oluşturulan listede bulunan aktivist serbest yatırım fonlarının işlemleri ile ilgili veri SEC sitesinden indirilmiştir. Eğer bir fon bir şirketin %5’ten daha fazla orandaki hissesini aktivist bir strateji ile satın alırsa SEC kurallarına göre dolduracağı 13D formu ile bu hareketi SEC’e bildirmek zorundadır. SEC bu formları kendi internet sitesinde kamu ile paylaşmaktadır. Aktivist işlemle ilgili bilgiler SEC veri tabanından hisse fiyatlarıyla ilgili bilgiler ise Yahoo Finance sitesinden indirilmiştir.

Uzun vadeli hisse fiyat performansına bakıldığı için form yayımlandıktan sonra 5 yılın dolması gerekmektedir bu yüzden en son 2014 yılı Nisan ayında yayınlanan formlar dikkate alınmıştır ve çalışma kapsamına dahil edilen 574 adet formdan oluşan nihai veri setinin yıllara dağılımı Şekil 1’de verilmiştir.

Şekil 1. Çalışmaya Dahil Edilen 574 Adet Formun Yayınlandığı Yıllara Dağılımı



Tablo 2’de, bu çalışma kapsamında oluşturulan nihai veri setinin, 6757 adet hisse senedinin bulunduğu Finviz veri setinin ve NYSE’de bulunan şirketlerin sektörlere göre dağılımları gösterilmektedir. Yapılan çalışmada kullanılan veri setinde hizmet, teknoloji ve sağlık sektörlerine ait hisselerin oranının Finviz veri seti ve NYSE’ye göre daha yüksek olduğu tespit edilmiştir. Finans sektörüne ait hisselerin oranının ise yapılan çalışmada belirgin bir şekilde daha düşük olduğu görünmektedir.

Tablo 2. Çalışma, Finviz Veri Seti ve NYSE’deki şirketlerin Sektörlere Dağılımları

Sektör	alışma		Finviz Veri Seti		NYSE	
	Adet	%	Adet	%	Adet	%
Hammadde	56	%9,8	607	%9,0	400	%10,6
Holding	3	%0,5	23	%0,3	6	%0,2
Tüketim Maddeleri	39	%6,8	363	%5,4	200	%5,3
Finans	88	%15,4	2970	%44,0	2173	%57,4
Sağlık	88	%15,4	610	%9,0	104	%2,7
Sanayi Ürünleri	28	%4,9	351	%5,2	193	%5,1
Hizmet	168	%29,5	845	%12,5	383	%10,1
Teknoloji	93	%16,3	871	%12,9	232	%6,1
Kamu Hizmetleri (Utilities)	7	%1,2	117	%1,7	98	%2,6
Toplam	570	%100,0	6757	%100,0	3789	%100,0

Tablo 3’de görüleceği üzere işleme uğrayan şirketlerin önemli bir çoğunluğu ABD’de bulunmaktadır. Kanada ise ikinci sırada yer almaktadır.

Tablo 3. İşleme Uğrayan şirketlerin Ülkelere Dağılımları

Ülke	Toplam	Yüzde
ABD	519	%91,9
Kanada	19	%3,4
Bermuda	8	%1,4
Çin	6	%1,1
Yunanistan	4	%0,7
İsrail	3	%0,5
Arjantin	1	%0,2
Bahamalar	1	%0,2
İngiliz Virgin Adaları	1	%0,2
İrlanda	1	%0,2
Güney Kore	1	%0,2
Tayvan	1	%0,2
Toplam	565	%100,0

Tablo 4’de veri setindeki hisselerin piyasa değeri dağılımları verilmiştir. Veri setini oluşturan şirketlerin yarısından fazlasının form yayın tarihi sırasındaki piyasa değeri 500 milyon USD’den düşüktür. 5 Milyar USD’yi aşan şirketlerin sayısı 30 iken, 50 milyar USD’den daha büyük olan şirketler veri

setinde yer almamaktadır. Mayıs 2014'de NYSE'de bulunan şirketlerin ortalama piyasa değeri 12,3 milyar dolar iken çalışmayı oluşturan veri setindeki şirketlerin form yayın tarihindeki ortalama piyasa değeri 1,3 milyar dolardır. Beklendiği şekilde daha düşük piyasa değerine sahip şirketler aktivist işlemler için daha uygun iken, piyasa değeri 50 milyar doları aşan şirketlerde aktivist işlem uygulanamamıştır.

Tablo 4. Veri Setindeki Hisselerin Form Yayın Tarihindeki Piyasa Değerlerinin Dağılımı

Piyasa Değeri	Adet
0-100 Milyon USD	120
100-500 Milyon USD	192
500-1000 Milyon USD	96
1-5 Milyar USD	123
5-50 Milyar USD	30
Toplam	561

2.3 Kullanılan Modeller

Bu çalışmada Tablo 1'de belirtilen literatürdeki çalışmalara paralel olarak S&P500'e göre düzeltilmiş ortalama getiriler ve Fama-French 5 Faktör Varlık Fiyatlama Modeli ile regresyon analizleri yapılmıştır.

S&P500'e göre düzeltilmiş getiriler denklem (1)'e göre hesaplanmıştır.

$$\overline{AR}_t = \frac{1}{n} \sum_{i=1}^n ((1 + R_{it}) / (1 + SPY_{it}) - 1) \quad (1)$$

Bu denklemde,

\overline{AR}_t = t zaman aralığı için tarihsel fiyat verisine ulaşılan 13D formlarındaki hisselerin S&P500 endeksine kıyasla getirisini,

t = Görece getirinin hesaplandığı zaman aralığını,

n = Tarihsel fiyat verisine ulaşılan 13D formlarındaki hisselerin toplam sayısını,

R_{it} = i nolu işlem için t zaman aralığında hesaplanmış yüzdesel hisse getirisini,

SPY_{it} = i nolu işlem tarihi baz alınarak S&P500 endeksinin t zaman aralığında hesaplanmış yüzdesel getirisini göstermektedir.

Fama-French 5 Faktör Modeli ile yapılan regresyon analizlerinde denklem (2) kullanılmıştır. R_{mt} , R_{ft} , SMB, HML, RMW ve CMA değerleri Ken French'in Dartmouth College'deki web sitesinden temin edilmiştir (French, 2019).

$$r - r_{ft} = \alpha_5 + \beta_5 \times (R_{mt} - R_{ft}) + \beta_s \times SMB + \beta_v \times HML + \beta_r \times RMW + \beta_{CMA} \times CMA + \epsilon_5 \quad (2)$$

Bu denklemde,

$r - r_{ft}$ (MOD-RF) = işlem yapılan hisselerin risksiz faiz oranı üzerindeki beklenen getirisini,

R_{ft} = t zaman aralığında risk almadan kazanabilecek getiriye,

α_5 = beş faktör alfa değerini,

β_5 = beş faktör sistematik risk oranını,

$R_{mt} - R_{ft}$ = t zaman aralığındaki piyasada bulunan şirketlerin ortalama getirisinin t zaman aralığında risk almadan kazanabilecek getiriye kıyasla oranını,

β_s = işlem yapılan hisselerin, SMB'ye karşı duyarlılığını,

SMB = piyasa değeri küçük olan hisselerin büyük olan hisselerle kıyasla performansını,

β_v = işlem yapılan hisselerin, HML'ye karşı duyarlılığını,

HML = "Piyasa Değeri / Defter Değeri" oranı yüksek olan hisselerin düşük olan hisselerle kıyasla performansını,

β_r = işlem yapılan hisselerin, RMW'ya karşı duyarlılığını,

RMW = iki adet yüksek karlılığa sahip olan portföyün getirilerinin ortalamasının iki adet zayıf karlılığa sahip olan portföyün getirilerinin ortalamasından çıkarılması.

β_{CMA} = işlem yapılan hisselerin, CMA'ya karşı duyarlılığını,

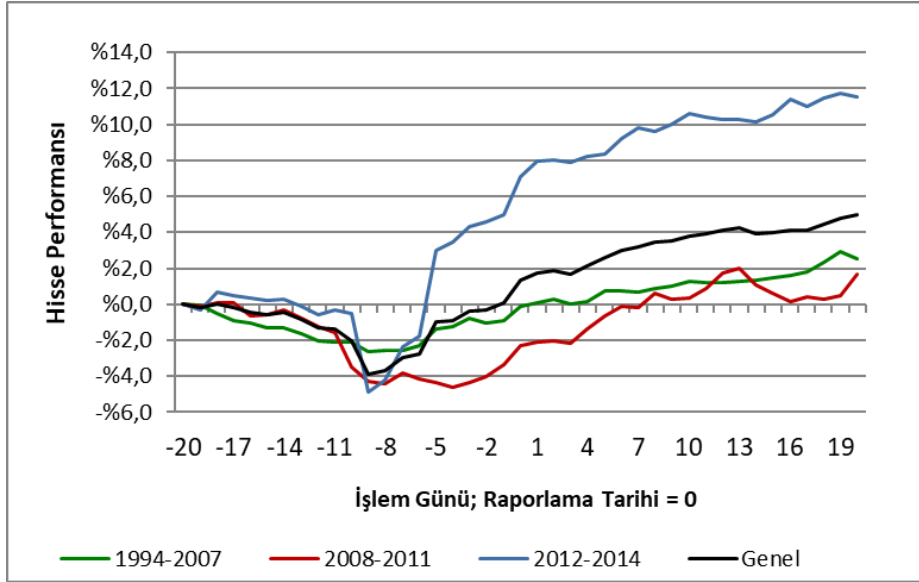
CMA = Finansal kaldıraç oranı düşük olan hisselerin yüksek olan hisselerle kıyasla performansını,

ϵ_5 = beş faktör hata terimini göstermektedir.

2.4. Kısa Dönemdeki Getiriler

Bu çalışmada elde edilen sonuçlar işleme uğrayan hisselerin pozitif getiriler elde etmesi bakımından geçmişte yapılmış çalışmaların sonuçlarını teyit etmektedir. Geçmişteki çalışmalarda raporlama tarihine göre (-20,+20) günlük ya da (-25,+25) günlük S&P500'e göre kısa vadeli getiriler en düşük %4,87, en yüksek ise %10,86 olarak bulunmuştur (Ünal, 2014:34). Bu çalışmada ise şekil 2'de özetlendiği üzere aktivist işleme uğrayan hisselerin - 20,+20 günlük zaman aralığında S&P500'e göre getirisi %5 olarak bulunmuştur. Bu sonuçlar literatürdeki benzer konularda yapılan çalışmalarla benzerlik göstermektedir (Ünal, 2014:34).

Şekil 2. S&P500'e Göre Düzeltilmiş Kısa Dönem (-20, +20) Performans Verisi



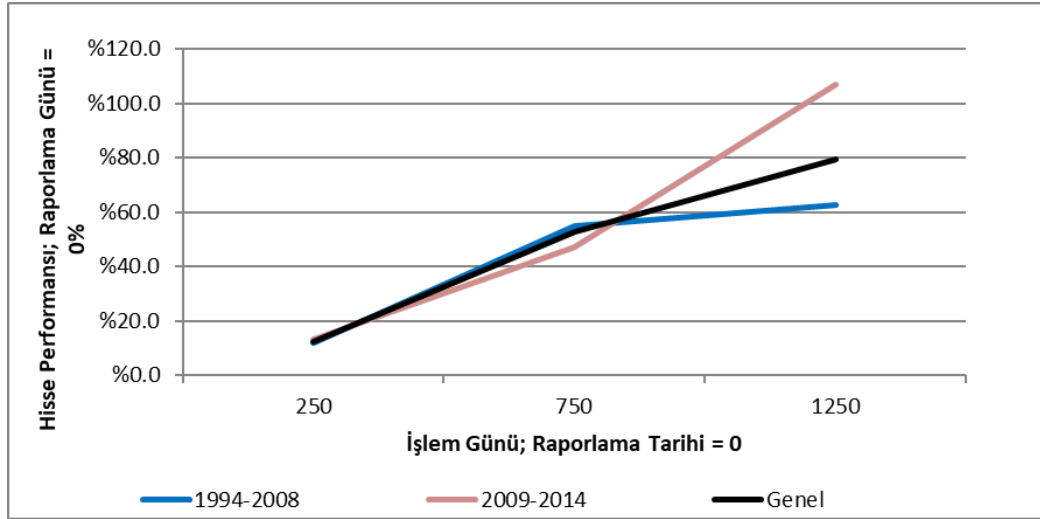
574 adet işlemin ve farklı zaman aralıklarının ayrı ayrı incelenmesi sonucu elde edilen çıktıların dikkat çeken özelliği, aktivist işleme ait 13D formu yayınlanmadan 9 gün öncesinde işleme uğrayan hisselerin S&P500 endeksine kıyasla performansının minimum seviyeye inmesidir. Bu durum, aktivist serbest yatırım fonlarının ilgili şirketin hisse senedini almadan önce fiyatın düşmesini belediklerini göstermektedir. 13D formunun yayınlanması için sınır değer olarak hissedarlık oranının %5'in üstüne çıkması gerekmektedir. Bu şart sağlandıktan sonra formun yayınlanması ortalama olarak 9 gün sürmektedir. Formun yayınlandığı tarihe kadar oluşan getiriler incelendiğinde ise özellikle 2012'den sonraki dönemde, henüz form yayınlanmadan önce ilgili hisse senetlerinde SP500'e kıyasla oldukça yüksek hisse fiyat performansları olduğu göze çarpmaktadır. Bunun iki nedeni söz konusu olabilir. Birinci neden, form yayımlandıktan sonraki dönemde piyasanın tepkisinin genel olarak pozitif olmasıyla ilgilidir. Aktivist serbest yatırım fonu formu yayınladıktan sonra yapacağı yeni alımların maliyetinin artacağını bildiği için aradaki zaman diliminde maksimum miktarda hisse almayı tercih edebilir. Diğer neden ise daha form yayınlanmadan önce içerden öğrenenlerin bu bilgiyi sızdırmasıyla açıklanabilir. Buna göre, form yayımlandıktan sonra potansiyel olarak hisse fiyat performansının iyi olacağını tahmin eden ve bu formun yayınlanacağı bilgisine ulaşan yatırımcıların önceden alım yaparak pozisyon alması durumu söz konusu olabilir.

2.5. Uzun Dönemdeki Getiriler

NYSE'de yaklaşık 250 işlem günü bir takvim yılını kapsamaktadır. Bu çalışmada da 250'şer işlem günü kullanılarak bir, üç ve beş yıllık dönemler hesaplanmıştır. Aktivist işlemler S&P500'e göre kısa dönemde göstermiş oldukları getirilere paralel olarak uzun dönemde de pozitif getiriler

sunmuşlardır. 13D formu yayınlandıktan sonra bir yıllık, üç yıllık ve beş yıllık dönemlerde SP500 endeksine kıyasla pozitif getiriler gözlemlenmiştir. Formun yayınına takip eden yıllardaki görece pozitif getiriler Şekil 3'de gösterilmiş olan farklı zaman aralıklarında benzerlik göstermiştir. Buna göre serbest yatırım fonları aktivist stratejiyle işlem yaptıkları şirketlerde uzun vadede de hisse fiyat performansı olarak olumlu sonuç almaktadırlar.

Şekil 3. S&P500'e Göre Düzeltilmiş Uzun Dönem (+250,+1250) Performans Verisi



Serbest yatırım fonlarının aktivist stratejiyle yatırım yapmasına karşı çıkanlar, tez olarak daha çok serbest yatırım fonlarının kısa vadeli düşündüklerini, uzun vadede ise yatırım yaptıkları şirketlere zarar verdiklerini iddia etmektedirler (Bebchuk vd., 2014:15). Aktivist işleme uğrayan şirketlerin getirilerinin bir yıllık, üç yıllık ve beş yıllık dönemlerde SP500'e kıyasla yüksek olması, işlemin ardından zaman geçtikçe görece performansın yükselmesi ve bu durumun 1994-2008 ve 2009-2014 yılları arasındaki işlemlerde ortak olması genel olarak aktivist işlemlerin hissedarlar için yatırım performansı açısından uzun vadede de katkı sağladıklarını göstermektedir. Piyasa fiyatlamasının şirketlerin gelecek beklentilerine göre oluşturulması, indirgenmiş nakit akım gibi popüler hisse fiyatlama yöntemlerinin şirketlerin uzun vadeli getirilerini tahmin ederek hazırlanması ve yine aktivist işleme uğrayan şirketlerin beş yıl gibi uzun vadelerde bile ortalamada endeksin oldukça üstünde performans sergilemesi, aktivist işlemlere karşı çıkanların tezlerinin hisse fiyat performansı açısından desteklenmediğini göstermektedir.

2.6. Fama-French Beş Faktör Fiyatlama Modeli Analizi

Fama-French Beş faktör Fiyatlama Modeli ile yapılan analizler 0-20 gün; 0-250 gün; 0-750 gün ve 0-1250 gün olmak üzere dört farklı zaman diliminde ayrı ayrı gerçekleştirilmiştir. Farklı zaman dilimlerine ait tanımlayıcı istatistikler tablo 5'de verilmiştir. Gözlem sayısı 0-20 gün aralığında 546 adet iken, ilgili şirketlerin birleşmesi, satın alınması ya da iflası gibi nedenlerle daha uzun vadelerde azalmaktadır. Vade uzadıkça işleme uğrayan şirketlerin riskten arındırılmış kazancında (MOD-RF)

dikkat çeken bir artış göze çarpmaktadır. Yine bu grupta farklı dönemlerdeki standart sapma değerleri Fama ve French tarafından geliştirilen beş faktör modelindeki serilere kıyasla çok daha yüksektir.

Tablo 5. Tanımlayıcı İstatistikler

		MOD-RF	MKT_RF	CMA	HML	RMW	SMB
0,20 Gün	Ortalama	0,044	0,008	0,000	0,000	0,001	0,002
	Medyan	0,014	0,016	0,000	-0,001	0,000	0,004
	Maksimum	2,300	0,241	0,061	0,160	0,087	0,062
	Minimum	-0,750	-0,256	-0,069	-0,111	-0,085	-0,072
	Standart Sapma	0,259	0,051	0,014	0,027	0,019	0,023
	Gözlem	546	546	546	546	546	546

0,250 Gün	Ortalama	0,174	0,069	0,019	0,004	0,042	0,019
	Medyan	0,032	0,102	0,005	0,000	0,021	0,014
	Maksimum	6,850	0,703	0,428	0,697	0,539	0,482
	Minimum	-0,996	-0,465	-0,102	-0,292	-0,337	-0,244
	Standart Sapma	0,914	0,208	0,067	0,109	0,104	0,073
	Gözlem	496	496	496	496	496	496

0,750 Gün	Ortalama	0,675	0,198	0,063	0,001	0,138	0,085
	Medyan	0,010	0,199	0,038	-0,037	0,114	0,063
	Maksimum	36,469	1,165	0,773	0,776	1,108	0,585
	Minimum	-0,996	-0,468	-0,109	-0,323	-0,334	-0,392
	Standart Sapma	2,809	0,343	0,142	0,154	0,166	0,151
	Gözlem	382	382	382	382	382	382

0,1250 Gün	Ortalama	0,974	0,340	0,117	0,024	0,249	0,149
	Medyan	0,043	0,135	0,067	-0,035	0,285	0,134
	Maksimum	32,854	2,106	0,960	1,160	1,013	0,948
	Minimum	-0,996	-0,327	-0,180	-0,237	-0,138	-0,353
	Standart Sapma	3,441	0,484	0,215	0,227	0,185	0,179
	Gözlem	313	313	313	313	313	313

Bağımsız değişkenlere ait Tablo 6'da verilmiş olan korelasyon matrisi incelendiğinde bütün değerlerin Gujarati ve Porter (2009:320) tarafından regresyon modellerindeki çoklu korelasyon problemi için belirlenmiş sınır değeri olan 0,8'in altında olduğu görülmektedir. Yine bu seriler Fama-French Beş Faktör analizini uygulayan akademik çalışmalarda kullanılmış olup güvenilirlik seviyesi birçok kez test edilmiştir.

Tablo 6. Korelasyon Matrisi

		CMA	HML	MKT-RF	RMW	SMB
0,20 Gün	CMA	1,000				
	HML	0,418	1,000			
	MKT_RF	-0,118	0,274	1,000		
	RMW	0,104	-0,173	-0,499	1,000	
	SMB	-0,023	0,312	0,452	-0,455	1,000
0,250 Gün	CMA	1,000				
	HML	0,287	1,000			
	MKT_RF	-0,320	-0,138	1,000		
	RMW	0,175	0,288	0,045	1,000	
	SMB	0,108	0,390	0,194	0,629	1,000
0,750 Gün	CMA	1,000				
	HML	0,620	1,000			
	MKT_RF	-0,174	-0,053	1,000		
	RMW	0,528	0,310	-0,768	1,000	
	SMB	0,673	0,502	-0,215	0,391	1,000
0,1250 Gün	CMA	1,000				
	HML	0,671	1,000			
	MKT_RF	-0,290	-0,093	1,000		
	RMW	0,482	0,224	-0,824	1,000	
	SMB	0,741	0,582	-0,285	0,349	1,000

Bağımsız değişkenlere ait zaman serilerinde durağanlık probleminin olup olmadığını test etmek için genişletilmiş Dickey-Fuller (ADF) birim kök testi uygulanmıştır. Tablo 7’de gösterilmiş olan sonuçlara göre %1 anlamlılık düzeyinde ilgili zaman serilerinde durağanlığa rastlanmamıştır.

Tablo 7. Genişletilmiş Dickey-Fuller (ADF) Birim Kök Testi Sonuçları

	ADF	
	İstatistik	P Değeri
MOD-RF	-22.509	0.0000
SMB	-24.296	0.0000
RMW	-23.608	0.0000
MKT_RF	-23.131	0.0000
HML	-23.134	0.0000
CMA	-22.509	0.0000

Fama-French Beş faktör Fiyatlama Modeli ile yapılmış olan regresyon analizlerinin sonuçları Tablo 8'de özetlenmiştir. Regresyon analizinin istatistiksel olarak anlamlı olabilmesi için olasılık yoğunluğu değerinin (p) 0,05'ten küçük olması gerekmektedir (Wheelwright vd.1998:213). Bu açıdan bakıldığında çalışılmış olan veri seti uzun dönemli getiriler istatistiksel olarak 20 günlük dönemde anlamlı, bir yıllık, üç yıllık ve beş yıllık uzun dönemlerde ise anlamsızdır. Fakat literatürde daha önce tartışıldığı gibi (Fama, 1998:295) şirketlerin performansına etki eden birçok farklı nedenin olması ve bu nedenlerin büyük bir kısmının bu çalışmanın içeriğinde bulunmaması nedeniyle standart sapma değerleri yüksek çıkmıştır. Dolayısıyla tabloda gösterilmiş olan olasılık yoğunluk değer aralıkları sadece okuyucuların fikir sahibi olmaları için verilmiştir. Ayrıca MOD-RF bağımlı değişkeni ile Mkt-RF ve SMB bağımsız değişkenleri arasında istatistiksel olarak anlamlı ve güçlü bir ilişki söz konusudur. Beta değerleri bir yıl ve uzun vadedeki hesaplamalarda Mkt-RF değişkeni için 1,6 ile 3,2 arasında; SMB değişkeni için ise 2,6 ile 3,2 arasında değişmektedir.

Bölüm 2.4'de basit aritmetik ortalamalar alınarak hesaplanmış S&P500'e göre düzeltilmiş getiri değerleri verilmişti. S&P500'e göre düzeltilmiş getiri değerleri ile regresyon analizlerinin sonuçları arasında (0,+20) günlük dönemde uyum gözlemlenmektedir.

S&P500'e göre düzeltilmiş getiri değerlerine göre aktivist işlemin yapıldığı şirketlerin uzun vadeli getirileri piyasanın normal getirilerini aşmıştır. İşlem yapılan hisselerin uzun vadede risksiz faiz oranı üzerindeki getirisi Fama-French Beş Faktör modeline göre tanımlanmış beş farklı endeksin de üstündedir. Beta değerlerinin oldukça yüksek olması ve son dönemde Amerikan borsasında yukarı yönlü bir trend yaşanmış olması nedeniyle Fama-French Beş Faktör Varlık Fiyatlama Modeli kullanılarak hesaplanan uzun vadeli Alfa değeri bir, üç ve beş yıllık vadelerde negatiftir.

Tablo 8. Panel: Fama-French 5 Faktör Varlık Fiyatlama Modeli Sonuçları

		Zaman Dilimi (Gün)			
		(0,20)	(0,250)	(0,750)	(0,1250)
Gözlem Sayısı		546	496	382	313
R²		0,435	0,472	0,333	0,401
α_5	Katsayı	0,029*	-0,004	-0,320	-0,094
	Standart Hata	0,010	0,060	0,357	0,716
	Olasılık	0,006	0,953	0,371	0,895
Mkt-RF	Katsayı	1,625*	1,689*	3,232*	2,504*
	Standart Hata	0,245	0,314	0,698	0,688
	Olasılık	0,000	0,000	0,000	0,000

SMB	Katsayı	1,185*	2,628*	2,911*	3,158**
	Standart Hata	0,532	0,554	1,255	1,560
	Olasılık	0,026	0,000	0,021	0,044

HML	Katsayı	1,302*	-0,135	0,658	1,456
	Standart Hata	0,451	0,484	1,151	1,102
	Olasılık	0,004	0,780	0,568	0,187

RMW	Katsayı	0,422	-0,019	1,688	-0,941
	Standart Hata	0,647	0,606	1,657	1,954
	Olasılık	0,514	0,974	0,309	0,630

CMA	Katsayı	-2,148*	0,607	-2,024	-0,457
	Standart Hata	0,813	0,759	1,674	1,548
	Olasılık	0,008	0,425	0,227	0,768

Not: İstatistiksel anlamlılık katsayıları için, * %1'den küçük, **%5'den küçük.

Sonuç

Bu çalışmada serbest yatırım fonlarının aktivist strateji uygulayarak yaptıkları işlemler incelenmiştir. Her bir aktivist hisse alım işleminde önce ve sonrasında hissenin fiyatının nasıl hareket ettiğine bakılarak; raporlamadan sonraki 20 günlük, bir yıllık, üç yıllık ve beş yıllık dönemlerde, aktivist işlem uygulanan şirketlerin performansları incelenmiştir.

Bu çalışmada aktivist serbest yatırım fonlarının işlemlerine uğrayan şirketlerin hisse fiyat performansları S&P500 endeksinin getirisiyle kıyaslanarak ve Fama-French 5 Faktör Varlık Fiyatlama Modeli uygulanarak test edilmiştir. S&P500 performansı ile yapılan kıyaslamada, son beş yıldaki işlemleri dahil ederek, aktivist işlemlerin piyasayı geçen performans sergilediklerini bildirmiş olan literatürdeki benzer çalışmalardaki sonuçların, 2008 finansal krizinden sonraki dönemde de geçerli olduğunu tespit etmiştir. Literatürdeki alışmalar pozitif getirilerin aktivist işlemin 20 gün öncesinden başlayarak, sonraki 20 günde de devam ettiğini bildirmiştir. Bu çalışmada ise literatürden farklı olarak ilgili pozitif getirilerin srekliplik oluşturmadığı bulunmuştur. Buna göre aktivist işleme uğramış hisseler ortalamada raporlama tarihinden dokuz gün önceye kadar negatif performans sergilerken devam eden günlerde pozitif getiri sağlamışlardır.

Fama-French 5 Faktör Varlık Fiyatlama Modeli uygulanarak yapılan analizde ise aktivist işleme uğrayan şirketlerin 0,20 gün arasındaki zaman diliminde istatistiksel olarak anlamlı ve pozitif getiriler elde ettiği gözlemlenirken, 1 yıl, 3 yıl ve 5 yıldan oluşan daha uzun vadelerde ise istatistiksel olarak anlamlı bir sonuç elde edilememiştir. Bu analizden çıkan bir diğer istatistiksel olarak anlamlı sonuç ise aktivist işleme uğrayan şirketlerin hisse fiyat performansının (1) piyasanın genel getirisini ölçen (Mkt-RF) ve (2) piyasa değerı küçük olan hisselerin büyük olan hisselerle kıyasla performansı ölçen (SMB) bağımsız değerışkenler ile aynı yönde ve güçlü bir ilişkiye sahip olmasıdır.

Bu çalışmada, aktivist işlemlerin uzun vadede uygulandıkları şirketleri olumlu etkilediklerini bildirmiş olan literatürdeki diğer çalışmalar teyit edilmiş ve 2008 finansal krizinden sonra da aktivist işlemlerin şirket fiyat performansına olumlu etkisinin devam ettiği bulunmuştur.

Serbest yatırım fonları aktivist stratejiyi benimseyerek kendileri için uğraştırıcı bir sürece girmektedirler ve bu çabanın sonucunda piyasayı aşan performanslar sergilemektedirler. Son yirmi yıldaki işlemleri analiz eden bütün çalışmaların ortak sonucu aktivist işlemlerin ortalamada pozitif getiri sunmasıdır. Hissedar yapısının dağınık halde olduğu, hâkim hissedarın bulunmadığı şirketlerde aktivist serbest yatırım fonları hissedarların haklarını temsilde etkin bir rol oynamakta ve hissedarların yaşadığı maliyetleri önemli ölçüde azaltmaktadır.

Kaynakça

- ANDRES, Christian. (2008). "Large shareholders and firm performance—An empirical examination of founding-family ownership", *Journal of Corporate Finance*, 14, issue 4, p. 431-445.
- BEBCHUK, Lucian A., BRAV, Alon ve JIANG, Wei. (2014). "The Long-Term Effects of Hedge Fund Activism," *Columbia Law Review*, Vol. 114, Baskıda (Paper No. 13-66).
- BECHT, Marco, BOLTON, Patrick ve Röell, Ailsa. (2002). "Corporate Governance and Control". NBER Working Paper No. w9371. Cambridge: National Bureau of Economic Research.
- BECHT, Marco, FRANKS, Julian, GRANT, Jeremy ve WAGNER, Hannes F.(2017). "Returns to Hedge Fund Activism: An International Study", *The Review of Financial Studies*, Volume 30, Issue 9 Pages 2933–2971,
- BESSLER, Wolfgang, DROBETZ, Wolfgang ve HOLLER, Julian. (2008). "Capital Markets and Corporate Control: Empirical Evidence From Hedge Fund Activism in Germany," Working Paper, Giessen: Justus-Liebig University.
- BETHEL, Jennifer E., LIEBESKIND, Julia Porter ve OPLER, Tim C.. (1998). "Block Share Purchases and Corporate Performance," *Journal of Finance* 2, 605-634.
- BOYSON, Nicole M. ve MOORADIAN, Robert M.. (2011), "Corporate Governance and Hedge Fund Activism," *Review of Derivatives Research* Vol. 14, No. 2, 14(2), 169-204.
- BRAV, Alon, JIANG, Wei, PARTNOY, Frank, ve THOMAS, Randall S.. (2008). "The Returns to Hedge Fund Activism," ECGI – Law Working Paper No. 098/2008, Durham: Duke University
- BRAV, Alon, JIANG, Wei ve KIM, Hyunseob. (2010). "Hedge Fund Activism: A Review," *Foundations and Trends in Finance*, 4(3), 185-246.
- BRAV, Alon, JIANG, Wei, MA, Song, ve TIAN, Xuan (2014). "Shareholder power and corporate innovation: Evidence from hedge fund activism". SSRN Electronic Journal.
- CHEN, Clara Xiaoling, LU, Hai ve SOUGIANNIS, Theodore (2011). "The Agency Problem, Corporate Governance, and the Asymmetrical Behavior of Selling, General, and Administrative Costs," *Management Accounting Section (MAS) Meeting Paper*, Illinois: University of Illinois at Urbana-Champaign
- CHENG, C.S. Agnes, HUANG, Henry, LI, Yinghua ve STANFIELD, Jason. (2012). "The Effect of Hedge Fund Activism on Corporate Tax Avoidance," *The Accounting Review* 87, 1493-1526.
- CLIFFORD, Christopher P.. (2008). "Value Creation or Destruction? Hedge Funds as Shareholder Activists," *Journal of Corporate Finance* Vol. 14, No. 4
- COLLIN-DUFRESNE, Pierre ve FOS, Vyacheslav. (2012). "Do prices reveal the presence of informed trading?," *Swiss Finance Institute Research Paper* No. 13-69, Lausanne: Swiss Finance Institute.

- EDMANS, Alex, FANG, Vivian W. ve ZUR, Emanuel. (2013). "The Effect of Liquidity on Governance," *Review of Financial Studies* 26(6), 1443-1482.
- FAMA, Eugene F. (1998). "Market efficiency, long-term returns, and behavioral finance." *Journal of financial economics* 49.3: 283-306.
- FALEYE, Olunmi. (2004). "Cash and Corporate Control," *Journal of Corporate Finance*, 5 2041-2060
- HALL, Curtis ve TROMBLEY, Mark A. (2012). "Accounting Responses to Hedge-Fund Activism," Working Paper, Philadelphia: Drexel University
- HE, Zhongzhi Lawrence, QIU, Jiaping ve TANG, Tingfeng. (2014). "Hedge Fund Activism and Corporate Innovation," Working Paper Ontario: Brock University
- GILLAN, Stuart L. ve STARKS, Laura T.. (2007). "The evolution of shareholder activism in the United States," *Journal of Applied Corporate Finance* 19(1): 55-73.
- GREENWOOD, Robin M. ve SCHOR, Michael. (2009). "Investor Activism and Takeovers," *Journal of Financial Economics* 92(3): 362-375.
- GROSSMAN, Sanford J. ve HART, Oliver D.. (1980). "Takeover Bids, the Free-Rider Problem, and the Theory of the Corporation," *Bell J. Econ.* 11: 42-64.
- GUJARATI, Damodar N. ve PORTER, Dawn C. (2009). "Basic Econometrics Mc Graw-Hill International Edition."
- K. BRUNNERMEIER, M. A. R. K. U. S. ve NAGEL, Stefan (2004). "Hedge funds and the technology bubble," *The Journal of Finance*, 59(5), 2013-2040.
- KARPOFF, Jonathan M.. (2001). "The impact of shareholder activism on target companies: A survey of empirical findings," Working Paper, Seattle: University of Washington
- KATELOUZOU, Dionysia. (2013). "Myths and Realities of Hedge Fund Activism: Some Empirical Evidence," *7 Virginia Law & Business Review* 459
- KLEIN, April ve ZUR, Emanuel. (2006). "Hedge Fund Activism," NYU Working Paper No. CLB-06-017, New York: New York University (NYU)
- KLEIN, April ve ZUR, Emanuel. (2011). "The Impact of Hedge Fund Activism on the Target Firm's Existing Bondholders" *The Review of Financial Studies*, Vol. 24, No. 5 (May 2011), pp. 1735-1771
- MITNICK, Barry M., (2013). *Origin of the Theory of Agency: An Account By One of the Theory's Originators*
- MURPHY, Kevin J. ve JENSEN, Michael C.. (1990). "Performance Pay and Top Management Incentives," *The Journal of Political Economy*, Vol.98, No. 2 (Apr. 1990), 225-264
- O'HALLORAN, Rory B. (2004). "Overview and Analysis of Recent Interest in Increased Hedge Fund Regulation," *Tulane Law Review*, 79: 461.
- PARTNOY, Frank ve THOMAS, Randall. (2007). "Gap filling, hedge funds, and financial innovation." *Brookings-Nomura Papers on Financial Services*, Washington: 101-140.
- ROSE, Nancy L. ve SHEPARD, Andrea. (1997). "Firm diversification and CEO compensation: Managerial ability or executive entrenchment?," *The RAND Journal of Economics* 28 (3): 489-514.
- SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION, (2004) "Fed. Reg. 72054-01, 72055," *Federal Register / Vol. 69, No. 237*
- SHLIEFER, Andrei ve VISHNY, Robert W.. (1986). "Large Shareholders And Corporate Control," *Journal of Political Economy*, 94, 461-488.
- STOCKMAN, Nick W. A.. (2007). "Influences of Hedge Fund Activism on the Medium Term Target Firm Value," Working Paper, Rotterdam: Erasmus University Rotterdam

- ÜNAL, Serkan. (2014). “Aktivist strateji ile hareket eden serbest yatırım fonlarının getirileri”, Yüksek Lisans Tezi, Ankara: TOBB Ekonomi ve Teknoloji Üniversitesi.
- WHEELWRIGHT, Steven, MAKRIDAKIS, Spyros ve HYNDMAN, Rob J. (1998). “Forecasting: methods and applications,” John Wiley & Sons.

İnternet Kaynakları

- ACTIVIST INSIGHT (2014). “The Activist Insight Activist Investing Review 2014”, <https://www.activistinsight.com/research/Activist%20Insight%20Annual%20Review%202014-final%20web%20pdf.pdf>, Erişim Tarihi: 13.09.2019.
- ACTIVIST INSIGHT (2018). “The Activist Investing Annual Review 2018”, <https://www.activistinsight.com/resources/reports/>, Erişim Tarihi: 13.09.2019.
- FRENCH, Kenneth R. (2019). Fama/French 5 Factors (2x3) [Daily] XLS file, https://mba.tuck.dartmouth.edu/pages/faculty/ken.french/data_library.html, Erişim Tarihi: 02.05.2019.
- TOONKEL, Jessica ve KIM, Soyoung. (2013). Activist Investors Find Allies in Mutual, Pension Funds, <http://www.reuters.com/article/2013/04/09/us-funds-activist-idUSBRE9380DU20130409>, Erişim Tarihi: 15.02.2019
- VAUGHAN, David A. (2003). “Selected Definitions of “Hedge Fund””, SEC, Elektronik Veri Dağıtım Sistemi, <http://www.sec.gov/spotlight/hedgefunds/hedge-vaughn.htm>, Erişim Tarihi: 13.09.2019.