

Şirket Ele Geçirme Taktiklerinin Değerlendirilmesi

Hüseyin DAĞLI*
Hasan AYAYDIN**

ÖZET

Ele geçirme¹, bir şirketin, diğer bir şirketin yönetiminin ya da hissedarlarının istekleri dışında, şirket üzerinde denetim ve sahiplik elde etmek amacıyla hisse senetlerinin satın alınmasıdır. Şirketler arası birleşmeler her zaman tarafların karşılıklı anlaşması ve isteğiyle gerçekleşmemektedir. Hedef şirketin yönetimi ele geçirilmeye karşı çıkabilir. Bu çalışmanın amacı; şirket ele geçirme taktiklerinin ilgili literatür dikkate alınarak teorik olarak ortaya konulmasıdır. Kullanılan bu taktiklerin bir arada sunulduğu çalışmaların yeterli düzeyde olmayışı çalışmanın çıkış noktası olmuştur. Çalışmada, başlıca ele geçirme taktiklerine ve ele geçirmelerin hissedarlar üzerindeki etkisine yönelik ampirik çalışma sonuçlarına yer verilecektir.

Anahtar Kelimeler: Ele Geçirme, Birleşme, Ele Geçirme Taktikleri

JEL Sınıflandırması: G15, G30, G32

The Evaluation of Company Takeover Tactics

ABSTRACT

Takeover is an acquiring of stocks in order to obtain controlling and possession at company, out of the desires of other company's administration and partners. Integration of inter-company mergings doesn't always occur with desire and mutual agreement. Management of Target Company may challenge to this takeover. The aim of this study is to present theoretically takeover tactics considering related literature. Deficiency of the studies in which these tactics are used together has given light to this study. Basic takeover tactics and the empirical study results of the effects of takeovers on the shareholder will be examined in the study.

Keywords: Takeover, Merger, Takeover Tactics

Jel Classification: G15, G30, G32

* Prof. Dr. Hüseyin Dağlı, Karadeniz Teknik Üniversitesi, İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi, dagli@ktu.edu.tr

** Yrd. Doç. Dr. Hasan Ayaydın, Gümüşhane Üniversitesi, İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi, hasanayaydin2015@hotmail.com

¹ Bu çalışmada dostça (friendly) ele geçirme değil, düşmanca (hostile) ele geçirme anlamında kullanılmaktadır.

1. GİRİŞ

Hızlı gelişen küreselleşme ve ülkeler arasındaki etkileşimin artması şirketlerin ele geçirilmesini gündeme getirmektedir. Şirket ele geçirmeleri çoğu ekonomilerde yaygın bir olgu olmuştur ve yakın zamanda araştırmacılar şirket ele geçirmelerine dikkate değer bir ilgi göstermiştir. Özellikle son birkaç yıldır şirket ele geçirme yarışları akademisyenler, uygulayıcılar ve düzenleyiciler üzerinde ilgi uyandırmaktadır. Bu artan ilgi, ele geçirme sürecinin arkasında yatan temel mekanizmaların anlaşılmasını sağlayan hem teorik ve hem de ampirik çalışmaların ortaya konulmasını beraberinde getirmiştir. Teorik ve ampirik çalışmalar, ele geçirme girişimlerinin gerçekleştiği süreçte *hedef şirketin hisse senedi fiyatının seviyesi ve hisse senedi fiyatındaki değişkenlikler* üzerinde [Bhagat vd (1987), Schwert (1996), Hutson ve Kearney (2005), Gelman ve Wilfling (2009)], *ele geçirme primleri* üzerinde [Walkling ve Edmister (1985), Haunschild (1994), Carroll vd (1999), Martynova ve Renneboog (2008), Kuipers vd (2009), Burns ve Liebenberg (2009), Eckbo (2009), Chari vd (2010), Bhanot vd (2010), Bhagat vd (2011)], *hissedarlara etkisi* üzerinde [Haan ve Riyanto (2006), Scheinkman ve Xiong (2003), Cohen vd (2007), Pinheiro (2009)] ve *ele geçirmenin zamanlaması* üzerinde [Lambrecht (2004), Morellec ve Zhdanov (2005), Lambrecht ve Myers (2007), Hackbarth ve Morellec (2008)] odaklanmıştır.

Birleşme, satın alma, ele geçirme, devralma terimleri birbiri içine girmiş terimlerdir. Satın alma² ya da ele geçirme terimlerinin her ikisi de bir şirketin diğer bir şirketi kontrolü altına alması anlamına gelmektedir. Ele geçirme bir şirketin, diğer bir şirketin yönetiminin ya da ortaklarının istememesine rağmen, şirket üzerinde denetim ve sahiplik elde etmek amacıyla hisse senetlerinin satın alınmasıdır (Dickerson vd., 2002: 1170-1171). Birleşmelerde ise bir ya da daha fazla şirketin kendi istekleriyle tek bir şirketin çatısı altında bir araya gelmesi söz konusu olmaktadır (Kwoka ve Pollitt: 2010: 645-646; Sinkovics vd., 2011: 27-30; Furfine ve Rosen, 2011: 832-834).

Ele geçirme girişimlerinde iki taraf şirket bulunmaktadır. Birinci taraf, kontrolü ele geçirilmek istenen ya da ele geçirilen *hedef şirkettir*. İkinci taraf, hedef şirketi ele geçirme girişiminde bulunan *alıcı şirkettir*.

Günümüzde şirket ele geçirmeleri büyüme, faaliyet etkinliği, finansal etkinlik ve yönetim etkinliği sağlama (Gort, 1969: 624-630; Amihud ve Lev, 1981: 605-607), uluslararası iş alanlarına girme ve yeni pazarlara nüfuz etme, piyasa gücünü artırma, sektördeki rekabeti düşürme ya da ortadan kaldırma, markalaşmayı güçlendirme ve ölçek ekonomisinden yararlanma (Dickerson vd., 2002: 1170; Schnitzer, 1996: 37-39), rakip şirketleri zarara uğratarak ve güçsüz şirketleri ele geçirerek rekabet avantajı sağlama, mevcut yönetime olan güvensizlikten dolayı yönetimi değiştirme aracı olarak kullanılmaktadır.

Şirket ele geçirmeleri farklı taktiklerle gerçekleştirilmektedir. Bu taktiklerden en çok bilinenleri yapılan araştırmalarla ortaya konulmuştur. Şirketler, hedef şirketin hissedarlarına

² Bu çalışmada şirket satın alma ile ele geçirme aynı anlamda kullanılmaktadır.

hisse senetlerini satma teklifi getirerek [Bruslerie ve Crapsky (2005), Liebler (1997), Dasgupta ve Nanda (1997), Jarrell vd (1988), Hutson (2000)], hisse senetleri sermaye pazarında işlem gören şirketlerin pazardan kontrolü sağlayacak miktarda hisse senedi satın alarak [Stotz vd (2010), Oded (2011)], özellikle çok ortaklı şirketlerde ortakların oy kullanma hakları vekâlet ile devir alınıp vekalet savaşına dönüştürülerek genel kurulda yönetim kurulunu değiştirme suretiyle [Huang ve Yen (1996), Mulherin ve Poulsen (1998), Dasgupta ve Nanda (1997), DeAngelo ve DeAngelo (1989), Pound (1991)], alıcı şirketin doğrudan hedef şirketin yönetimine reddedemeyeceği ele geçirme teklifi sunarak [Bugeja (2007), Jensen (1988), Wang vd (2010)], sermaye piyasasında yapay piyasa ve fiyat oluşturarak [Hillion ve Suominen (2004), Khwaja ve Mian (2005), Zhang vd (2008), Delort vd (2009), Peng ve Röell (2010)] ele geçirilmektedir.

Hedef şirketin yönetimi ele geçirme girişimlerine karşı çıkabilir. Hedef şirketin yönetimi bu ele geçirme girişimlerini önlemek için savunma taktikleri geliştirirler (Pearce ve Robinson, 2004:18-22; Schoenberg ve Thornton, 2006: 143-145). İlgili literatürde şirketlerin ele geçirilme girişimlerini bertaraf etmeye yönelik şirket bünyesinde geliştirilen, düşmanca ele geçirme teklifi öncesi ve sonrası savunma taktikleri birçok araştırmacının ilgisi çekmiş ve bu alanda birçok araştırma yapılmıştır [Fleischer ve Raymond (1983), Sudarsanam (1991), Jenkinson ve Mayer (1994), Pearce ve Robinson (2004), Schoenberg ve Thornton (2006), Ryngaert ve Scholten (2010), Sokolyk (2010), Humphery ve Powell (2011)] .

Çalışmanın amacı, şirket ele geçirme taktiklerinin ilgili literatür dikkate alınarak teorik olarak ortaya konulmasıdır. Kullanılan bu taktiklerin bir arada sunulduğu çalışmaların yeterli düzeyde olmayışı çalışmanın çıkış noktası olmuştur. Çalışmada, başlıca ele geçirme taktiklerine ve ele geçirmelerin hissedarlar üzerindeki etkisine yönelik ampirik çalışma sonuçlarına yer verilecektir.

2. DOSTÇA VE DÜŞMANCA ELE GEÇİRME AYRIMI

Şirket ele geçirmeleri temelde iki yöntemle olmaktadır: Dostça ele geçirme ve düşmanca ele geçirme. Dostça ele geçirme yönteminde, hedef şirketin yönetimi olası ele geçirmelere açıktır. Şirketin ele geçirilmesine müsaade edilmesi için alıcı şirketten hedef şirketin hisse senetlerinin cari piyasa fiyatı üzerinde bir prim ödenmesi istenmektedir. Alıcı şirket, uygun fiyat ya da fiyat aralığı, bedelin ödeme tarzı; nakit, hisse senedi, tahvil ya da bunların karışımı mı olacağına göre hedef şirketi belirledikten sonra, alıcı şirket yöneticileri hedef şirketin yönetimine satın alma teklifinde bulunmaktadır (Schnitzer, 1996: 37-39). Hedef şirket yönetiminin satın almaya sıcak bakması durumunda satın alma koşulları ilgili şirket yönetimleri arasında değerlendirilir. Anlaşmaya varılması durumunda satın alma teklifinde bulunan şirket yönetimi, hedef şirketin bilgisi dâhilinde hedef şirketin ortaklarına hisselerini satma teklifinde bulunmaktadır. Bu süreç dostça satın alma olarak bilinmektedir (Brigham ve Houston, 2001: 920).

Dostça ele geçirmede, hedef şirketin yönetimi satın almaya karşı çıkmamakta, hedef şirket yönetiminin ortaklık payı yüksek olmakta, hedef şirket için satın alma teklifi veren bir tek şirket bulunmaktadır. Bu ele geçirmeden iki şirkette yarar sağlamaktadır.

Düşmanca ele geçirme yönteminde ise, hedef şirketin yönetimi birleşme arayışında olmayıp teklif edilen bedelin düşük olması ya da şirketin yönetiminin kaybedilme korkusundan dolayı ele geçirme teklifine karşıdır. Ancak hedef şirketin yönetimi teklifi reddederken, alıcı şirket ısrarcı olmaktadır (Schnitzer, 1996: 37-39; Washington ve Patterson, 2011: 1-3; Angwin vd., 2004: 240; Henry, 2004: 419-422). Bu durumda alıcı şirket, hedef şirketin bütün hisselerini almak için hisse senedi sahiplerine doğrudan teklifte bulunmakta ve primli bir fiyattan hisselerini satmaları için hissedarları ikna etmeye çalışmaktadır (Brigham ve Houston, 2001: 921; Brennan vd., 2010: 254). Hedef şirket yönetimi de önerilen bu teklifin makul fiyatlı bir teklif olmadığı konusunda hisse senedi sahiplerini ikna etmeye çalışmaktadır.

Düşmanca ele geçirmeler hedef şirketin hissedarları için olumlu olabilirler. Alıcı şirketlerin başarısız şirket yönetimini değiştirip hedef şirkete yeni bir kan getirebileceği, etkinlik sağlayabileceği konusunda yapılan araştırmalar [Franks ve Mayer (1996), Krug (2003), Mohd (2010)] mevcuttur. Yönetimdeki bu değişim olasılığı ya da tehdidi şirkete bir düzen getirebilir ve mevcut yönetimi hisse senedinin değerini ve performansını artırmaya zorlayabilir ve böylece mevcut yönetimin hissedarların çıkarlarına hareket etmesini sağlayabilir (Goldstein, 2000: 381; Schoenberg ve Thornton, 2006: 143-144; Chemla, 2005: 376-377). Dolayısıyla hisse senedi sahiplerinin daha yüksek getiri elde etmelerini sağlayabilir. Hisse senedi sahiplerinin yönetime bağlı kalmaksızın satın alma tekliflerini kabul etme konusunda bağımsız olduğu gerçeğinden hareketle, düşmanca satın almalar şirket yönetim sisteminin iyi işlemesi için mevcut hissedarlar tarafından bir araç olarak kullanılabilir.

Düşmanca ele geçirmeler her zaman böyle olumlu etkiler bırakmayabilir. Ele geçirmeler genellikle şirketin çeşitli çıkar gruplarının çıkarına zarar verebilecek girişimlerde bulunabilmektedirler. Şirketin etkinlik ve verimliliği üzerinde olumlu bir etki bırakmadan, her şeyi göz önüne alarak sosyal zarar yaratabilir ya da şirketin belli bir değerini bir çıkar grubundan başka bir çıkar grubuna aktarabilirler (Gürtler ve Krakel, 2009: 385; Hanly, 1992: 907). Bunun en önemli sebebi bu düşmanca ele geçirmelerin büyük bir kredi borcu yaratan çürük tahvillerle³ finanse edilmesidir. Bu durumda, borçlarını ödeyememe sıkıntısıyla karşılaşan şirket, varlıklarını satma, tesis kapatma, işten çıkarma ya da maaş kesintisi gibi diğer maliyet azaltıcı önlemlerde bulunabilir. Bu durum şirketin değerinin azalmasına ve hissedarların paylarının erimesine sebep olabilmektedir (Hanly, 1992: 907).

3. ŞİRKET ELE GEÇİRME TAKTİKLERİ

Şirketlerin ele geçirmelerinde bir takım taktikler kullanılmaktadır. Bu ele geçirme taktiklerinin başlıcaları; doğrudan hedef şirket hissedarlarına teklifte bulunulması (Bebchuk

³ Çürük Tahviller (Junk Bond) faiz oranı ve riski yüksek olan tahvillerdir (Jensen, 1988: 25-26).

ve Hart, 2001: 1), açık pazar işlemleri (Stotz vd., 2010: 562-564), vekâletname toplanması (Mulherin ve Poulsen, 1998: 280-282), alıcı şirketin doğrudan hedef şirket yönetimine reddedemeyeceği ele geçirme teklifi sunması (Wang vd., 2010: 837) ve sermaye piyasasında yapay piyasa ve fiyat oluşturulması (Bagnoli ve Lipman, 1996: 124-126) olarak sıralanabilir.

3.1. Hedef Şirket Yönetimine Ele Geçirme Teklifinin Sunulması (Bear Hugs)

Alıcı şirketin hedef şirket yönetimine reddedemeyeceği ele geçirme teklifi sunmasıyla süreç başlamaktadır. Mevcut yönetim bu teklifi hissedarlara önerebilir ya da yönetim cari piyasa fiyatından yüksek olan bu teklifi yetersiz bularak fiyatı yükseltmesini isteyebilir. Böylece yönetim teklifi geri çektirmeye çalışır. Hedef şirket yönetiminin bu teklifi reddetmesi halinde, alıcı şirket hissedarları ikna etmek için hissedarlara yönelebilir. Ancak şirket yönetimiyle hissedarların çıkarları çakışmayabilir (Bugeja, 2007: 368-369). Bu durumda şirket yönetimiyle hissedar arasında çıkar çatışmasının ortaya çıkabileceği göz önünde bulundurulmalıdır (Jensen, 1988: 13; Wang vd., 2010: 837). Temsil sorunu (Haan ve Riyanto, 2006: 45-46) olarak ortaya çıkan bu çıkar çatışmasında, teklif hissedarların lehine olsa da mevcut yönetim şirket üzerindeki kendi çıkarlarını ön planda tutarak bu teklifin kabul edilmemesi yönünde çalışabilir (Dağlı, 2001: 465). Oysa hissedarlar, çıkarlarını koruyan ve kendilerini temsil eden şirketin yönetimine bağımlıdırlar. Hissedarlar şirket yönetiminin yaptığı işlerden yeterince haberdar değildirler (Fama ve Jensen, 1983: 301-305; Harford, 2003: 52).

Ele geçirme tehditlerinin artması şirket yöneticisinin daha fazla maaş alma ve maaş ödeme yeteneğini sınırlandırıcı etkisi bulunmaktadır. Daha büyük ele geçirme tehdidi yöneticiler için daha fazla rekabetçi piyasa anlamına gelmektedir. Bu ele geçirme tehditlerinin rekabet artırıcı etkisi ele geçirme tehdidinin daha büyük olması durumunda yöneticilerin daha düşük maaş alacağını ifade etmektedir (Agrawal ve Knoeber, 1998: 219-220). Bu durumda yöneticilerin kendi çıkarlarını düşünerek hareket edeceği düşünülebilir (Wang vd., 2010: 837).

Teoride, büyük kurumsal yatırımcıların şirketin yönetimini etkileme konusunda etkin olduğu biliniyor olsa da (Greenwood ve Schor, 2009: 362) uygulamada, yatırımcı önerilerinin işletmenin yapacağı işlerde etkili olmadığı [Wahal (1996), Gillan ve Starks (2000)], şirket yöneticisini değiştirmeye teşebbüs eden yatırımcıların büyük bir dirençle karşılaştığı ve sonuçta başarısız olduğu [Karpoff (2001), Romano (2001), Bebchuk (2007)] yapılan araştırmalarla ortaya konulmuştur.

3.2. Doğrudan Hedef Şirket Hissedarına Teklifte Bulunulması

Hedef şirketi ele geçirmek isteyen alıcı şirket yöneticileri, hedef şirket yöneticileriyle karşılıklı görüşüp olumsuz cevap alması üzerine, doğrudan doğruya şirketin hissedarlarına cazip tekliflerde bulunarak hissedarların aklını karıştırabilmektedirler (Sridharan ve Reinganum, 1995: 57; Dasgupta ve Nanda, 1997: 788). Ayrıca, alıcı şirket yöneticileri hedef

şirket yöneticileriyle başlattıkları karşılıklı görüşmelerin sonuçsuz kalması üzerine böyle bir girişimde bulunabilmektedirler.

Hedef şirket hissedarlarına yapılan fiyat tekliflerinin, söz konusu ortakları paylarını satmaya razı edebilmek için, hisse senetlerinin piyasa fiyatının üzerinde olması gerekmektedir (Pearce ve Robinson, 2004: 16-17). Paylarını satma hususunda hissedarlara özendirici önerilerde bulunulmadığı sürece başarılı olma olanağı bulunmamaktadır.

Bu yöntemde, hedef şirket yöneticilerinin ele geçirmeyi önleyebilecek ve koşulları alıcı şirket aleyhine ağırlaştırabilecek savunma taktikleri geliştirebileceklerinden dolayı çok dikkatli davranılması ve böyle bir girişimin gizli tutulması yöntemin başarı şansını artırmaktadır (Akgüç, 1998: 920).

3.3. Açık Pazar İşlemleri Yoluyla Ele Geçirme

Hedef şirketin ele geçirilmesi, şirket hissedarları ile pazarlığa oturarak teklif vermek suretiyle yapıldığı gibi hedef şirketin ikincil piyasada işlem gören hisse senetlerini pazardan satın alma şeklinde de gerçekleşebilmektedir (Stotz vd., 2010: 562-564; Oded, 2011: 1-2). Bu yöntem hedef şirketin hisse senetlerinin hedef şirkete herhangi bir teklifte bulunmadan önce ve piyasadan gizlice alımı ile başlar. Belli bir oranda hisse senedi satın alma alıcı şirketin hem hedef şirketle girişeceği pazarlıkta hem de vekalet savaşında elini güçlendirmektedir.

Hedef şirketin hisselerinin bir bölümü elde edildikten sonra, ikinci adım hedef şirkete ele geçirme teklifinde bulunmaktır. Bu ikinci adım değişik yöntemlerle gerçekleşmektedir. Hedef şirketin hisseleri için üçüncü kişileri fiyat teklifinde bulunmasını önleyecek, yüksek tutarda fiyat teklifinde bulunulabilmektedir. Başka bir seçenek hedef şirketi gerçek değerinden daha az bir bedelle ele geçirmek için düşük fiyat önerisinde bulunulabilir. Başlangıçta düşük fiyat önerisinin amacı, ele geçirme gerçekleşinceye kadar planlı bir şekilde başlangıçta önerilen fiyatı yükseltmektir. Alıcı şirket düşük bir fiyat önerisiyle süreci başlatmakta ancak fiyatın yükseltilmesini de öngörmekte, fiyat yükselişine hazırlıklı olarak girişimde bulunmaktadır (Akgüç, 1998: 920).

Bu yöntemde, hedef şirketin hisse senetleri piyasadan piyasa fiyatından satın alınır. Dolayısıyla kontrolü ele geçirebilecek kadar hisse senedi satın alınarak ve hisse senedine prim ödenmeyerek maliyet avantajı sağlanmış olunur (Stotz vd., 2010: 564).

3.4. Vekâletname Toplama Yoluyla Şirket Ele Geçirme

Yasaların ve hedef şirketin ana sözleşmesinin elverişli olduğu durumlarda, hedef şirketin yönetimini ve denetimini ele geçirmek için vekâlet savaşıyla⁴ genel kurulda ve yönetim kurulunda çoğunluğu sağlamak diğer bir seçenektir (Brealey vd., 2006: 889, Sridharan ve Reinganum, 1995: 57; Dasgupta ve Nanda, 1997: 788). Vekalet yarışı, hissedarların vekaletini alarak yönetimde çoğunluk sağlamak amacıyla iki yönetim takımının

⁴ Literatürde vekalet savaşı, vekalet yarışı (Proxy fight-proxy contest) ile aynı anlamında kullanılmaktadır.

arasında yaptığı bir savaştır (Mikami, 1999: 353). Bu çoğunluk, hedef şirketin belli bir hissesini satın alınarak hedef şirketin ortaklarından genel kurulda temsil yetkisi veren vekâletnameleri elde etmekle sağlanmaktadır (Mukherjee ve Varela, 1993: 417). Böylece, hisse senedi satın alınarak hedef şirketin olağan genel kurul toplantısında ele geçirmenin önünü açacak kararların alınması ve şirket yönetim kurulunu bu yönde karar almaya yetecek kadar üyelere oluşturulması sağlanmış olmaktadır (Akgüç, 1998: 920).

Bu yöntem pahalı, zaman alıcı ve başarı şansı düşük olan bir yöntemdir (Huang ve Yen, 1996: 551-552). Çünkü hissedarlar yatırımın risk ve getiri prensibiyle hareket ederek yeni yönetimle beraber şirketin finansal durumunun gelişmesine bel bağlamaktan ziyade, hisselerinin piyasa fiyatı üzerinde büyük bir prim sağlayan nakit ödemelerini tercih etmektedirler (Emery vd., 1998:746; Bebchuk ve Hart, 2001: 1-2). Ayrıca, böyle bir mücadeleye giren muhalifler kendi paralarını kullanmak zorundadır, oysa mevcut yönetim kendisini savunmak için şirkete ait fonları, şirketin gücünü ve şirketin hissedarlarla iletişim kanallarını kullanabilir ve alıcı şirketin maliyetini artırıcı etkide bulunabilmektedir (Brealey vd., 2001: 606). Yatırımcılar şirketin el değiştirmesi ve yeni yönetimin gelmesi halinde şirket performansının artacağı düşüncesiyle şirketin hisse senetlerine olan talebi artırmakta ve bu sayede hisse senetlerinin fiyatları artmaktadır.

3.5. Sermaye Piyasasında Yapay Piyasa ve Fiyat Oluşturmak

Manipülasyon, herhangi bir finansal aracın fiyatının, arz ve talep koşulları dışında, yapay olarak yükseltilmesi, düşürülmesi, belli bir seviyede tutulması veya aktif bir piyasa olduğu izlenimini yaratmak amacıyla yapılan işlemlerdir (Hillion ve Suominen, 2004: 352-353; Khwaja ve Mian, 2005: 205-206). Manipülasyon, sermaye piyasası araçlarının fiyatını yapay yollarla etkilemek veya kontrol etmek suretiyle yatırımcıları aldatmayı veya yanıltmayı amaçlayan bütün kasıtlı eylemleri kapsamaktadır (Aggarwal ve Wu, 2002: 1). Manipülasyon derinliği düşük, gelişmemiş ve genç piyasaların daha çok maruz kaldığı bir durumdur (Khwaja ve Mian, 2005: 205).

İşlem bazlı manipülasyonda piyasaya yanlış veya eksik bilgiler sunmadan, sadece alım-satım işlemleriyle piyasayı yanıltma amaçlı fiili faaliyetlerde bulunmaktadır (Comerton ve Putniņs,2007:3).Burada fiyat yapay olarak kontrol edilmekte veya değiştirilmektedir.Büyük kazançlar elde etmek için birkaç büyük şirketin bir araya gelmesi yerine bugünün içerden öğrenenleri kurumsal yatırımcılarla birlikte hareket ederek rutin “alım” ve “satım” emirlerinin öncesinde küçük, sinsi pozisyonlar alarak ve bu pozisyonları yüzlerce kez tekrarlayarak yüksek oranda kazanç elde etmektedirler(Demir,2001:113-114).

Bir piyasada manipülasyonun varlığının bilinmesi yatırımcıların cesaretini kırarak, yatırımcıların alternatif piyasalara girmesine sebep olabilir. Bu durum bu piyasaların likit varlıklarının azaltır ve ticaret maliyetini yükseltir. Manipülasyon sermaye maliyetini yükselterek firmaların halka açılma konusunda isteksiz olmasına yol açmaktadır (Comerton ve Putniņs, 2007: 4). Bütün bu gelişmeler hisse senedinin fiyatını düşürür.

Sermaye piyasasında yapay piyasa ve fiyat oluşturularak da şirketin hisseleri satın alınarak hedef şirket ele geçirilmektedir. Manipülasyonun amacı ele geçirme maliyetini düşürmek olduğuna göre, sermaye piyasasında yapay piyasa ve fiyat oluşturularak hedef hisse senetlerinin fiyatı düşürülerek hedef şirket ucuz fiyattan şirket ele geçirilmektedir. Zayıf bir ele geçirme girişimi mevcutsa, manipülasyon ele geçirme teklifini artırır ve bazı etkin ele geçirmeler engellenmiş olur. Bu durumda hedef şirketin hissedarları hisselerini satmamayı tercih ederler (Bagnoli ve Lipman, 1996: 124-126).

4. ELE GEÇİRME TAKTİKLERİNİN KARŞILAŞTIRILMASI

Şirket ele geçirme taktiklerinin ele geçirme girişiminde bulunan şirket açısından bir takım avantajları ve dezavantajları mevcuttur. Ele geçirme taktiklerinin avantajları ve dezavantajları Tablo 1’de özetlenmiştir.

Tablo 1: Ele Geçirme Taktiklerinin Avantajları ve Dezavantajları

Taktikler	Avantajı	Dezavantajı
Dostça ele geçirme	Hedef şirketin teklife açık olup/olmadığının öğrenilmesi	Hedef şirkete peşin uyarı verilmiş olur
Hedef şirket yönetimine ele geçirme teklifinin sunulması	Teklifi müzakere etmek için hedef şirket üzerinde baskıyı artırır	Hedef şirkete peşin uyarı verilmiş olur
Hedef şirket hissedarına teklifte bulunulması	Hissedarların hisselerini satması için baskı oluşturur, Arzulanan hisse sayısına ulaşamadığında teklif edilen hisselerin satın alınmak zorunda kalınmaması	En pahalı taktik olması, Hedef şirketin kilit role sahip yöneticilerinin, çalışanlarının ve diğer çıkar gruplarının olası kaybından dolayı yıkıcı bir taktik olabilir
Açık pazar işlemleri	Herhangi bir prim ödenmediği için işlem maliyetinin düşük olması, Hedef şirketin teklif getiren şirketin ele geçirdiği hisselerini geri satın alması halinde, teklif getiren şirketin kar elde etmesi, Diğer ele geçirmek isteyen şirketlerin cesaretini kırması	Daha az hisse kontrolüne sebep olabilir, Bu taktiğin açığa vurmadan satın alınabilecek hisse sayısının sınırlı olması, Bazı hissedarların daha yüksek beklentisiyle hisselerini satmaması, Piyasadan kontrolü ele geçirebilecek kadar hisse senedi satın alınmaması durumunda azınlık hisse sahibi olarak kalınması, Hisse senedi toplama işinin gizli yapılamaması halinde, ya hedef şirketin ortakları ya da başka yatırımcılar hisse senedi satın almaya başlayabilecekleri için hedef şirketin pazarda işlem gören hisse senetlerinin fiyatının hızla artması ve ele geçirmenin başarılı olsa bile maliyetli olması olasıdır
Vekâletname toplanması	Diğer taktiklere nispeten daha az maliyetli olması, Hissedarın hisselerinin ele geçirilmesine gerek olunmayabilir	Daha düşük karlılık olması, İşlem maliyetinin yüksek olması

Kaynak: DePamphilis, 2010: 104

Hissedarlara teklif vermek suretiyle gerçekleştirilen ele geçirme taktiğinin pazar yöntemine göre üstünlüğü; hisse senedi satın alma ilanından sonra paylarını satmak isteyen yeterli sayıda hedef şirket hissedarının bulunmaması durumunda, ele geçirme girişimde bulunan şirket ele geçirme girişiminden vazgeçebilir ve ele geçirme girişimi ile ilgili olarak karşılaştığı maliyet dışında bir kayıpla karşılaşmamaktadır (Sarıkamış, 2003: 51). Ancak açık piyasadan hisselerin satın alınması durumunda ise herhangi bir prim ödenmemesi dikkate alındığında, bu taktikle ele geçirmenin hissedarlara teklif vermek suretiyle gerçekleştirilen ele geçirme taktiğine göre daha yüksek getiri sağladığı düşünülebilir (Oded, 2011: 1-2).

Ele geçirme taktiklerinin birbirlerine üstünlüğü ve dezavantajları olmasından dolayı hangi ele geçirme taktiğinin daha etkin olduğunun bilinmesi zordur. Bu taktiklerden hangisinin tercih edileceği şirketten şirkete değişiklik gösterebilir. Bazı şirketler daha az maliyetli ele geçirme taktiklerini tercih edebilirken, bazı şirketler ise maliyetten ziyade kısa süreli sonuca ulaştıran taktiği tercih edebilirler. Şirketlere bu ele geçirme taktiklerinden sadece birini değil de, aynı anda bir kaçını kullanması önerilebilir. Bu sayede ele geçirme girişimleri dengelenmiş olur.

5. ŞİRKET ELE GEÇİRMELERİNİN HİSSEDAR ÜZERİNDEKİ ETKİSİ

Şirket ele geçirmelerinin amaçları hedef firmanın kontrolünü sağlamak, kontrol ve ele geçirme maliyetini minimize etmek, ele geçirme sonrası entegrasyonu güçlendirmektir (DePamphilis, 2010: 104). Ele geçirmelerde asıl amaç ise ele geçirme süreci sonrasında firma değerini ya da hisse senetlerinin piyasa fiyatını maksimize etmek bu sayede hissedarların servetini en üst seviyeye çıkarmaktır. Ancak söz konusu ele geçirmeler her zaman bu amaca hizmet etmemektedir.

Ele geçirme sonrasında yeni şirkette görülen bir takım olumlu gelişmeler değer arttırıcı nitelikte olmakla birlikte, bir takım olumsuz gelişmeler değer azaltıcı nitelikte olabilmektedir. Şirket ele geçirmelerinde değer arttırıcı gelişmeler; yeni şirkette faaliyetlerin daha etkin yürütülmesi, finansal etkinliğin sağlanması, yönetim etkinliğinde sağlanması, yeni teknoloji ve üretim süreçlerinin elde edilmesi, nitelikli elemanların işletmeye kazandırılması, başarısız yönetimin değişmesi ve sağlanan birtakım vergi avantajları olarak sayılabilirken, değer azaltıcı gelişmeler ise; üretim sürecine ilişkin yaşanan problemler, ürün kalitesindeki düşüş, ücretlerin diğer işletmelere göre yüksek oluşu, birleşen şirketlerin kültürlerinin ve yönetim anlayışlarının farklı oluşu sayılabilir (Yılığör, 2004: 405). Bütün bu gelişmeler şirket ele geçirmelerinin hisse senedi fiyatını ve firma değerini olumlu ya da olumsuz etkileyebilmektedir.

Bu bölümde, şirket ele geçirmelerinin hisse senedi fiyatı üzerindeki kısa ve uzun dönemli etkileri ve ele geçirmelerin başarısız olma nedenleri ilgili literatürdeki çalışmalardan yola çıkarak değerlendirilmektedir.

5.1. Ele Geçirmelerin Hisse Senedi Fiyatındaki Kısa Dönemli Etkisi

Ele geçirme sonrası kısa dönemi inceleyen çalışmalar [Jensen ve Ruback (1983), You, vd. (1986), Schwert (1996), Jarrel vd. (1988), Ghosh ve Lee (2000), Mulherin ve Boone (2000)] satılma ilanından sonra hedef şirketlerin hisse senedi fiyatı yükselirken, ele geçiren şirketlerin hisse senedi fiyatlarının aynı kaldığını ya da önemsiz bir artış kaydettiğini hatta düştüğünü ortaya koymuşlardır. Ele geçirmelerin kısa dönemli etkilerini inceleyen çalışmalardan elde edilen sonuçlar Tablo 2’de gösterilmiştir.

Tablo 2: Ele Geçirmelerin Kısa Dönemli Etkilerini İnceleyen Çalışmalardan Başlıcaları

Çalışmalar	Hedef şirket hissedarına sağladığı getiri (%)	Alıcı şirket hissedarına sağladığı getiri (%)
Jensen ve Ruback (1983)	30	4
You vd. (1986)	20	1
Schwert (1996)	35	0
Jarrel vd. (1988)	19	4
Ghosh ve Lee (2000)	20,3	Sonuç elde edilemedi
Mulherin ve Boone (2000)	21,2	0,7

Kaynak: DePamphilis, 2005: 34

Ele geçiren şirketlerin hisse senedi fiyatlarının durağanlığı, piyasanın birleşmeden kaynaklanan potansiyel kazançları değerlendirmede ihtiyatlı davranması ve ele geçiren şirketin hisselerine değerinden daha fazla yapılan ödemeyle açıklanabilir. Diğer taraftan, hedef şirketin hissedarlarının sağladığı yüksek getiri ele geçiren şirket tarafından teklif edilen primin büyüklüğüne bağlanabilir. Ayrıca, kötü performans gösteren hedef şirket yönetiminin değişme beklentisi ve bu şirketin azınlık hissedarlarının mevcut yönetimde yeterince destek bulamaması hedef şirketin hisse senetlerine talebi artırmakta ve bu sayede şirketin firma değeri artmaktadır.

5.2. Ele Geçirmelerin Hisse Senedi Fiyatındaki Uzun Dönemli Etkisi

Ele geçirme sonrası uzun dönemi inceleyen çalışmalarda [McKinsey ve Company (1990), Sirower (1997), Loughran ve Vijh (1997), Sanford ve Company (2000), Billett ve Qian (2006), Conn vd. (2005), Croci (2005)] şirketlerin ele geçirmelerden 3-5 yıl sonrasında, hisse senedinin endüstri ortalamasının altında bir performans gösterdiği ve bunun sonucunda yatırımcıların ciddi kayıplarla karşılaştığı görülmektedir. Ele geçirmelerin uzun dönemli etkilerini inceleyen çalışmalardan elde edilen sonuçlar Tablo 3’de gösterilmiştir.

Tablo 3: Ele Geçirmelerin Uzun Dönemli Etkilerini İnceleyen Çalışmalardan Başlıcaları

Endüstri ortalamasının altında performans	Endüstri ortalamasının üstünde performans	Endüstri ortalamasında performans
Billett ve Qian (2006), Conn vd. (2005), Croci (2005), Sanford ve Company (2000), Loughran ve Vjih (1997), Rau ve Vermaelen (1998), McKinsey ve Company (1990), Mangelheim ve Muller (1988), Franks vd. (1991), Sirower (1997), Gregory (1997)	Healy vd. (1992), Kaplan ve Weisbach (1992), Rau ve Vermaelen (1988)	Mueller (1985), Ravenscraft ve Sherer (1987)

Kaynak: DePamphilis, 2005: 36; DePamphilis, 2010: 40

Şirket ele geçirmelerinin başarısız olduğunu gösteren çalışmalar, şirket ele geçirmelerindeki başarısızlığı; hedef şirkete değerinden fazla değer biçildiği ve ödemede bulunulduğu, birleşme sonrası düşük entegrasyon, tercih ele geçirme taktığının yanlışlığı, ödeme biçimi, birleşme sonrası iletişim güçlüğü, şirket kültürlerinin çatışması, hedef şirketin büyüklüğü gibi faktörlere bağlamaktadırlar. Bu konuda yapılan çalışmalar [Rau ve Vermaelen (1998), Hillyer ve Smolowitz (1996), Cao (2008), Harper ve Schneider (2004), Henry (2002)] aşırı kendine güvenen ve aşırı iyimser olan şirket yöneticilerinin hedef şirkete ya da hissedarlarına, defter değerlerinin çok üstünde bir fiyat ödemesinden, aşırı prim vermesinden ve bir anlamda şirket yöneticilerinin getiri tahmin yöntemlerinde yanlışlıkları noktasında birleşmektedirler. Yapılan çalışmalar bu başarısızlığı temelde üç kategoride gruplandırmaktadır: hedef şirkete değerinden fazla değer biçildiği ve ödemede bulunulduğu, birleşme sonrası düşük entegrasyon ve tercih edilen ele geçirme taktığının yanlışlığı. Ele geçirmelerin başarısızlığı üzerine yapılan çalışmalardan başlıcaları Tablo 4’de özetlenmiştir.

Tablo 4: Ele Geçirmelerin Başarısızlığı Üzerine Yapılan Çalışmalardan Başlıcaları

Hedef şirkete değerinden fazla ödemede bulunma	Ele geçirme sonrası şirketler arası düşük entegrasyon	Tercih edilen ele geçirme taktığının yanlışlığı
Cao (2008), Harper ve Schneider (2004), Henry (2002), Rau ve Vermaelen (1998), Sirower (1997), Hillyer ve Smolowitz (1996), McKinsey ve Company (1990)	Mitchell (1998), McKinsey ve Company (1990), Coopers ve Lybrand (1996)	Bogler (1996), McKinsey ve Company (1990), Salter ve Weinhold (1979)

Kaynak: DePamphilis, 2005: 39; DePamphilis, 2010: 40

6. SONUÇ VE ÖNERİLER

Günümüzde şirket ele geçirmeleri büyüme, faaliyet etkinliği, finansal etkinlik ve yönetim etkinliği sağlama, uluslararası iş alanlarına girme ve yeni pazarlara nüfuz etme, piyasa gücünü artırma, sektördeki rekabeti düşürme ya da ortadan kaldırma, markalaşmayı güçlendirme ve ölçek ekonomisinden yararlanma, rakip şirketleri zarara uğratarak ve güçsüz şirketleri ele geçirerek rekabet avantajı sağlama, mevcut yönetime olan güvensizlikten dolayı yönetimi değiştirme aracı olarak kullanılmaktadır. Ele geçirmelerde asıl amaç ise ele geçirme süreci sonrasında firma değerini ya da hisse senetlerinin piyasa fiyatını maksimize etmek bu sayede hissedarların servetini en üst seviyeye çıkarmaktır. Ancak söz konusu ele geçirmeler her zaman bu amaca hizmet etmemektedir.

Şirketlerin ele geçirilmelerinde bir takım taktikler kullanılmaktadır. Bu taktiklerin başlıcaları; hedef şirket yöneticilerine teklifte bulunulması, doğrudan hedef şirket hissedarlarına teklifte bulunulması, açık pazar işlemleri, vekâletname toplanması ve manipülasyon şirketi ele geçirme yöntemleridir. Dostça ele geçirme olarak nitelenen karşılıklı görüşme suretiyle satın almalarda taraflar işlemin gerçekleşmesinde karşılıklı yarar sağlamaktadırlar. Bu taktiklerin başarısı şirketin durumuna göre değişiklik göstermektedir. Bir şirket tarafından etkin olarak kullanılan bir teknik, diğer bir şirket tarafından etkin olarak kullanılmamaktadır. Bu yüzden, söz konusu tekniklerin şirketin bünyesine göre hazırlanması ve yeni bir bakış açısıyla tekrar gözden geçirilmesi gerekmektedir.

Ele geçirme taktiklerinin birbirlerine üstünlüğü ve dezavantajları olmasından dolayı hangi ele geçirme taktığının daha etkin olduğunun bilinmesi zordur. Bu taktiklerden hangisinin tercih edileceği şirketten şirkete değişiklik gösterebilir. Bazı şirketler daha az maliyetli ele geçirme taktiklerini tercih edebilirken, bazı şirketler ise maliyetten ziyade kısa süreli sonuca ulaştıran taktiği tercih edebilirler. Şirketlere bu ele geçirme taktiklerinden sadece birini değil de, aynı anda bir kaçını kullanması önerilebilir. Bu sayede ele geçirme girişimleri dengelenmiş olur.

Ele geçirme sonrasında yeni şirkette görülen bir takım olumlu gelişmeler değer arttırıcı nitelikte olmakla birlikte, bir takım olumsuz gelişmeler değer azaltıcı nitelikte olabilmektedir. Şirket ele geçirmelerinde değer arttırıcı gelişmeler; yeni şirkette faaliyetlerin daha etkin yürütülmesi, finansal etkinliğin sağlanması, yönetim etkinliğinde sağlanması, yeni teknoloji ve üretim süreçlerinin elde edilmesi, nitelikli elemanların işletmeye kazandırılması, başarısız yönetimin değişmesi ve sağlanan birtakım vergi avantajları olarak sayılabilirken, değer azaltıcı gelişmeler ise; üretim sürecine ilişkin yaşanan problemler, ürün kalitesindeki düşüş, ücretlerin diğer işletmelere göre yüksek oluşu, birleşen şirketlerin kültürlerinin ve yönetim anlayışlarının farklı oluşu sayılabilmektedir. Bütün bu gelişmeler şirket ele geçirmelerinin hisse senedi fiyatını ve firma değerini olumlu ya da olumsuz etkileyebilmektedir.

Uzun vadeli hisse senedi teorileri kapsamında; uzun vadede her şirketin hisse senedi fiyatı olması gereken değere ulaştığından ele geçirme öncesindeki aşırı fiyat artışları şirket sahiplerinin ve spekülâtör denilen kısa dönemli pozisyon alan yatırımcıların lehine olurken, gerçek yatırımcıların uzun dönemde değerinin çok üstünde fiyatlarla el değiştiren şirketler yüzünden aleyhine olmuştur. Ele geçirme öncesinde görülen hisse senedi fiyatlarındaki spekülâtif artışların, ele geçirme sonrasında artış trendini kaybedeceği ve sürecin uzun dönemde yatırımcının aleyhine işleyeceği söylenebilir.

Hedef firmaya değerinden fazla değer biçmeyen, hedef firmayla hızlı entegrasyona odaklanan ve doğru ele geçirme taktiği uygulayan şirketlerin beklentilerinin üstünde bir başarı sağlayabilecekleri söylenebilir.

KAYNAKLAR

- Aggarwal, Rajesh K. - Wu, Guojun (2002), “Stock Market Manipulation Theory and Evidence”, http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=474582 (03.03.2012).
- Agrawal, Anup - Knoeber, Charles R. (1998), “Managerial Compensation and the Threat of Takeover”, *Journal of Financial Economics*, No. 47, pp. 219-239.
- Akgüç, Öztin (1998), *Finansal Yönetim*, 7. Baskı, Avcıol Basım, İstanbul.
- Amihud, Yakov - Lev, Baruch (1981), “Risk Reduction as a Managerial Motive for Conglomerate Mergers”, *Bell Journal of Economics*, No. 12, pp. 605–617.
- Angwin, Duncan - Philip, Stern - Bradley, Sarah (2004), “Agent or Steward: The Target CEO in a Hostile Takeover Can a Condemned Agent be Redeemed?”, *Long Range Planning*, No. 37, pp. 239–257.
- Bagnoli, Mark - Lipman, Barton (1996), “Stock Price Manipulation Through Takeover Bids”, *RAND Journal of Economics*, Vol. 27, No. 1, pp. 124-147.
- Bebchuk, Lucian - Hart, Oliver (2001), “Takeover Bids vs. Proxy Fights in Contests for Corporate Control”, Working Paper 8633, http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=290584 (05.03.2012).
- Brealey, Richard A. - Myers, Stewart C. - Franklin Allen (2006), *Corporate Finance*, McGraw ve Hill, Eighth Edition, New York.
- Brealey, Richard A. - Myers, Stewart C. – Marcus, Alan J. (2001), *İşletme Finansının Temelleri* (Çev. Bozkort Ünal, Türkü Arıkan ve Hatice Doğukanlı), McGraw ve Hill ve Literatür ortak yayını, İstanbul.
- Brennan, Niamh M. - Caroline, A. Daly - Claire S., Harrington (2010), “Rhetoric, Argument and Impression Management in Hostile Takeover Defence Documents”, *The British Accounting Review*, No. 42, pp. 253–268.
- Brigham, Eugene F. - Houston, Joel F. (2001), *Fundamentals of Financial Management*, Ninth Edition, Horcourt College Publishers, Orlando.

- Bugeja, Martin (2007), “Voluntary use of Independent Valuation Advice by Target Firm Boards in Takeovers”, *Pacific-Basin Finance Journal*, No. 15, pp. 368–387.
- Chemla, Gilles (2005), “Hold-up, Stakeholders and Takeover Threats”, *Journal of Financial Intermediation*, No. 14, pp. 376–397.
- Comerton, Forde Carole - Putniņš, Tālis J. (2007), “Measuring Closing Price Manipulation”, http://cbe.anu.edu.au/schools/fas/documents/Measuring_Closing_Price_Manipulation.pdf (03.03.2012).
- Dağlı, Hüseyin (2001), *Finansal Yönetim, İkinci Baskı, Derya Kitapevi, Trabzon*.
- Dasgupta, Sudipto - Nanda, Vikram (1997), “Tender Offers, Proxy Contests, and Large-Shareholder Activism”, *Journal of Economics & Management Strategy*, Vol. 6, No. 4, pp. 787–820.
- Demir, Yusuf (2001), “Hisse Senedi Fiyatını Etkileyen İşletme Düzeyindeki Faktörler ve Mali Sektör Üzerine İMKB’de Bir Uygulama”, *Süleyman Demirel Üniversitesi, İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, Cilt 6, Sayı 2, ss. 109-130.
- DePamphilis, Donald (2010), *Mergers, Acquisitions, and Other Restructuring Activities: An Integrated Approach to Process, Tools, Cases, and Solutions*, 5th edition, Elsevier Academic Press, Amerika.
- DePamphilis, Donald (2005), *Mergers, Acquisitions, and Other Restructuring Activities: An Integrated Approach to Process, Tolls, Cases, and Solutions*, Second Edition, Academic Press, Amerika.
- Dickerson, Andrew P. - Heather D. Gibson - Euclid, Tsakalotos (2002), “Takeover Risk and the Market for Corporate Control: the Experience of British Firms in the 1970s and 1980s”, *International Journal of Industrial Organization*, No. 20, pp. 1167–1195.
- Emery, Douglas R. - John D., Finnery - John D., Stone (1998), *Principles of Financial Management*, Prentice Hall, New Jersey.
- Fama, Eugene - Jensen, Michael (1983), “Separation of Ownership and Control”, *Journal of Law and Economics*, No. 26, pp. 301–325.
- Furfine, Craig H. - Rosen, Richard J. (2011), “Mergers Increase Default Risk”, *Journal of Corporate Finance*, No. 17, pp. 832–849.
- Goldstein, Don (2000), “Hostile Takeovers as Corporate Governance? Evidence from the 1980s”, *Review of Political Economy*, Vol. 12, No. 4, pp. 381-402.
- Gort, Michael (1969), “An Economic Disturbance Theory of Mergers”, *Quarterly Journal of Economics*, No. 83, pp. 624–642.
- Greenwood, Robin - Schor, Michael (2009), “Investor Activism and Takeovers”, *Journal of Financial Economics*, No. 92, pp. 362–375.
- Gürtler, Oliver - Kräkel, Matthias (2010), “Hostile Takeover and Costly Merger Control”, *Public Choice*, No. 141, pp. 371–389..

- Haan, Marco A. - Riyanto, Yohanes (2006), "The Effects of Takeover Threats on Shareholders and Firm Value", *Journal of Economic Behavior & Organization*, No. 59, pp. 45–68.
- Hanly, Ken (1992), "Hostile Takeovers and Methods of Defense: A Stakeholder Analysis", *Journal of Business Ethics*, No. 11, pp. 895-913.
- Harford, Jarrad (2003), "Takeover Bids and Target Directors' Incentives: The Impact of a Bid on Directors' Wealth and Board Seats", *Journal of Financial Economics*, No. 69, pp. 51–83.
- Henry, Darren (2004), "Corporate Governance and Ownership Structure of Target Companies and the Outcome of Takeovers", *Pacific-Basin Finance Journal*, No. 12, pp. 419– 444.
- Hillion, Pierre - Suominen, Matti (2004), "The Manipulation of Closing Prices", *Journal of Financial Markets*, No. 7, pp. 351–375.
- Huang, Wei Chiao - Yen, Gili (1996), "The Impact of Proxy Contests on Managerial Turnover: A Test of the Job Security Hypothesis", *Managerial and Decision Economics*, No. 17, pp. 551-558.
- Jensen, Michael C. (1988), "Takeovers: Their Causes and Consequences", *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 2, No. 1, s. 21-48.
- Khwaja, Asim Ijaz - Mian, Atif (2005), "Unchecked Intermediaries: Price Manipulation in an Emerging Stock Market", *Journal of Financial Economics*, 78, s. 203–241.
- Kwoka, John - Pollitt, Michael (2010), "Do Mergers Improve Efficiency? Evidence from Restructuring the US Electric Power Sector", *International Journal of Industrial Organization*, No. 28, pp. 645–656.
- Mikami, Kazuhiko (1999), "Proxy Contests and Corporate Democracy", *Journal of Economic Behavior & Organization*, No. 40, pp. 353–371.
- Mukherjee, Tarun K. - Varela, Oscar (1993), "Corporate Operating Performance Around the Proxy Contest", *Journal of Business Finance & Accounting*, Vol. 20, No. 3, pp. 417-425.
- Mulherin, J. Harold - Poulsen, Annette B. (1998), "Proxy Contests and Corporate Change: Implications for Shareholder Wealth", *Journal of Financial Economics*, No. 47, pp. 279-313.
- Oded, Jacob (2011), "Stock Repurchases: How Firms Choose between a Self Tender Offer and an Open-Market Program", *Journal of Banking & Finance*, No. 35, pp. 3174–3187.
- Pearce II, John A. - Richard B., Robinson (2004), "Hostile Takeover Defenses That Maximize Shareholder Wealth", *Business Horizons*, Vol. 47, No.5, pp. 15-24.
- Sarıkaşı, Cevat (2003), *Satın Almalar ve Yeniden Yapılanma, Şirket Birleşmeleri*, 1. Baskı, Avcıol Basım Yayım, İstanbul.

- Schnitzer, Monica (1996), "Hostile versus Friendly Takeovers", *Economica*, No. 63, pp. 37–55.
- Schoenberg Richard - Thornton, Daniel (2006), "The Impact of Bid Defences in Hostile Acquisitions", *European Management Journal*, Vol. 24, No. 2-3, pp. 142-150.
- Sinkovics, Rudolf R.- Zagelmeyer, Stefan-Verena, Kusstatscher (2011), "Between Merger and Syndrome: The Intermediary role of Emotions in four Cross-Border M&As", *International Business Review*, No. 20, pp. 27–47.
- Sridharan, Uma V. - Reinganum, Marc R. (1995), "Determinants of the Choice of the Hostile Takeover Mechanism: An Empirical Analysis of Tender Offers and Proxy Contests", *Financial management*, Vol. 24, No. 1, pp. 57-67.
- Stotz, Olaf - Wanzenried, Gabrielle-Karsten, Döhnert (2010), "Open-Market Purchases of Public Equity by Private Equity Investors: Size and Home-Bias Effects", *Journal of Economics and Business*, No. 62, pp. 562–576.
- Wang, Hongxia-Sameh, Sakr-Yixi, Ning-Wallace, N. Davidson (2010), "Board Composition After Mergers, Does it Matter to Target Shareholders?", *Journal of Empirical Finance*, No. 17, pp. 837–851.
- Washington, Marvin - Patterson, Karen D.W. (2011), "Hostile Takeover or Joint Venture: Connections between Institutional Theory and Sport Management Research", *Sport Management Review*, Vol. 14, pp. 1–12.
- Yıldır, Ayşe Gül (2004), "Şirket Birleşme, Ele Geçirme ve Satın Alma İşlemlerinin Finansal Çerçevesi", Editörler: Sumer Haluk, Pernsteiner Helmut, "Şirket Birleşmeleri, 1.Baskı, Alfa Yayınevi, s. 381-409.