

Banka Birleşme ve Satın Alma Duyurularının Hedef Banka Hisse Senedi Fiyatları Üzerine Etkileri

Özet

Türk bankacılık sektörünün son on yılı, mali yapısı bozulan bankalara yönelik olarak kamu otoritelerince gerçekleştirilen yasal birleşme ve satın almaların azaldığı, etkinlik, verimlilik artışı gibi diğer nedenlerle stratejik birleşme ve satın almaların yaşandığı, sektöre yabancı ilgisinin arttığı bir dönem olmuştur. Bu çalışmada Türk bankacılık sektöründe 2002-2012 yılları arasında gerçekleşen banka birleşme ve satın alma olaylarının kısa süreli performans etkisi hedef bankalar açısından incelenmiştir. Uygulamalı çalışmanın örneklemini oluşturan 13 banka birleşme ve satın almasının hisse senedi fiyatları olay çalışması yöntemi ile analiz edilmiştir. Analiz bulguları, duyuru tarihinden önce hisse senedi fiyatlarının arttığını, duyuru tarihinden sonra ise getirilerin negatife dönüştüğünü göstermektedir. Bulgular ayrıca, birleşme ve satın alma beklentilerinin, hedef bankanın satın alan taraf ile görüşmelere başlama tarihinde fiyatlanma eğiliminde olduğunu ortaya koymaktadır.

Arzu ŞAHİN¹
Hatice DOĞUKANLI²

Anahtar Kelimeler: *Birleşme ve satın almalar, Türk banka birleşmeleri, Duyuru etkisi, Anormal getiriler*

The Effect of Bank Merger and Announcement on Stock Prices of Target Banks

Abstract

The last ten years of Turkish banking sector are characterized by the decrease in legal merger and acquisition of banks in financial distress and the increase of strategic partnership of banks because of reasons like acquiring greater efficiency and effectiveness. Besides, foreign investors were heavily interested during this period. In this study, short term effects on performance, of mergers and acquisitions on target banks in Turkish Banking Sector from 2002 to 2012 are examined. The prices of the stocks of a sample consisting of 13 mergers and acquisitions in the banking sector are analysed using event study method. Findings suggest that stock prices prior to announcement are likely to increase. However this positive effects are followed by negative ones following the announcements. Furthermore findings reveal that expectations about mergers and acquisitions tend to be priced on the initial discussion date for the target and bidder bank.

Keywords: *Mergers in the Turkish banking sector, Announcement effects, Abnormal returns*

¹ Yrd. Doç. Dr., Adana Bilim ve Teknoloji Üniversitesi, İşletme Fakültesi, asahin@adanabtu.edu.tr

² Prof. Dr., Çukurova Üniversitesi, İşletme Bölümü, Finans Anabilim dalı, hatdog@mail.cu.edu.tr

1. Giriş

Türk bankaları 1990'lı yıllarda devlete borç verecek düşük özkaynak ve aktif varlığı ile yüksek kâr elde etmişlerdir. Ancak uygulanan istikrar programları sonucunda düşen enflasyon ile devlet daha düşük faizlerle kaynak sağlama olanağı elde etmiştir. 2000'li yılların başında bankaların kâr marjlarında meydana gelen daralmalar, sektörde verimlilik ve rekabet avantajını koruma arayışını gündeme getirmiş ve Türk bankaları özellikle yabancı ortaklarla stratejik ortaklık ve işbirliği yapmaya başlamıştır.

Bankalar geçmişte ve günümüzde çeşitli nedenlerle birleşmeyi tercih etmektedir. Birleşmenin nedenleri zamana ve ülkeye göre farklılık göstermektedir. Genel olarak banka birleşmelerinin nedenleri yönetsel, finansal, yasal, ekonomik, teknik ve pazarlama ile ilgili faktörler olup bu nedenleri açıklayan çeşitli hipotezler ortaya atılmıştır.

Türkiye'de 2001 yılına kadar yapılan birleşmelerin nedeni genellikle mali yapıdaki bozukluklar olmuş ve bu birleşmeler Tasarruf Mevduatı Sigorta Fonu (TMSF) aracılığıyla yapılmıştır. Yasal zorunluluktan kaynaklanan bu birleşmeler daha çok yaşanan krizlerden sonra mali yapısı bozulmuş bankaların kurtarılması amacıyla devlet tarafından yapılan birleşmelerdir. Devlet, mali yapısı bozuk, sermaye yeterliliği zayıf bankaların tasfiyesini engellemek amacıyla bankaların birleşmesini teşvik etmekte ve sektörün bu durumdan olumsuz etkilenmesini engellemek istemektedir. 2001 yılından sonra yaşanan birleşme ve satın alma işlemleri genellikle devlet müdahalesi olmadan bankaların; sektördeki rekabet gücünün arttırılması, verimlilik ve kârlılık artışı sağlanması, alan ve ölçek ekonomisinin sağlanması, çeşitlilik sağlanması ve vergi avantajından yararlanılması gibi nedenlerle yaptıkları birleşmelerdir.

Türkiye'de Şubat 2001 krizinden sonra bankacılık sektörünün sermaye yapısının güçlenmesi ve karlılığının artması şeklindeki gelişmeler sisteme duyulan güveni artırmış ve Türkiye'yi yabancı yatırımcılar nezdinde cazip ülkelere biri konumuna getirmiştir. Son yıllarda Türk bankacılık sektöründe (TBS) stratejik ve finansal amaçlı birçok yabancı yatırımı gerçekleşmiştir.

Ernst & Young (E&Y) birleşme ve satın alma işlemleri yıllık raporlarında göre 2002-2012 yılları

arasındaki 10 yıllık sürede Türkiye'de gerçekleşen 1832 birleşme ve satın alma işleminin 187'si finansal hizmetler sektöründe yaşanmıştır. 1832 işlemde değeri açıklanan 1002 adet işlemin toplam tutarı 160 milyar ABD doları olup finansal hizmetler sektörünün payı %23'dür. Finansal hizmetler sektöründeki işlemlerin büyük kısmı mevduat bankalarına yönelik satın alma ve birleşme işlemlerinden oluşmaktadır. E&Y verilerine göre inceleme döneminde mevduat bankalarının taraf olduğu işlemlerin finansal hizmetler sektöründeki payı %82 olup değeri açıklanmayan 4 işlem de dikkate alınmırsa finansal hizmetler sektöründe gerçekleşen birleşme ve satın alma işlemlerinde bankacılık payının %90 civarında olduğu söylenebilmektedir.

Bankacılıkta birleşmelerin performansını inceleyen akademik çalışmalar genellikle iki yaklaşımı izlemektedir. Bunlar muhasebe verilerine dayalı gelir tespiti yaklaşımı ve olay çalışması yaklaşımıdır. Her iki yöntemin de uygulamada bir takım kısıtları bulunmakla birlikte "olay çalışması" metodu şirket birleşmeleri yoluyla değer yaratılmasına ilişkin yapılan çalışmalarda da en çok kullanılan fiyat performans ölçüm yöntemlerinden biridir.

2001 yılı sonrasında TBS'de gerçekleşen stratejik hisse satışlarını içeren birleşme ve satın alma olaylarının kısa ya da uzun dönemli performansını ve performansını etkileyen faktörleri inceleyen çok sayıda çalışma bulunduğunu ileri sürmek güç gözükmektedir.

Bu çalışmada, Türk bankacılık sektöründe çeşitli yasal düzenlemelerle zorunlu yasal birleşmelerin azaldığı ve diğer nedenlerle birleşmelerinin yaşandığı ve sektöre yabancı ilgisinin arttığı son 10 yıllık dönemde banka birleşme ve satın alma duyurularının hedef firmanın değerine etkisi olay çalışması yöntemi ile analiz edilmiştir. Çalışmanın veri seti 2002-2012 yılları arasında finansal hizmetler sektöründe gerçekleşen birleşme ve satın alma işlemlerinden, mevduat bankalarına yönelik, isteğe bağlı olan 26 işlem içinden, hisseleri halka açık olan ve stratejik ortaklık veya hisse alımı kriterlerine uyan 13 birleşme ve satın alma işlemini içermektedir.

Beş bölümden oluşan çalışmada, giriş bölümünden sonra banka birleşme ve satın alma işlemleri ile yaratılan değer ölçümü ve bu alanda yapılan çalışmalar ikinci bölüm olarak yer almaktadır.

Üçüncü ve dördüncü bölümlerde Türkiye birleşme ve satın alma verileri, çalışmanın örneklem istatistiği, araştırma modeli ve istatistiksel analizler sonucunda elde edilen bulgulara yer verilmiştir. Son bölümde söz konusu bulgular ışığında elde edilen sonuçlar değerlendirilmektedir.

2. Banka Birleşme ve Satın Alma İşlemleri ile Yaratılan Değer

Bankalar geçmişte ve günümüzde çeşitli nedenlerle birleşmeyi tercih etmektedir. Sınır ötesi, bölgelerarası ve eyaletler arası banka birleşmeleri üzerindeki engeller 1980'li yıllardan itibaren sektörde gerçekleşen serbestleşme hareketleri ile azalmıştır. Pek çok ülkede 1980 öncesinde ulusal düzeyde başlayan banka birleşmeleri, 1990'lı yılların başlarına doğru sınır ötesi birleşmelere kayarak daha geniş bir uygulama alanı bulmuştur. Finansal serbestleşme, bankacılık birleşmelerini açıklayan çeşitli hipotezlerin test edilmesine imkan vermiştir.

Dünya'da banka birleşmelerinin nedenlerini açıklayan çeşitli hipotezler ortaya atılmıştır. Berger'e göre banka birleşmelerini açıklayan hipotezler; yönetici fayda maksimizasyonu, çeşitlilik, sinerji ve pazar payı hipotezleridir (Işık, 2008, s. 8-9). Ayrıca 1986 yılında Roll tarafından ortaya konulan büyük olma arzusu (hubris) da banka birleşmelerini açıklayan hipotezler arasındadır. Jensen ve Ruback (1983), Malatesta (1983), Rall (1986) ve Jarrell ve diğerleri (1988) birbiri ile çelişen sinerji hipotezi ve hubris hipotezini test etmişlerdir. Sinerji hipotezi, birleşmelerin değer yarattığını, hubris hipotezi ise birleşmelerin değer yaratan olaylar olmadığını sadece satın alan firmanın büyüme arzusu ile yapılan işlemler olduğunu kabul etmektedir. Sinerji hipotezi hedef (target) firmanın pozitif, teklif veren (bidder) firmanın negatif olmayan ve birleşen firmanın ise pozitif değer yarattığını savunmaktadır. Hubris hipotezine göre hedef firma değer sağlayabilir, satın alan firma gelir kaybına uğrar ve birleşen firma geliri pozitif değildir (Becher, 2000). Rad ve Beek (1999) banka birleşmelerinin kısa süreli değer etkisini, çalışmalarında geliştirdikleri 5 hipotez ile incelemiştir. Avrupa bankacılık sektöründe birleşmelerin değere etkisine odaklanan bu çalışmada incelenen hipotezler; gelir hipotezi, sinerji hipotezi, yetersiz yönetim hipotezi, uluslararası hipotez ve ikinci bankacılık yönergesi hipotezidir.

2.1. Bankacılıkta Birleşme ve Satın Alma Değerinin Ölçülmesine Yönelik Yaklaşımlar

Bankacılıkta birleşme ile sağlanan gelir hakkındaki akademik çalışmalar genelde iki yaklaşımı izlemektedir. Bunlar muhasebe verilerine dayalı gelir tespiti yaklaşımı ve olay çalışması yaklaşımıdır (Houston, James ve Ryngaert, 2001).

Muhasebe verilerine dayalı gelir tespiti yaklaşımı, birleşen bankaların birleşme sonrası karlılık, faaliyet giderleri ya da bankanın etkinlik oranını, birleşme öncesi performansı ile karşılaştırılarak performans değişimini incelemektedir. Muhasebesel performans değişimi, birleşmeye dahil olmayan referans bankaların performans değişiminden fazla ise birleşmenin yüksek performans sağladığı kabul edilir. Bu yaklaşım ile yapılan analiz sonuçları farklılık göstermektedir.

Bu yaklaşımın uygulamada bir takım zorlukları bulunmaktadır. Birleşmenin tamamlanma ve faaliyet gelişimini ortaya çıkarma süresi uzun ve farklı olabilir. Yeniden yapılanma ve konsolidasyon maliyeti kısa süreli performansla zarar verebilir. Birleşme uzun sürede performans sağlasa dahi, muhasebe temelli çalışmalar bu performans artışını ortaya koyamayabilir. Bu sorun, birçok bankanın kısa sürede çok sayıda satın alma işlemi yapması ile artar. Bu problemin çözümü için Piloff'un (1996) çalışmasında olduğu gibi bazı çalışmalar, gözlem süresi boyunca incelenen birleşmeleri, sınırlı sayıda satın almaya katılan bankalarla sınırlar. Benzer sınırlama kontrol firmaları için de uygulanır.

Yukarıda bahsedilen çözüm ise seçim yönünden problem doğurur. Sık alım yapmayan satın alanlar üzerine yoğunlaşmak başarısız uygulanan birleşmelerden oluşan örneklemin ağırlığını arttırır. Çünkü başarısız alıcılar yeni alımlardan kaçınırken, başarılı alıcılar yeni ve daha büyük alımları aramaya eğilimli olacaktır. Alım zamanı da seçim sorunu doğurur. Houston ve Ryngaert (1997), çalışmasında birçok satın alan bankanın birleşmenin finansmanı için hisse senedi ihraç ettiğini belirtmektedir. Bankalar kazanma döneminde olduğunda ve gelecek karlarının düşmesini öngördüklerinde hisse senedi ile finanse edilen alım yapmaya istekli olabilir.

Muhasebe verilerini kullanmakla ilgili diğer problem birleşmelere uygulanan muhasebe kurallarının

dan kaynaklanmaktadır. Kwam ve Wilcox (1999) tarafından belirtildiği gibi alım muhasebesi uygulanan birleşmelerde, alınan bankanın varlıklarının pazar değerine arttırılması ile amortisman giderlerinin artması muhasebe giderlerini arttıracaktır (Houston, James ve Ryngaert, 2001).

Olay Çalışması Yaklaşımı, bir alım duyurusu etrafında hedef ve alan firmanın hisse fiyatının performansını inceleyerek birleşme gelirini analiz eder. Birleşme duyurusu ile hedef ve alan firmanın birleşik değeri artarsa, birleşmenin gelir yarattığı varsayılır. Birçok çalışma birleşmenin önemli bir toplam değerinin (hedef ve alan taraf için toplam değer) olmadığını ileri sürmektedir. Çalışmalarda hedef firmanın duyuru günü civarında 5 gün içinde değerinin yaklaşık %15 artarken, alan firmanın değerinin %2 düştüğü görülmektedir. Ancak hedef firma alan firmadan genellikle daha küçük olduğundan birleşen firmanın toplam değerinde önemli bir değer artışı görülmemektedir (Houston, James ve Ryngaert, 2001).

Birleşme getiri sağlasa dahi hisse getirisi yaklaşımının geliri ortaya çıkarmada başarısız olmasının birçok nedeni vardır. İlk olarak satın alma duyurusu ile birleşmenin finansman şeklinin duyurusu karışır. Banka satın almaları hisse senedi ihracı ile finanse edilme eğilimindedir. Hisse senedi ihracı genelde ihraç edenin aşırı değerlendirildiğinin sinyali olarak yorumlanır. Bu sebeple alıcı firmanın negatif duyuru getirisi kısmen birleşme ile ilgili olmayan negatif sinyale bağlı olabilir. Bu görüşle uyumlu olarak Houston ve Ryngaert (1997) alan firma getirisinin, nakitle finanse edilen birleşmelerde, hisse senedi ile finanse edilen birleşmelerle oranla daha yüksek olduğu sonucuna ulaşmıştır.

Anormal getiri çalışmalarındaki ikinci kısıt, konsolidasyon dalgası ortalarında, satın almaların büyük oranda öngörülmesidir. Bu durumda duyuru günü hisse senedi getirilerinde pozitif birleşme etkisi görülmez. Bu problem satın alınma ihtimali yüksek olan hedefler için daha güçlüdür.

Birleşmenin beklenen getirisinin duyuru günü öncesi aktifleştirilmesi, birleşen bankanın duyuru gününde ortalama getirisinde azalma eğilimi yaratacaktır. Houston, Ryngaert ve James (2001) tarafından bu eğilimi düzeltmek için kullanılan yöntem, duyuru getirilerini bankanın olası hedef veya alıcı banka olarak tanımlandığı günden itibaren ölç-

mektir. Becher (1999) tarafından uygulanan diğer yaklaşım ise olay penceresini ilk satın alım duyurusundan 30 gün öncesine kadar genişletmektir.

Duyurunun hisse getirisi yaklaşımı ile ilgili son problem, alıcı firmanın duyuru getirisinin negatif olması, alıcı firmanın gelecekte satın alınması ihtimalinin daha düşük olması yönündeki hayal kırıklığını yansıtmasıdır.

Bu problemler bir satın alım duyurusunda hedef ve alıcının birleşik getirisini, birleşme ile sağlanan herhangi bir getiriden daha düşük gösterebilir. Duyuru getirilerinde azalma eğilimi olmasa da birleşen bankaların önemli düzeyde getirilerinin olmaması birleşmenin etkinlik geliri sağlamadığını ifade etmez. Calomiris ve Karceski'nin (1999) ifade ettiği gibi, satın almanın verimlilik geliri banka müşterilerine aktarılabilir. Küçük pozitif getiriler, birleşen bankanın toplam getirinin sadece küçük bir kısmından pay aldığını ifade eder. Etkinlik artırıcı birleşmelerin tesisindeki başarısızlık gelecek yıllarda bankaların rekabet düzeyini düşürecektir (Houston, James ve Ryngaert, 2001).

Önceki çalışmalar, birleşen bankaların birleşik değerinde küçük artışlar bulurken, anormal getirilerde önemli kesitsel farklılıklar olduğunu ortaya koymuştur. Örneğin Houston ve Ryngaert (1997), birleşen bankanın anormal getirisi ile, iki banka arasındaki şubelerin çakışma düzeyi, nakit ya da hisse senedi ile finansman yüzdesi ve alıcı bankanın satın alım öncesi karlılığı arasında pozitif ilişki bulmuştur. Likewise, Delong (1998), coğrafi ya da ürün odaklanmasını arttıran birleşmelerin değeri arttırdığını buna karşılık çeşitlendirmeye giden birleşmelerin değerinin zarar gördüğü sonucuna varmıştır (Houston, James ve Ryngaert, 2001).

2.2. Uluslararası Çalışmalar

Bu bölümde bankacılık sektörü ağırlıklı olmak üzere finansal sektörde gerçekleşen birleşme ve satın alma işlemlerinin, alıcı, satıcı ve birleşen firmaların performansına yaptığı etkiyi olay çalışması yöntemi ve diğer yöntemlerle inceleyen ve nedenlerini regresyon analizleri ile inceleyen çalışmalara yer verilmiştir.

Rad ve Beek (1999), Avrupa bankacılık sektöründe 1989-1996 yıllarında 56 alıcı banka, 17 hedef

banka duyurusu üzerinde sınır ötesi birleşmelerin hissedar geliri etkisini incelemiştir. Getiri, geliştirilen 5 hipotez ile test edilmiştir. 81 (-40, +40) günlük olay penceresi ve pazar modelini içeren olay çalışması yöntemi ile yatay kesit regresyon analizi uygulanan çalışma sonucunda alan bankalar, duyuru tarihi civarında istatistiki olarak önemli düzeyde anormal getirileri elde etmemiştir. Hedef banka getirisi ise pozitifdir. Kesit analizi ile test edilen hipotezlerin sonuçları istatistiki olarak anlamlı değildir.

Becher (2000), 1980-1997 yılları arasında gerçekleşen 558 banka birleşmesinden oluşan örneklemi ile birleşmelerin değer etkisini araştırmıştır. Olay Çalışması ve yatay kesit regresyon analizi yöntemleri kullanılan makalede birleşmelerin sinerji yarattığı ve finansal serbestleşmenin 1990'lı yıllarda sinerji etkisini arttırdığı sonucuna varılmıştır. Birleşme getirileri coğrafi konum ile ilişkilidir ve bölge içi birleşmelerin getirisi yüksektir. Olay çalışması metodunda piyasaya göre düzeltilen getiri yöntemi ve 36 gün (-30,+5) ile 11 günlük (-5, +5) olay dönemleri kullanılmıştır.

Cybo-Ottone ve Murgia (2000), 1988-1997 yılları arasında Avrupa pazarında banka ve finansal kurumlar arasında gerçekleşen 54 birleşme ve satın alma (M&A) anlaşması ile olay çalışması yapmıştır. Olay Çalışması ve yatay kesit regresyon analizi ile birleşen firmanın değerinde pozitif ve önemli bir artış bulunmuştur. Yerli banka-banka birleşmesi ile banka-sigorta şirketi birleşmeleri getiri artışı sağlamaktadır ancak yatırım firmaları veya yabancı kurumlarla yapılan birleşmelerin getirisi pozitif değildir. 30 (-10,+20) ve 11 (-10,+0) günlük olay günleri ve pazar modeli ile olay çalışması yöntemi uygulanmıştır.

Houston, James ve Ryngaert (2001), 1985-1996 yılları arasında 64 banka birleşmesinde duyuru süresince yaratılan değer ile alıcı banka yönetiminin öngördüğü gelir artışı arasındaki ilişkiyi analiz etmiştir. Çalışmada yönetimin birleşmenin değer yaratımı konusundaki iddiasının hisse senedi fiyatına etkisi incelemiştir. Getiri etkisi olay çalışması yöntemi ile getirinin nedenleri ise yatay kesit regresyon analizi yöntemi ile analiz edilmiştir. Anormal getiriler, gerçek getirinin pazar getirisi ile farkı alınarak 5 günlük gözlem süresi (-4,+1) ile hesaplanmıştır. Birleşmenin getirisi 1990'larda önemli düzeydedir. Getiri etkenleri olan maliyet tasarrufu ve toplam kazanç artışını en iyi açıklayan değiş-

ken coğrafi pazar çakışmasıdır. Çakışan bölümlerin elimine edilmesi ve faaliyetlerin konsolidasyonu ile artan maliyet tasarrufu olanağı banka birleşmelerinde beklenen gelir artışının en önemli nedenidir. Ayrıca, birleşme getirilerinin yöneticilerin beklediği getiri ile pozitif ve güçlü bir ilişki vardır.

Yakov, DeLong ve Saunders (2002), çalışmalarında sınır ötesi birleşmelerin satın alan bankanın anormal getirisi ve riski üzerindeki etkisini incelemektedir. Olay çalışması analizi ile satın alanın anormal getirisinin negatif ve önemli olduğu bulunmuştur. Çalışmada ayrıca satın alanın riskinde bir değişiklik olmadığı, ortalama toplam riskin yada sistematik riskin yerel bankacılık sektörüne göre düşmediği, satın alanın kendi ülkesindeki bankalara göre riskinin artması halinde getirisinin artacağı sonucuna varılmıştır. Anormal getiriler dünya, yerel ve girilen pazarın indeksleri referans alınarak 12 günlük gözlem süresi ile hesaplanmıştır.

Bessler ve Murtagh (2002), 1998 Ocak-2001 Haziran dönemi arasında Kanada'da gerçekleşen 26 sınır ötesi, 17 yerel banka ve diğer finansal hizmet firmalarının birleşme duyurularına hisse senedi pazarının tepkisini araştırmıştır. Firma özelinde ve sektöre yaygın olayların anormal hisse getirilerini ve kümülatif anormal hisse getirilerini test etmek için standart olay çalışması yöntemi uygulanmıştır. Çalışma sonuçları, yönetim değer artışı sağlamak yani yönetimin gelirini arttırmayı amaçlayan ve perakende bankacılık hedefine odaklanan yabancı hedef firma satın almalarının değer artışı sağlarken sigorta sektöründeki yabancı alıcıların değer yaratmadığını göstermiştir. Yerel alımlar için de tersi durumun geçerli olduğu belirtilmiştir.

Scholtens ve Wit (2004), banka birleşmelerinin farklı pazarlarda (Avrupa ve ABD) farklı etkileri olup olmadığını aynı dönemde farklı pazarların birleşmeye olan tepkisini ölçerek incelemiştir. Olay Çalışması ve yatay kesit regresyon analizi sonuçlarına göre ABD ve Avrupa pazarı toplamında, hedef bankalar pozitif getiri sağlarken alıcı bankaların getirisi daha düşüktür veya alıcı taraflar getiri sağlayamamıştır. Hedef ve teklif bankasının getiriden aldığı pay ise ABD ve EU arasında farklılık göstermektedir. Anormal getiriler 34 (-3,+31) günlük olay günü ve pazar endeksine göre düzeltilerek elde edilmiştir.

Penas ve Ünal (2004), ABD pazarında 1991-1998 döneminde banka birleşme duyurularına tahvil getirisi ve tahvil kredisi spread'inin tepkisini incelemiştir. Olay Çalışması uygulaması ile hedef ve satın alan bankanın tahvil yatırımcılarının birleşme duyurusunu izleyen aylarda getirisinin pozitif olduğu ve getirinin nedenlerini inceleyen yatay kesit regresyon analizi ile getirilerin kaynağının çeşitlendirme, büyüklük (batmayacak kadar büyük olma durumu), ortalama büyüklük ve sinerji olduğu sonucuna varılmıştır. Satın alan banka, birleşme sonrası tahvil ihracında fon maliyetini düşürerek fayda sağlamıştır. Tahvil getirileri 25 aylık (-12, +12) uzun dönemli olay penceresi içinde tahvil endeksine göre düzeltilmiştir.

Chen ve Tan (2011), 1989-2004 yılları arasında Avrupada 72 banka ve sigorta firmasının birleşme ve satın alma işleminin risk ve gelir etkisi incelemiştir. Olay Çalışması ve yatay kesit regresyon analizi ile elde edilen bulgular; banka-sigorta birleşmelerine pazarın kısa süreli tepkisinin özellikle yerel birleşmeler için pozitif olduğu, sınır ötesi birleşmelerde önemli bir getiri sağlanmadığı yönündedir. Birleşmeden 2 yıl sonrası için hesaplanan uzun dönemli pazar tepkisi anlamlı değildir. Alıcının pozitif getirisinin, birleşme işleminin görece büyüklüğü ve sürekli alıcı olması ile pozitif ilişkisi istatistiki olarak anlamlıdır. Olay çalışmasında 21(-10,+10) günlük gözlem süresi ve dünya, yerel pazar ve sektör endekslerine göre düzeltilen anormal getiri hesaplanmıştır.

Sherman ve Rupert (2006) ABD'de çok bankalı (4 bankalı) bir birleşmenin şube ağı (200 şube) operasyonlarına yansıyan kazanç etkinisi incelenmiştir. Çalışmada veri zarflama analizi kullanarak 4 bankanın birleşmesinde 200 şube ağı analiz edilmiştir. Her bir şubenin faaliyet etkinliği, birleşen bankaların içinde en iyi faaliyet gösteren şube referansı ile ve birleşme öncesi en iyi faaliyet gösteren şube referansı ile karşılaştırılmıştır. Bulgular birleşen banka için birleşmeyen bankaya göre şube operasyon maliyetini %22 düşürme fırsatı olduğu, maliyet tasarrufu fırsatının %7'nin altında olduğu şeklindedir. Bu sonuçlar birleşme ile beklenen operasyon maliyeti tasarrufunun sağlanabildiğini ve yeniden yapılandırma harcamalarının doğru kullanıldığını teyit etmektedir.

Hagendorff, Collins ve Keasey (2008), Avrupa ve Amerika'da büyük banka birleşmelerinin değer et-

kisini karşılaştırarak banka birleşmeleri ve yatırımcı koruma rejimlerinin ilişkisini incelemiştir. Satın alanların hedef pazarda üstlendiği risk için bir primi hak edip etmedikleri de tartışılmıştır. Olay çalışması ile anormal getiriler belirlenmiştir. Hedef ülkenin yatırımcıyı koruma düzeyi ve alıcının duyuru süresince elde ettiği anormal getiri arasında ters ilişki bulunmuştur. Buna göre satın alan banka düşük korumalı ekonomileri (birçok Avrupa ekonomisi) hedeflediğinde, yüksek koruma politikaları olan (ABD) hedeflere göre daha yüksek getiri elde etmektedir.

Rezitis (2008), ele geçirme işleminin Yunan bankalarının verimliliğine ve toplam faktör etkinliğine etkisini 1993-2004 dönemi için incelemiştir. Birleşme ve ele geçirmelerin Yunan bankalarının teknik verimlilik ve toplam faktör büyümesi üzerinde negatif etkisi olduğu, birleşme sonrasında birleşen bankaların teknik etkinliği düşerken aynı dönemde birleşmeyen bankaların teknik etkinliğinin arttığı sonucuna varılmıştır.

Ongena ve Penas (2009), 1998-2002 döneminde Avrupa'da yerel ve sınır ötesi banka birleşmelerinde satın alan banka ile ilgili birleşme duyurularına tahvil yatırımcılarının anormal getirilerinin belirleyicilerini araştırmıştır. Anormal getiriler olay çalışması yöntemi ile belirlenmiştir. Tahvil sahiplerinin anormal getirisi yerel birleşmelerde sınır ötesi birleşmelerden daha yüksektir. Hisse senedi fiyatı açısından ise yerel ve sınır ötesi birleşmeler arasında farklılık yoktur. Birleşilen bankanın ülkesindeki düzenlemeler yerel ülkeden daha sıkı ise banka tahvili yatırımcıları daha yüksek anormal getiri elde etmektedir.

Bernad, Fuentelsaz ve Gomez (2010), 1986-2004 yılları arasında İspanya'da mevduat bankaları arasında gerçekleşen 17 birleşme üzerinde birleşme ve satın almaların uzun dönemli etkinliğini incelenmiştir. Etkinlik analizi yaklaşımı kullanılan çalışmada incelenen dönemde birleşmelerin yarısında etkinlik artışı olduğu görülmüştür. Etkinlik sağlanmasında entegrasyon sürecinin önemli bir rolü olduğu, etkinliğin görev değişikliği ve işten çıkarma sürecinin yönetilme şeklinden etkilenebildiği belirtilmiştir.

Egger ve Hahn (2010), çalışmalarında 1996-2002 döneminde Avusturya bankacılık sektöründe yatay birleşmelerin gerçek performans etkisini in-

celemiştir. Analiz sonucunda yatay birleşmelerin banka performansı üzerinde özellikle maliyet performansı açısından pozitif etkisi olduğu yönündeki görüşü destekleyen bulgular elde edilmiştir. Birleşmeye dahil olan daha küçük bankaların büyük bankalara göre maliyet performans kazançlarından daha erken faydalandığı da araştırma bulguları arasındadır.

2.3. Türkiye’de Banka Birleşme ve Satın Almaları Üzerine Çalışmalar

2001 yılı sonrasında TBS’de gerçekleşen stratejik hisse satışlarını içeren birleşme ve satın alma olaylarının kısa ya da uzun dönemli performansını ve performansını etkileyen faktörleri inceleyen çok sayıda çalışma bulunduğunu ileri sürmek güç gözükmemektedir. TBS’de birleşme ve satın almaları inceleyen çalışmalardan yedisi (Altay, 2002; Mumcu ve Zenginobuz, 2005; Çukur ve Eryigit, 2006; Damar, 2007; Işık, 2008; Bumin ve Cengiz, 2009 ve Tanyeri ve Salih-Altay, 2012) bu çalışmada incelenmiştir. Altay (2002) ve Bumin ve Cengiz (2009), 1992 ve 2004 yılında gerçekleşen zorunlu birleşmelerin etkinliğini incelemiştir. Mumcu ve Zenginobuz (2005) ve Işık (2008) birleşmeler hakkında teorik bilgiler sunmuştur. Damar (2007), birleşmelerin şube sayısına etkisini araştırmıştır.

2001 yılı sonrası gerçekleşen stratejik birleşmeleri inceleyen çalışmalardan Kılıç ve Akın (2008), 2005-2006 yıllarında gerçekleşen 10 birleşmenin uzun dönemli etkinliğine odaklanmış, Çukur ve Eryigit (2006), 2004-2005 yılları 5 banka birleşmesinin hedef bankanın hisse senetlerindeki kısa süreli etkisini incelemiştir. Tanyeri ve Salih-Altay (2012)’ın çalışması 1992-2010 yılları arasında TBS’de 38 birleşme ve satın alma işleminin hedef bankaların hissedarlarına etkisini inceleyen, TÜBİTAK tarafından desteklenen ve içerdiği dönem ve birleşme sayısı açısından daha kapsamlı bir çalışmadır.

Altay (2002), 1992 yılında TÖBANK’ın T. Halk Bankası’na, Denizcilik Bankasının T. Emlak Bankası’na devri sonrasında devralan bankaların etkinliklerini-verimliliklerini analiz etmiştir. 1993 ve 1994 yılları bilançolarının etkinlik rasyolarının incelenmesi ile Altay, devirlerin devralan bankaların bilançolarında olumlu bir etki yarattığı sonucuna varmıştır.

Mumcu ve Zenginobuz (2005), birleşme ve devralmaların Türk bankacılık sektörünün performansına etkisini teorik olarak incelemiştir (Tanyeri ve Salih-Altay, 2012, s. 18)

Çukur ve Eryigit (2006), Türkiye’de bankacılık sektöründe 2004-2005 arasında meydana gelen 5 birleşme işleminin hisse senedi getirileri üzerindeki etkisini olay çalışması yöntemi ile analiz etmiştir. 21 (-10, +10) günlük olay penceresi ve 150 günlük pazar modeli tahmin penceresi ile anormal getiriler ve kümülatif anormal getiriler belirlenmiştir. Türkiye Garanti Bankası A.Ş. dışındaki tüm bankalarda anlamlı anormal getiriler görülmüştür. Kümülatif anormal getiriler sadece Yapı ve Kredi Bankasında duyuru günü sonrasındaki 10 günlük süreyi içeren olay penceresi için (CAR 0,10) anlamlıdır. Çalışmada birleşme ve devralma niyetlerinin kamuya açıklanmasının genellikle borsada olumlu karşılandığı, pozitif ve anlamlı getiriler ortaya çıktığı sonucuna ulaşılmıştır.

Damar (2007), kriz sonrası banka birleşmeleri ile şube sayıları arasındaki ilişkiyi, başarısız ve başarılı kurumların birleşmeleri/satışı farkına odaklanarak incelemiştir.

Işık (2008), banka birleşmelerinin nedenlerini teorik olarak inceleyerek Türkiye’de gerçekleşen banka birleşmelerine örnekler vermiştir.

Kılıç ve Akın (2008), Türkiye’de 2005 ve 2006 yıllarında gerçekleşen 10 banka birleşmesinin etkinliğini Veri Zarflama Analizi yöntemi ile analiz etmiştir. Çalışma sonucunda satın alınan bankalarda önemli bir etkinlik artışı gözlenmemiştir.

Bumin ve Cengiz (2009) tarafından yapılan çalışmada Pamukbank ve Halkbank’ın 2004 yılında gerçekleşen devir öncesindeki bireysel etkinlikleri ile devir sonrasında tek bir banka olarak faaliyetlerini sürdüren Halkbank’ın etkinliğinde yaşanan değişimleri Veri Zarflama Analizi yöntemi kullanılarak değerlendirilmiştir. Çalışmada Halkbank’ın performansı ve etkinlik değerinde olumlu etkiler gözlenmiştir.

Tanyeri ve Salih-Altay (2012), hedef banka hissedarlarının, mevduat sahiplerinin ve borçlularının Türk banka birleşme ve kısmi satışlarından nasıl etkilendiğini araştırmıştır. IMKB’ne kote edilen 10

bankaya ilişkin 1992-2010 tarihleri arasında yapılan 38 birleşme ve kısmi satış duyurusunun hedef bankaların hisse senedi fiyatlarını nasıl etkilediği olay çalışması yöntemi ile kırk bir günlük zaman penceresinde incelenmiştir. Çalışma sonucunda hedef banka hissedarlarının duyuru gününe kadar geçen yirmi bir günlük sürede pozitif ve anlamlı (11%) kümülatif anormal getiri elde ettiği ve duyuru sonrasındaki yirmi işgününde hedef banka hissedarlarının negatif anormal kümülatif getiri (-%4) elde ettiği bulunmuştur.

3. Türkiye Birleşme - Satın Alma Verileri ve Örneklem İstatistiği

Türk Bankacılık sektöründe 2002 yılına kadar yaşanan birleşme veya satın almaların büyük kısmı yeniden yapılandırma çerçevesinde kamu otoritesi tarafından zorunlu olarak gerçekleştirilmiştir. 2002 yılından sonra ise mali yapısı bozulmuş bankaların zorunlu yasal birleşmeleri azalmış ve diğer gerekçelerle birleşmeler yaşanmıştır.

Bu çalışmada, yasal birleşme ve satın alma işlemlerinin azaldığı, stratejik ortaklıklarda verimlilik, etkinlik gibi nedenlerin gündeme geldiği ve sektöre yabancı ilgisinin arttığı son 10 yıllık dönem analiz edilmiştir.

İlgili yıllarda gerçekleşen banka birleşme ve satın

almaları E&Y birleşme ve satın alma işlemleri yıllık raporlarında yer alan verilere göre belirlenmiştir. E&Y yıllık raporları, görüşmeleri veya ihaleleri ilgili yılda tamamlanmış ve açıklanmış birleşme ve satın alma işlemlerini kapsamaktadır.

TBS'nin aktif karlılığının yüksek olmasına rağmen aktif büyüklüğünün GSMH içindeki payının düşük olması gibi nedenlerde son 30 yıldır yabancıların TBS'ne ilgisi devam etmektedir. Bankacılık ve finans sektöründe 2001 krizi sonrası yaşanan gelişmeler Türkiye'yi yabancı yatırımcılar nezdinde daha cazip bir konuma getirmiştir. İncelenen 10 yıllık dönemde yerel ve küresel krizler ve krizlerin etkilerinin devam ettiği yıllar dışında gerek stratejik, gerekse finansal amaçlı alımları ile yabancı yatırımcıların Türkiye'ye gösterdiği ilginin yüksek olduğu görülmektedir. E&Y-2004 raporunda, 2004 yılında BNP Paribas-TEB satın alma işleminin yabancı bankaların TBS'ne karşı artan ilgilerinin habercisi olarak algılanabildiği ifade edilmiştir.

Finansal yatırımcıların (özel sermaye fonları, risk sermayesi vb.) taraf olduğu birleşme ve satın alma işlemleri toplam işlemler içindeki payının 2003 yılından sonraki yıllarda %1 ila %14 arasında düşük olması Türkiye'nin hala girişim sermayesi şirketleri ve özel sermaye fonlarının yatırımlarını çekmekte zorlandığını göstermektedir.

Tablo 1: 2002-2012 Yılları Arasında Türkiye'deki Şirket Birleşme ve Satın Alma İşlemleri Verileri

Yıl	İşlem Sayısı	Değeri Açıklanan İşlem Adedi	Değeri açıklanan İşlem Tutarı*	İşlem ortalaması	Özelleştirme payı %	Finansal Yatırımcı Payı %	Yabancı Yatırımcı Payı
2002	54	34	0.61	0.02	4.89	**	40.12
2003	80	54	1.39	0.03	59.63	27.98	36.30
2004	91	67	2.54	0.04	47.32	5.48	14.04
2005	164	93	30.40	0.33	50.84	5.26	56.58
2006	154	96	18.30	0.19	2.69	10.93	90.71
2007	182	135	25.50	0.19	13.33	7.45	66.27
2008	171	92	16.30	0.18	39.79	14.60	73.62
2009	116	51	3.90	0.08	46.15	5.44	38.46
2010	241	134	26.40	0.20	52.27	1.07	37.50
2011	264	115	11.50	0.10	15.65	5.84	55.65
2012	315	131	23.20	0.18	26.72	7.74	50.43
Toplam	1832	1002	160.04				

Not: Tablo 1, Ernst & Young şirketinin birleşme ve satın alma işlemleri yıllık raporlarında yer alan verilere göre düzenlenmiştir. İşlem ortalaması, değeri açıklanan birleşme ve satın alma işlemlerinin değeri açıklanan işlem sayısına bölünmesi ile bulunan değeri ifade etmektedir. Özelleştirme, finansal yatırımcı ve yabancı yatırımcı sütunlarında yer alan tutarlar, ilgili kategorilerde yer alan işlemlerin değerinin, değeri açıklanan işlem tutarına oranını ifade etmektedir. Özelleştirme işlemlerine TMSF işlemleri ve işletme hakkı devir işlemleri dahil değildir. *İşlem değeri milyon ABD doları cinsindedir. **2002 yılına ait finansal yatırımcıların taraf olduğu işlem tutarı bilgisi temin edilememiştir.

Finansal hizmetler sektöründeki işlemlerin büyük kısmı mevduat bankalarına yönelik satın alma ve birleşme işlemlerinden oluşmaktadır. Çalışmaya isteğe bağlı olmayan yasal birleşmeler niteliğinde olan TMSF ve özelleştirme işlemleri ile diğer kamu kurumlarının işletme hakkı devri ya da satışı yolu ile gerçekleştirilen işlemler dahil edilmemiştir. Yasal olmayan ve mevduat bankalarına yönelik 26 adet birleşme ve satın alma işleminden değeri açıklananların tutarı 30,5 milyar ABD dolarıdır. Görüldüğü gibi TMSF satışı ve özelleş-

tirme işlemleri dışında değeri açıklanan işlemlerin %82,1'i özel ve yabancı sermayeli mevduat bankalarıyla gerçekleşmiştir. 2002 yılında Uni Credito'nun Koç Finansal Hizmetler'in %50 sini satın alma işlemi ile 2010 yılında Türk Ekonomi Bankası'nın Fortis Bank A.Ş. ile birleşme dahil değeri açıklanmayan 4 işlem de dikkate alınır ise finansal hizmetler sektöründe gerçekleşen birleşme ve satın alma işlemlerinde bankacılık payının %90 civarında olduğu söylenebilir.

Tablo 2: Finansal Hizmetler Sektörü, Mevduat Bankaları ve Örneklem İşlem Değerlerinin Payı

Yıl	Finansal Hizmetler İşlem Adedi	Finansal Hizmetler İşlem Değeri	Finansal Hizmetler Payı %	Mevduat Bankaları Değeri	Mevduat Bankaları Payı %**	Örneklem Değeri	Örneklem Payı %***
2002	17	0.11	17.65	0.00	0.00		
2003	8	0.03	2.15	0.00	0.00		
2004	11	0.23	9.15	0.22	93.53	0.22	93.53
2005	18	4.81	15.81	4.64	96.54	4.56	94.94
2006	25	11.45	62.56	10.98	95.94	10.80	94.35
2007	31	6.33	24.83	3.80	60.09		0.00
2008	17	2.39	14.69	0.70	29.12		0.00
2009	9	0.26	6.77	0.00	0.00		0.00
2010	12	6.40	24.24	5.92	92.54	5.84	91.20
2011	16	0.68	5.91	0.00	0.00		0.00
2012	23	4.40	18.97	4.21	95.60	3.85	87.52
Toplam	187	37.09	23.18	30.47	82.15	25.27	68.1

Not: *Finansal hizmetler payı sütunu, finansal hizmetler sektöründe gerçekleşen işlemlerin değerinin, değeri açıklanan toplam birleşme ve satın alma tutarına oranını içermektedir. **Mevduat bankaları payı, hedef şirketi mevduat bankası olan ayrıca TMSF, ÖİB ve kamu kurumları işletme hakkı devri dışında kalan 26 işlemin değerinin finansal hizmetler sektöründe gerçekleşen birleşme ve satın alma işlemleri içindeki oranını gösterir. ***Örneklem payı ise çalışmanın veri setine dahil edilen 13 işlemin toplam değerinin finansal hizmetler sektörü içindeki payını ifade etmektedir.

Çalışma döneminde mevduat bankalarına isteğe bağlı olarak gerçekleşen 26 işlem içerisinde hedef bankanın (satın alınan banka) Borsa İstanbul'a (BİST) kote olması şartı aranmıştır. BİST'e kote şirketlerin işlemlerinin incelenmesinin nedeni, söz konusu şirketlerin fiyat, getiri ve kamuya açıklanan şirket haberlerine ulaşılabilirliği olmasıdır. Birleşme ve satın alma işlemine taraf olan hedef bankanın halka açık olduğu 16 işlem tespit edilmiştir. Stratejik işbirliği, ortaklık ve hisse alım, satımı şeklindeki banka birleşme ve satın alma duyurularının hedef bankaların firma değerine etkisinin analiz edildiği bu çalışmaya mevcut hisse artışı ve bankanın küçük bir bölümünün satışından oluşan 3 işlem dahil edilmemiştir. 2007 yılında Doğu Holding'in Türkiye Garanti Bankası

A.Ş.'deki hissesini %4.65 oranında arttırması ve 2008 yılında National Bank of Greece'in Finansbank A.Ş.'nin %9,7'lik hissesini satın alma işlemi ile 2007 yılında Deutsche Bank AG'nin Türkiye Garanti Bankası A.Ş.'nin sadece saklama hizmetleri bölümünü satın alma işlemi analize dahil edilmeyen işlemlerdir.

Çalışmaya dahil edilen 13 birleşme ve satın alma işleminden değeri açıklanan 12 işlemin (2010 yılında gerçekleşen TEB-Fortis birleşmesi değeri açıklanmamıştır) 10 yıllık toplam değeri 25,3 milyar dolar olup finansal hizmetler sektöründe gerçekleşen işlemlerin %68.1'ini oluşturmaktadır. Analize dahil edilen birleşme ve satın alma işlemleri Tablo 3'te yer almaktadır.

Tablo 3: Veri Setine Dahil Edilen İşlemlerin İstatistiği

Satın Alan Şirket	Hedef Şirket	Hisse %	İşlem Değeri*	Görüşme	Sözleşme
BNP Paribas SA	Türk Ekonomi Bankası	50	217	28.06.2004	23.11.2004
Koçbank	Yapı ve Kredi Bankası	57.43	1,508	07.01.2005	31.01.2005
Fortis Bank	Türk Dış Ticaret Bankası	89.34	1,160	-	12.04.2005
Rabobank	Şekerbank T.A.Ş.	37	90	14.12.2004	07.07.2005
GE Capital	T. Garanti Bankası	25.5	1,805	18.08.2005	25.08.2005
National Bank of Greece	Finansbank	80.4	3,975	-	03.04.2006
Dexia Participation	Denizbank	98.9	3,228	-	31.05.2006
Bank Turan Alem Group	Şekerbank	33.98	256	-	22.06.2006
Citigroup	Akbank	20	3,100	-	17.10.2006
Alpha Bank	Alternatif Bank	50	242	-	23.11.2006
Türk Ekonomi Bankası	Fortis Bank**	49.9		03.06.2010	24.07.2010
Banco Bilbao	T. Garanti Bankası	24.89	5,838	-	02.11.2010
Sberbank Rossii	Denizbank	99.85	3,851	24.05.2012	08.06.2012

Not: *İşlem değeri milyon ABD doları cinsindedir. **2010 yılında tamamlanan TEB-Fortis birleşmesinin değeri açıklanmamış olup birleşmede satın alınan hisse oranı %49,9, değişim oranı 1.0518 dir. Ayrıca E&Y raporlarında TEB-Fortis işleminin niteliği birleşme iken diğer 12 işlemin niteliği satın almadır.

4. Yöntem ve Bulgular

Çalışmada birleşme ve satın alma olaylarının etkisi ile duyuru tarihleri etrafındaki günlerde hedef banka hisse senetlerinin piyasaya ve sektöre göre düzeltilen fiyatlarının anormal getiriler elde ettiği hipotezi test edilmiştir (Mandacı, 2004). Ortalama anormal getirilerin (average abnormal return-AAR) ve kümülatif ortalama anormal getirilerin (cumulative average abnormal return-CAAR) sıfırdan farklı olduklarını test etmek için kurulan 2 hipotez aşağıda belirtilmiştir.

H0: AAR= 0 (ilan tarihi etrafındaki her bir gün için hesaplanan ortalama anormal getiri 0'a eşittir)

H1: AAR \neq 0 (ilan tarihi etrafındaki her bir gün için hesaplanan ortalama anormal getiri 0'dan farklıdır)

H0: CAAR=0 (belirlenen olay penceresi için hesaplanan kümülatif ortalama anormal getiri 0'a eşittir)

H1: CAAR \neq 0 (belirlenen olay penceresi için hesaplanan kümülatif ortalama anormal getiri 0'dan farklıdır)

İlk defa Fama ve diğerleri (1969) tarafından yapılan bir çalışmada kullanılan olay çalışması yöntemi sonraki dönemlerde hisse senedi fiyatlarındaki anormal getiriyi test etmek için yapılan çalışmalarda yaygın biçimde kullanılmıştır. Kısa dönemli analizleri içeren olay çalışması, birleşme ve satın almalar yoluyla yaratılan gelir etkisinin (işlemin taraflarının hisse senedi fiyatına etkisi) istatistiksel olarak en güvenilir şekilde ölçüldüğü yöntemdir (Andrade, Mitchell ve Stafford, 2001). Yöntem kısa ve uzun dönemli analizleri içermektedir. Kısa vadeli olay çalışmalarında genellikle, birleşme işleminin kamuya açıklandığı günden 3 veya 5 gün önce ve sonrası döneme ait fiyat hareketleri incelenir. Uzun dönemli olay çalışmaları ise olay tarihinden 30 gün önce ve sonrasında başlayıp 5 yıllık döneme kadar gidebilir. Yapılan çalışmalar kısa dönemli olay pencerelerinin genellikle olayın etkisini içerdiğini göstermektedir. Uzun dönemli analizlerde, etkisi incelenen olaydan farklı olayların meydana gelmesi ve fiyatları etkilemesi mümkün olduğundan sadece incelenen olayın etkisinin tespit edilebilmesi oldukça zordur (Özunalı, 2008).

Kısa dönemli analizlerde duyuru öncesi ve sonrasında kapsayan kısa dönemli hisse senedi fiyat performanslarının ölçümü yapılmaktadır. Ölçüm, duyuru ile oluşan anormal getiriler ile yapılır. Anor-

mal getiri, fiili getiri ile aynı döneme ait beklenen getiri arasındaki farktır. Beklenen getirilerin belirlenmesinde yararlanılan yöntemler; ortalama düzeltilmiş getiri yöntemi, piyasa modeli yöntemi ve piyasaya göre düzeltilmiş getiri yöntemidir. Piyasaya göre düzeltilmiş getiri yönteminde olay penceresi içerisindeki bir güne ilişkin beklenen getiri, o güne ait piyasa endeksi getirisi olarak dikkate alınır (Öztunalı, 2008).

Çalışmanın örneklemini oluşturan 13 hedef banka getirisinin birleşme ve satın alma olaylarından nasıl etkilendiğini analiz etmek için olay çalışması yönteminden faydalanılmıştır. Birleşme ve satın almaların kısa dönemli olay çalışması analizinde görüşme tarihi ve sözleşme tarihi şeklinde iki duyuru günü dikkate alınmıştır.

Görüşme tarihi, satın alan tarafından satın alınan (hedef) banka ile görüşmelere başlama tarihi veya niyet mektubu verilme tarihi olarak kamuya açıklanan tarih olarak dikkate alınmıştır. 6 hedef bankanın satın alan taraf ile görüşmelere başladığı tarihin kamuya açıklandığı tarihe ulaşılabilmiştir. Sözleşme tarihi, birleşmede satın alan tarafın satın alınan (hedef) banka ile birleşme veya hisse devri konusunda yapılan görüşmeler sonucunda mutabakata varılma tarihinin veya münhasır sözleşmenin imzalandığının kamuya açıklanma tarihidir. Sözleşme tarihi belirlenirken hisse satış veya devir sözleşmesi imzalanması, niyet mektubu hakkında mutabakata varılması ve münhasır sözleşme imzalanması... v.b. bilgileri içeren açıklamaların kamuya açıklandığı tarih dikkate alınmıştır. 2009 yılına kadar olan duyuru tarihleri BIST şirket haberlerinden, 2009 yılından sonraki duyuru tarihleri Kamu Aydınlatma Platformu (KAP) verilerinden elde edilmiştir.

Piyasaya göre düzeltilmiş getiri yöntemiyle hesaplanan anormal getiriler, piyasa endeksi olarak BIST-100, sektör endeksi olarak BIST-BANKA endeksi olmak üzere iki endekse göre hesaplanmıştır. Endeks getirileri BIST getiri endeksleri günlük kapanış değerlerinden, hisse senetlerinin günlük kapanış fiyatları BIST pay piyasası bülten verilerinden, www.paragaranti.com ve www.bigpara.com sitelerinden elde edilmiştir. Şirketlerin temettü dağıtımı ve sermaye artırımlarının yansıtıldığı düzeltilmiş fiyatlar dikkate alınmış ancak 2007 yılında Fortisbank'a devrolan Dış Ticaret Bankası ve 2010 yılında Türk Ekonomi bankası-

na devrolarak işlem sırası kapanan Fortisbank hisse senetlerinin geçmiş tarihli düzeltilmiş fiyatlarına ulaşamadığı için normal fiyatlarla hesaplanan günlük getiriler hesaplanmıştır.

Anormal getirilerin belirlendiği olay penceresi duyuru tarihleri etrafındaki 21 günlük (duyuru tarihinden 10 gün önce ve duyuru tarihinden 10 gün sonra) süredir. Anormal getirilerin belirlenmesinde piyasaya göre düzeltilmiş getiri yöntemi kullanılmıştır. Hedef bankaların her bir olay gününde gerçekleşen getirisi piyasa endeksi ve sektör endeksine göre düzeltilmiştir.

Gerçekleşen getiri, i hisse senedinin t günü ve $t-1$ günündeki kapanış fiyatına göre belirlenir.

$$R_{i,t} = \frac{P_{i,t} - P_{i,t-1}}{P_{i,t-1}}$$

Piyasaya göre düzeltilen getiri yönteminde beklenen getiri, piyasa endeksi getirisidir.

$$\bar{R}_{i,t} = R_{m,t}$$

Anormal getiri, i hisse senedinin t günü gerçekleşen getirisinin t günü piyasa endeksi getirisinden farkıdır.

$$AR_{i,t} = R_{i,t} - R_{m,t}$$

21 günlük olay penceresi süresince hisse senetlerinin anormal getirileri hesaplanmıştır. Her bir gün için 13 bankanın anormal getirisinin ortalaması alınarak ortalama anormal getiriler elde edilmiştir. $H_0: AAR = 0$ hipotezini test etmek için aşağıdaki formül kullanılmıştır.

$$AAR_t = \frac{1}{N} \left(\sum_{j=1}^N AR_{jt} \right)$$

$$t(AAR_t) = \frac{1}{\sqrt{N}} \left(\sum_{j=1}^n \frac{AR_{jt}}{\sigma_j} \right)$$

Ortalama anormal getirilerden yararlanılarak, (-10,+10), (-5,+5), (-2,+2), (-1,+1), (-10,0), (-5,0), (-2,0), (0,+2), (0,+5) olay pencereleri için kümülatif ortalama anormal getiriler hesaplanmıştır. $H_0: CAAR = 0$ hipotezi ise aşağıdaki t testi ile test edilmiştir.

$$CAAR = \left(\frac{1}{N}\right) \sum_{t=T_1}^{T_2} \sum_{i=1}^n AR_{it}$$

$$t(CAAR) = \sqrt{\left(\frac{1}{Nk}\right) \sum_{t=T_1}^{T_2} \sum_{i=1}^n \frac{AR_{it}^2}{\sigma_i^2}}$$

Çalışmadan elde edilen bulgular Tablo 4 ve Tablo 5 de özetlenmiştir. Her iki tabloda da analiz bulgularının piyasa ve sektör endeksine göre farklılık göstermediği ancak duyuru türüne göre farklılaştığı görülmüştür.

Tablo 4: Günlük Ortalama Anormal Getiriler ve Getirilerin t-değerleri

Olay Günü	Bölüm 1: Görüşme Günü				Bölüm 2: Sözleşme Günü			
	Piyasa -BIST 100		Sektör-BIST BANKA		Piyasa -BIST 100		Sektör-BIST BANKA	
	AAR	t-değeri	AAR	t-değeri	AAR	t-değeri	AAR	t-değeri
t-10	0.99	2.27***	0.68	1.56	-1.37	-0.81	-1.27	-0.81
t-9	-0.89	-2.83**	-1.13	-3.21**	0.80	0.61	1.09	0.83
t-8	2.04	1.02	1.54	0.77	0.09	0.17	-0.26	-0.45
t-7	1.76	0.83	1.58	0.75	0.75	0.71	0.89	0.88
t-6	-1.47	-2.41***	-1.77	-2.88*	0.08	0.08	-0.20	-0.25
t-5	0.66	1.02	1.32	2.06***	1.85	1.79***	1.79	1.63
t-4	0.31	0.34	0.19	0.20	-0.66	-0.85	-1.15	-1.46
t-3	0.47	1.00	0.31	0.68	0.65	0.59	0.28	0.25
t-2	3.40	1.71	3.82	1.98	0.63	1.77	0.51	1.24
t-1	1.17	1.26	1.35	1.44	1.72	1.66	1.61	1.60
0	4.34	1.99	3.56	1.58	1.00	0.32	0.55	0.18
t+1	2.18	0.45	2.48	0.52	-1.84	-1.13	-1.90	-1.23
t+2	-3.79	-2.11***	-4.37	-2.53**	0.10	0.13	0.17	0.24
t+3	-0.01	-0.01	-0.34	-0.18	1.85	1.43	1.64	1.22
t+4	-2.00	-3.75**	-2.07	-4.30*	-0.54	-0.61	-0.76	-0.80
t+5	-1.31	-2.35***	-1.29	-2.32***	-0.73	-1.35	-0.55	-0.99
t+6	2.42	0.92	1.89	0.72	-0.76	-1.73	-0.56	-1.21
t+7	-1.63	-1.07	-1.74	-1.14	-0.54	-0.68	-0.44	-0.51
t+8	3.30	1.26	2.64	1.03	-0.37	-0.58	-0.40	-0.58
t+9	-0.87	-0.94	-1.32	-1.39	-0.42	-1.19	-0.48	-1.01
t+10	-0.50	-0.57	-0.63	-0.71	-0.75	-1.12	-0.87	-1.30

Not: *, **, *** sırasıyla %1, %5 ve %10 seviyesinde istatistiksel anlamlılığı ifade etmektedir. AAR, ortalama anormal getirileri (average abnormal return-AAR) göstermektedir. Her bir olay gününe ait AAR, duyuru tarihi etrafındaki her bir günün piyasa endeksi (BIST 100) ve sektör endeksine (BIST BANKA) göre düzeltilerek hesaplanan anormal getirilerin aritmetik ortalaması alınarak hesaplanmıştır. Tablonun ilk bölümü satın alan taraf ile görüşmelere başlandığı görüşme tarihi etrafındaki ortalama anormal getirileri, ikinci bölümü satın alan taraf ile görüşmelerde mutabakat sağlandığı tarihin duyuru günü etrafındaki ortalama anormal getirileri ifade etmektedir.

Ortalama anormal getirileri ve anlamlılık düzeylerini içeren Tablo 4'de verilen bulgular piyasanın genellikle banka birleşmelerine duyuru gününden önce ve duyuru gününde pozitif, duyuru gününden sonra negatif tepki verdiğini göstermektedir. AAR'ler görüşme günü etrafında anlamlı dü-

zeydedir. Sözleşme günü civarında önemli anormal getiriler elde edilmemiştir.

Görüşmeler hakkında mutabakata varılma tarihinin kamuya açıklandığı tarihten 10 gün önceki (-10) pozitif getiri ve banka endeksine göre 5

gün önceki (-5) pozitif getiri anlamlı iken ilan sonrasındaki getiri düşüşü 2. ve 5. günlerde (+2, +5) önemli düzeydedir. Sözleşme günü etrafındaki 21

günlük sürede (-10,+10), ilan tarihinden 5 gün önceki (t-5) gün dışında, gözlenen getiriler anlamlı değildir.

Tablo 5: Kümülatif Ortalama Anormal Getiriler ve t-istatistikleri

		Bölüm 1: Görüşme Günü				Bölüm 2: Sözleşme Günü			
		Piyasa -BIST 100		Sektör-BIST BANKA		Piyasa -BIST 100		Sektör-BIST BANKA	
	Olay Pencesi	CAAR	t-değeri	CAAR	t-değeri	CAAR	t-değeri		t-değeri
3	(-1,+1)	7.69	2.13***	7.39	2.05***	0.88	0.49	0.27	0.49
5	(-2,+2)	7.30	1.47	6.84	1.34	1.61	1.23	0.96	1.23
11	(-5,+5)	5.41	-0.14	4.97	-0.26	4.02	1.13	2.20	1.13
21	(-10,+10)	10.56	0.43	6.72	-1.17	1.52	-0.17	-0.30	-0.17
2	(-2,0)	4.56	2.1***	5.17	2.42***	2.35	2.43**	2.13	2.43***
5	(-5,0)	5.99	2.38***	6.99	2.85**	4.19	2.22**	3.04	2.22***
10	(-10,0)	8.43	1.33	7.90	1.06	4.53	1.81***	3.30	1.81
2	(0,+2)	-1.61	-1.18	-1.89	-1.42	-1.75	-0.7	-1.73	-0.70
5	(0,+5)	-4.93	-3.48**	-5.59	-3.94**	-1.17	-0.68	-1.39	-0.68
10	(0,+10)	-2.21	-2.58**	-4.74	-3.25**	-4.01	-2.16***	-4.15	-2.16***

Not: *, **, *** sırasıyla %1, %5 ve %10 seviyesinde istatistiksel anlamlılığı ifade etmektedir. CAAR, kümülatif ortalama anormal getirileri (cumulative average abnormal return-CAAR) göstermektedir. 10 farklı olay penceresi için kümülatif ortalama anormal getiriler hesaplanmıştır. Tablonun birinci bölümü görüşme günü duyuru tarihini dikkate alan olay pencerelerindeki kümülatif getirileri, ikinci bölümü sözleşme günü duyuru tarih etrafındaki günlerin kümülatif ortalama anormal getirilerini içermektedir. Her iki bölümde de piyasa endeksi ve sektör endeksine göre elde edilen anormal getirilerin t-istatistikleri verilmiştir.

Tablo 5, ortalama anormal getirilerin kalıcı etkisinin analizinde faydalanılan kümülatif ortalama anormal getirileri ve anlamlılık düzeylerini içermektedir. CAAR bulguları da AAR bulgularının, duyuru tarihi ve öncesinde pozitif getiriler elde edildiğini ve ilan sonrasında getirilerin istatistiki olarak önemli düzeyde düştüğü sonucunu teyit etmektedir.

Her iki ilan tarihinde de ilandan iki gün öncesi içeren 3 günlük gözlem süresi (-2,0) ve 5 gün öncesinden başlayan 5 günlük gözlem süresince (-5,0) anlamlı pozitif kümülatif getiriler elde edilmiştir. Yine her iki ilan tarihinde de duyuru günü ve sonraki 10 günlük süreyi içeren 10 günlük gözlem süresince (0,+10) getiriler önemli düzeyde negatiftir.

(-1,+1), (-10,0) ve (0,+5) olay pencereleri ile hesaplanan kümülatif ortalama anormal getiriler ise duyuru gününün görüşme başlangıcı veya sözleşmenin kesinleşmesi olması durumuna göre farklılık göstermektedir. İlan tarihini de içeren 3 günlük CAAR (-1,+1) görüşme durumunda anlamlı dü-

zeyde pozitifdir. Duyuru tarihinden sonraki 5 günlük CAAR (0,+5) görüşme ilanında anlamlı düzeyde negatiftir. Bu farklılıklarda görüşme günü ve civarındaki getirilerin yüksek olması etkilidir.

İlan tarihinden önceki 10 günlük CAAR (-10,0) ise sözleşme ilanında anlamlı düzeyde pozitifdir. T.Garanti Bankası A.Ş. hisselerinin yarısını General Electric'e satmak üzere, münhasıran görüşmelere başlama kararı almasından 5 gün sonra hisse devir sözleşmesi imzaladığını kamuya duyurmuştur. Denizbank ise Sberbank Rossii ile münhasırlık konusunda anlaşma sağlamasından 10 gün sonra münhasır sözleşme imzaladığını ilan etmiştir. Söz konusu iki banka için görüşmeye başlangıç ve sözleşme duyurularının etkileri birbirine karışmıştır. Sözleşme günü getirileri görüşme duyurusuna verilen tepkileri de içermiştir.

5. Sonuç

Türk bankacılık sektöründe 2001 yılına kadar yapılan birleşme ve satın almaların nedeni genellikle mali yapıdaki bozukluklar iken 2001 yılından

sonra yapılan birleşme ve satın almalar genellikle verimlilik, etkinlik artışı gibi nedenlerle gerçekleşmiştir. Bu çalışmada 2001 yılı sonrasında TBS’de gerçekleşen stratejik hisse satışlarını içeren birleşme ve satın alma olaylarının kısa dönemli performansını hedef bankalar açısından incelemek amaçlanmıştır.

Araştırmada Türkiye’de 2001 yılı sonrası stratejik ortaklık veya hisse satışı ile bir birleşme ve satın alma işlemine hedef banka olarak taraf olan 13 halka açık mevduat bankasının hisse senedi getirilerinin birleşme işlemine verdiği tepki olay çalışması yönteminden yararlanılarak analiz edilmiştir. 21 günlük olay penceresi kapsamında hisse senedi getirilerinin piyasa ve sektöre göre düzeltilmesi ile anormal getiriler hesaplanmıştır. Her bir gün için ortalama anormal getiriler bulunmuştur. Ortalama anormal getirilerin kümülatif etkisi, duyuru günü, öncesi ve sonrasını içeren 10 farklı olay penceresi için hesaplanmıştır.

Analiz sonucunda, birleşmeye konu mevduat bankalarının duyuru tarihinin 5 gün öncesinden duyuru tarihine kadar pozitif anormal getiriler elde ettiği, duyuru tarihinden sonra getirilerin negatife dönüştüğü ve negatife dönüşme süresinin 10 güne yayıldığı görülmüştür. “Borsa ifadesiyle” beklentiler satın alınmış ve gerçekleşmeler satılmıştır. Ayrıca görüşme günü anormal getirilerinin daha kısa sürede negatife dönüşmesi aşırı tepki hipotezi ile uyumludur.

İki farklı duyuru türü ve pazar endeksi kullanılan bu çalışmada ayrıca, hedef bankaların anormal getirilerinin piyasa ve sektör endeksine göre genellikle farklılık göstermediği ancak duyuru türüne göre farklılaştığı görülmüştür. Hedef banka hisse senetlerinin görüşmeye başlama haberlerine sözleşmenin yapılması haberlerinden daha fazla tepki verdiği ortaya çıkmıştır. Bu kapsamda birleşmenin beklenen getirisinin görüşme günü aktifleştirildiği ve sözleşme gününün getirisinde azalma eğilimi yarattığı söylenebilmektedir.

Ortalama anormal getirilere göre piyasa genellikle banka birleşmelerine duyuru gününden önce ve duyuru gününde pozitif, duyuru gününden sonra negatif tepki vermiştir. Görüşme günü etrafında önemli anormal getiriler bulunmakta iken sözleşme günü civarında önemli anormal getiriler elde edilmemiştir. Ortalama anormal getirilerin kalıcı

etkisinin analizinde faydalanılan kümülatif ortalama anormal getiriler de duyuru tarihi ve öncesinde pozitif getiriler elde edildiğini ve ilan sonrasında getirilerin istatistiksel olarak önemli düzeyde düştüğü sonucunu teyit etmektedir.

Çalışmanın bulgularına göre, her iki duyuru tarihinde de ilan günü ve öncesi 3 günlük (-2,0) ve 5 günlük (-5,0) dönemlerde anlamlı pozitif kümülatif getiriler, ilan günü ve sonrası 10 günlük sürede (0,+10) önemli negatif getiriler gözlenmiştir.

İlan tarihi, bir gün öncesi ve sonrasını içeren 3 günlük kümülatif anormal getirinin (-1,+1) sadece görüşme durumunda anlamlı düzeyde pozitif olmasında, görüşme günü ve görüşme gününden 1 gün sonraki anormal getirilerin yüksek olması etkilidir. Bu durum piyasanın, birleşme ve satın almalarla ilgili beklentilerini hedef ve satın alan bankanın görüşmelere başlama tarihinde fiyatlara yansıttığını göstermektedir.

Duyuru tarihinden sonraki 5 günlük kümülatif anormal getirinin (0,+5) sadece görüşme ilanında anlamlı düzeyde negatif olması birleşmenin beklenen getirisini görüşme tarihinde fiyatlayan yatırımcının görüşme haberlerine verdiği aşırı tepkinin ilan tarihinden sonra düşmesi ile açıklanabilmektedir.

İlan tarihinden önceki 10 günlük kümülatif getirinin (-10,0) yalnızca sözleşme ilanında anlamlı düzeyde pozitif olmasında veri setinde yer alan iki bankanın görüşmeye başlama tarihinin sözleşme duyurusu olay süresi içinde gerçekleşmesi etkili olmuştur.

Bu çalışmada TBS’de 2001 sonrası gerçekleşen birleşme ve satın almaların kısa sürede hedef banka hisse senedi fiyat artışları ile olumlu performans gösterdiği tespit edilmiştir. Daha sonra yapılacak çalışmalarda bu beklentilerin uzun sürede gerçekleşme durumu bir başka deyişle birleşme ve satın almaların uzun süreli performansı araştırılabilir. Ayrıca anormal getirilerin birleşmeler arasında farklılaşma durumunun ve kesitsel farklılıkların nedenlerinin incelenmesi de öneriler arasındadır.

Bu çalışmada banka birleşme haberlerinin hisse senedi fiyatlarına nasıl yansıdığını hedef şirket açısından değerlendirilmiştir. Sinergi etkisinin olup

olmadığın görmek için satın alan firma ve birleşik firma açısından da hisse senedi fiyat davranışlarını incelemek gerekmektedir. Ayrıca ilan günü fiyat artışına yol açan birleşme ve satın almaların beklenen getirisinin uzun dönemde devam edip etmediği de sinerji etkisinin varlığında etkilidir. Bundan sonra yapılacak çalışmalarda birleşmenin sinerji etkisinin olup olmadığı kısa ve uzun dönemli analizlerle incelenebilir.

Kaynakça

ALTAY, N.O. (2002). Türk bankacılık sektöründe füzyon [Öz]. *İktisat İşletme ve Finans*, 17 (195), 71-79.

BECHER, D. A. (2000). The valuation effects of bank mergers. *Journal of Corporate Finance*, 6, 189-214.

BERNAD, C., L.FUENTELESZ ve J.GOMEZ (2010). The effect of mergers and acquisitions on productivity : An empirical application to Spanish banking. *Omega*, 38, 283-293.

BESSLER W., J.P.ve MURTAGH (2002). The stock market reaction to cross-border acquisitions of financial services firms: an analysis of Canadian banks. *International Financial Markets, Institutions & Money*, 12, 419-440.

BUMİN, M. ve CENGİZ, A. (2009). Banka birleşme ve devralmalarının etkinlik üzerine etkisi: Pamukbank'ın Halkbank'a devredilmesi [Öz]. *İktisat İşletme ve Finans*, 24 (279), 68-96.

CHEN Z. ve J. TAN (2011). Does bancassurance add value for bank? Evidence from mergers and acquisitions between European banks and insurance companies. *Research in International Business and Finance*, 25, 104-112.

CİHANGİR, M. (2004). Türkiye'de Banka Birleşmeleri ve Birleşen Bankaların Verimlilik Ve Etkinliğinin Ölçülmesi Üzerine Karşılaştırmalı-Uygulamalı Bir İnceleme. Ankara Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İşletme Anabilim Dalı, Doktora Tezi, Ankara.

CYBO-OTTONE, A. ve M. MURGIA (2000). Mergers and shareholder wealth in European banking. *Journal of Banking & Finance*, 24, 831-859.

ÇUKUR S. ve R. ERYİĞİT (2006). Banka birleşmeleri ve devralma olaylarının borsadaki etkisi. *İktisat İşletme ve Finans dergisi*. 21(243), 96-107.

DAMAR, E. (2007). Does post-crisis restructuring decrease the availability of banking services? The case of Turkey, *Journal of Banking and Finance*, 31 (9), 2886-2905.

EGGER P. ve F.R. HAHN (2010). Endogenous bank mergers and their impact on banking performance –Some evidence from Austria. *International Journal of Industrial Organization*, 28, 155-166.

ERCAN, M.K., M.B. ÖZTÜRK, İ. Küçükkaplan, E.S.Balcı ve K. Demirgüleş (2006). Firma değerlemesi: Banka uygulaması. İstanbul: Literatür Yayınları

HAGENDORFF, J.M. COLLINS ve K. KEASEY (2008). Investor

protection and the value effects of bank merger announcement in Europe and the US. *Journal of Banking and Finance*, 33, 1333-1348.

HITCHNER, J. R (2003). *Financial Valuation: Applications and Models*, JohnWiley and Sons Hoboken, NJ.

HOUSTON, J.F., RYNGAERT, M.D. (1997). Equity issuance and adverse selection: a direct test using conditional stock offers. *Journal of Finance*, 52, 197-219.

HOUSTON, J.F., C.M. JAMES ve M.D.RYNGAERT (2001). Where do mergers gains come from? Bank mergers from the perspective of insiders and outsiders. *Journal of Financial Economics*, 60, 285-331.

IŞIK, N. (2008). Banka birleşmeleri, Türkiye için bir değerlendirme. Yıldız Teknik Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İktisat Ana Bilim Dalı, İktisat Yüksek Lisans Programı, Yüksek Lisans Tezi.

KILIÇ, M. ve AKIN, A. (2008). Banka Satın Almalarının Hedef Bankaların Performansına Olan Etkileri: Türk Bankacılık Sektörü Üzerinde Ampirik Bir Çalışma. Gazi Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi, 10 (3), 229-255.

LAPÇIN, H. (2007). Banka birleşme ve devralmalarında banka değer tespiti. Marmara Üniversitesi, Bankacılık ve Sigortacılık Enstitüsü, Bankacılık Anabilim Dalı, Yüksek Lisans Tezi, İstanbul.

MANDACI, P. (2004). Şirketlerin birleşme ve satın alma duyurularının hisse senedi fiyatları üzerine etkileri. *İktisat İşletme ve Finans Dergisi*, 19 (225), 118-124.

MUMCU, A.ve ZENGİNOBUZ, Ü. (2005). An Analysis of Mergers and Acquisitions in the Turkish Banking Sector. N. Colton ve S. Neaime (Eds.). *Money and Finance in the Middle East: Missed Opportunities or Future Prospects? Research in the Middle East Economics*, Cilt 6, Elsevier Science, Amsterdam, 133-162.

ONGENA S. ve M.F. PENAS (2009). Bondholders' wealth effects in domestic and cross-border bank mergers. *Journal of Financial Stability*, 5, 256-271.

ÖZTUNALI A. (2008). Birleşme ve satın almalar yoluyla değer yaratımı. Ankara Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İşletme Anabilim Dalı, Doktora Tezi, Ankara.

SCHOLTENS, B. ve R. WIT (2004). Announcement effect of bank mergers in Europe and the US. *Research in International Business and Finance*, 8, 217-228.

PENAS, M.F. ve H. UNAL (2004). Gains in bank mergers: Evidence from the bond markets. *Journal of Financial Economics*, 74, 149-179.

RAD A.T. ve L.V. BEEK, (1999). Market Valuation of European Bank Mergers. *European Management Journal*, 17 (5), 532-540.

REZİTİS, A.N. (2008). Efficiency and productivity effects of bank mergers: Evidence from the Greek banking industry. *Economic Modelling*, 25, 236-254.

SANTOMERO A.M.(1999). *Bank Merger: What's a policymaker to do?*. *Journal of Banking & Finance*, 23, 637-643.

SHERMAN, D., ve T.J. RUPERT (2006). *Do bank mergers have hidden or forgone value? Realized and unrealized operating synergies in one bank merger*. *European Journal of Operational Research*, 168, 253-268.

TANYERİ, A.B. ve SALİH-ALTAY, A. (2012). *Banka birleşmelerinin paydaşlar üzerindeki etkileri. TÜBİTAK Destekli Projeler Veri Tabanı. TÜBİTAK SOBAG Proje 110K330*.

YAKOV A., G.L.DELONG, A.SAUNDERS (2002). *The effects of cross-border bank mergers on bank risk and value*. *Journal of International Money and Finance*, 21, 857-877.

Ernst &Young, "Birleşme ve Satın Alma İşlemleri 2002 Raporu", Ocak 2003

Ernst &Young, "Birleşme ve Satın Alma İşlemleri 2003 Raporu", Ocak 2004

Ernst &Young, "Birleşme ve Satın Alma İşlemleri 2004 Raporu", Ocak 2005

Ernst &Young, "Birleşme ve Satın Alma İşlemleri 2005 Raporu", Ocak 2006

Ernst &Young, "Birleşme ve Satın Alma İşlemleri 2006 Raporu", Ocak 2007

Ernst &Young, "Birleşme ve Satın Alma İşlemleri 2007 Raporu", Ocak 2008

Ernst &Young, "Birleşme ve Satın Alma İşlemleri 2008 Raporu", Ocak 2009

Ernst &Young, "Birleşme ve Satın Alma İşlemleri 2009 Raporu", Ocak 2010

Ernst &Young, "Birleşme ve Satın Alma İşlemleri 2010 Raporu", Ocak 2011

Ernst &Young, "Birleşme ve Satın Alma İşlemleri 20011 Raporu", Ocak 2012

Ernst &Young, "Birleşme ve Satın Alma İşlemleri 20012 Raporu", Ocak 2013

<http://www.bigpara.com>

<http://www.bddk.org.tr>

<http://www.borsaistanbul.com>

<http://www.paragaranti.com>

<http://www.kap.gov.tr>

<http://www.tbb.org.tr>