

Rekabet Soruşturmasının Bankaların Piyasa Değerine Etkisi: Bir Olay Çalışması Analizinden Kanıtlar

Öz

Fatih Cemil ÖZBUĞDAY¹

Bu makalede, Türkiye’de fiyatın belirlenmesinde uyumlu eylemde bulunan firmalar hakkında yapılan bir olay çalışması sunulmaktadır. Söz konusu olay çalışmasında, pay piyasasının Rekabet Kurulu’nun bankalar hakkında yürüttüğü rekabet soruşturmasına gösterdiği reaksiyon analiz edilmiştir. Bu doğrultuda, standart bir Piyasa Modeli tahmin edilerek, günlük anormal getiriler hesaplanmıştır. Sonuçlar, örneklemdaki bankaların paylarının kümülatif ortalama anormal getirilerinin soruşturma açılması aşamasında $-2,6\%$, nihai karar aşamasında ise $-0,8\%$ olduğunu göstermektedir. Hesaplanan kümülatif ortalama anormal getirilerin karşılığı olarak, haklarında rekabet soruşturması açılmasından ötürü, örneklemdaki bankaların toplam piyasa değerlerinde 2011 Kasım fiyatlarıyla 1,9 milyar TL’lik bir kayıp; soruşturmanın tamamlanarak bankaların faizler üzerinde uzlaştığı kararına varılmasının örneklemdaki bankaların toplam piyasa değerlerinde 2013 Mart fiyatlarıyla 1,3 milyar TL’lik bir kayıp hesaplanmıştır. Bankaların piyasa değerinde yaşanan bu düşüşün önemli bir kısmı, itibarlarının zarar görmesinden ve uzlaşmanın sona ermesinden ötürü gelecek kârlılıklarındaki düşüş beklentisinden kaynaklanmaktadır. Son olarak, Rekabet Kurulu’nun bankalar için yürüttüğü soruşturma süreçlerinin gelecekte olası anti-rekabetçi davranışlar üzerinde caydırıcı etkileri olacağı söylenebilir.

Anahtar Kelimeler: *Rekabet politikası; bankacılık piyasası; olay çalışması*

The Impact of Antitrust Investigation on Banks’ Market Value: Evidence from an Event Study Analysis

Abstract

In this paper, an event study on firms involved in concerted practices in price-fixing in Turkey is presented. In the study, the stock market response to the antitrust investigation conducted by the Competition Board on banks is analyzed. To this end, a standard Market Model is estimated. The results indicate that the cumulative average abnormal return of banks in the sample is -2.6% around the opening phase and -0.8% around the final decision phase. These numbers correspond to a total market value loss of 1.9 billion TRY (in 2011 November prices) around the opening of the investigation and 1.3 billion TRY (in 2013 March prices) around the final decision. A significant part of this decline in the market value of the banks is due to reputation loss and the expectation of a drop in future profits. The antitrust investigation will also have deterrent effects on possible anticompetitive behavior in the future.

Keywords: *Antitrust policy; banking market; event study*

¹ Yrd. Doç. Dr., Ankara Yıldırım Beyazıt Üniversitesi, Siyasal Bilgiler Fakültesi, İktisat Bölümü, fcozbugday@ybu.edu.tr, ORCID ID: 0000-0001-5841-4343

1. GİRİŞ

Modern piyasa ekonomilerinin temel unsurlarından birisi de teşebbüslerin bireysel pazar güçlerini kullanarak ya da ortak bir şekilde anti-rekabetçi bir şekilde hareket ederek tüketici seçimini veya ticareti kısıtlayacak davranışlarının önüne geçilmesini sağlayan rekabet politikasıdır. Rekabet politikasının uygulanmasında özerk bir şekilde hareket eden Rekabet Otoriteleri tespit ettikleri rekabet ihlalleri neticesinde aldıkları idari kararlarla firmalara pek çok yaptırım (idari para cezaları vs.) uygulamaktadır. Bu yaptırımların firma üzerindeki etkisi hakkında pek çok çalışma bulunmakla beraber, ilgili yazında farklı sonuçlara ulaşılmıştır. Bazı çalışmalar rekabet ihlalleri neticesinde açılan soruşturmaların/davaların veya uygulanan yaptırımların caydırıcı etkilerini ortaya koyarken (örneğin, PORTER, 1983), diğer çalışmalarda rekabet ihlalinde bulunan firmaların anti-rekabetçi davranışlarına devam ettiğine dair bulgulara yer verilmektedir (örneğin, VELJANOVSKI, 2007; STEPHAN, 2008; CARREE vd, 2010).

Rekabet politikasının firma davranışları üzerindeki ne kadar etkili olduğunu anlamamızda yardımcı olacak yöntemlerden birisi de hisse senedi piyasasının rekabet otoritelerinin aldığı kararlara verdiği tepkinin ölçülmesidir. Eğer pay piyasası, yaptığı rekabet ihlallerinden ötürü firmalara pay fiyatlarında bir düşüşle tepki veriyorsa, uygulanan yaptırımların gelecekte olası anti-rekabetçi davranışlar üzerinde caydırıcı bir etkisi olacağından söz edilebilir.

Türkiye’de son zamanlarda Rekabet Kurumu’nun önüne gelen en önemli dosyalardan birisi 2011-4-91 sayılı dosyadır. Bu dosya kapsamında, Türkiye’de faaliyet gösteren ve bankacılık sektörünün neredeyse tamamını temsil eden 12 bankanın¹ mevduat, kredi ve kredi kartı hizmetleri konusunda anlaşma ve/veya uyumlu eylem içerisinde bulunmak suretiyle 4054 sayılı Rekabetin Korunması Hakkında Kanun’un (4054 sayılı Ka-

nun) 4. maddesini ihlal edip etmediğinin tespiti araştırılmıştır. Rekabet Kurulu’nun dosya hakkındaki nihai kararına göre, adı geçen 12 banka, elde edilen belgelerin tarihi dikkate alındığında 21.08.2007-22.09.2011 tarihleri arasında mevduat, kredi ve kredi kartı hizmetleri alanında 4054 sayılı Kanun’un 4. maddesini ihlal eden bir uzlaşma içerisinde bulunmuştur. Bu nedenden ötürü, Rekabet Kurulu tarafından söz konusu 12 teşebbüsün 2013 fiyatlarıyla 1,1 milyar TL’lik idari para cezası ile cezalandırılmalarına karar verilmiştir.

Bu çalışmanın amacı, Rekabet Kurulu tarafından Türkiye’de 12 banka hakkında mevduat, kredi ve kredi kartı hizmetleri bakımından fiyat tespit etmek suretiyle 4054 sayılı Kanun’un 4. maddesini ihlal ettikleri iddiasıyla yürütülen süreçlerin bu bankalar arasında Borsa İstanbul’da (BIST) işlem gören 9 bankanın (AKBANK, DENİZBANK, FİNANSBANK, TEB, GARANTİ, HALKBANK, İŞ BANKASI, VAKIFBANK, YKB) pay getirileri üzerindeki etkisini analiz etmektir. Bu amaçla, bir olay çalışması analizi (*event study analysis*) yapılmıştır. Yapılan olay çalışması analizinde söz konusu rekabet vakasının 4 ayı evresi ele alınmıştır: ön araştırma yapılması, soruşturma açılması, soruşturmanın uzatılması ve nihai kararın verilmesi.

Mevcut çalışmanın ilgili literatüre temel katkısı ve orijinalliği, Türkiye’de “*fiyatın belirlenmesinde uyumlu eylemde bulunan firmalar hakkında yapılan*” ilk olay çalışması olmasından kaynaklanmaktadır. Bununla birlikte, bu çalışma Türkiye’de uygulanan rekabet politikasının etkililiğinin ölçümü ile ilgili yazına da önemli katkılar sunmaktadır.

Sonuçlara göre, pay piyasasının bankalara Rekabet Kurulu tarafından soruşturma açılmasına ve faiz oranlarında uzlaştıklarına dair kararın alınmasına negatif bir reaksiyon gösterdiği anlaşılmaktadır. Bu negatif reaksiyonun şiddetinin karşılığı olarak, soruşturma açılması aşamasında kümülatif ortalama anormal getiride $-2,6\%$ ’lık bir değer hesaplanırken, nihai karar aşamasında ise $-0,8\%$ ’lik bir değer saptanmıştır. Kümülatif ortalama anormal getirideki bu değerlerin karşılığı olarak, Rekabet Kurulu’nun soruşturma açmasının örneklemedeki 9 bankanın toplam piyasa değerinde 2011 Kasım fiyatlarıyla 1,9 milyar TL’lik; Rekabet Kurulu’nun soruşturmayı tamamlayarak bankaların faizler üzerinde uzlaştığı kararına varmasının ise örneklemedeki bankaların toplam piyasa değerlerinde

¹ Akbank T.A.Ş. (AKBANK), Denizbank A.Ş. (DENİZBANK), Finans Bank A.Ş. (FİNANSBANK), HSBC Bank A.Ş. (HSBC), ING Bank A.Ş. (ING), Türk Ekonomi Bankası A.Ş. (TEB), Türkiye Garanti Bankası A.Ş. (GARANTİ), Türkiye Halk Bankası A.Ş. (HALKBANK), Türkiye İş Bankası A.Ş. (İŞ BANKASI), Türkiye Vakıflar Bankası T.A.O. (VAKIFBANK), Yapı ve Kredi Bankası A.Ş. (YKB) ve T.C. Ziraat Bankası A.Ş. (ZİRAAT).

2013 Mart fiyatlarıyla 1,3 milyar TL'lik bir kayba yol açtığı hesaplanmıştır. Bu sonuçlara göre, Rekabet Kurulu'nun bankalara uyguladığı yaptırımın örneklemedeki bankalar için ciddi maliyetlere yol açtığı ve bu nedenden ötürü gelecekte olası anti-rekabetçi davranışlar üzerinde caydırıcı etkilere sahip olacağı öne sürülebilir.

Bu çalışma 6 bölümden oluşmaktadır. 2. Bölümde pay piyasasının rekabet ihlallerinin tespitine verdiği reaksiyon ile ilgili sade ama güçlü bir kuramsal çerçeve çizilmiş ve ilgili görgül yazın taranmıştır. 3. Bölümde ele alınan rekabet dosyasının arka planı hakkında kısaca bilgi sunulmuştur. 4. Bölümde olay çalışması yöntemi betimlenmiş, 5. Bölümde ise ampirik sonuçlara yer verilmiştir. Son bölümde ise elde edilen bulgulara ilişkin tartışmalar aktarılmıştır.

2. KURAMSAL ÇERÇEVE VE İLGİLİ YAZIN

2.1. Kuramsal Çerçeve

Endüstriyel organizasyon ve rekabet iktisadı yazınında sıklıkla belirtildiği üzere, firmaların fiyat konusunda anlaşmalarının temel nedeni kârlarını artırmaktır. Fiyat tespiti konusunda gizlice anlaşan firmaların elde ettiği kârların bir kısmı, rekabet oluşturması açılması veya ceza verilmesi neticesinde ortadan kalkacaktır. Bu nedenden ötürü, eğer etkin bir pay piyasası mevcutsa, firmaların fiyat konusunda anlaşmasını sona erdirecek her türlü rekabet yaptırımına hisse senedi fiyatı negatif bir reaksiyon gösterir. Özetle, firmaların artık fiyat konusunda anlaşma yapamayacağı ve bu yüzden kârlarının düşeceği beklentisinden ötürü pay fiyatlarında bir düşüş gözlemlenir.

Firmalara rekabet soruşturması açılması veya cezası verilmesi durumunda, firmaların fiyat konusunda anlaşmaya yapamayacağı beklentisi neticesinde kârlarının düşmesinin yanı sıra, firmalar kârlarını daha da azaltan birçok hukuki maliyetle karşı karşıya kalacaktır. Ödeyecekleri idari para cezası bir yana, avukat veya danışmanlık masrafları, rekabet ihlâlinin tüketici için yol açtığı zararın üç katına varan tazminatlar gibi hukuki maliyetler firmanın kârını azaltacak, dolayısıyla pay fiyatında bir düşüşe yol açacaktır.

Firmaların fiyatta anlaşmaları sayesinde ortaklaşa maksimize ettikleri kâr fonksiyonunu rekabet ihlâlinin soruşturulması veya tespiti neticesinde artık ortaklaşa maksimize edememeleri ve hukuki maliyetlerin yanı sıra, firmanın pay fiyatında görülen düşüşün bir başka nedeni de piyasaya gönderdiği sinyaldir (BOSCH ve ECKARD, 1991: 310). Rekabet ihlali tespit edilen firma, yasal olmayan yollara başvurma eğiliminde olduğu sinyalini piyasaya göndermiş olur. Bu sinyal, müşterilerin ve tedarikçilerin firma ile iş ilişkisini kesmesine yol açabilir. Ya da firmanın henüz ortaya çıkarılmamış, yasal olmayan başka eylemlerde de bulunduğu ve başka hukuki maliyetlere katlanması gerekeceği algısını yaratabilir. Bütün bunlar, firma için ilave maliyet anlamına gelmekte olup kârda, dolayısıyla da pay fiyatında bir düşüş anlamına gelmektedir.

Kısacası, uyumlu eylemde bulunan firmalar hakkında açılan soruşturmalara veya verilen cezalara, pay piyasası olumsuz bir tepki göstermektedir. Bu olumsuz tepkinin nedenleri ise, bir zamanlar anlaşma sayesinde elde edilen kârdaki düşüş, hukuki maliyetler ve piyasaya gönderilen olumsuz sinyallerdir.

2.2. İlgili Yazın

Rekabet otoritelerinin veya mahkemelerin firmalar hakkında aldıkları kararlara pay piyasasının verdiği tepki hakkında pek çok olay çalışması analizi yapılmıştır. Bu olay çalışması analizleri, birleşme ve devralmalara izin verilmesi ya da onay verilmemesi (ELLERT, 1976; ECKBO, 1983; STILLMAN, 1983; ECKBO, 1992; BANNERJEE ve ECKARD, 1998; PRAGER, 1992; SCHUMANN, 1993; SINGAL, 1996; BRADY ve FEINBERG, 2000; HOSKEN ve SİMPSON, 2001; WARREN-BOULTON ve DALKIR, 2001; FEE ve THOMAS, 2004; SHAHRUR, 2005), firmanın tekelleştigiine ya da hâkim durumunu kötüye kullandığına hükmedilmesi (BURNS, 1977; GARBADE vd., 1982; BURNS, 1983; MULLIN vd., 1995; BITTLINGMAYER ve HAZLETT, 2000; DEVANY ve MCMILLAN, 2004), firmanın yeniden satış fiyatını belirlediğine dair alınan kararlar (GILLIGAN, 1986; HERSCH, 1994), firmaya fiyat tespiti gerekçesiyle uygulanan yaptırımlar (BINDER, 1988; BOSCH ve ECKARD, 1991) gibi müdahalelerin pay fiyatlarına etkilerini araştırmışlardır. CICHELO ve LAMDIN (2006) bütün bu çalışmalarını ayrıntılı bir şekilde ele alıp

yorumlayarak kapsamlı bir yazın taraması sunmaktadır. Uluslararası yazında konu ile ilgili en güncel çalışmaları ise AGUZZONI vd. (2013) ve GÜNSTER ve VAN DĪJK (2016) yapmıştır.

Türkiye’de ise firmalar hakkında alınan rekabet kararlarının olay çalışması analizi yöntemiyle irdelendiği bir çalışma bulunmamaktadır. Her ne kadar Türkiye’de firmalar için yapılan olay çalışması analizleri bulunsun da (örneğin, ÖZTUNALI (2008)), bu analizlerde ele alınan olaylar rekabet politikası ile ilgili değildir. Mevcut çalışma, kredi faizlerinin belirlenmesinde uyumlu eylemde bulunan bankalar hakkında olduğu için, bu çalışma literatürde “*fiyatın belirlenmesinde uyumlu eylemde bulunan firmalar hakkında yapılan olay çalışmaları*” kapsamında değerlendirilebilir. Bu alt literatürde yer alan çalışmalardan BINDER (1988), ABD’de tren yolu şirketleri hakkında Sherman Act doğrultusunda verilen rekabet cezalarının (1897 Trans-Missouri ve 1898 Joint Traffic kararları) pay fiyatları üzerindeki etkisini analiz etmiş ve tren yolu şirketlerinin pay fiyatında, alınan rekabet kararlarına karşı istatistiksel olarak anlamlı herhangi bir reaksiyon olmadığını bulmuştur. Literatürdeki bir diğer çalışmada ise, BOSCH ve EC-KARD (1991) tahmin penceresi olarak ($t = -171$, $t = -21$) dönemini, olay penceresi olarak ($t = -1$, $t = 0$) dönemini kullanarak yaptıkları olay çalışması analizinde örneklemedeki şirketler için %1,08’lik bir negatif ortalama anormal getiri hesaplamıştır. Bu rakam, örneklemedeki şirketler için piyasa değerinde 1982 fiyatlarıyla 2,18 milyar dolarlık bir kayıp anlamına gelmektedir.

3. BANKALARIN UZLAŞMASI: ARKAPLAN BİLGİLERİ

Rekabet Kurumu’na 25 Mart 2011 tarihinde yapılan başvuruda piyasadaki tüm bankaların uyguladıkları kredi kartı alışveriş faizi ve gecikme faizi oranlarının Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (TCMB) tarafından tespit edilen azami oran üzerinden belirlendiği, hiçbir bankanın bu oranlarda indirim yapmadığı ve tüm bankaların aynı faiz

oranını belirledikleri iddia edilmiştir.

Başvuru üzerine yapılan inceleme sonucunda düzenlenen İlk İnceleme Raporu’nun Rekabet Kurulu’nca görüşülmesinin ardından, Rekabet Kurulu’nun 26.05.2011 tarihli ve 11-32/673-M sayılı kararı ile; Türkiye’de faaliyet gösteren ve kredi kartı ihraç eden bankaların tüm faiz oranlarına dair önaraştırma yapılmasına karar verilmiştir. Önaraştırma sonucunda hazırlanan Önaraştırma Raporu Rekabet Kurulunca değerlendirilmiş ve Kurulun 02.11.2011 tarihli ve 11-55/1438-M sayılı kararı ile, Akbank T.A.Ş., Denizbank A.Ş., Finans Bank A.Ş., HSBC Bank A.Ş., ING Bank A.Ş., Türk Ekonomi Bankası A.Ş., Türkiye Garanti Bankası A.Ş., Türkiye Halk Bankası A.Ş., Türkiye İş Bankası A.Ş., Türkiye Vakıflar Bankası T.A.O., Yapı ve Kredi Bankası A.Ş. ve T.C. Ziraat Bankası A.Ş. hakkında, 4054 sayılı Kanun’un 4. Maddesini ihlal edip etmediklerinin belirlenmesi amacıyla soruşturma başlatılmıştır. Soruşturma kapsamında birçok bankada yerinde inceleme yapılmıştır. 02.05.2012 tarihinde soruşturmanın ilk altı aylık süresi sona ermiş ve 06.04.2012 tarihinde Rekabet Kurulu tarafından soruşturmanın süresinin bitiminden itibaren altı ay uzatılmasına karar verilmiştir. 25.02.2013 tarihinde bankalarca yapılan sözlü savunmanın ardından, Rekabet Kurulu tarafından ilgili dosya hakkında 08.03.2013 tarih ve 13-13/198-100 sayılı nihai karar verilmiştir.

Rekabet Kurulu’nun dosya hakkındaki nihai kararına göre yukarıda adı geçen 12 banka, elde edilen belgelerin tarihi dikkate alındığında 21.08.2007-22.09.2011 tarihleri arasında mevduat, kredi ve kredi kartı hizmetleri alanında 4054 sayılı Kanun’un 4. maddesini ihlal eden bir uzlaşma içerisinde bulunmuştur. Bu nedenden ötürü, söz konusu 12 teşebbüsün 4054 sayılı Kanun’un 16. maddesi ve *Rekabeti Sınırlayıcı Anlaşma, Uyumlu Eylem ve Kararlar ile Hâkim Durumun Kötüye Kullanılması Halinde Verilecek Para Cezalarına İlişkin Yönetmelik* uyarınca idari para cezası ile cezalandırılmalarına karar verilmiştir. Aşağıdaki tablodan da görüleceği üzere, bu cezaların toplamı 2013 fiyatlarıyla 1,1 milyar TL’ye ulaşmaktadır.

Tablo 1. Soruşturma Neticesinde Bankalara Verilen İdari Para Cezaları

TEŞEBBÜS	İDARİ PARA CEZASI
Akbank T.A.Ş.	172.165.155
Türkiye Garanti Bankası A.Ş. (+ Garanti Ödeme Sistemleri A.Ş. + Garanti Konut Finansmanı Danışmanlık A.Ş.'den oluşan ekonomik bütünlük)	213.384.546
Yapı ve Kredi Bankası A.Ş.	149.961.870
Türkiye İş Bankası A.Ş.	146.656.400
Finans Bank A.Ş.	54.021.410
Türkiye Halk Bankası A.Ş.	89.691.370
Türkiye Vakıflar Bankası T.A.O.	82.172.910
Türkiye Cumhuriyeti Ziraat Bankası A.Ş.	148.231.490
Denizbank A.Ş.	23.055.396
HSBC Bank A.Ş.	14.875.404
ING Bank A.Ş.	12.072.792
Türk Ekonomi Bankası A.Ş.	10.668.726
TOPLAM	1.116.957.469

Soruşturmaya taraf olan bu 12 banka, neredeyse sektörün tamamını temsil etmektedir. Rekabet Kurulu'nun gerekçeli kararına göre bu bankaların bütün bankacılık piyasası içinde toplam aktif payı 2011 yılında %91,02 olarak gerçekleşmiştir. Yine 2011 yılı verilerine göre, bu bankaların sektördeki mevduatın toplam %94,15'lik kısmını elinde bulundurduğu görülmektedir. Toplam kredi paylarına bakıldığında ise, söz konusu bankaların kredi paylarının sektör içindeki oranının 2011 yılında %91,22 olduğu gözlemlenmektedir.

4. OLAY ÇALIŞMASI YÖNTEMİ

Olay çalışması yöntemi iktisat ve finans yazınında kullanılan standart yöntemlerden biri haline gelmiştir. Bu yöntemde, araştırmacılar pay getirilerinin davranışlarını bir olayın etrafında irdeler ve olayın pay getirileri üzerindeki etkisi hakkında çıkarımlarda bulunmaya çalışır (CICHELLO ve LAMDIN, 2006: 229). Bu olaylara, birleşme ve devralmalar, yasal düzenlemelerde meydana gelen değişiklikler, yeni patentlerin alınması, ilgili pazara yeni firmaların girişi gibi örnekler verilebilir. Daha önceki bölümlerde de değinildiği üzere, olay çalışması yöntemine, rekabet alanında yapılan analizlerde de başvurulmaktadır.

Bu makalede BROWN ve WARNER (1985)'in çalışmasındaki standart olay çalışması yöntemi kullanılmaktadır. Günlük anormal getirilerin hesaplanması için Piyasa Modeli olarak da bilinen aşağıdaki model tahmin edilmiştir:

$$R_{i,t} = \alpha_1 + \beta_i R_{m,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

Bu denklemde, $R_{i,t}$ borsada işlem gören i bankasının payının t gününün sonundaki getirisini, $R_{m,t}$ ise Borsa İstanbul'un (BİST) t gününün sonundaki getirisini ifade etmektedir. Denklem (1)'de ifade edilen Piyasa Modelinin tahmin edilmesi için bir tahmin penceresi belirlenmelidir. Bu çalışmada, Rekabet Kurulu'nun açtığı ön araştırma için anormal getirilerin hesaplanmasında, olay penceresinden 30 gün önce sona eren 220 günlük bir tahmin penceresi kullanılmıştır. Öte yandan, soruşturmanın açılmasının, soruşturmanın uzatılmasının ve nihai kararın verilmesinin anormal getiriler üzerindeki etkisinin hesaplanmasında 220 gün yerine daha kısa süreli tahmin pencereleri kullanılmıştır. Bunun nedeni ise, bu aşamalar arasında bu kadar uzun bir dönemin olmayışıdır. Aşağıdaki tabloda, sürecin aşamaları ve her bir aşama için yapılan tahminde kullanılan gözlem sayısına ilişkin bilgiler sunulmaktadır:

Tablo 2. Rekabet Kurulu Tarafından Yürütülen Sürecin Aşamaları

AŞAMALAR	Başlangıç Tarihi	Bir Önceki Aşama ile İşlem Yapılan Gün Farkı	Tahmin Penceresi (Gün)
Ön Araştırma Yapılması	26.05.2011		220
Soruşturma Açılması	2.11.2011	110	50
Soruşturmanın Uzatılması	6.04.2012	108	45
Nihai Kararın Verilmesi	8.03.2013	230	170

Denklem (1)'de ifade edilen modelin tahmin edilmesinin ardından, anormal getiriler aşağıdaki gibi hesaplanmıştır:

$$AR_{i,t} = R_{i,t} - (\hat{\alpha}_i + \hat{\beta}_i R_{m,t}) \quad (2)$$

Burada, $AR_{i,t}$ i bankasının t günündeki anormal getirisini ifade ederken, $\hat{\alpha}_i$ ve $\hat{\beta}_i$ Denklem [1]'de modelde tahmin edilen parametrelerdir. Bu denklemde, $(\hat{\alpha}_i + \hat{\beta}_i R_{m,t})$, ifadesi beklenen getiriyi, yani eğer olay olmasaydı gerçekleşecek getiriyi göstermektedir. Anormal getiri, gerçekleşen getiri ile beklenen getiri arasındaki farktır. Ortalama anormal getiriler (AAR) ise n 'nin banka sayısını gösterdiği aşağıdaki formüle göre hesaplanmıştır:

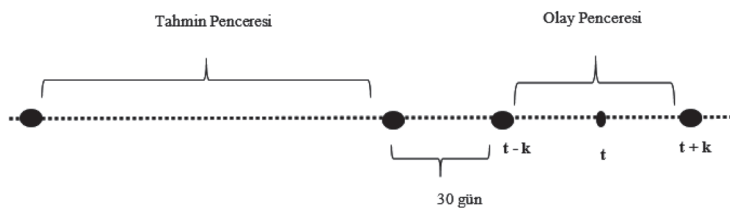
$$AAR_t = \frac{1}{n} \sum_{i=1}^n AR_{i,t} \quad (3)$$

Ortalama anormal getiriler hesaplandıktan sonra, olay penceresi süresince bu anormal getirilerin toplamı değerlendirilir. Olay penceresi, pay fiyatının ele alınan olaya reaksiyon göstermesinin beklediği zaman dilimidir. Ele alınan olay pay yatırımcıları tarafından beklenmedik bilgileri içerir ve böylece firmanın beklenen değerinde bir sapmaya yol açarak yatırımcılar için anormal bir getiriye yol açar. Kümülatif ortalama anormal getiriler Denklem (4)'te gösterildiği gibi hesaplanır:

$$CAAR = \sum_{t=t-k}^{t+k} AAR_t \quad (4)$$

Bu denklemde, $t - k$ olay penceresinin başlangıcını, $t + k$ ise bitişini ifade etmektedir. Olay penceresinin doğru bir şekilde tanımlanması doğru sonuçların elde edilmesi için son derece önemlidir. Eğer çok dar bir olay penceresi tanımlanırsa, olayın gerçek etkisi değerlendirilemez. Öte yandan, çok geniş bir olay penceresinin tanımlanması, ele alınan olayın etkisine araştırmacının gözleyemediği başka olayların etkisinin bulaşmasına ve analizin yanlı olmasına yol açar. Bu çalışmada, olay penceresi olarak $(t - 3, t + 3)$ dönemi kullanılmıştır. Bu noktada, olayın gerçekleşmesinden önceki dönemin de olay penceresine katılmasına itirazlar olabilir. Ancak, bunun nedeni, olaydan önce bazı "sızırdımların" olmasının ihtimal dâhilinde olmasıdır. Yani, olayın gerçekleşeceğini önceden haber alan piyasa katılımcıları, olayı gerçekleşmesinden önce fiyatlamış olabilirler.

Olay çalışmasına dair bütün bu süreçleri özetleyen zaman çizelgesi aşağıdaki şekilde gösterilmektedir. Çizelgedeki t , olayın gerçekleşme anını gösterirken $t - k$ ve $t + k$ arasındaki dönem olay penceresini temsil etmektedir. Olay penceresinden 30 gün öncesinde ise tahmin penceresi sona ermektedir. Tahmin penceresinin genişliği yukarıdaki paragraflarda da anlatıldığı üzere soruşturmanın aşamaları için farklı değerleri almaktadır.

Şekil 1. Olay Çalışmasına Dair Zaman Çizelgesi

Firmalar hakkında rekabet kararları alınmasına veya yaptırım uygulanmasına pay piyasasının verdiği tepki olay çalışması yöntemiyle analiz edilirken hatırlanması gereken bir diğer husus da pay fiyatları incelenen firmaların iş kollarından sadece birinde ya da birkaçında rekabet ihlali yapıldığı, ancak pay fiyatının firmaların çok sayıdaki iş kolunda gösterdiği performansın bir fonksiyonu olduğudur. Hipotetik bir örnek olarak, A, B, C, D ve E iş kollarında faaliyet gösteren halka açık bir firma sadece E iş kolunda fiyat tespiti yaptığı gerekçesiyle rekabet cezası alırsa, bu firmanın pay fiyatında göreceğimiz reaksiyonun ölçüsü yanlış olacaktır. Zira, bu firmanın A, B, C ve D iş kollarındaki performansı da firmanın pay fiyatının belirleyicisidir.

Bu çalışmada ele alınan bankalar hakkında açılan soruşturmalar/bankaların aldıkları cezalar mevduat, kredi ve kredi kartı hizmetleri konusunda anlaşma ve/veya uyumlu eylem içerisinde olduklarından ötürü verildiğinden ve bu hizmetler bankaların neredeyse bütün faaliyet alanlarını kapsamından hareketle, piyasanın gösterdiği tepkinin kesin olarak rekabet ihlâlinin fiyatlanması olduğu söylenebilir.

5. AMPİRİK SONUÇLAR

Bu bölümde, yapılan olay çalışması analizinin sonuçları sunulmaktadır. Tablo 3, olay çalışmasına konu olan bankaların farklı aşamalarda pay fiyatındaki değişimleri göstermektedir. Tablo 4'te Denklem (1)'in tahmin penceresinde her bir banka için tahmin edilmesinin sonuçları sunulmaktadır. Tablo 5, Denklem (1)'in tahmin edilmesiyle elde edilen katsayılar kullanılarak Denklem (4)'teki gibi hesaplanan kümülatif ortalama anormal getirilerin ön araştırma yapılması, soruşturma açılması, soruşturmanın uzatılması ve nihai kararın verilmesi aşamalarındaki değerlerini farklı olay pencereleri için göstermektedir. Şekiller 1, 2, 3 ve 4'te ise sırasıyla ön araştırma, soruşturma, uzatma ve nihai kararın etrafında ($t = -25$, $t = +20$ olay penceresi için) kümülatif ortalama anormal getirinin gelişimi görülmektedir.

Tablo 3'e göre borsada payları işlem gören bankalar için en sert ortalama düşüş %2 ile ön araştırma yapılması kararının alındığı günün ertesi gününde görülmüştür. Öte yandan Tablo 5'in sonuçlarına göre ön araştırma kararının alındığı günde kümü-

latif ortalama anormal getiride $-0,1$ 'lik bir değişim hesaplanmıştır. Ön araştırma aşaması için ($t - 3$, $t + 3$) olay penceresinde ise benzer bir negatif etkiye rastlanılamamıştır. Bununla beraber, soruşturma açılması aşamasında ($t - 3$, $t + 3$) olay penceresi için kümülatif ortalama anormal getiride $2,6$ 'lık bir düşüş saptanmıştır. Şekil 3'ten de görüleceği üzere soruşturmanın açıldığı günün etrafında kümülatif ortalama anormal getiride aşağı yönlü bir hareket gözlemlenmektedir.

Soruşturmanın uzatılması aşamasında, kümülatif ortalama anormal getiride düşüş görülmediği gibi tam tersine bir artış görülmüştür. Bu tespit, Şekil 4'ten de izlenebilmektedir.

Rekabet Kurulu'nun nihai kararının etrafında ise pay piyasasının negatif bir tepkisi saptanmıştır. ($t - 3$, $t + 3$) olay penceresi için kümülatif ortalama anormal getiride $0,8$ 'lik bir düşüş hesaplanmıştır. Bu gözlem, Şekil 5'te verilen kümülatif ortalama anormal getirinin nihai karar etrafındaki aşağı yönlü seyrinden de doğrulanabilmektedir.

Bütün bu bulgular bir arada değerlendirildiğinde, pay piyasasının bankalara Rekabet Kurulu tarafından soruşturma açılmasına ve faiz oranlarında uzlaştıklarına dair kararın alınmasına negatif bir reaksiyon gösterdiği sonucuna ulaşılabilir. Bu negatif reaksiyonun şiddetinin karşılığı olarak, soruşturma açılması aşamasında kümülatif ortalama anormal getiride $-2,6$ 'lık bir değer görülürken, nihai karar aşamasında ise $-0,8$ 'lik bir değer hesaplanmıştır. Bu bağlamda, ilgili sorulardan birisi de bu düşüşlerin istatistiksel olarak anlamlı olup olmadığıdır. Ancak, bu olay çalışması, tek bir olayın etkisini sadece bir rekabet dosyası için değerlendirdiğinden gözlem sayısı azdır. Bu da istatistiksel sınımayı mümkün kılmamaktadır.

Çalışmada sunulan görgül analizin bir sonraki aşamasında, bankaların rekabet ihlalleri neticesinde piyasa değerlerinde yaşanan düşüşler hesaplanmaktadır. Bu düşüşler aşağıdaki formülde sunulduğu üzere bulunabilir:

$$\Delta(\text{Piyasa Değeri}) = \sum_{i=1}^9 \Delta(\text{Piyasa Değeri})_i$$

$$= \sum_{i=1}^9 \text{CAR}_i * (\text{Piyasa Değeri})_i \quad (5)$$

Denklem (5)'te $(\text{Piyasa Değeri})_i$ değişkeni i ban-

kasının olay penceresinin başlangıcından bir gün öncesindeki piyasa değerini göstermektedir ve gün sonundaki pay fiyatı ile pay sayısının çarpımıyla elde edilmektedir. CAR_i ele alınan olay penceresinde i bankasının kümülatif anormal getirisini ifade etmektedir. Tablo 6'da ve Tablo 7'de sırasıyla bankaların olay penceresinin bir gün öncesindeki piyasa değerleri ve olay penceresindeki kümülatif anormal getirileri sunulmaktadır. Tablo 8'de ise farklı olay pencereleri için bankaların piyasa değerlerinde yaşanan değişimler gösterilmektedir.

($t - 3, t + 3$) olay penceresi için elde edilen sonuçlara göre, örnekteki bankalar hakkında Rekabet Kurulu'nun soruşturma açması, bu bankaların toplam piyasa değerlerinde 2011 Kasım fiyatlarıyla 1,9 milyar TL'lik bir kayba yol açmıştır. Bununla beraber, Rekabet Kurulu'nun soruşturmayı tamamlayarak bankaların faizler üzerinde uzlaştığı kararına varması, örnekteki bankaların toplam piyasa değerlerinde 2013 Mart fiyatlarıyla 1,3 milyar TL'lik bir düşüşle sonuçlanmıştır.

Tablo 3. Bankaların Pay Fiyatındaki Değişimler (%)

	Gün	Tarih	AKBANK	GARANTİ	VAKIFBANK	YKB	HALKBANK	FİNANSBANK	DENİZBANK	TEB	İŞ BANKASI (C)	ORTALAMA
Ön Araştırma Yapılması	t = 0	26.05.2011	0,00	0,00	0,55	0,25	-0,44	0,93	-0,48	0,46	0,00	0,14
	t + 1	27.05.2011	-3,30	-2,03	-2,72	-4,01	-1,61	-0,23	-1,92	-0,46	-1,45	-1,97
Soruşturma Açılması	t = 0	2.11.2011	2,53	3,35	5,15	3,40	3,70	1,46	1,50	1,24	2,29	2,74
	t + 1	3.11.2011	0,93	1,46	1,31	-0,30	2,20	-1,44	-2,22	0,61	1,49	0,45
Soruşturmanın Uzatılması	t = 0	6.04.2012	0,00	-2,24	-3,24	-2,22	0,00	-0,25	2,82	1,08	-2,85	-0,77
	t + 1	9.04.2012	-0,60	0,46	0,91	0,00	0,40	-0,50	-1,03	2,14	0,00	0,20
Nihai Kararın Verilmesi	t = 0	8.03.2013	4,23	3,27	2,11	1,88	2,18	-0,28	0,45	1,47	2,43	1,97
	t + 1	11.03.2013	0,22	1,09	-0,69	-1,10	0,00	-0,28	-1,36	0,00	-0,59	-0,30

Kaynak: BORSA İSTANBUL (BİST)

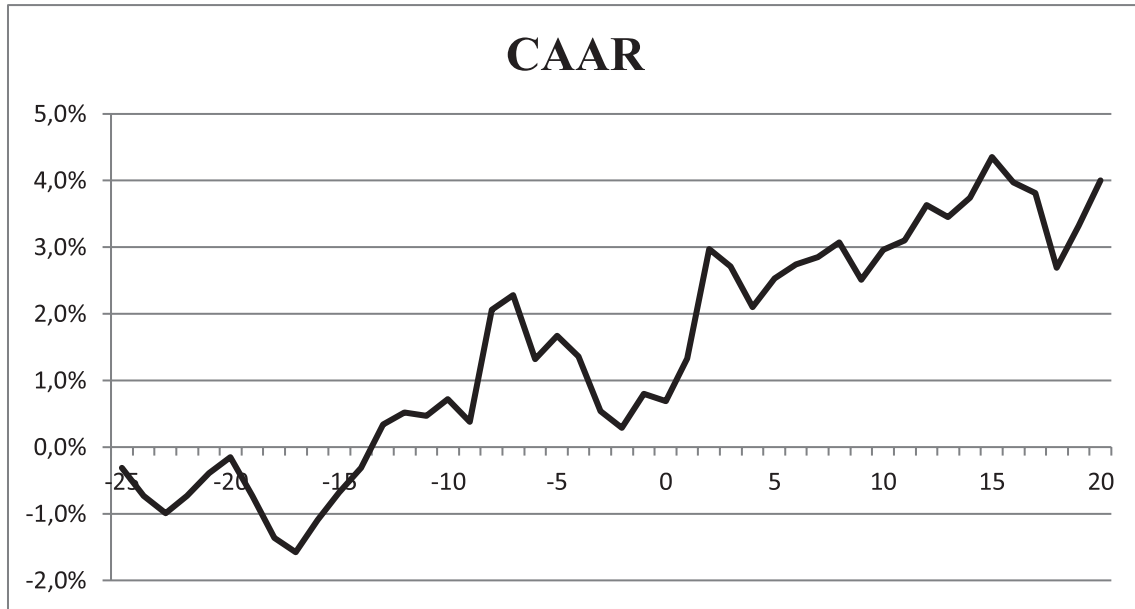
Tablo 4. Piyasa Modelinin Tahmin Penceresinde Her Bir Banka için Tahmin Edilmesinin Sonuçları

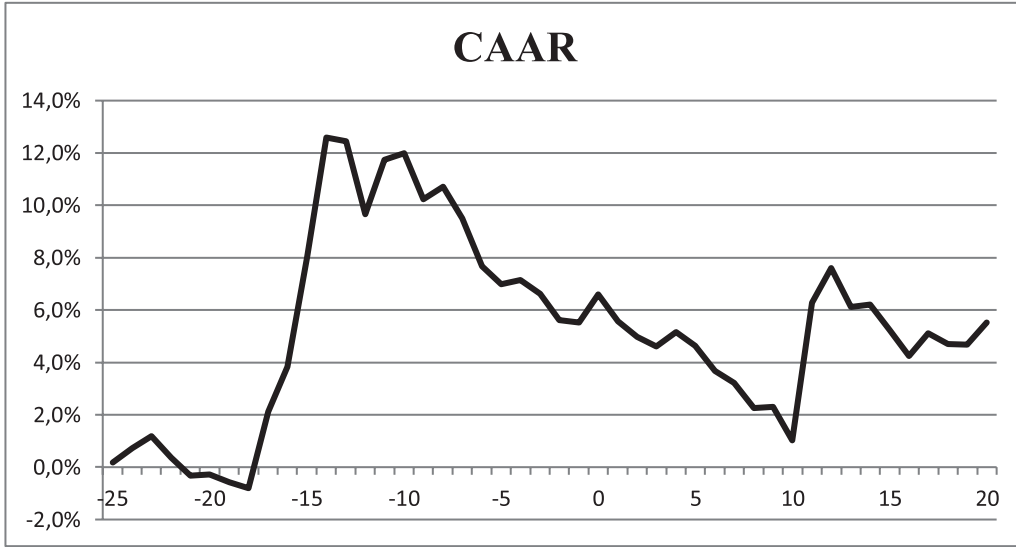
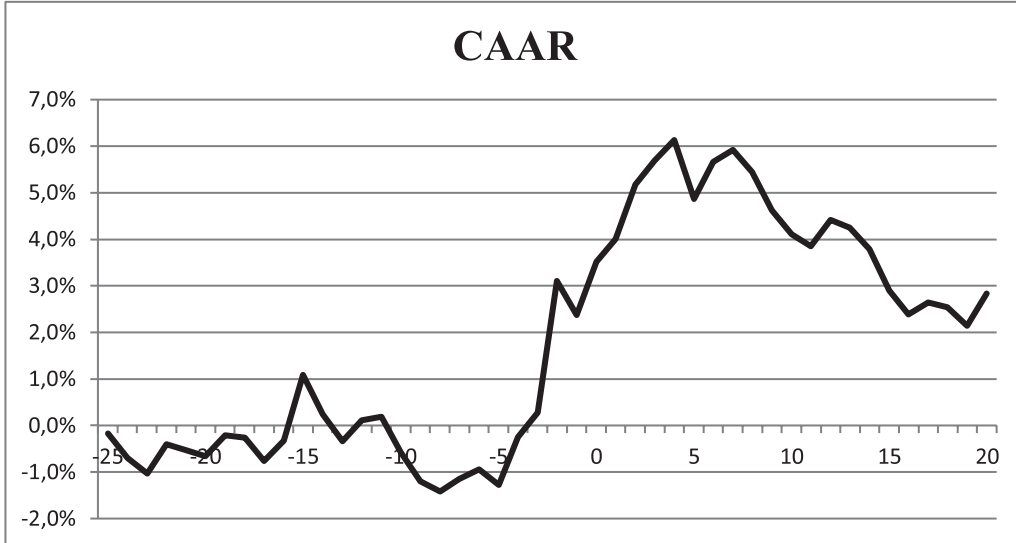
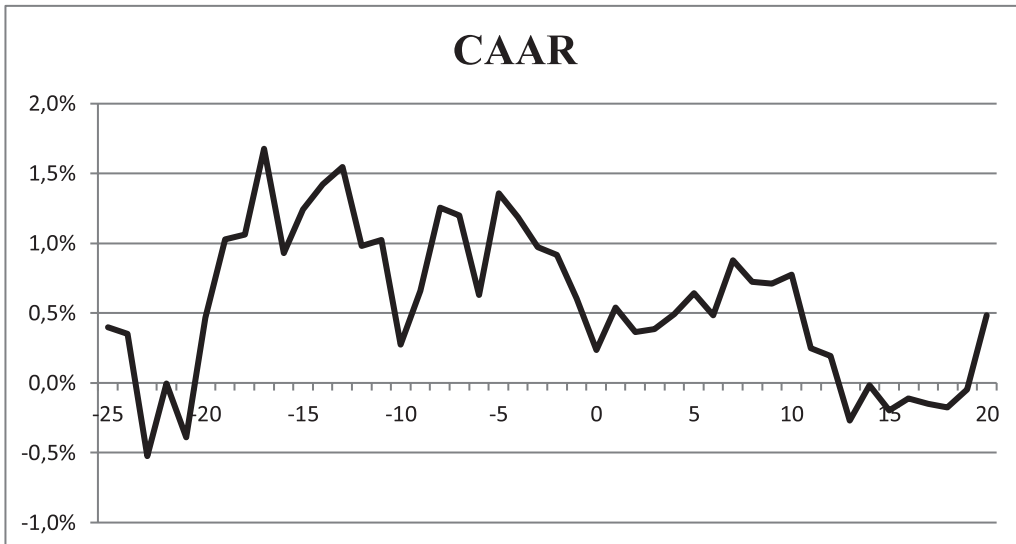
Ön Araştırma Yapılması	AKBANK	GARANTİ	VAKIFBANK	YKB	HALKBANK	FİNANSBANK	DENİZBANK	TEB	İŞ BANKASI
	-0,0008845	-0,0007769	-0,0004143	-0,0005909	-0,0005275	0,0005213	-0,0011003	-0,0006603	-0,0008678
	1,312259***	1,449187***	1,349914***	1,328999***	1,388671***	0,7993235***	0,78486***	1,105325***	1,373812***
Gözlem Sayısı	220	220	220	220	220	220	220	220	220
R-Kare	0,66	0,72	0,70	0,68	0,63	0,16	0,18	0,32	0,78
Soruşturma Açılması	AKBANK	GARANTİ	VAKIFBANK	YKB	HALKBANK	FİNANSBANK	DENİZBANK	TEB	İŞ BANKASI
	0,0007812	0,000945	0,001058	0,0015578	0,0015355	-0,001167	-0,0022786	-0,0004266	0,0008851
	1,289338***	1,201658***	1,067385***	1,440729***	1,237508***	0,6915108***	0,7639162***	0,7013509***	1,24595***
Gözlem Sayısı	50	50	50	50	50	50	50	50	50
R-Kare	0,83	0,82	0,77	0,86	0,80	0,34	0,48	0,34	0,87
Soruşturmanın Uzatılması	AKBANK	GARANTİ	VAKIFBANK	YKB	HALKBANK	FİNANSBANK	DENİZBANK	TEB	İŞ BANKASI
	-0,0024379	-0,00218	-0,0007101	0,0006718	-0,000036	0,0001988	-0,0004543	0,0008128	0,0006728
	1,652146***	1,431784***	1,678404***	1,556417***	1,212964***	0,0624295	0,3768369*	0,7866611***	1,350091***
Gözlem Sayısı	45	45	45	45	45	45	45	45	45
R-Kare	0,86	0,86	0,79	0,72	0,64	0,01	0,06	0,41	0,75
Nihai Karar	AKBANK	GARANTİ	VAKIFBANK	YKB	HALKBANK	FİNANSBANK	DENİZBANK	TEB	İŞ BANKASI
	-0,0003998	-0,0002267	0,0001863	0,0005636	-0,0000846	-0,0009913	-0,0029991	-0,0007334	0,0002199
	1,428352***	1,498505***	1,494785***	1,455071***	1,433598***	0,5467701***	0,7657063***	0,846306***	1,382855***
Gözlem Sayısı	170	170	170	170	170	170	170	170	170
R-Kare	0,59	0,74	0,59	0,63	0,44	0,11	0,07	0,28	0,62

Notlar: ***, ** ve * sırasıyla %1, %5 ve %10'luk istatistiksel anlamlılık düzeyini göstermektedir.

Tablo 5. Farklı Olay Pencerelemi için Kümülatif Ortalama Anormal Getiriler (CAAR)

AŞAMALAR	CAAR (%)
Ön Araştırma Yapılması	
t = 0	-0,1
t - 3, t + 3	1,4
Soruşturma Açılması	
t = 0	1,1
t - 3, t + 3	-2,6
Soruşturmanın Uzatılması	
t = 0	1,1
t - 3, t + 3	5,9
Nihai Kararın Verilmesi	
t = 0	-0,4
t - 3, t + 3	-0,8

Şekil 2. Ön Araştırma Etrafında Kümülatif Ortalama Anormal Getiri (CAAR)

Şekil 3. Soruşturma Etrafında Kümülatif Ortalama Anormal Getiri (CAAR)**Şekil 4.** Soruşturmanın Uzatılmasının Etrafında Kümülatif Ortalama Anormal Getiri (CAAR)**Şekil 5.** Nihai Karar Etrafında Kümülatif Ortalama Anormal Getiri (CAAR)

Tablo 6. Bankaların Olay Penceresinin Bir Gün Öncesindeki Piyasa Değerleri (Nominal Milyar TL Cinsinden)

Aşama	Olay Penceresinin Başlangıcından Bir Gün Öncesi	Tarih	AKBANK	GARANTİ	VAKIFBANK	YKB	HALKBANK	FİNANSBANK	DENİZBANK	TEB	İŞ BANKASI
Ön Araştırma Yapılması	t-1	17.05.2011	30,32	30,83	9,58	18,52	15,50	11,86	7,73	4,78	23,31
	t-4	24.05.2011	30,48	30,16	9,40	17,78	14,94	10,87	7,41	4,76	22,81
Soruşturma Açılması	t-1	25.10.2011	26,48	26,63	7,90	14,95	13,94	11,00	10,20	3,66	18,99
	t-4	31.10.2011	25,84	26,21	7,55	14,43	13,63	10,96	10,03	3,59	18,58
Soruşturmanın Uzatılması	t-1	29.03.2012	27,92	28,98	8,35	15,35	15,56	9,56	8,63	3,95	19,44
	t-4	04.04.2012	27,60	30,32	8,68	16,00	16,50	10,22	10,03	4,08	19,48
Nihai Kararın Verilmesi	t-1	28.02.2013	34,96	36,12	13,80	22,08	22,25	8,80	7,63	4,39	28,89
	t-4	06.03.2013	36,64	38,56	14,35	23,39	23,44	9,11	7,81	4,56	30,24

Tablo 7. Bankaların Olay Penceresindeki Kümülatif Anormal Getirileri (%)

AŞAMALAR	Olay Penceresi	AKBANK	GARANTİ	VAKIFBANK	YKB	HALKBANK	FİNANSBANK	DENİZBANK	TEB	İŞ BANKASI
Ön Araştırma Yapılması	t=0	-0,25	-0,30	0,24	-0,04	-0,75	0,67	-0,57	0,24	-0,27
	t-3, t+3	1,74	4,63	3,01	0,26	3,94	-7,87	2,14	2,36	1,96
Soruşturma Açılması	t=0	0,49	1,43	3,42	1,05	1,67	0,53	0,57	0,22	0,31
	t-3, t+3	1,18	2,79	-1,00	-3,50	2,83	-10,39	-10,78	-1,33	-2,77
Soruşturmanın Uzatılması	t=0	2,99	0,35	-0,38	0,30	2,02	-0,17	3,49	2,30	-0,68
	t-3, t+3	4,68	1,86	1,71	1,06	2,16	1,60	30,52	11,83	-1,90
Nihai Kararın Verilmesi	t=0	1,44	0,33	-0,87	-1,06	-0,65	-1,26	-0,77	-0,13	-0,33
	t-3, t+3	1,43	0,82	-1,54	-1,92	-0,86	-0,02	-0,17	-1,01	-3,93

Tablo 8. Bankaların Piyasa Değerlerinde Yaşanan Değişimler (Nominal TL Cinsinden)

AŞAMALAR	Olay Penceresi	TOPLAM
Ön Araştırma Yapılması	t = 0	-285.074.822
	t - 3, t + 3	2.708.871.122
Soruşturma Açılması	t = 0	1.352.890.736
	t - 3, t + 3	-1.943.487.786
Soruşturmanın Uzatılması	t = 0	1.508.872.971
	t - 3, t + 3	5.865.121.452
Nihai Kararın Verilmesi	t = 0	-147.032.710
	t - 3, t + 3	-1.279.244.866

6. SONUÇ VE DEĞERLENDİRME

Türkiye’de son zamanlardaki en önemli ve en büyük rekabet dosyalarından birisi Türkiye’de faaliyete gösteren ve bankacılık sektörünün neredeyse tamamını temsil eden 12 bankanın mevduat, kredi ve kredi kartı hizmetleri konusunda anlaşma ve/veya uyumlu eylem içerisinde bulunmak suretiyle 4054 sayılı Rekabetin Korunması Hakkında Kanun’un 4. maddesini ihlal edip etmediğinin tespitini içeren 2011-4-91 sayılı dosyadır. Rekabet Kurulu, yıllar süren sürecin ardından nihai kararında adı geçen 12 bankanın 21.08.2007-22.09.2011 tarihleri arasında mevduat, kredi ve kredi kartı hizmetleri alanında 4054 sayılı Kanun’un 4. maddesini ihlal eden bir uzlaşma içerisinde bulunduğu hükmetmiş ve söz konusu 12 bankayı 2013 fiyatlarıyla 1,1 milyar TL’lik idari para cezası ile cezalandırmıştır. Bu çalışmada, söz konusu bankalar hakkında yürütülen soruşturmanın süreçlerinin bankaların piyasa değeri üzerindeki etkisi araştırılmıştır. Bu doğrultuda, soruşturmada adı geçen ve Borsa İstanbul’da (BİST) işlem gören 9 bankanın (AKBANK, DENİZBANK, FİNANSBANK, TEB, GARANTİ, HALKBANK, İŞ BANKASI, VAKIFBANK, YKB) pay getirileri üzerinde bir olay çalışması analizi yapılmış ve rekabet soruşturması süreçlerinin bu bankaların piyasa değeri üzerindeki etkisi irdelenmiştir. Böylesi bir analiz hem rekabet politikasının etkililiği hem de hakkında soruşturma yürütülen firmalar arasındaki uzlaşmanın kârlılığı hakkında önemli bulgular sunabilir.

Yapılan analizler neticesinde elde edilen sonuçlara göre örneklemdaki bankaların paylarının kümülatif ortalama anormal getirileri soruşturma açılması aşamasında -%2,6, nihai karar aşamasında ise

-%0,8 olarak hesaplanmıştır. Başka bir deyişle, pay piyasası, bankalara rekabet soruşturması açılmasına ve idari para cezası kesilmesine negatif bir reaksiyon göstermiştir. Söz konusu negatif reaksiyonun bankaların piyasa değerindeki karşılığı olarak ise haklarında rekabet soruşturması açılmasından ötürü, örneklemdaki bankaların toplam piyasa değerlerinde 2011 Kasım fiyatlarıyla 1,9 milyar TL’lik bir kayıp; soruşturmanın tamamlanarak bankaların faizler üzerinde uzlaştığı kararına varılmasının örneklemdaki bankaların toplam piyasa değerlerinde 2013 Mart fiyatlarıyla 1,3 milyar TL’lik bir kayıp hesaplanmıştır.

İlgili kuramsal literatüre göre, uyumlu eylemde bulunan firmalar hakkında yürütülen soruşturmalara pay piyasasının olumsuz bir tepki göstermesinin nedenleri, bir zamanlar anlaşma sayesinde elde edilen kârdaki düşüş, hukuki maliyetler ve piyasaya gönderilen olumsuz sinyallerdir. Mevcut çalışmada, örneklemda yer alan 9 banka için kesilen toplam idari para cezası 2013 Mart fiyatlarıyla yaklaşık 940 milyon TL’yi bulmaktadır. Bu rakamın üzerine avukatlık ve danışmanlık maliyetleri eklense dahi örneklemdaki bankaların piyasa değerinde görülen toplam düşüşe (2011 Kasım fiyatlarıyla 1,9 milyar TL + 2013 Mart fiyatlarıyla 1,3 milyar TL) yaklaşmamaktadır. Dolayısıyla, bankaların piyasa değerinde yaşanan düşüşün önemli bir kısmı, itibarlarının zarar görmesine ve uzlaşmanın sona ermesinden ötürü gelecek kârlılıklarındaki düşüş beklentisine atfedilebilir.

Bütün bu sonuçlar göz önünde bulundurulduğunda, Rekabet Kurulu’nun bankalar için yürüttüğü soruşturma süreçlerinin gelecekte olası anti-rekabetçi davranışlar üzerinde caydırıcı etkilere sahip olacağı da iddia edilebilir.

Bu çalışmada elde edilen bulguların, bankalar açısından da önemli sonuçları bulunmaktadır. Daha ziyade mali suçlar, para aklama gibi hususlara odaklanan bankalar, rekabet kuralları hakkında bilinçlenmeye ve rekabet ihlallerinin ortaya çıkmadan önlenmesine ilişkin olarak rekabet hukuku uyum programları geliştirmeli ve hatta rekabet uyum müdürlüklerini ayrı bir birim olarak ihdas etmelidir. SCHELD vd. (2016) tarafından da belirtildiği üzere, bankacılık sektöründe rekabet riski, iyi yönetilmesi gereken bir risktir ve bunun için gerekli önlemler alınmalıdır.

Kaynakça

AGUZZONI, Luca, Gregor LANGUS ve Massimo MOTTA; (2013), "The Effect of EU Antitrust Investigations and Fines on a Firm's Valuation", *Journal of Industrial Economics*, 61(2), ss. 290-338.

BANERJEE, Ajeyo ve E. Woodrow ECKARD; (1998), "Are Mega-Mergers Anticompetitive? Evidence From The First Great Merger Wave", *RAND Journal of Economics*, 29(4), ss. 803-827.

BINDER, John J.; (1988), "The Sherman Antitrust Act and the Railroad Cartels", *Journal of Law and Economics*, 31(2), ss. 443-468.

BITTLINGMAYER, George ve Thomas W. HAZLETT; (2000), "DOS Kapital: Has Antitrust Action against Microsoft Created Value in the Computer Industry?", *Journal of Financial Economics*, 55(3), ss. 329-359.

BOSCH, Jean-Claude ve E. Woodrow ECKARD Jr.; (1991), "The Profitability of Price Fixing: Evidence from Stock Market Reaction to Federal Indictments", *Review of Economics and Statistics*, 73(2), ss. 309-317.

BRADY, Una ve Robert M. FEINBERG; (2000), "An Examination of Stock-Price Effects of EU Merger Control Policy", *International Journal of Industrial Organization*, 18(6), ss. 885-900.

BROWN, Stephen J. ve Jerold B. WARNER; (1985), "Using Daily Stock Returns: The Case of Event Studies", *Journal of Financial Economics*, 14(1), ss. 3-31.

BURNS, Malcolm R.; (1977), "The Competitive Effects of Trust-Busting: A Portfolio Analysis", *Journal of Political Economy*, 85(4), ss. 717-739.

BURNS, Malcolm R.; (1983), "An Empirical Analysis of Stockholder Injury Under §2 of the Sherman Act", *Journal of Industrial Economics*, 31(4), ss. 333-362.

CARREE, Martin, Andrea GÜNSTER ve Maarten Pieter SCHINKEL; (2010), "European Antitrust Policy 1957-2004: An Analysis of Commission Decisions", *Review of Industrial Organization*, 36(2), ss. 97-131.

CICHELLO, Michael ve Douglas J. LAMDIN; (2006), "Event Studies and the Analysis of Antitrust", *International Journal of the Economics of Business*, 13(2), ss. 229-245.

DE VANY, Arthur ve Henry MCMILLAN; (2004), "Was the Antitrust Action That Broke Up the Movie Studios Good for the Movies? Evidence from The Stock Market", *American Law and Economics Review*, 6(1), ss. 135-153.

ECKBO, B. Espen; (1983), "Horizontal Mergers, Collusion, and Stockholder Wealth", *Journal of Financial Economics*, 11(1-4), ss. 241-273.

ECKBO, B. Espen; (1992), "Mergers and the Value of Antitrust Deterrence", *Journal of Finance*, 47(3), ss. 1005-1029.

ELLERT, James C.; (1976), "Mergers, Antitrust Law Enforcement and Stockholder Returns", *Journal of Finance*, 31(2), ss. 715-732.

FEE, C. Edward ve Shawn THOMAS; (2004), "Sources of Gains in Horizontal Mergers: Evidence from Customer, Supplier, and Rival Firms", *Journal of Financial Economics*, 74(3), ss. 423-460.

GARBADE, Kenneth D., William L. SILBER ve Lawrence J. WHITE; (1982), "Market Reaction to the Filing of Antitrust Suits: An Aggregate and Cross-Sectional Analysis", *Review of Economics and Statistics*, 64(4), ss. 686-691.

GILLIGAN, Thomas W.; (1986), "The Competitive Effects of Resale Price Maintenance", *RAND Journal of Economics*, 17(4), ss. 544-556.

GÜNSTER, Andrea ve Mathijs VAN DIJK; (2016), "The Impact of European Antitrust Policy: Evidence from the Stock Market", *International Review of Law and Economics*, 46, ss. 20-33.

HERSCH, Philip L.; (1994), "The Effects of Resale Price Maintenance on Shareholder Wealth: The Consequences of Schweppmann", *Journal of Industrial Economics*, 42(2), ss. 205-216.

HOSKEN, Daniel ve John David SIMPSON; (2001), "Have Supermarket Mergers Raised Prices? An Event Study Analysis", *International Journal of the Economics of Business*, 8(3), ss. 329-342.

MULLIN, George L., Joseph C. MULLIN ve Wallace P. MULLIN; (1995), "The Competitive Effects of Mergers: Stock Market Evidence from the US Steel Dissolution Suit", *RAND Journal of Economics*, 26(2), ss. 314-330.

ÖZTUNALI, Aydın; (2008), *Birleşme ve Satın Almalar Yoluyla Değer Yaratımı*, Ankara Üniversitesi, Ankara.

PORTER, Robert H.; (1983), "A Study of Cartel Stability: The Joint Executive Committee, 1880-1886", *Bell Journal of Economics*, 14(2), ss. 301-314.

PRAGER, Robin A.; (1992), "The Effects of Horizontal Mergers on Competition: The Case of the Northern Securities Company", *RAND Journal of Economics*, 23(1), ss. 123-133.

SCHELD, Denise, Johannes PAHA ve Nicolas FANDREY; (2016), "Managing Antitrust Risks in the Banking Industry", *European Competition Journal*, 12(1), ss. 113-136.

SCHUMANN, Laurence; (1993), "Patterns of Abnormal Returns and the Competitive Effects of Horizontal Mergers", *Review of Industrial Organization*, 8(6), ss. 679-696.

SHAHUR, Husayn; (2005), "Industry Structure and Horizontal Takeovers: Analysis of Wealth Effects on Rivals, Suppliers, and Corporate Customers", *Journal of Financial Economics*, 76(1), ss. 61-98.

SINGAL, Vijay; (1996), "Airline Mergers and Competition: An Integration of Stock and Product Price Effects", *Journal of Business*, 69(2), ss. 233-268.

STEPHAN, Andreas; (2009), "An Empirical Assessment of the European Leniency Notice", *Journal of Competition Law and Economics*, 5(3), ss. 537-561.

STILLMAN, Robert; (1983), "Examining Antitrust Policy Towards Horizontal Mergers", *Journal of Financial Economics*, 11(1-4), ss. 225-240.

VELJANOVSKI, Cento; (2007), "Cartel Fines in Europe: Law, Practice and Deterrence", *World Competition*, 30, ss. 65-86.

WARREN-BOULTON, Frederick R. ve Serdar DALKIR; (2001), "Staples and Office Depot: An Event-Probability Case Study", *Review of Industrial Organization*, 19(4), ss. 467-479.