

## ŞİRKET ELE GEÇİRMELERİNE KARŞI GELİŞTİRİLEN SAVUNMA TAKTİKLERİ: KAVRAMSAL BİR İNCELEME

*Yrd. Doç. Dr. Hasan AYAYDIN\**

*Prof. Dr. Hüseyin DAĞLI\*\**

### ÖZ

Son zamanlarda şirket ele geçirmeleri bir şirketin kontrolünü sağlama ve yönetimini değiştirmede kullanılan yaygın bir araçtır. Ele geçirme, bir şirketin, diğer bir şirketin yönetiminin ya da ortaklarının istekleri dışında, şirket üzerinde kontrol ve mülkiyet elde etmek amacıyla hisse senetlerinin satın alınmasıdır. Şirketler arası birleşmeler her zaman tarafların karşılıklı anlaşması ve isteğiyle gerçekleşmemektedir. Ele geçirilmek istenen hedef şirketin yönetimi buna karşı çıkabilir. Hedef şirketin yönetimi bu girişimleri önlemek için ele geçirme teklifi öncesi ve sonrası olmak üzere temel olarak iki çeşit savunma taktikleri geliştirebilmektedirler. Bu çalışmanın amacı; şirketin ele geçirilme girişimlerini bertaraf etmeye yönelik şirket bünyesinde geliştirilen ele geçirme teklifi öncesi ve sonrası savunma taktiklerini ilgili literatürü dikkate alarak teorik olarak ortaya koymaktır. Kullanılan taktiklerin bir arada sunulduğu çalışmaların yeterli düzeyde olmayışı bu çalışmanın çıkış noktasını oluşturmaktadır. Bu bağlamda çalışmada öncelikle ele geçirme kavramı ve ele geçirmenin amaçları ayrıntılı olarak irdelenmiştir. Daha sonra ele geçirme girişimlerine karşı geliştirilen ele geçirme teklifi öncesi ve sonrası savunma taktikleri ele alınmıştır.

**Anahtar Kelimeler:** Ele geçirme, Birleşme, Savunma Taktikleri

**Jel Kodları:** G30, G32, G34

## DEFENCE TACTICS AGAINST COMPANY TAKEOVERS: A CONCEPTUAL STUDY

### ABSTRACT

Takeover attempt is a common means using so as to get under control and to change management in recent years. Takeover is an acquiring of stocks in order to obtain controlling and possession at company, out of the desires of other company's administration and partners. Mergers of inter-company mergings doesn't always occur with desire and mutual agreement. Management of target company may challenge to this takeover. Management of target company may develop pre-bid and post-bid defense tactics in order to prevent takeover enterprises. The aim of this study is to present theoretically the hostile pre bid-and post-bid defense tactics developed in the body of the company aiming at elimination of attempts of company takeovers considering related literature. Deficiency of the studies in which these tactics are used together has given light to this study. In this context, firstly basic takeover concept and aims of the

---

\* Gümüşhane Üniversitesi – İİBF – İşletme Bölümü, e-mail: hayaydin61@gumushane.edu.tr

\*\* Karadeniz Teknik Üniversitesi – İİBF – İşletme Bölümü, e-mail: dagli@ktu.edu.tr

takeover will be explicated in the study. And then, pre-bid and post-bid defense tactics developed against these takeover methods will be examined in the study.

**Keywords:** Takeover, Merger, Defense Tactics

**Jel Classification:** G30, G32, G34

## I. GİRİŞ

Yakın zamanda şirket ele geçirmeleri çoğu ekonomilerde yaygın bir olgu olmuştur. Araştırmacılar şirket ele geçirmelerine dikkate değer bir ilgi göstermiş, gelişmiş ve gelişmekte olan ülkeler için hem teorik ve hem de ampirik çalışmalar ortaya koymuşlardır. Şirket ele geçirmeleri ve savunma taktikleri ile ilgili literatür incelendiğinde; özellikle ABD şirketleri ya da yatırımcıları olmak üzere gelişmiş ülkeler üzerine yapılan çalışmaların yoğun olduğu, teorik çalışmalar yapılmış olmakla birlikte, ampirik çalışmaların baskın olduğu görülmektedir. Bu alanda araştırmacılar *ele geçirme taktikleri* [Jensen (1988), Mulherin ve Poulsen (1998), Zhang vd (2008) ve Oded (2011) ABD için; Hutson (2000), Bugeja (2007) ve Delort vd (2009) Avustralya için; Hillion ve Suominen (2004) Fransa için; Stotz vd (2010) Kanada, ABD, Japonya, Almanya, Fransa, İtalya, İngiltere ve Avustralya için], *ele geçirmelerin hissedarlar üzerindeki etkisi* [Haan ve Riyanto (2006), Pinheiro (2009), Eckbo (2009) teorik çalışma; Kıymaz ve Kılıç (2004), Mandacı (2004) ve Arslan (2007) Türkiye için; Martynova ve Renneboog (2008) 15 gelişmekte olan ve 8 gelişmiş ülke için; Gelman ve Wilfling (2009) Almanya, Fransa ve ABD için; Bhanot vd (2010) ABD için; Bhagat vd (2011) Brezilya, Çin, Hindistan, Malezya, Meksika, Filipinler, Rusya ve Güney Afrika için] ve *ele geçirmelerin zamanlaması* [Morellec ve Zhdanov (2005), Lambrecht ve Myers (2007), Hackbarth ve Morellec (2008) ABD için] üzerinde yoğunlaşmıştır.

Şirketlerin ele geçirmelerinde doğrudan hedef şirket hissedarlarına teklifte bulunulması (Bebchuk ve Hart, 2001: 1), açık pazar işlemleri (Stotz vd., 2010: 562-564), vekâletname toplanması (Mulherin ve Poulsen, 1998: 280-282), alıcı şirketin doğrudan hedef şirket yönetimine reddedemeyeceği ele geçirme teklifi sunması (Wang vd., 2010: 837) ve sermaye piyasasında yapay piyasa ve fiyat oluşturulması (Bagnoli ve Lipman, 1996: 124-126) gibi bir takım taktikler kullanılmaktadır. Hedef şirketin yönetimi ele geçirme girişimlerine karşı çıkabilir ve ele geçirme girişimlerini engellemek amacıyla savunma taktikleri geliştirirler (Pearce ve Robinson, 2004: 18-22; Schoenberg ve Thornton, 2006:143-145). Son zamanlarda yaşanan işletme yolsuzlukları, hileleri ve skandalları şirket ele geçirmelerini karşı geliştirilen savunma taktiklerinin kullanımına ilgiyi artırmıştır (Zhao ve Chen, 2009: 92). Şirket ele geçirme yarışlarına karşı, ele geçirilme girişimlerini bertaraf etmeye yönelik şirket bünyesinde geliştirilen, ele geçirme teklifi öncesi ve sonrası savunma taktikleri akademisyenler, uygulayıcılar ve düzenleyiciler üzerinde ilgi uyandırmaktadır.

Savunma taktikleri konusunda yapılan çalışmaların ABD şirketleri üzerinde yoğunlaşması dikkat çekicidir. Bu durum söz konusu savunma taktiklerinin ABD’de yaygın olarak kullanılmasına bağlanabilir. Savunma taktiklerinin ele geçirmeleri önleme, yıldırma ve mevcut yönetimi sağlamlaştırmaya etkileri üzerine yapılan çalışmalarda [Stráska ve Waller (2010) ve Ryngaert ve Scholten (2010) ABD için] savunma taktiklerinin ele geçirme girişimlerini önleyemediği, bunun yerine ele geçirme primlerini artırdığı tespit edilmiştir. Savunma taktiklerinin hissedarlar üzerindeki etkileri üzerine yapılan çalışmalarda ulaşılan sonuçlar çelişkilidir. Çoğu çalışmalarda [Malatesta ve Walkling (1988), Bebchuk vd. (2009) ve

Stráska ve Waller (2010) ABD için] savunma taktiklerinin başarısız yöneticilerin mevcut konumunu sağlamlaştırmasını sağladığından hissedarların varlıklarını düşürdüğü tespit edilmiştir. Bu konudaki bazı çalışmalar [Grossman ve Hart (1980) ve Haris (1990)] teorik çalışma olmakla birlikte, bazı çalışmalar [Chemmanur ve Jiao (2005) ve Chemmanur ve diğerleri (2010) ABD için] savunma taktiklerinin hedef şirketin pazarlık yapma gücünü artırması, ele geçirme primini artırması ve yetenekli yöneticilerin uzun dönem projelerine yatırım yaparak değer yaratması sayesinde uzun dönem firma değerinin artmasından dolayı savunma taktiklerinin hissedarların varlıklarını artırdığını tespit etmişlerdir. Diğer çalışmalar [(McWilliams (1990) ve Brickley vd. (1994) ABD için] ise savunma taktiklerinin hissedarların varlıkları üzerindeki etkisini firmaların özelliklerine bağlamışlardır. Savunma taktiklerinin ele geçirme primleri üzerindeki etkileri üzerine yapılan bazı çalışmalarda [Grossman ve Hart (1980), Linn ve McConnell (1983) ve Stulz (1988) ABD için] savunma taktiklerinin hedef şirket yönetimine pazarlık yapma gücü kazandırarak, bazı çalışmalarda ise [DeAngelo ve Rice (1983) ABD için] savunma taktiklerinin ele geçirme girişiminde bulunan firmayı doğrudan firma yönetimiyle görüşmeye zorlayarak ele geçirme primini artırdığı ortaya konmuştur.

Savunma taktiklerinin ele geçirme girişimlerini azaltıcı etkisinin olması beklenir, ancak savunma taktikleri farklı amaçlara hizmet eder, farklı derecede koruma sağlarlar ve bazı savunma taktikleri de ele geçirme olasılığını artırır (Sokolyk, 2011: 617). Literatürde savunma taktiklerinin ele geçirme olasılığı üzerindeki etkileri ABD'deki firmalar için yapılmıştır. Savunma taktiklerinin ele geçirme olasılığı üzerindeki etkileri üzerine yapılan bazı çalışmalarda [Coates (2000), Daines ve Klausner (2001), Bebchuk ve Cohen (2005), Frakes (2007), Bebchuk vd. (2009), Ryngaert ve Scholten (2010)] savunma taktiklerinin ele geçirme olasılığını azalttığı, bazı çalışmalarda artırdığı [Agrawal ve Knoeber (1998), Kahan ve Rock (2002)], bazı çalışmalarda [Comment ve Schwert (1995), Coates (2000), Bebchuk ve Kamar (2010)] anlamsız bir ilişki tespit edilmiştir.

Bu çalışmanın amacı, şirket ele geçirme girişimlerini önlemeye yönelik şirket bünyesinde geliştirilen, ele geçirme teklifi öncesi ve sonrası savunma taktiklerinin ilgili literatür dikkate alınarak teorik olarak incelenmesidir. Kullanılan bu taktiklerin bir arada sunulduğu çalışmaların yeterli düzeyde olmayışı çalışmanın çıkış noktası olmuştur.

Çalışma 4 bölümden oluşmaktadır. Çalışmanın birinci bölümünde ele geçirme kavramı ve ele geçirmenin amaçları ayrıntılı olarak irdelenmiştir. İkinci bölümde Dünyada ve Türkiye'de yaşanan ele geçirme örneklerinden ve girişimlerinden önemlilerine yer verilmiştir. Üçüncü bölümde ele geçirme girişimlerine karşı geliştirilen savunma taktikleri; ele geçirme teklifi öncesi ve sonrası savunma taktikleri olmak üzere iki gruba ayrılarak incelenmiştir. Çalışmanın son bulunduğu dördüncü bölümde söz konusu savunma taktiklerinin kullanımına ilişkin önerilerde bulunulmuştur.

## I. ŞİRKET ELE GEÇİRME KAVRAMI

Birleşme, satın alma, ele geçirme ve devralma terimleri birbiri içine girmiş terimlerdir. Satın alma, devralma ya da ele geçirme terimlerinin her biri bir şirketin diğer bir şirketi kontrolü altına alması anlamına gelmektedir. Ele geçirme<sup>1</sup>, bir şirketin diğer bir şirketin yönetiminin ya

---

<sup>1</sup> Literatürde düşmanca ve dostça ele geçirme kavramları kullanılmaktadır. Bu çalışmada ele geçirme kavramı, "düşmanca ele geçirme" anlamında kullanılmaktadır.

da ortaklarının istememesine rağmen şirket üzerinde kontrol, denetim ve mülkiyet elde etmek amacıyla hisse senetlerinin satın alınmasıdır (Brennan ve diğerleri, 2010: 254; Gorzala, 2010: 7-8). Birleşmelerde ise bir ya da daha fazla şirketin kendi istekleriyle tek bir şirketin çatısı altında bir araya gelmesi söz konusu olmaktadır (Sinkovics vd., 2011: 27-30; Furfine ve Rosen, 2011: 832-834).

Türk Ticaret Kanunu'nda (TTK), ticaret şirketlerinin birleşmesiyle ilgili hükümler genel olarak 146 – 151. maddelerde düzenlenmiştir. Bu maddelerde birleşmelere ilişkin tanım, birleşmenin şartları, ortakların ve alacaklıların hukuki durumu gibi hususlar açıklanmaktadır. TTK'nın 451 – 454. maddelerinde ise birleşmelerin özel hükümleri yer almaktadır. TTK'nın 146. maddesinde birleşmenin tanımı şu şekildedir: “Birleşme, iki ya da daha fazla ticaret şirketinin birbiriyle birleşerek yeni bir ticaret şirketi kurmalarından veya bir yahut daha fazla ticaret şirketinin mevcut diğer bir ticaret şirketine iltihak etmesinden ibarettir”.

28/7/1981 tarihli ve 2499 sayılı Sermaye Piyasası Kanununun (SPKa) 16/A maddesine dayanılarak hazırlanan “Birleşme İşlemlerine İlişkin Esaslar Tebliği'nin 3. maddesine (Seri: 1, No: 31) göre birleşme, ortaklık devralma ve yeni ortaklık kurulması yoluyla birleşme olmak üzere iki şekilde gerçekleştirilebilir. İlgili Tebliğ, *Ortaklık devralma yoluyla birleşmeyi*, en az bir ortaklığın, aktif ve pasifini bir bütün olarak başka bir ortaklığa devrederek, tasfiyesiz infisah etmesi, devralan ortaklığın hisselerinden devrolan ortaklığın ortaklarına verilmesi ve devralan ortaklığın tüzel kişiliğini devam ettirmesi; *yeni ortaklık kurulması yoluyla birleşmeyi*, iki veya daha çok ortaklığın, tasfiyesiz infisah yoluyla, tüzel kişiliklerini sona erdirerek aktif ve pasiflerini bir bütün olarak birleştirmek suretiyle kurulacak yeni bir ortaklığa devretmeleri ve yeni kurulan ortaklığın hisselerinin sona eren ortaklıkların ortaklarına hisseleri oranında verilmesi şeklinde tanımlamıştır.

Ortaklık devralma veya yeni ortaklık kurulması yoluyla birleşme işlemlerinde taraflardan en az birinin halka açık anonim ortaklık olması durumunda, birleşme işlemlerinde uyulacak esaslar 2499 sayılı Sermaye Piyasası Kanununa dayanılarak hazırlanan “Birleşme İşlemlerine İlişkin Esaslar Tebliği (Seri: 1, No: 31) ile düzenlenmiştir. İlgili Tebliğin 4.5.6.7.8.9.10.11.12 ve 15. Maddelerinde; yetkili organların ön kararı, bilirkişi incelemesi, birleşme oranının hesaplanmasında uygulanabilecek yöntemler, uzman kurulu incelemesi, birleşme sözleşmesi, yönetim kurulu raporu, kurula başvurularak onay alınması, pay sahiplerinin bilgilendirilmesi, kurul kaydına alınma, hisse senetlerinin teslim esasları, kurula bildirim düzenlenmiştir. Birleşmede özellikli durumlar; Seri: I, No: 31 sayılı Tebliğ md 10/A (Ek: Seri: I, No: 41 sayılı Tebliğ) ile şu şekilde düzenlenmiştir: Bir veya birden fazla ortaklığın, paylarının % 95'i veya daha fazlasına sahip başka bir ortaklık tarafından devralınması suretiyle birleşmede, devralan ortaklığın hisselerinden devrolan ortaklıkların ortaklarına verilmesini gerektirmeyen durumlarda, bu Tebliğin; i) 5 inci maddesinde yer alan bağımsız denetim raporu, ii) 8 inci maddesinde yer alan uzman kuruluş raporu, iii) 10 uncu maddesinde yer alan yönetim kurulu raporu aranmaz.

Birleşme ve ele geçirmeler aynı sonucu verseler de farklı çalışma sistemlerinin ürünüdürler (Sarıkamış, 2003: 4). Birleşmede her iki şirketin istekli olurken, ele geçirme de hedef şirket isteksizdir. Hedef şirketin yönetimi alıcı şirketçe teklif edilen ele geçirme bedelinin düşük olması ya da şirketin yönetim ve denetiminin kaybedilme korkusundan dolayı ele geçirme teklifine karşıdır. Ancak, alıcı şirket ele geçirme girişiminde ısrarcı olmaktadır

(Washington ve Patterson, 2011: 1-3; Henry, 2004: 419-422). Bu durumda alıcı şirket, hedef şirketin bütün hisselerini almak için hisse senedi sahiplerine doğrudan teklifte bulunmakta ve yüksek bir fiyattan hisselerini satmaları için hissedarları ikna etmeye çalışmaktadır (Brigham ve Houston, 2001: 921; Brennan vd., 2010: 254). Hedef şirket yönetimi de önerilen bu teklifin makul olmadığı konusunda hisse senedi sahiplerini ikna etmeye çalışmaktadır.

Şirket ele geçirmeleri hedef şirketin yönetimine hakim olmak ve kazançlar sağlama amacına hizmet etmektedir (Sarıkamış, 2003: 73). Günümüzde şirket ele geçirmeleri finansal etkinlik ve yönetim etkinliği sağlama (Gort, 1969: 624-630; Amihud ve Lev, 1981: 605-607), yeni pazarlara nüfuz etme, piyasa gücünü artırma, sektördeki rekabeti ortadan kaldırma ve ölçek ekonomisinden yararlanma (Dickerson vd., 2002: 1170; Schnitzer, 1996: 37-39) aracı olarak kullanılmaktadır. Şirket ele geçirmelerinin amaçları hedef firmanın kontrolünü sağlamak, kontrol ve ele geçirme maliyetini minimize etmek, ele geçirme sonrası entegrasyonu güçlendirmektir (DePamphilis, 2010: 104). Ele geçirmelerde asıl amaç ise, ele geçirme süreci sonrasında firma değerini ya da hisse senetlerinin piyasa fiyatını maksimize etmek bu sayede hissedarların servetini en üst seviyeye çıkarmaktır.

Şirketi yönetme konusunda yeteneksiz olan yöneticilerin yönettiği şirketlerin ele geçirmeye maruz kalacağı söylenebilir (Cai, Li, Wang, Xu, 2010: 28). Ele geçirmelerin hedef şirket yönetiminin hissedarlarının servetini maksimize etmeyen yönetimlerin değişimi için bir araç olabileceği söylenebilir. Bu yüzden düşük performans gösteren yöneticilerin ele geçirmelere karşı daha kırılğan olduğu ve bu yöneticilerin kendi geleceklerini korumak savunma taktiklerine başvurmaları beklenebilir. Bu durumda daha fazla savunma taktikleri kullanan düşük performanslı firmaların daha az savunma kullanan firmalara göre ele geçirilmeleri daha az olası olduğu söylenebilir (Sokolyk, 2011: 616).

## **II. DÜNYADAN VE TÜRKİYE'DEN ŞİRKET ELE GEÇİRME ÖRNEKLERİ**

Çalışmanın bu bölümünde Dünyada ve Türkiye'de yaşanan ele geçirme örneklerinden ve girişimlerinden önemlilerine yer verilecektir. Bu kapsamda 2010 yılından bu yana Amerika Birleşik Devletleri başta olmak üzere, İngiltere'de, Avustralya'da, Fransa'da, Almanya'da, Danimarka'da, Çin'de, Güney Kore'de gerçekleşen ele geçirme örnekleri ve girişimlerinden bazıları şu şekilde sıralanabilir (<http://tr.euronews.com>, 16.05.2012):

ABD'li kozmetik şirketi Coty, aynı sektörde faaliyet gösteren bir diğer ABD'li şirket olan Avon'u satın almak için 10 milyar dolarlık peşin para teklifin bulundu. Avon şirketi, kozmetik markasının kontrolünü almak isteyen Coty şirketinin teklifini kabul etmediğini açıkladı. Doğrudan hissedarlara yönelerek şirketi ele geçirmek gibi bir hedefi olmadığını belirten Amerikalı dev şirket teklifini yükseltebileceğini duyurdu. Rüşvet skandalıyla sarsılan ve kilit pazarlarındaki satışları düşen Avon 'da teklifin çok düşük olduğunu bildirdi.

Amerikalı biyoteknoloji şirketi Genzyme yönetiminin görüşmeyi reddetmesinin ardından ilaç devi Sanofi Aventis 18,5 milyar Dolar'lık teklifini doğrudan hissedarlara yöneltti. Fransız şirketin bu kararı Genzyme yönetim kurulunun aynı fiyattan yaptığı teklifi reddedip pazarlık masasına oturmaya yanaşmamasının ardından geldi. Halihazırda sahip olduğu ilaçların satışları gerileyen Sanofi Aventis bu satın almayla portföyünü genişleterek gelirlerini tekrar yükseltmek istiyor. Bu strateji sektör uzmanları tarafından mantıklı bulunsada önerilen fiyatın yeterli olacağı konusunda şüpheleri var. Sanofi'nin tepe yöneticisi Chris Viehbacher, Genzyme'ın çoğunluk hissesini elinde bulunduran yatırımcılarla görüşüklerini ve onların da

satıştan yana olduklarını belirtti. İlaç devinin hisse başına 69 Dolar önerdiği teklif 10 Aralık 2011'e kadar geçerli olacak.

Avustralyalı madencilik şirketi Macarthur, ArcelorMittal ve Peabody'nin yükselttiği satın alma teklifine boyun eğmek zorunda kaldı. Asya'daki artan çelik talebini karşılamak için atağa kalkan devler, kömür üreticisini almak için 3,5 milyar Euro önerdi. İki devin ilk teklif yaptığı 11 Temmuz 2011'deki piyasa değerinin yüzde 44 üzerindeki yeni teklifi Macarthur yönetiminin herhangi bir rakip firma olmadığı için kabul etmesi gerekiyor.

Alman otomotiv şirketi Volkswagen, MAN'ın kontrolünü ele geçirmek için yaptığı teklif sürecini resmi olarak başlattı. Alman yasalarına göre bir şirketin yüzde 30'undan fazlasına sahip olan hissedar, piyasadan diğer hisseleri toplamak için teklifte bulunabiliyor. MAN'daki hissesini ilk etapta yüzde 40 civarına yükseltmeyi planlayan otomotiv devi bu sayede diğer bağlı ortaklığı Scania ile işbirlikleri için gerekli oy hakkına ulaşmış olacak.

Danimarkalı gıda katkı maddeleri üreticisi Danisco'nun yönetim kurulu, şirket hissedarlarına Amerikan kimya grubu DuPont'un yükseltilmiş teklifini kabul etmeleri tavsiyesinde bulundu. DuPont, Danisco için teklifini yüzde 5 artırarak hisse başına 700 Danimarka Kronu'na çıkarmıştı. Toplam tutarı 6.64 milyar Dolar'a yükselen teklifin 13 Mayıs 2011'den önce kabul edilmesinin beklendiği belirtildi.

Shell'in Meksika körfezindeki sızıntı sürdüğü sırada BP'yi satın almak istediği haberinin ardından BP hisseleri son altı ayın zirvesine çıktı. İngiliz Daily Mail gazetesinin isimsiz kaynaklara dayandırdığı haberine göre; Shell, felaket nedeniyle zor duruma düşen BP'ye teklifte bulunmayı planladı ama açılacak olası davalardan kaynaklanacak kayıplar nedeniyle vazgeçti. Gazeteye göre, şirket hala bir teklifte bulunabilir ama bunun için başka bir alıcının daha çıkması çıkmasını beklemektedir.

Dana Petroleum, Güney Kore'nin milli petrol şirketi KNOC'un 2 milyar Euro'luk teklifinin son gerçekleştirdiği satın almadan önce bile değerinin çok altında olduğunu bildirdi. İngiliz firma bağımsız bir değerlendirme raporunu referans göstererek şirketin değerinin çok daha yüksek olduğunu belirtti. Enerji devi, Kanadalı Suncor'un Kuzey Denizi'ndeki varlıklarını 289 milyon Euro'ya satın aldığını da açıkladı. KNOC, teklifinin Dana Petroleum yönetimi tarafından geçtiğimiz ay reddedilmesinin ardından doğrudan hissedarlara yönelmişti. Dana Petroleum'un tepe yöneticisi Tom Cross sorunun sadece teklifin miktarında olduğunu belirterek yönetim olarak tek amaçlarının hissedarlara değer yaratmak olduğunu vurguladı. Cross herhangi bir fiyat önermezken KNOC yönetimini tekrar masaya oturmaya davet etti. KNOC'un teklifi yükselteceği beklentisiyle Dana hisseleri yatay bir seyir izledi.

İsveç'li Saab Şirketinin kontrolünü elinde tutmakta ısrar eden Avrupalı sahipleri sonunda pes etti. Swedish Automobile, şirketin tamamını Çinli Pang Da ve Zhejiang Youngman'e 100 milyon Euro'ya satmayı kabul etti. İsveçli firma yaşadığı nakit problemleri nedeniyle aylardır üretim yapamıyordu. Çinli firmalarla daha önce yürüttüğü ortaklık görüşmeleri patent hakları ve yönetimde söz sahipliği sıkıntısı nedeniyle çıkmaza girmişti. Fakat şirketin mali baskılara daha fazla dayanamamasının ardından Saab da artık bir Çin markası oldu. Bu adım Asyalı ülkeler için bir ilk değil. Güçlü pazarları ve gün geçtikçe artan üretim kapasiteleriyle Çinli ve Hindistanlı firmalar gözünü batılı markalara dikmişti. Saab da önce iflas korumasına başvurup daha sonra çıkış yolu olarak Çin'e yönelmesiyle bir yıl önce aynı yolu izleyen diğer İsveçli üretici Volvo'yu takip etmiş oldu. Bu satın almaların bir diğer

örneği de Hindistan'da gerçekleşmişti. Tata, İngiltere'nin prestijli markaları Jaguar ve Land Rover ülkesine taşımişti.

Türkiye'de yaşanan ele geçirme örneklerinden ve girişimlerinden bazıları ise şu şekilde sıralanabilir: Çukurova Elektrik A.Ş (ÇEAŞ), Turkcell, Batı Anadolu Çimento (Batıçim), GSD Holding ve Vakıf GYO.

Kuruluşunda Çukurova Elektrik A.Ş (ÇEAŞ) sermayesinde kamu payı %33 iken, 1993 yılında %11.50'ye düşen kamu payının %11.25'i Kamu Ortaklığı İdaresi tarafından UZAN Grubuna satılmış, UZAN Grubu piyasadan satın aldığı diğer hisseler ile şirkette çoğunluğu ve yönetimi ele geçirmiştir (<http://www.emo.org.tr>, 15.05.2012).

Turkcell'in yüzde 51'lik kısmı Turkcell Holding isimli şirkete aittir. Kalan yüzde 34'lük kısım halka açık ve yüzde 13.07'lik hisse de Sonera Holding'e aittir. Turkcell Holding'in yüzde 47.10'u TeliaSonera'nın, yüzde 52.90'ı ise Çukurova Telecom Holding (CTH) kontrolündedir. CTH'nin ise yüzde 51'i Çukurova Holding'e aittir. Kalan yüzde 49 ise Rus Altimo şirketindedir. TeliaSonera ve Altimo şirketleri neden yeni bir yönetim kurulu talep ediyor?, Gerek TeliaSonera gerekse Altimo tarafı mevcut yönetim kurulunda yeteri kadar bağımız üye olmadığını belirterek, bunun değiştirilmesini ve buna karşı çıkan Turkcell Yönetim Kurulu Başkanı Colin J. Williams'ını yerine yeni bir başkan atanmasını istiyor. Bunun nedeni ise şu an yönetim kurulunda çoğunlukta olmalarına rağmen, Turkcell üzerinde kesin bir hâkimiyet kuramamalarıdır. Bunu sağlamak için kendilerine yakın olan isimlerden seçilecek bağımsız üyeleri yönetim kuruluna sokmaya çalışıyorlar. Bu sayede şirketi ele geçirmenin daha kolay olacağını düşünmektedirler (<http://www.haberciniz.biz>, 15.05.2012).

Mısırlı şirket Orascom (OCI), Batı Anadolu Çimento'da (Batıçim) diğer hissedarların elindeki hisseleri de almak üzere çağrı için SPK'ya başvurmuşken, Batıçim'in ortağı Batı Söke'nin de hisse alımına geçmesi üzerine SPK'ya şikâyetle bulundu. Orascom'un Türkiye'deki şirketi OCI Çimento, daha önce yüzde 21.58 hissesini borsadan topladığı Batıçim'in kendisine ait olmayan yüzde 78.5 oranındaki hissesini yüzde 45.5 (11.50 YTL) primli fiyattan almak üzere hissedarlara çağrı yapmak için SPK'ya başvurmuştu. Alımlar sonrasında Batıçim hisseleri çağrı fiyatını aşarak 11.60 YTL'den kapandı. Hisseler bir önceki günü ise 11.40 YTL fiyattan kapattı (<http://www.haberler.com>, 15.05.2012).

İMKB'de Van Et, Atlas ve Avrasya Yatırım Ortaklığı'nda yaptığı borsadan hisse alarak şirket yönetimini ele geçirme işlemleriyle tanınan Metro Turizm'in sahibi Galip Öztürk, sürpriz bir çıkışla Turgut Yılmaz'ın ana ortağı olduğu GSD Holding'in en büyük hissedarı oldu. Öztürk'ün şirketi Avrasya Factoring, son bir haftada yaptığı alımlarla çok ortaklı GSD Holding'in yüzde 12'sini satın alarak, GSD Holding'in yüzde 10.74'lük hisseden daha büyük bir payı elde etti. Aynı şekilde Galip Öztürk, son dönemde sadece GSD Holding hisseleri değil, Vakıf GYO hisselerinde de alım yaptı. 15 Ekim 2011 tarihinde Avrasya Factoring, borsadan 11.3 milyon adet hissesini toplam 6.6 milyon liraya aldığı Vakıf Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı'nda da payını yüzde 11.19'a çıkardı. Yüzde 45'i halka açık olan Vakıf GYO'da Vakıflar Bankası yüzde 27.63 ve TOKİ yüzde 14'le en büyük ortak konumunda. Öztürk'ün şirketi Avrasya da son aldığı hisselerde Vakıf GYO'da da en büyük üçüncü ortak oldu (<http://www.stargazete.com>, 15.05.2012).

Türkiye'de yaşanan ele geçirme vakaları, hisse senetlerinin büyük miktarda borsadan satın alınması hedef şirket üzerinde kontrol, denetim ve mülkiyet elde etmek amacıyla yönelik

olduğunu göstermektedir. Türkiye de dâhil olmak üzere günümüzde yaygın olarak kullanılan bu şirket ele geçirmelerine karşı hedef şirketler de kendi bünyelerinde bir takım koruyucu ve önleyici savunma taktikleri geliştirirler. Çalışmanın sonraki bölümü geliştirilen bu savunma taktiklerinin açıklanması üzerine kurulmuştur.

### III. ŞİRKET ELE GEÇİRMELERİNE KARŞI GELİŞTİRİLEN SAVUNMA TAKTİKLERİ (DEFENSE TACTICS)

Hedef şirketin yöneticileri şirketlerinin ele geçirilmesine bir takım nedenlerden dolayı karşı çıkabilirler. Bu nedenler şu şekilde sıralanabilir: *i*) mevcut yöneticiler şirketin gizli değere sahip olduğunu düşünürler. Şirket yöneticileri çoğu şirketin planı, stratejileri, iddiaları, patentleri vb. konularda kamuoyunun bilmediği özel bilgilere sahiptirler. Piyasanın etkin olmamasından dolayı hisse senedi fiyatına yansımayan söz konusu bilgilerin şirket üzerinde gizli bir değer yaratacağı görüşündedirler. Teklif gerçekleştiği zaman, hedef şirket yöneticileri söz konusu gizli bilgileri şirket değeriyle, teklif edilen fiyatı karşılaştırarak hedef şirketin piyasa değeri üzerinde önerilen fiyat teklifinin, yöneticilerin değerlendirdiği şirket piyasa değerinin altında olduğunu düşünürler. *ii*) hedef şirket yöneticileri gösterilen direncin hem mevcut şirketin mevcut teklifini artırması hem de sürece yeni şirketlerin katılmasıyla rekabetin artmasından dolayı teklif edilen fiyatın artacağını düşünürler. *iii*) şirketin mevcut yöneticileri ele geçirilmeden sonra şirket yönetiminden ayrılmak zorunda kalabilme endişesi, şirketteki güçlerini, saygınlıklarını ve pozisyonlarından kaynaklanan beşeri güçlerini kaybetme korkusundan dolayı ele geçirilme girişimlerine karşı çıkarlar (Ruback, 1986: 51).

Hedef şirket yöneticileri söz konusu nedenlerden dolayı ele geçirilme olasılığını ortadan kaldırmak, en azından zorlaştırmak ve geciktirmek amacıyla savunma taktikleri olarak ifade edilen bir takım önlemler almaktadırlar (Schoenberg ve Thornton, 2006:143-145). Bu önlemler savunma taktikleri olarak ifade edilmektedir (Sarıq ve Talmor, 1997: 278). Özellikle son zamanlarda şirketlerde yaşanan yolsuzluklar, hileler ve skandallar şirket ele geçirmelerine karşı geliştirilen savunma taktiklerinin kullanımına ilgiyi artırmıştır (Zhao ve Chen, 2009: 92). Ele geçirmelere karşı geliştirilen savunma taktikleri; *i*) *ele geçirme teklifi öncesi savunma taktikleri*, *ii*) *ele geçirme teklifi sonrası savunma taktikleri* olmak üzere temel olarak iki kategoride ele alınabilir.

#### A. ELE GEÇİRME TEKLİFİ ÖNCESİ SAVUNMA TAKTİKLERİ (PRE-BID DEFENCE TACTICS)

Teklif öncesi savunma taktiklerinin en makul olanı hisse senedinin değerini maksimize etmektir. Hisse senedinin değerini maksimize edilerek, hisse senedi sahipleri tatmin edilebilir ve şirketin kontrolündeki herhangi bir değişim inisiyatifi azaltılmış olunabilir. Hisse senedi sahiplerini memnun etmek için güçlü şirket stratejisine ilaveten, şirket çekiciliğini azaltmak için hisse senedi yapısı üzerindeki savunma taktikleri geliştirebilmektedir.

Uzun dönemli taktikler olarak bilinen teklif öncesi savunma taktikleri, alıcı şirketin teklifi gerçekleşmeden önce uzun dönemli bir çalışma planı çerçevesinde hedef şirket tarafından alınan önlemleri ifade etmektedir. Teklif öncesi savunma taktikleri ile ele geçirme girişimlerine karşı şirketin çekiciliğini azaltma ve olası ele geçirme girişimleriyle zaman harcamaksızın hedef şirketin kendi işine odaklanması amaçlanmaktadır (Johansson ve Torstensson, 2008: 10).



Başlıca ele geçirme teklifi öncesi savunma taktikleri; zehirli haplar, köpekbalığı kalkanı, borçlu sermaye yapısı, emeklilik paraşütü ve çalışanları ortak yapma planı olarak sıralanabilir. Bu teklif öncesi savunma taktikleri aşağıda açıklanmaktadır.

### **1.Zehirli Haplar (Poison Pills)**

En yaygın kullanılan savunma taktiklerinden biri olan zehirli haplar (Sokolyk, 2011: 619), hedef şirket yönetimi tarafından ele geçirme girişimini önlemek amacıyla şirketin hissedarlarına verdiği haklar olarak tanımlanmaktadır (Bebchuk ve diğerleri, 2009: 792; Danielson ve Karpoff, 1998: 349). Zehirli haplar öncelikle savunma taktiklerine dayanan bir sözleşmedir. Yani, yönetim kurulunun zehirli hapların kullanımına yönelik kararı şirket ana sözleşmesinde var olan bir hükme dayandırılmalıdır (Hwang ve Kim, 2012: 617). Bu haklar sayesinde hisse senedi sahiplerine düşük maliyetle hisse senedi sahipliği ya da oy hakkının yükseltilmesi sağlanmaktadır (Gompers ve diğerleri, 2003: 149; Shaw vd., 2008: 10). Bu haklar hissedarın onayı alınmaksızın ve yöneticinin istediği herhangi bir zamanda hissedarlara tanınmaktadır (Danielson ve Karpoff, 2006: 537). Zehirli haplar daha yüksek ele geçirme teklifinin oluşmasına katkıda bulunur, ancak ele geçirme olasılığını değiştirmez (Heron ve Lie, 2006: 1783).

Bu taktik potansiyel alıcı şirketleri hisse senedi sahiplerine teklifte bulunmak yerine doğrudan hedef şirket yönetimiyle müzakerelerde bulunmaya zorlamaktadır. Sadece şirket yönetimi mevcut haklarda iyileştirme yapma imkânına sahip olmaktadır (Downen ve diğerleri, 1994: 306). Söz konusu haklar hissedarların çıkarlarının korunmasında ele geçirmeyi önleyemeyebilir. Yönetimin bu haklar tarafından yıldırılan potansiyel alıcılar ile yürütülen müzakerelerde hissedarların çıkarlarına uygun şekilde davranıp davranmadığı durumdan duruma değişmektedir (Van Horne, 2001: 703). *Zehirli haplar iki şekilde kullanılmaktadır; i) payların azaltılması(Flip-over), ii) payların sulandırılması(Flip-in)*

*Payların azaltılması taktiği*, hedef şirketin kendi ortaklarına ele geçiren şirketin hisse senedini piyasa fiyatının yarısına satın alma hakkı vermesi olarak tanımlanmaktadır (Bragg, 2009: 36). Bu taktik, hedef şirket ortaklarına ele geçiren şirketin hisse senedinin piyasa fiyatının yarısına satın alma hakkı verdiği için ele geçiren şirketin önceki ortaklarının ele geçirmeden sonra şirketteki payını azaltmaktadır (Downen ve diğerleri, 1994: 306; Sarıkamış, 2003: 66). Örneğin, A şirketinin ele geçirme teklifinde bulunan B şirketi ile birleşmesi durumunda, A şirketinin ortaklarına B şirketinin hisse senetlerinin ucuz fiyatla satın alma hakkı vermesi B şirketinin ele geçirmeden önceki ortaklarının ele geçirmeden sonra şirketin payını azaltır.

*Payların sulandırılması taktiği* ise, hedef şirket ortaklarına kendi şirketlerinden piyasa fiyatının yarısına yeni pay senedi satın alma imkânı vererek payların sulandırılmasını amaçlamaktadır (Gordon, 2003: 5; Gaughan, 2007: 178). Bu taktiğin uygulanma amacı ele geçirme maliyetini artırarak ele geçirmenin cazibesini azaltmaktır (Subramanian, 2003: 625).

### **2. Köpekbalığı Kalkanı (Shark Repellent)**

Köpek balığı kalkanı taktiği, bir şirketin hedef şirketi ele geçirmesini önlemek ya da zorlaştırmak için şirket ana sözleşmesinde yapılan düzenlemelerdir (Frankforter ve diğerleri, 2000: 324). Taktikte asıl amaç, şirketin ele geçirmelere karşı çekiciliğinin azaltılarak (Knoeber, 1986: 156) ve ele geçirmenin maliyetini artırarak ele geçirmenin önlenmesidir (Borokhovich ve diğerleri, 1997: 1495). Diğer bir amaç ele geçirme girişimde bulunan şirketi, hedef şirketin

yönetimiyle karşılıklı görüşmeye zorlamaktır (Chakraborty, 2008: 375). Köpek balığı kalkanı şirketin kontrolünün değişimini sınırlandırıcı bir düzenlemedir (Jarrell ve Poulsen, 1987: 127). Ancak yönetim bu taktiği hissedarların servetini artırıcı ya/yada şirketi koruyucu amaçla kullanmalıdır. Yönetim köpek balığı kalkanını hissedarın çıkarını korumaktan ziyade, kendi çıkarını korumak için kullanırsa bu durum etik problemlerine yol açar (Meade ve Davidson, 1993: 83). Bu taktik dört şekilde kullanılmaktadır: *Altın paraşüt (Golden Parachutes)*, *aşamalı yönetim kurulu (The Staggered Board of Directors)*, *çift sınıflı menkul kıymetler (Dual Class Recapitalization)* ve *süper çoğunluk (Super Majority)*

*Altın Paraşütler*, bir şirketin yönetimine herhangi bir nedenle son verildiğinde söz konusu şirket tarafından şirketin tepe yöneticilerine büyük miktarda ödeme yapılacağını taahhüt edilmesidir (Knoeber, 1986: 156; Gompers ve diğerleri, 2003: 148; Evans ve Hefner, 2009: 65; Shmanske ve Khan, 1995: 57). Altın paraşütler şirketin yöneticisinin değişmesini önleyen bir ve yöneticiyle mevcut hissedar arasındaki uzun dönemli bir tazminat sözleşmesidir. Bu tazminat sözleşmesi hem mevcut hissedarlara hem de yöneticiye fayda sağlamaktadır (Meulbroek ve diğerleri, 1990: 1110). Bu anlaşma belirli bir dönem için geçerli olabileceği gibi, süre bir yıl olarak belirlenip şirket kontrolünde herhangi bir değişiklik olmadığı takdirde otomatikman bir yıl daha uzayabilen tarzda da yapılabilir. Ödenecek tutar genellikle, çalışanın yıllık geliri ve çalıştığı yıl sayısı göz önüne alınarak hesaplanır. Bu taktik yöneticilere büyük çapta ekonomik katkı sağladığından hedef şirketin ele geçirme maliyetini artırıcı bir etki yapmaktadır (Gitman, 2003: 730). Örneğin A hedef şirketinin ele geçirilmesiyle yönetimin değişmesi halinde, yönetim kurulu üyelerine ele geçiren B şirketinin yüklü tazminat ödemesini içeren bir düzenlemenin A hedef şirket sözleşmesinde yazılı olmasıdır. Altın paraşüt taktiği başarılı olan yöneticileri koruyucu bir amaçla kullanılmaktadır. Altın paraşütler ele geçirme girişiminde bulunan işletmelere karşı bir engel teşkil etmediğinden hem ele geçirme olasılığı hem de ele geçirmelerin başarısı üzerinde önemsiz bir etkide bulunmaktadır (Chakraborty, 2008: 374). Altın paraşüt yöneticilerin şirketten ayrılması durumunda elde edecekleri büyük miktardaki ekonomik katkıdan dolayı ele geçirme konusunda daha istekli olmalarını ve ele geçirme olasılığını artırdığından hissedarlara yarar sağlayabilir. Ancak, bu etki hissedarlara yararlı olmasına rağmen, altın paraşütler bir kısım yöneticilerin şirketi yönetme konusunda gevşeklik göstererek disiplini kaybetmesinden dolayı hissedarlar üzerinde ters etkide bulunabilir (Bebchuk ve diğerleri, 2009: 793).

Altın paraşüt şirketin ele geçirilmesi durumunda mevcut yöneticilere ödül niteliğinde olduğu düşünülmemelidir (Harris, 1990: 614-615). Çünkü, ele geçirilme durumunda az bir ücretin ödenmesi ele geçirmek isteyen şirketi söz konusu girişiminden vazgeçirmeyecek ve neticesinde şirket ele geçirilmiş olabilecektir. Bu taktik şirketin tepe yöneticileri için kullanılır. Ayrıca bu taktik şirketin farklı birimleri için kullanılması halinde farklı isimlerle adlandırılır. Paraşüt taktiğinde bir takım çalışanlar ve orta kademe yöneticileri için “gümüş paraşüt” (Gompers ve diğerleri, 2003: 149; Sokolyk, 2011: 620) ve alt düzey çalışanların büyük bir kısmı ya da hepsi için “alüminyum paraşüt” olarak uygulanmaktadır (Weston ve Weaver, 2001: 243).

*Aşamalı yönetim kurulu*, en önemli ve etkili savunma taktiklerinden biridir (Guo ve diğerleri, 2008: 274; Frakes, 2007: 113). Şirketlerin yönetim kurullarının kendilerine seçen hissedarların temsilcisi olduğu bilinmektedir ve yönetim kurulu hissedarların çıkarını gözetmek yükümlülüğüne sahiptir. Sınıflandırılmış yönetim kurulu olarak da bilinen bu taktikte, şirket ana

sözleşmesinde yönetim kurulu üç sınıfa ayrılmıştır. Söz konusu gruplardan biri her yıl seçilirken, üçte biri birkaç yıl için, diğer grup da farklı zaman diliminde seçilmektedir (Bebchuk ve Cohen, 2005: 411-412; Bates ve diğerleri, 2008: 656-657; Rose, 2009: 113; Gaughan, 2007: 185). Bu taktik bütün yönetim kurulu üyelerinin aynı zaman diliminde seçilmesini engelleyerek ele geçirmek isteyen şirketin, hedef şirketin hisselerinin çoğuna sahip olsa bile, hedef şirketin ele geçirilmesi zorlaştırmaktadır. Aşamalı yönetim kurulunun bu özelliği bu taktiğin ele geçirmelere karşı güçlü bir savunma olmasını sağlamaktadır (Bebchuk ve diğerleri, 2009: 791; Faleye, 2007: 501-503; Gompers ve diğerleri, 2003: 114; Guo ve diğerleri, 2008: 274). Örneğin kimi yönetim kurulu üyeleri iki yılda bir seçilirken, kimileri de her dört yılda bir seçilir, bu sayede şirket, yönetimi değiştirmek için dört yıl beklemek istemeyeceğinden satın almaktan vazgeçebilmektedir.

*Çift Sınıflı Menkul Kıymetler*, şirketin hisse senetlerini farklı oy verme hakkı olan iki sınıfa ayırmaktadır (Amoake-Adu ve Smith, 2001: 1084). Genellikle mevcut adi hisse senetleri sahiplerine hisse başına bir oy verme hakkı tanırken, yeni sınıf hisse senetleri hisse başına on oy verme hakkı tanıyabilmektedir. Hedef şirket yeni sınıf hisse senetlerini hisse sahiplerine dağıtmaktadır (Gompers ve Metrick, 2010: 1052). Amaç, daha yüksek oy hakkına sahip, ancak düşük kârpayı ve pazarlanabilirlik özelliklerine sahip hisse senetlerini hisse sahiplerine dağıtmakla yatırımcılara cazip gelmeyen bu hisse senetlerini, hisse senedi sahipleri tekrar adi hisse senetleriyle değiştirmelerinin sağlanmasıdır. Bu taktik hedef şirketi korumada etkili olmaktadır. Çünkü ele geçirmeye girişen şirketin, hedef şirketin yönetimi dışındaki hisse senetlerinin tamamını ele geçirmede başarılı olsa bile, yönetimi değiştirme ve amacına ulaşmada yeterli oy çoğunluğuna sahip olamamaktadır (Ruback, 1986: 60; Van Horne, 2001: 701).

*Süper çoğunluk taktiği*, şirketteki birleşmenin onaylanması için hisse senedi sahiplerinin yüzde 75-85'inin birleşme lehinde karar alması gibi bir düzenlemenin yapılarak ele geçirmelerin önüne geçilmesi olarak tanımlanmaktadır (Brigham ve Houston, 2001: 939: 703; Frankforter ve diğerleri, 2000: 324-325). Süper çoğunluk hedef şirket yönetiminin ele geçirmeleri önlemek için ihtiyaç duyduğu hisse senedi sayısını azaltmaktadır. Diğer bir ifadeyle yönetim bu taktiği kullanarak daha az hisseyle şirketin kontrolünü elde tutabilir. Bu durum ele geçirme girişiminde bulunan şirketleri hedef şirket yönetimiyle müzakere etmeye zorlamaktadır (Haris, 1990: 615). Süper çoğunluk taktiği uygulandığında şirketin blok hisselerini elinde tutan hissedarlar şirketin kontrolünü kaybetse bile, şirketin birleşmesine karşı pozisyon olarak ele geçirmeleri engelleyebilirler. Bu taktik hedef şirketin yönetimine ve hissedarlarına söz konusu şirketin kontrolünü ele geçirmek isteyenlerin planlarını bozmasına olanak sağlayabilir ve belirli blok hisseleri ele geçirme arayışında olanların cesaretini kırabilir (Bebchuk ve diğerleri, 2009: 792).

### **3. Borçlu Sermaye Yapısı (Leveraged Recapitalization)**

Borçlu sermaye yapısı taktiği bir şirketin hisse senedi sahiplerine yüksek kâr payı ödemesi yapmak ya da hisse senetlerini tekrar geri satın almak amacıyla önemli oranda ilave borca girmesidir (Ryngaert ve Scholten, 2010: 23; DePamphilis, 2011: 120). Dolayısıyla bu taktikte, alınan yüksek düzeydeki borç ya kâr payı ödemesinde ya da hisse senetlerinin geri satın alınmasında kullanılmaktadır. Borçlu sermaye yapısında asıl amaç, şirketi yüksek borçlu hale getirerek, şirketin ele geçirme maliyetini artırmaktır. Borçlu sermaye yapısı şirketin finansal borçlarını önemli oranda artırmakta, bu sayede ele geçirme girişimleri engellenmiş olmaktadır. Ayrıca, bu taktik hisse senedi sayısını artırmak ve mevcut yönetimin kontrolünü güçlendirmek

için kullanılmaktadır (Gitman, 2003: 730). Her iki durumda da şirketin sermaye yapısı büyük ölçüde değişir. Hisse senetlerinin geri satın alınmasında, şirketin uzun vadeli borçları artarken öz sermayesi de artar. Alınan yüksek orandaki borcun kâr payı ödemesinde kullanılması durumunda ise şirketin dolanımında bulunan hisse sayısında bir azalma meydana gelmesi de kazancın önemli bölümü kâr payı olarak dağıtıldığı için sermaye yapısı borçtan yana değişir. Şirketin almış olduğu bu tavır ele geçirme girişimlerini önleyebilir (Dağlı, 2001: 466). Sağlanan yüksek kâr payı ödemeleri şirketin hisse senetlerine olan talebini, dolayısıyla hisse senedi fiyatlarını önemli oranda artırabilir ve söz konusu şirketin ele geçirmelere karşı çekiciliği azaltmış olmaktadır. Ancak bu taktiğin dezavantajı, yüksek düzeyde borçlanan firmanın iflas riskiyle karşı karşıya kalma ihtimalidir.

#### **4. Emeklilik Paraşütü (Pension Parachute)**

Emeklilik paraşütünün amacı, hedef şirketi ele geçiren şirketin emeklilik fonunda birikmiş nakdi kullanmasını engellemektir (Gompers ve diğerleri, 2003: 149; Rauh, 2006: 379-381). Bu taktik ele geçirme girişiminde bulunan şirketin, hedef şirketin emeklilik fonunu kullanmasını ve ele geçirme girişimini finanse etmesini önlemek amacıyla geliştirilmiştir. Hedef şirketin ele geçirme girişimiyle karşılaştığında emeklilik fonu varlıklarını, örneğin emeklilik ödemelerini artırma gibi, sadece emeklilik fonu katılımcılarının yararına kullanmasıdır (Downes ve Goodman, 1998: 498).

#### **5. Çalışanları Ortak Yapma Planı (Employee Stock Ownership Plan-ESOP)**

Bu taktikte, çalışanları şirkete ortak yapma planı çerçevesinde toplanan fonlar, söz konusu şirketin hisse senetlerine yatırılarak şirketin kontrolündeki değişimi önlemeye dönük olarak çalışanlar da şirketin ortağı haline getirilmektedir (Rauh, 2006: 380; Bartkus, 1997: 331-332). Procter and Gamble şirketi hisselerinin %20'sini çalışanlarına vermiştir. Söz konusu plan dâhilinde sahip olunan hisseyle birlikte toplam pay %85 seviyelerine kadar çıkmıştır (Brigham ve Houston, 2001: 940). Çalışanlar çalıştığı işletmeye ortak olunca, kendisini işletmenin sahibi olarak görmeye başlayacak bununda uzun dönemde işletmenin performansına olumlu yansıması beklenir. Bu durumda çalışan sadece ücretini düşünmez, işletmenin sahibi gibi işletmenin devamını ve firma değerini maksimize etmeyi düşünür.

Küçük tasarrufları bir araya getirerek büyük bir sermaye birikimini oluşturan ESOP'un çalışanlara sağladığı diğer bir yarar ise onların motivasyonunu artırmasıdır. Çalışanın motivasyonunun artmasıyla da verimlilik artar, işletme büyür, işletmenin hisse senedi piyasa değeri yükselir. Böylece yükselen hisse senedi ile hem çalışanın kendisi, hem de işletme kazançlı çıkar (Işık, 2011: 273). İşverenin ESOP sayesinde edinebileceği avantajları; işletmeye alternatif bir fon kaynağı sağlaması ve vergide elde edilen indirimler olarak sıralanabilir (Salkınç ve Bal, 2007). Çalışanları ortak yapma planının bu avantajları yanında, hissedarın çıkarına uygun olan ele geçirmelerin önlenmesi, yeni hisse senedi çıkarılması halinde hisse senedi başına kârda görülen düşme (hisse senedinin sulandırılması) gibi dezavantajları bulunmaktadır (Ding ve Sun, 2001: 261).

Ele geçirilme girişiminin çalışanlar tarafından, iş güvenceleri ve çalışma koşulları açısından bir tehlike olarak algılanma potansiyeli yüksek olacağından, çalışanların hisse senetlerine sahip olduktan sonra ele geçirme girişimine karşı oy kullanacakları varsayılır ve ele geçirme girişiminin başarısızlıkla sonuçlandırılması beklenir (Yıldırım, 2009: 342). Bu taktiğin şirketin başka şirket tarafından ele geçirilmesini engellemedeki etkinliği, bu kapsamdaki hisse

senetlerine yönetim dışındaki çalışanların sahip olmasından kaynaklanmaktadır. Yöneticiler dışındaki çalışanlar başka bir şirket tarafından yapılacak satın alma teklifine karşı daha isteksiz, daha çekimsiz davranabilir, daha yüksek fiyat isteyebilmektedirler. Söz konusu plan, bu tür ortaklara ait hisselerin fiyatını, alıcı şirketin yönetimini ele geçirmek için ihtiyaç duyduğu hisse miktarının çalışanların ortaklık payına oranının büyüklüğüne bağlı olarak artırmaktadır (Akgüç, 1998: 918).

## B. ELE GEÇİRME TEKLİFİ SONRASI SAVUNMA TAKTİKLERİ (POST-BID DEFENCE TACTICS)

Kısa dönemli taktikler olarak bilinen teklif sonrası savunma taktikleri ise hedef şirketin ele geçirme girişimiyle karşılaşmasından sonra aldığı geçici, önleyici tedbirleri içermektedir (Johansson ve Torstensson, 2008: 10). Bu tür taktikler, hedef şirketin ele geçirmeye çalışan şirkete yönelik finansal cevapları olarak tanımlanmaktadır. Bu taktiklerde ortak düşünce şirketin durumunu kötü göstererek şirketin çekiciliğinin azaltılması ve bu sayede ele geçirmelerin önlenmesi amaçlanmaktadır. Başlıca ele geçirme teklifi sonrası savunma taktikleri; en değerli varlık savunması, beyaz şövalye, toplayıcılar, taraftar hapi, yakılmış tarla, durağanlık anlaşması, planlanmış satın almalar, propaganda, dava açma ve makarna savunması olarak sıralanabilir.

### 1. En Değerli Varlık Savunması (Crown Jewel Defence)

Bir şirketin en değerli iş kolunu ya da bölümünü elden çıkarması olarak bilinmektedir (Gordon, 2003: 6). Bu iş kolu elden çıkarılarak elde edilen kazançlar hisse senedi satın almada, hissedarlara büyük miktarda kâr payı ödemesinde kullanılmaktadır (Weston ve Weaver, 2001: 248). Ayrıca, hedef şirket ele geçirilme girişimi sona erinceye kadar en değerli varlıklarını ya da iş alanını beyaz şövalye denilen, dostça davranan üçüncü bir kişiye belli bir ücret karşılığında geri satın almak kaydıyla satması ya da bu değerli varlıklarını ayrı bir işletmede tutması ya da ödünç vermesi, hedef şirketin çekiciliğini azaltmakta ve şirketin değerini düşürerek ele geçirmeyi ekonomik olmayan bir yöntem olarak göstermektedir. Bu taktik beraberinde riski de getirmektedir. Değerli varlıkların satılması durumunda elde edilen büyük miktardaki nakit, hedef şirketi ele geçirmek isteyen şirket için daha çekici hale getirebilir (Johansson ve Torstensson, 2008: 15).

### 2. Beyaz Şövalye (White Knight)

Beyaz şövalye, bir kuruluşun bir özel şirketin ya da bir kişinin başka bir şirkete yardım etme eğiliminde olmasıdır (Gorzala, 2010: 23; Gordon, 2003: 6). Uygulamada ise, hedef şirketin başka dostça davranan şirkete ele geçirme teklifinde bulunması olarak bilinmektedir. Hedef şirket ele geçirme teklifi boyunca bir beyaz şövalye arayarak bu teklifi engellemeye çalışmaktadır. Hedef şirketin mevcut yönetimi beyaz şövalyeyle mevcut pozisyonunu koruması karşılığında anlaşmaya vararak şirket üzerindeki kontrolünü devam ettirmektedir (Weston ve Weaver, 2001: 245).

Potansiyel beyaz şövalye böyle riskli bir tartışmaya girdiği için bir bedel isteyebilir. Bu bedel sadece beyaz şövalyeye verilir, ele geçirmek isteyen şirkete verilmez ve ele geçirmek isteyen şirketin çekilmesine sebep olursa, beyaz şövalyeyle yapılan bu anlaşma hedef şirketin faaliyetlerinin kullanılmasına sebep olabilir. Hedef şirketin başka şirketle ele geçirme girişiminde bulunmasının temel nedeni, iki teklif veren şirket arasında rekabeti artırma, beyaz şövalyenin hedef şirketin yönetimine karışmayacağı, şirketin bağımsız çalışacağı ve mevcut

yönetimi devam ettireceği konusunda tam güvence vermiş olması etkilidir (Gaughan, 2007: 205).

### **3. Toplayıcılar (Pac-man)**

Toplayıcılar taktiği şiddetli bir koruma yöntemi olmasının yanında nadir kullanılan bir taktiktir. Bu taktikte hedef şirket kendi hisse senetlerini piyasadan toplayarak potansiyel ele geçirmeleri engellemeye çalışmaktadır. Bu taktik diğerlerine göre daha zor, karmaşık olmakla birlikte amaca en uygun olan taktiktir (Willcox, 1988: 51; Gorzala, 2010: 24). Ancak, toplayıcılar taktiğinin kullanılması oldukça maliyetli ve her iki şirket için de yıkıcı olabilmektedir. Hisse senetlerini satın almaya güç yettirebilmek için, her iki şirket de yüksek düzeyde borç kullanmakta ve başarılı olan şirket borçlu ve finansal yönden zayıf bir şirket haline gelebilmektedir (Johansson ve Torstensson, 2008: 15).

### **4. Taraftar Hapı (People Pill)**

Şirket yönetiminin ele geçirme girişimiyle karşılaştığında aynı anda ve grup halinde istifa etmelerini içermektedir. Söz konusu şirkette yeni iş fırsatları geliştiren ve uygulayan, kritik role sahip, nitelikli işgücü ve uzman elemanların toplu halde istifa etmesi ele geçirme girişimini önlemede oldukça yararlıdır. Çünkü söz konusu hedef şirket, yetenekli işgücü kaynağının olduğu, yüksek teknolojiye sahip iş alanında faaliyet gösteriyorsa, uzman elemanların grup halinde kaybedilmesi şirketi zarara sokabilmektedir. Diğer taraftan, ele geçirmeler genellikle mevcut yönetimin uzaklaştırılmasıyla sonuçlandığından bu taktiğin başarısı özel durumlara bağlıdır (Kokot, 2006: 20).

### **5. Yakılmış Tarla (Scorched Earth)**

En değerli varlık savunması taktiğiyle benzer ve ilgili olan yakılmış tarla taktiği, hedef şirketin ele geçirme girişiminde bulunan şirketin kaynaklarından yararlanmasını engellemek amacıyla bütün değerli ürün ve kaynaklarını yok etme politikası olarak bilinmektedir (Demidova, 2007: 52; Willcox, 1988: 51). Hedef şirket değerli varlıklarını tamamını satarak ele geçirmeyi engellemeye çalışmaktadır. Hedef şirket bu değerli varlıklarını nakde çevirdiğinden kendisini ele geçirmek isteyen şirket için daha çekici olabilir. Bu yüzden, hedef şirket bu nakdi eşzamanlı olarak hissedarlara kâr payı olarak dağıtma adımını izlemelidir. Bu durumda şirketin değerinin düşmesi ve elindeki değerli varlıkların azalması alıcı şirketin girişimini engellemektedir (Bragg, 2009: 39). Ayrıca, bu taktiğin kullanılması halinde hissedarlar hisselerini satma yoluna gittiğinden ve hisse değerleri düşebildiğinden, bu taktik amacına uygun bir taktik değildir.

### **6. Durağanlık Anlaşması (Standstill Agreement)**

Durağanlık anlaşması, hedef şirketin kendisini ele geçirmek amacıyla büyük oranda hisse senedi satın alan ya da şirketi ele geçirme potansiyeli olan yatırımcılarla hisse senedi satın almayı belli bir süre erteleme hususunda ücret karşılığında anlaşmasıdır (Van Horne, 2001: 704). Bu durum genellikle alıcı firmanın hedef firma içinde önemli bir tutarda hisse senedini ele geçirip tehdit unsuru haline gelmesiyle ortaya çıkar. Bu antlaşmalar genellikle, alıcı firmanın elindeki hisse senetlerini satmaya karar vermesi durumunda, bunların başka bir potansiyel alıcının eline geçmesinin önlenmesi amacıyla, hedef firmaya bu durumu reddetme hakkı veren diğer bir antlaşmayla birlikte yapılır. Bu gönüllü anlaşma, hisseleri satın alan tarafın payını anlaşmaya varılan oran üzerine çıkarmaması ve şirketteki oyunu mevcut yönetim aleyhine kullanmaması konularını kapsamaktadır (Gorzala, 2010: 25; Emery vd., 1998: 747).

## 7. Planlanmış Satın Almalar (Targeted Repurchase)

*Yeşil posta* (greenmail), *hoşça kal öpücüğü* (goodby kiss) ve *iyi yolculuklar primi* (bon ve voyage bonus) olarak da bilinen bu taktik, hedef şirketin piyasadan hisse senetlerini toplayarak şirketteki payını artırmaya çalışan düşmanca davranabilecek bir ortaktan ya da hedef şirketin hisselerini satın almış olan ele geçirmeyi düşünen şirketten ya da yatırımcılardan, kendi hisselerini piyasa değerinin üstünde bir fiyat ödeyerek tekrar geri satın almasıdır (Gitman, 2003: 730; Gaughan, 2007: 198; Danielson ve Karpoff, 1998: 350). Bu taktik ele geçirme olasılığını bir miktar azaltır, fakat geçici olarak zarara yol açmasına karşın ele geçirme tekliflerinin rakiplerin tekliflerinin altına inmesini engellediğinden ve şirketin kaldıracını artırdığından dolayı hissedarlara zarar vermeyebilir (Heron ve Lie, 2006: 1783). Planlanmış satın almalar taktiği, hissedarın amacının uzun dönemli şirket yönetiminden ziyade, kısa dönemli kâr olması halinde geçerli olan bir taktiktir. Bu taktik şirket ele geçirmelerini önlemek için etkin ve basit olmasının yanında oldukça maliyetli bir taktiktir (Pearce ve Robinson, 2004: 20).

## 8. Propaganda

Bu taktikte, hedef şirket kitle iletişim araçlarını kullanarak, ele geçirme girişiminden devletin haberdar olmasını sağlamaktadır. Bu sayede hedef şirket ele geçirmeye karşı kullandığı argümanlarla pozitif imajını yükseltmekte, ülke ve bölge için önemini vurgulamakta ve aynı zamanda, ele geçirmeye çalışan şirket üzerinde kamuoyu baskısı oluşturmaktadır. İyi organize olmuş propaganda kampanyası devlet yönetiminin pozisyonunu, hisse sahipleri ve halkın genel olarak şirket lehindeki düşünceleri üzerinde olumlu bir etki bırakabilmektedir (Kokot, 2006: 20).

## 9. Dava Açma (Litigation)

Ele geçirme teklifinde bulunan şirkete karşı geliştirilen teklif sonrası savunma taktikleri içerisinde en yaygın kullanılan taktiklerden biri olan dava açma, hedef şirketin ele geçirme teklifinde bulunan şirketin hileli davrandığı, anti tröst yasalarına ve sermaye piyasası kanununa aykırı davrandığı gerekçesiyle dava açmasıdır (Demidova, 2007: 53; DePamphilis, 2011: 121; Ruback, 1986: 64). Hukuk davalarının hangi sebeplerle açılacağı, ülkeden ülkeye yasal düzenlemeler farklı olduğundan değişiklik göstermektedir. Açılacak davalara örnek vermek gerekirse bunlar; tekelleşmeyi önlemeye yönelik, kamuyu aydınlatmada kusur, sahtekârlık olarak gösterilebilir. Bu taktiğin kullanılması üç amaca hizmet etmektedir. *i) ilki*, ele geçirme teklifini veren şirketin girişimini geciktirerek, başka daha makul teklifte bulunabilecek şirketlerin sürece dâhil edilmesinin sağlanması *ii) ikincisi*, teklif veren şirketlerin mahkeme sürecinin son bulması konusunda hedef şirketi ikna etmesi için önceki teklifini artırmasının sağlanması, *iii) üçüncüsü*, hedef şirketin yönetimine psikolojik destek sağlanması (Gorzala, 2010: 23; Gaughan, 2007: 227).

## 10. Makarna Savunması (Macaroni Defense)

Makarna savunması taktiği, hedef şirketin, ele geçirilmesi durumunda daha yüksek bir fiyattan itfa edilmeyi garanti eden büyük miktarda tahvil ihraç etmesidir. Bu taktiğe makarna savunması denilmesinin nedeni, şirketin tehlikede olması durumunda tahvillerin itfa fiyatı tencerede pişen makarna gibi genişlemektir. Bu taktik oldukça faydalı olmasına rağmen, hedef şirketin aşırı borca girmesi söz konusu olabileceğinden hedef şirket faiz ödemelerini

yerine getirememe tehlikesiyle karşılaşabilir (Briscoe ve Fuller, 2007: 207; Downes ve Goodman, 1998: 421).

#### IV. SONUÇ

Çalışmada öncelikle ele geçirme kavramı ve ele geçirmenin amaçları ayrıntılı olarak irdelenmiştir. Daha sonra Dünyadan ve Türkiye'den ele geçirme örneklerine yer verilmiştir. Üçüncü bölümde ele geçirme girişimlerine karşı geliştirilen ele geçirme teklifi öncesi ve sonrası savunma taktikleri ele alınmıştır.

Şirketler arası birleşmeler her zaman tarafların karşılıklı anlaşması ve isteğiyle gerçekleşmemektedir. Hedef şirketin yönetimi ele geçirmeye karşı çıkabilir ve bu ele geçirme girişimlerini önlemek için zehirli haplar, köpekbalığı kalkanı, altın paraşüt, aşamalı yönetim kurulu, emeklilik paraşütü ve süper çoğunluk gibi ele geçirme teklifi öncesi savunma taktikleri yanında; beyaz şövalye, durağanlık anlaşması, toplayıcılar, yakılmış tarla, makarna savunması, propaganda ve planlanmış satın almalar gibi ele geçirme teklifi sonrası savunma taktikleri geliştirebilirler.

Uzun dönemli taktikler olarak bilinen teklif öncesi savunma taktikleri, alıcı şirketin teklifi gerçekleşmeden önce uzun dönemli bir çalışma planı çerçevesinde hedef şirket tarafından alınan önlemleri ifade etmektedir. Kısa dönemli taktikler olarak bilinen teklif sonrası savunma taktikleri ise hedef şirketin ele geçirme girişimiyle karşılaşmasından sonra aldığı geçici, önleyici tedbirleri içermektedir. Teklif öncesi savunma taktiklerinde hedef şirket düşmanca davranan şirket ile karşılaşmamakta, teklif sonrası savunma taktiklerinde ise düşmanca davranan şirketi defetmek için bir mücadelede bulunmaktadır.

Bir şirketin ele geçirilmesinin önlenmesinde bu savunma taktikleri etkili olabilmektedir. Ancak, ele geçirmeyi önlemenin en etkin yolu, şirketin iyi biçimde yönetilerek şirket değerini en yüksek düzeye yükseltmektir. Piyasada yüksek değerlenmiş bir şirketi satın almanın maliyetli olduğu, düşük değerlenmiş bir şirketin ise ele geçirilme riskiyle karşı karşıya kalacağı bilinmelidir. Şirketin piyasa değeri en yüksek düzeye ulaşmadığı sürece şirketin başka bir şirket tarafından satın alınması olasılığı her zaman mevcut olacaktır. Hisse senetlerinin değeri maksimize edilerek hissedarların tatmin olması ve şirket kontrolünün değişme olasılığının azaltılması sağlanmış olmaktadır.

Şirketin ele geçirilmesini önlenmesinde şirketin kâr payı ödemelerinde ve hisse senedi fiyatlarında devam eden büyüme etkili olabilir. Şirketin başarılı bir yönetim sergilemesi yönetim ekibinin hissedarların büyük bir kitlesinin desteğini almasını sağlayabilir. Gerek kişi başına kâr paylarının yüksek olması gerekse hisse senetlerinin değerinin yüksek olması şirkete ve yönetime olan güveni artırmakta ve ele geçirmek isteyen şirketin de işini zorlaştırmaktadır (Coyle, 2000: 97).

Hedef şirket, ele geçirme girişimiyle karşılaştığında savunma taktiklerini iyi organize etmeli ve uygulamalıdır. Hedef şirket bu savunma taktiklerini gerçekleştirmeden önce hissedarları olası ele geçirme teklifini neden kabul etmemeleri gerektiği konusunda ikna etmeye çalışmalıdır. Yöneticiler, gelecekte şirketin kişi başına gelirinin artacağını, şirketin gelecekte iş potansiyelinin güçlü olacağını, kişi başına kar paylarının artacağını, şirketin varlıklarının çok değerli olduğunu ve olası teklifin bu fiyatları yansıtamayacak kadar düşük olduğunu söyleyerek şirketin hissedarlarını ikna etmelidirler.



Ele geçirmeye karşı uygulanan savunma taktiklerinin şirket tarafından sürekli dinamik bir şekilde, esnek bir yapı dâhilinde değişikliklere cevap verebilecek şekilde güncellenmesi gerekmektedir. Ayrıca bu taktiklerin başarısı şirketin durumuna göre değişiklik göstermektedir. Bir şirket tarafından etkin olarak kullanılan bir taktik, diğer bir şirket tarafından etkin olarak kullanılmamaktadır. Bu yüzden, söz konusu taktiklerin şirketin bünyesine göre hazırlanması, yeni bir bakış açısıyla tekrar gözden geçirilmesi ve iyileştirilmesi gerekmektedir.

## KAYNAKÇA

Agrawal, Anup ve Knoeber, Charles R., “Managerial Compensation and the Threat of Takeover”, *Journal Financial Economics*, 47, (1998), p. 219–339.

Akgüç, Öztin, *Finansal Yönetim*, Avcıol Basım, 7. Baskı, İstanbul, 1998.

Amihud, Yakov ve Lev, Baruch, “Risk Reduction as a Managerial Motive for Conglomerate Mergers”, *Bell Journal of Economics*, 12, (1981), p. 605–617.

Amoake-Adu, Ben ve Smith, Brian, “Dual Class Firms: Capitalization, Ownership Structure and Recapitalization Back into Single Class”, *Journal of Banking and Finance*, 25, (2001), p.1083-1111.

Arslan, Halil Bader, “Cross-Border Bank Acquisitions: Financial and Managerial Analysis of BNP Paribas-TEB Deal”, *International Research Journal of Finance and Economics*, 9, (2007), p. 38-49.

Bagnoli, Mark ve Lipman, Barton, “Stock Price Manipulation Through Takeover Bids”, *RAND Journal of Economics*, 27(1), 1996, p.124-147.

Bartkus, Barbara R., “Employee Ownership as Catalyst of Organizational Change”, *Journal of Organizational Change Management*, 10(4), 1997, p. 331 – 344.

Bates, Thomas W, Becher, David A ve Lemmon, Michael L., “Board Classification and Managerial Entrenchment: Evidence from the Market for Corporate Control”, *Journal of Financial Economics*, 87, (2008), p. 656-677.

Bebchuk, Lucian A, Cohen, Alma ve Ferrell, Allen, “What Matters in Corporate Governance?” *Review of Financial Studies*, 22(2), 2009, p. 783–827.

Bebchuk, Lucian A. ve Cohen, Alma, “The Costs of Entrenched Boards”, *Journal of Financial Economics*, 78 (2005), p. 409–433.

Bebchuk, Lucian A. ve Kamar, Ehud, “Bundling and Entrenchment”, *Harvard Law Review*, 123, (2010), p. 1551–1595.

Bebchuk, Lucian ve Hart, Oliver, “Takeover Bids vs. Proxy Fights in Contests for Corporate Control”, Working Paper 8633, 2001, [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=290584](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=290584) (05.03.2012).

Bhagat, Sanjai ve Jefferis, Richard H., “Voting Power in the Proxy Process: The Case of Antitakeover Charter Amendments”, *Journal of Financial Economics*, 30(1), 1991, p. 193–225.

Bhagat, Sanjai, Malhotra, Shavin, ve Zhu, PengCheng, “Emerging Country Cross-Border Acquisitions: Characteristics, Acquirer Returns and Cross-Sectional Determinants”, *Emerging Markets Review*, 12, (2011), p. 250–271.

Bhanot, Karan, Mansi, Sattar A. ve Wald, John K., “Takeover Risk and The Correlation between Stocks and Bonds”, *Journal of Empirical Finance*, 17, (2010), p. 381–393.

Borokhovich, Kenneth A, Brunarski, Kelly R ve Parrino, Robert, “CEO Contracting and Antitakeover Amendments”, *The Journal of Finance*, 52(4), 1997, p. 1495-1517.

Bragg, Steven M, *Merger and Acquisitions: A condensed Practitioner’s Guide*, John Wiley and Sons, New Jersey, 2009.

Brennan, Niamh M., Caroline, A. Daly ve Claire S., Harrington, “Rhetoric, Argument and Impression Management in Hostile Takeover Defense Documents”, *The British Accounting Review*, 42, (2010), p. 253–268.

Brickley, James A., Coles, Jeffery L. ve Terry, Rory L., “Outside Directors and the Adoption of Poison Pills”, *Journal of Financial Economics*, 35(3), 1994, p. 371–390.

Brickley, James A., Lease, Ronald C. ve Smith Jr., Clifford W., “Ownership Structure and Voting on Antitakeover Amendments”, *Journal of Financial Economics*, 20, (1988), p. 267–286.

Brigham, Eugene F. ve Houston, Joel F., *Fundamentals of Financial Management*, Horcourt College Publishers, Ninth Edition, Orlando, 2001.

Briscoe, Simon ve Jane Fuller, *Harriman’s Financial Dictionary*, Harriman House, First Published, Hampshire, 2007.

Bugeja, Martin, “Voluntary Use of Independent Valuation Advice by Target Firm Boards in Takeovers”, *Pacific-Basin Finance Journal*, 15, (2007), p. 368–387.

Cai, Mingchao, Li, Yue, Wang, Yongxiang ve Xu, Rong, “Is the More able Manager Always Safer from Takeover?”, *Economic Modelling*, 27, (2010), p. 28–31.

Chakraborty, Atreya, “Golden Parachutes and Shark Repellents and Shareholders’ Interest: Some New Evidence”, *Global Finance Journal*, 18, (2008), p.373-384.

Chemmanur, Thomas J., Bradford, D. Jordan, Liu, Mark H ve Wu, Qun, “Antitakeover Provisions in Corporate Spin-offs”, *Journal of Banking & Finance*, 34, (2010), p.813–824.

Chemmanur, Thomas ve Jiao, Yawen, *Dual Class IPOs, Share Recapitalization, and Unifications: A Theoretical analysis*, Working Paper, Boston College and Rensselaer Polytechnic Institute, 2005.

Coates, John, “Takeover Defenses in the Shadow of the Pill: A Critique of the Scientific Evidence”, *Texas Law Review*, 79, (2000), p. 271–382.

Comment, Robert ve Schwert, G. William, “Poison or Placebo? Evidence on the Deterrence and Wealth Effects of Modern Antitakeover Measures”, *Journal of Financial Economics*, 39(1), 1995, p.3–43.

Coyle, Brian, *Corporate Finance, Mergers and Acquisitions*, Glenlake ve Amacom Books, Chicago III, 2000.

Dağlı, Hüseyin, *Finansal Yönetim*, Derya Kitapevi, İkinci Baskı, Trabzon, 2001.

Daines, Robert ve Klausner, Michael, “Do IPO Charters Maximize Firm Value? Antitakeover Protection in IPOs”, *Journal of Law Econ. Org.* 17(1), 2001, p. 83–120.

Danielson, Morris G ve Karpoff, Jonathan, “Do Pills Poison Operating Performance?”, *Journal of Corporate Finance*, 12, (2009), p. 536-559.

Danielson, Morris G. ve Karpoff, Jonathan M.,” On the Uses of Corporate Governance Provisions”, *Journal of Corporate Finance*, 4, (1998), p. 347–371.

DeAngelo, Harry ve Rice, Edward, “Antitakeover Charter Amendments and Stockholder Wealth”, *Journal of Financial Economics*, 11, (1983), p. 329–360.

Demidova, Elena, “Hostile Takeover and Defenses Against Them in Russia”, *Problems of Economic Transition*, 50(5), 2007, p.44-60.

DePamphilis, Donald, *Mergers, Acquisitions, and Other Restructuring Activities: An Integrated Approach to Process, Tools, Cases, and Solutions*, 5th edition, Elsevier Academic Press, Amerika, 2010.

DePamphilis, Donald” *Mergers, Acquisitions, and Other Restructuring Activities: An Integrated Approach to Process, Tolls, Cases, and Solutions*, Sixth edition, Academic press, Amerika, 2011.

Dickerson, Andrew P., Heather D. Gibson ve Euclid, Tsakalotos, “Takeover Risk and the Market for Corporate Control: the Experience of British Firms in the 1970s and 1980s”, *International Journal of Industrial Organization*, 20, (2002), p. 1167–1195.

Ding, David K. ve Sun, Qian, “Causes and Effects of Employee Stock Option Plans: Evidence from Singapore”, *Pacific-Basin Finance Journal*, 9, (2001), p. 563–599

Downen, Richard J, Johnson, James M ve Jensen, Gerard R., “Poison Pills and Corporate Governance”, *Applied Financial Economics*, 4, (1994), p.305-313.

Downes, John ve Jordan Eliot Goodman, *Barron’s Finance and Investment Handbook*, Barron’s Educational Series, Fifth Edition, New York, 1998.

Eckbo, B. Espen, “Bidding Strategies and Takeover Premiums: A Review”, *Journal of Corporate Finance*, 15, (2009), p. 149–178.

Emery, Douglas R., John D. Finney ve John D. Stone, *Principles of Financial Management*, Prentice Hall, New Jersey, 1998.

Evans, Jocelyn D. ve Hefner, Frank, “Business Ethics and the Decision to Adopt Golden Parachute Contracts: Empirical Evidence of Concern for All Stakeholders”, *Journal of Business Ethics*, 86, (2009), p. 65–79.

Faleye, Olubunmi, “Classified Boards, Firm Value, and Managerial Entrenchment”, *Journal of Financial Economics*, 83, (2007), p. 501–529.

Frakes, Michael D., “Classified Boards and Firm Value”, *Del. Journal Corporation Law*, 32, (2007), p. 113–151.

Frankforter, Steven, Berman, Shawn ve M. Jones, Thomas, “Boards of Directors and Shark Repellents: Assessing the Value of an Agency Theory Perspective”, *Journal of Management Studies*, 37(3), 2000, p. 321-348.

Furfine, Craig H. ve Rosen, Richard J., “Mergers Increase Default Risk”, *Journal of Corporate Finance*, 17, (2011), p. 832–849.

Gaughan, Patrick A, *Mergers, Acquisitions and Corporate Restructurings*, John Wiley and Sons, Fourth Edition, New Jersey, 2007.

Gelman, Sergey ve Wilfling, Bernd, “Markov-Switching in Target Stocks during Takeover Bids”, *Journal of Empirical Finance*, 16, (2009), p. 745–758.

Gitman, Lawrence J., *Principles of Managerial Finance*, Bıçaklar Kitapevi, Tenth Edition, Ankara, 2003.

Gompers, Paul A. ve Metrick, Andrew, “Extreme Governance: An Analysis of Dual-Class Firms in the United States”, *Review of Financial Studies*, 23(3), 2010, p.1051-1088.

Gompers, Paul A., Ishii, Joy L. ve Metrick, Andrew, “Corporate Governance and Equity Prices”, *Quantitative Journal of Economics*, 118, (2003), p. 107–155.

Gordon, Jeffrey N., *An American Perspective on the New German Anti-Takeover Law*, Harvard Law School John M. Olin Center for Law, Economics and Business Discussion Paper Series, 2003.

Gort, Michael, “An Economic Disturbance Theory of Mergers”, *Quarterly Journal of Economics*, 83, (1969), p. 624–642.

Goetz, Jeannette, *The Art of Hostile Takeover Defense*, Igel Verlag, Hamburg, 2010.

Grossman, Sanford J. ve Hart, Oliver D., “Takeover Bids, the Free-Rider Problem, and the Theory of the Corporation”, *Bell Journal of Economics*, 11, (1980), p. 42–64.

Guo, Re-Jin, Kruse, Timothy A. ve Nohel, Tom, “Undoing the Powerful Anti-takeover Force of Staggered Boards”, *Journal of Corporate Finance*, 14, (2008), p. 274–288.

Haan, Marco A. ve Riyanto, Yohanes, “The Effects of Takeover Threats on Shareholders and Firm Value”, *Journal of Economic Behavior & Organization*, 59, (2006), p. 45–68.

Harris, Ellie, “Antitakeover Measures, Golden Parachutes, and Target Firm Shareholder Welfare”. *Rand Journal of Economics*, 21(4), 1990, p. 614–625.

Henry, Darren, “Corporate Governance and Ownership Structure of Target Companies and the Outcome of Takeovers”, *Pacific-Basin Finance Journal*, 12, (2004), p.419– 444.

Heron, Randall A ve Lie, Erik, “On the Use of Poison Pills and Defensive Payouts by Takeover Targets”, *The Journal of Business*, 79(4), 2006, p. 1783-1807.

Hwang, Sunwoo ve Kim, Woochan, “Managerial Entrenchment of Anti-takeover Devices: Quasi-experimental Evidence from Korea”, *Pacific-Basin Finance Journal*, 20, (2012), p. 614–638.

Işık, Sevgi, “Amerika’da Mülkiyetin Tabana Yayılması Çerçevesinde Çalışanların Hisse Senedi Sahipliği Planı (ESOP)”, *Çalışma ve Toplum*, 1, (2011), p.265-278.

Jarrell, Gregg A ve Poulsen, Annette B., “Shark Repellents and Stock Prices: The Impact of Antitakeover Charter Amendments since 1980”, *Journal of Financial Economics*, 19 (1), 1987, p.127–168.

Jensen, Michael C., “Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers”, *American Economic Review*, 76(2), 1986, p. 323–329.

Jensen, Michael C., “Takeovers: Their Causes and Consequences”, *Journal of Economic Perspectives*, 2(1), 1988, p. 21–48.

Johansson, Markus ve Torstensson, Martin, *Hostile Takeovers: The Power of The Prey*, Jönköping International Business School, Master’s Thesis in Finance, 2008.

Kahan, Marcel ve Rock, Edward B., “How I Learned to Stop Worrying and Love the Pill: Adaptive Responses to Takeover Law”, *The University of Chicago Law Review*, 69 (3), 2002, p. 871-915

Kıymaz, Halil ve Kılıç, Osman, 2004, "International Mergers and Acquisitions: A Jump Diffusion Model Application", *Journal of Economics and Finance*, 28(2), 2004, p.239-251.

Knoeber, Charles, "Golden Parachutes, Shark Repellents, and Hostile Tender Offers", *The American Economic Review*, 76, (1986), p. 155-167.

Kokot, Katerina S, "The Art of Takeover Defence", *The Ukrainian Journal of Business Law*, September, (2006), p.18-20.

Kwoka, John ve Pollitt, Michael, "Do Mergers Improve Efficiency? Evidence from Restructuring the US Electric Power Sector", *International Journal of Industrial Organization*, 28, (2010), p. 645–656.

Linn, Scott C. ve McConnell, John J., "An Empirical Examination of Antitakeover Amendments on Common Stock Prices". *Journal of Financial Economics*, 11(1-4), 1983, p. 361–399.

Malatesta, Paul H. ve Walkling, Ralph A., "Poison Pill Securities, Stockholder Wealth, Profitability, and Ownership Structure". *Journal Financial Economics*, 20, 1988, p. 347–376.

Mandacı, Pınar Evrim, "Şirketlerin Birleşme ve Satınalma Duyurularının Hisse Senedi Fiyatları Üzerine Etkileri", *İktisat İşletme ve Finans Dergisi*, 19 (225), 2004, p. 118-124.

Martynova, Marina ve Renneboog, Luc, "What Determines the Financial Decision in Corporate Takeovers: Cost of Capital, Agency Problems, or the Means of Payments?", *CentER Discussion Paper Series No. 2008-66, TILEC Discussion Paper No. 2008-028*, [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1192566](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1192566), 10.03.2012.

McWilliams, Victoria B., "Managerial Share Ownership and The Stock Price Effects of Antitakeover Amendment Proposals", *Journal of Finance*, 45(5), 1990, p. 1627–1640.

Meade, Nancy ve Davidson, Dan, "The Use of "Shark Repellents" to Prevent Corporate Takeovers: An Ethical Perspective", *Journal of Business Ethics*, 12, (1993), p. 83-92.

Meulbroek, Lisa K, Mitchell, Mark L, Mulherin, J. Harold, Netter, Jeffery M ve Poulsen, Annette B., "Shark Repellents and Managerial Myopia: An Empirical Test", *Journal of Political Economy*, 98(5), 1990, p.1108- 1117.

Mukherjee, Tarun K. ve Várela, Oscar, "Corporate Operating Performance Around the Proxy Contest", *Journal of Business Finance & Accounting*, 20 (3), 1993, p. 417-425.

Mulherin, J. Harold ve Poulsen, Annette B., "Proxy Contests and Corporate Change: Implications for Shareholder Wealth", *Journal of Financial Economics*, 47, 1998, p. 279-313.

Oded, Jacob, "Stock Repurchases: How Firms Choose between a Self Tender Offer and an Open-Market Program", *Journal of Banking & Finance*, 35, (2011), p. 3174–3187.

Pearce II, John A. ve Robinson, Richard B., "Hostile Takeover Defenses That Maksimize Shareholder Wealth", *Business Horizons*,47(5), September ve October, (2004), p.15-24.

Rauh, Joshua D., "Own Company Stock in Defined Contribution Pension Plans: A Takeover Defense?", *Journal of Financial Economics*, 81, (2006), p. 379–410.

Rose, Morgan J., "Heterogeneous Impacts of Staggered Boards by Ownership Concentration", *Journal of Corporate Finance*, 15, (2009), p. 113–128.

Ruback, Richard S., *An Overview of Takeover Defenses*, Sloan School of Management, Cambridge, Working Paper no 1836-86, September, 1986.

Ryngaert, Michael ve Scholten, Ralph, "Have Changing Takeover Defense Rules and Strategies Entrenched Management and Damaged Shareholders? The Case of Defeated Takeover Bids", *Journal Of Corporate Finance*, 16(1), 2010, p. 16–37.

Sakınç, İlker ve Bal, Hasan, "Alternatif Bir Finansman Aracı: Çalışanları Hissedar Yapma Planı (ESOP)", *E-Yaklaşım*, 44, (2007), <http://www.yaklasim.com/mevzuat/dergi/makaleler/2007039057.htm>, 14.05.2012.

Sarikamış, Cevat, *Satın Almalar ve Yeniden Yapılanma, Şirket Birleşmeleri*, Avcıol Basım Yayım, 1. Baskı, İstanbul, 2003.

Sarıq, Oded ve Talmor, Eli, "In Defence of Desensive Measures", *Journal of Corporate Finance*, 3, (1997), p. 277-297.

Scharfstein, David, "The Disciplinary Role of Takeovers", *The Review of Economic Studies*, 55(2), 1988, p.185–199.

Schnitzer, Monica (1996), "Hostile versus Friendly Takeovers", *Economica*, 63, (1996), p. 37–55.

Schoenberg Richard ve Thornton, Daniel, "The Impact of Bid Defences in Hostile Acquisitions", *European Management Journal*, 24(2-3), 2006, p.142-150.

Shaw, Michael, Jonathon, Earl ve Herbert Smith, *Hostile takeover and defences*, Cross ve Border Mergers and Acquisition Handbook 2008/09, [www.practicallaw.com/acquisitions handbook](http://www.practicallaw.com/acquisitions handbook), (Erişim Tarihi: 02.09.2009).

Shmanske, Stephen ve Khan, Nabeela, "Golden Parachutes, Information, and Shareholder Value", *Atlantic Economic Journal*, 23(1), 1995, p.57-68.

Sinkovics, Rudolf R., Zagelmeyer, Stefan ve Verena, Kusstatscher, "Between Merger and Syndrome: The Intermediary Role of Emotions in four Cross-Border M&As", *International Business Review*, 20, (2011), p. 27–47.

Sokolyk, Tatyana," The Effects of Antitakeover Provisions on Acquisition Targets, *Journal of Corporate Finance*, 17, (2011), p. 612–627,

Stotz, Olaf, Wanzenried, Gabrielle ve Karsten, Döhnert, "Open-Market Purchases of Public Equity by Private Equity Investors: Size and Home-Bias Effects", *Journal of Economics and Business*, 62, (2010), p. 562–576.

Stráska, Miroslava ve Waller, Gregory, "Do Antitakeover Provisions Harm Shareholders?", *Journal of Corporate Finance*, 16, (2010), p. 487–497.

Stulz, Rene M., "Managerial Control of Voting Rights: Financing Policies and the Market for Corporate Control", *Journal of Financial Economics*, 20, (1988), p. 25–54.

Subramanian, Guhan, "Bargaining in the Shadow of Takeover Defenses", *The Yale Law Journal*, 113(3), 2003, p. 621-686

Sundaramurthy, Chamu, "Antitakeover Provisions and Shareholder Value Implications: A Review and Contingency Framework", *Journal of Management*, 26(5), 2000, p. 1005–1030.

Van Horne, James C, *Financial Management and Policy*, Bıçaklar Kitapevi Basım Yayım, Twelfth Edition, Ankara, 2001.

Wang, Hongxia, Sameh, Sakr ve Yixi, Ning-Wallace, N. Davidson, “Board Composition After Mergers, Does it Matter to Target Shareholders?”, *Journal of Empirical Finance*, 17, (2010), p. 837–851.

Washington, Marvin ve Patterson, Karen D.W., “Hostile Takeover or Joint Venture: Connections between Institutional Theory and Sport Management Research”, *Sport Management Review*, 14, (2011), p. 1–12.

Weston, J. Fred ve Samuel C. Weaver, *Mergers and Acquisitions*, The Mcgraw ve Hill, Executive MBA Series, New York, 2001.

Willcox, Tilton, “The Use of Anda Buse of Executive Powers in Warding off Corporate Raiders”, *Journal of Business Ethics*, 7, (1988), p. 47-53.

Yılgör, Ayşe Gül, *Kriz Yönetimi: Kriz Koşullarındaki İşletmelerde Finansal Yeniden Yapılandırma*, Editörler: Haluk Sumer, Helmut Pernsteiner, İstanbul Bilgi Üniversitesi Yayınları, Ekim, 2009.

Zhao, Yijiang ve Chen, Kung H., “Earnings Quality Effect of State Antitakeover Statutes”, *Journal of Accountung Public Policy*, 28, (2009), p. 92–117.

<http://en.wikipedia.org/wiki/Bankmail>, (Erişim Tarihi: 11.10.2011).

<http://wapedia.mobi/en/Whitemail#Economic>, (Erişim Tarihi: 11.10.2011).

[http://en.wikipedia.org/wiki/Killer\\_bees](http://en.wikipedia.org/wiki/Killer_bees), (Erişim Tarihi: 11.10, 2011).

<http://tr.euronews.com/tag/halka-arz/>, (Erişim Tarihi: 16.05.2012)

[http://www.emo.org.tr/ekler/27e3427c5f38a41\\_ek.pdf?dergi=327](http://www.emo.org.tr/ekler/27e3427c5f38a41_ek.pdf?dergi=327), (Erişim Tarihi: 15.05.2012).

<http://www.haberciniz.biz/iste-merak-edilen-turkcell-gercekleri-1025511h.htm>, (Erişim Tarihi: 15.05.2012).

<http://www.haberler.com/baticim-de-sirketi-ele-gecirme-kavgasi-haberi/>, (Erişim Tarihi: 15.05.2012).

<http://www.stargazete.com/ekonomi/metro-nun-patronu-turgut-yilmaz-in-tahtina-ortak-cikti-haber-222296.htm>, (Erişim Tarihi: 15.05.2012).