

AKTİVİST STRATEJİ İLE HAREKET EDEN SERBEST YATIRIM
FONLARININ GETİRİLERİ

Sosyal Bilimler Enstitüsü

TOBB Ekonomi ve Teknoloji Üniversitesi

SERKAN ÜNAL

Yüksek Lisans

İŞLETME ANA BİLİM DALI
TOBB EKONOMİ VE TEKNOLOJİ ÜNİVERSİTESİ
ANKARA

Temmuz 2014

Bu tezin Yüksek Lisans derecesi için gereken tüm koşulları yerine getirdiğini onaylarım.




Prof. Dr. Serdar Sayan
Sosyal Bilimler Enstitüsü Müdürü

Bu tezi okuduğumu ve kapsam ve içerik olarak Sosyal Bilimler Enstitüsü İşletme Ana Bilim Dalında bir yüksek lisans tezi olabilecek yeterlikte olduğuna kanaat getirdiğimi onaylıyorum.



Doç. Dr. Bedri Kamil Onur Taş
Tez Danışmanı



Doç. Dr. Hulusi Öğüt
Tez Jüri Üyesi



Yrd. Doç. Dr. Ozan Ekşi
Tez Jüri Üyesi

Tez içindeki bütün bilgilerin etik davranış ve akademik kurallar çerçevesinde elde edilerek sunulduğunu, ayrıca tez yazım kurallarına uygun olarak hazırlanan bu çalışmada her türlü kaynağa eksiksiz atıf yapıldığını bildiririm.



Serkan Ünal

ÖZET

AKTİVİST STRATEJİ İLE HAREKET EDEN SERBEST YATIRIM FONLARININ GETİRİLERİ

Ünal, Serkan

Yüksek Lisans, İşletme Bölümü

Tez Yöneticisi: Doç. Dr. Bedri Kamil Onur Taş

Temmuz 2014

Bu çalışmada aktivist serbest yatırım fonlarının işlemleri incelenmiştir. Çalışma kapsamında tespit edilen serbest yatırım fonlarına ait 1634 adet 13D formu ABD Menkul Kıymetler Borsa Komisyonu (SEC) web sitesinden indirilmiştir. Her bir aktivist hisse alım işleminden sonra hisselerin fiyatının nasıl hareket ettiğine bakılarak farklı zaman aralıklarında aktivist işlem uygulanan şirketlerin performansları incelenmiştir. 574 farklı işleme ait hem kısa hem uzun vadeli performans verisi, son 20 yılda bu işlemleri taklit ederek S&P500 endeksinin performansının üstünde kazanç sağlanabileceğini göstermiştir.

Çalışmada aktivist serbest yatırım fonlarının geçmiş bir yılda kötü performans sergileyen şirketleri daha çok tercih ettikleri saptanmıştır. Aktivist işleme ait form yayınlanmadan dokuz gün öncesine kadar ilgili şirketler ortalamada negatif performans sergilerken, bu tarihten sonra pozitif getiriler saptanmıştır.

Aktivist serbest yatırım fonlarının işlem yaptıkları şirketlerin aktivist işlem öncesi ve sonrası getirileri farklı filtreler uygulanarak analiz edilmiştir. 1994 ile 2014 yılları arasında kısa vadeli performansta bir değişiklik olmazken, uzun vadeli performansta hafif bir düşüş trendi mevcuttur. Sektörel olarak en yüksek getiriler finans ve sanayi ürünleri sektörlerinde gözlemlenmiştir. İşlem sıklığı arttıkça serbest yatırım fonlarının getirileri de yükselmiştir. Aktivist serbest yatırım fonları en yüksek getiriye piyasa değeri 100 milyon USD ile 500 milyon USD arasında değişen şirketlerde sağlarken en kötü performansı piyasa değeri beş milyar doları aşan şirketlerde yaşamışlardır.

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

ABSTRACT

RETURNS OF ACTIVIST HEDGE FUNDS

Ünal, Serkan

Master of Business Administration

Supervisor: Associate Prof. Bedri Kamil Onur Taş

July 2014

This study examines activist hedge fund transactions. Under the scope of this study, 1634 13D forms have been downloaded from the website of Securities and Exchange Commission (SEC) of USA. The performances of the companies on which activist transactions applied have been examined at different periods of time by looking at the returns before and after each activist transaction. Short and long term performance data of 574 different transactions has demonstrated that it is possible to beat S&P500 by imitating these transactions during the last 20 years.

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

Pre- and post-transaction returns of the stocks, which activist hedge funds invest, have been analyzed using different filters. While the short-term positive abnormal returns remains stable between 1994 and 2004, a slight downtrend has been experienced in the long term positive abnormal returns. Sectorally, the highest profits have been observed in finance and industrial products. The more frequent the transactions are, the higher profits the hedge funds gain on a certain stock. Activist hedge funds have derived the highest levels of profit from the companies which have market capitalization between 100 million USD to 500 million USD and they have experienced the worst performances in the companies which have more than five billion USD market capitalization.

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

TEŞEKKÜR

Destekleriyle beni bugünlere getiren aileme; yoğun mesai ve yüksek lisans eğitiminin çakıştığı günlerde eve geç gelmemi büyük bir anlayışla karşılayan eşime; finansa ilgi duymaya başladığım günden bu yana kendimi geliştirmemde çok önemli katkıları olan ve serbest yatırım fonları ile ilgili araştırma yapmama vesile olan İnan Doğan'a; tez çalışmam boyunca anlayışlı, yol gösterici ve motive edici yaklaşımıyla sürecin benim için rahat ve verimli geçmesinde önemli katkı sahibi tez hocam Bedri Kamil Onur Taş'a; tez çalışmamın gelişmesine katkı sağlayan hocam Hulusi Öğüt'e; yüksek lisans programı boyunca ilgi ve desteğini bizlerden hiç bir zaman eksik etmeyen Senem Üçbudak'a; yüksek lisans derslerine katılmama büyük anlayışla imkan sağlayan müdürüm Mehmet Sakaryalı'ya teşekkür ederim.

İÇİNDEKİLER

ÖZET.....	İv
ABSTRACT.....	V
TEŞEKKÜR.....	Vi
İÇİNDEKİLER.....	Vii
SİMGELER VE KISALTMALAR.....	İx
TABLolar.....	X
ŞEKİLLER.....	Xi
BİRİNCİ BÖLÜM: GİRİŞ	1
İKİNCİ BÖLÜM: LİTERATÜR	6
2.1 Kurumsal Yönetim ve Vekalet Problemi	6
2.2 Serbest Yatırım Fonları	8
2.3 Serbest Yatırım Fonlarının Aktivist Strateji İle Hareket Etmesi	9
2.4 Hedef Alınan Şirketlerin Ortak Özellikleri	11
2.5 Etkin Yatırım Fonlarının Sahip Olduğu İçsel Bilgi	14
2.6 Aktivist İşlemlerin Şirketlere Etkileri	15
2.7 Aktivist Serbest Yatırım Fonlarının Getirileri	17
ÜÇÜNCÜ BÖLÜM: ÇALIŞMA.....	23
3.1 Çalışmanın Amacı	23
3.2 Veri.....	24
3.3 Kullanılan Modeller	31
3.4 Kısa Dönemdeki Getiriler	34
3.5 Uzun Dönemdeki Getiriler	36
3.6 Formların Yayınlandığı Yıllara Göre Getiriler	38
3.7 Sektörlere Göre Getiriler.....	43
3.8 Ükelere Göre Getiriler.....	43

3.9	Yapılan İşlem Sıklığına Göre Getiriler	44
3.10	Piyasa Değerine Göre Getiriler	45
3.11	Regresyon Analizleri.....	49
DÖRDÜNCÜ BÖLÜM: SONUÇ.....		52
KAYNAKÇA.....		55

SİMGELER VE KISALTMALAR LİSTESİ

ABD : Amerika Birleşik Devletleri

Alfa: Bir menkul kıymet fiyat hareketinin sistematik olmayan riskini ölçen katsayı

AR-GE: Araştırma Geliştirme

Beta: Bir menkul kıymetin sistematik riskini ölçen katsayı

CAPM: Finansal Varlıkları Fiyatlama Modeli

CUSIP No: ABD'deki ilgili komite tarafından atanmış menkul kıymet kodu

Form ADV: Serbest yatırım fonlarının SEC kayıt dokümanı

NYSE: New York Menkul Kıymetler Borsası

P: Olasılık yoğunluğu değeri

S&P500: Standard & Poor's tarafından hazırlanan 500 büyük Amerikan şirketini kapsayan endeks

SEC : ABD Menkul Kıymetler Borsa Komisyonu

Z skoru: 1968 yılında Edward I. Altman tarafından geliştirilen ve şirketlerin iflasa uğrama ihtimallerini gösteren oran

13D formu: SEC kuralları uyarınca bir şirketin %5'den fazla hissesinin aktivizm stratejisi ile alınması durumunda doldurulması gereken form

TABLÖLAR LİSTESİ

1. Etkin Yatırım Fonlarının Aktivist İşlemlerini ve Getirilerini İnceleyen Çalışmalar.....	19
2. İlk ve Nihai Veri Setinin Yıllara Dağılımı.....	28
3. Çalışma, Finviz Veri Seti ve NYSE'deki Şirketlerin Sektörlere Dağılımı.....	30
4. İşleme Uğrayan Şirketlerin Ülkelere Dağılımı.....	30
5. Veri Setindeki Hisselerin Form Yayın Tarihindeki Piyasa Değerlerinin Dağılımı.....	31
6. S&P500'e Göre Kısa Dönem (-20, +20) Performans Verisi.....	36
7. S&P500'e Göre Uzun Dönem (-250, +1250) Performans Verisi.....	37
8. 13D Formunun Yayınlandığı Yıla ve Farklı Dönem Aralıklarına Göre S&P500 Endeksine Kıyasla Ortalama Getiriler.....	40
9. Aktivist İşlemlerin Yapıldığı Şirketlerin Bulunduğu Sektöre Göre S&P500 Endeksine Kıyasla Ortalama Getirileri.....	46
10. Aktivist İşlemlerin Yapıldığı Şirketlerin Buldukları Ülkelere Göre S&P500 Endeksine Kıyasla Ortalama Getirileri.....	47
11. Aktivist İşlemlerin Yapıldığı Şirketlerin Uğradıkları İşlem Adetine Göre S&P500 Endeksine Kıyasla Ortalama Getirileri.....	48
12. Aktivist İşlemlerin Yapıldığı Şirketlerin Piyasa Değeri Büyüklüğüne Göre S&P500 Endeksine Kıyasla Ortalama Getirileri.....	48
13. Piyasa Değerleme Modelleri Kullanılarak Hesaplanmış Olan Sıra Dışı Performans Oranlarının	51

ŞEKİLLER LİSTESİ

1. Yüzdesel Olarak İlk Veri Seti ve Tarihsel Fiyat Verisine Ulaşılan Formların Yıllara Dağılımı.....	29
2. S&P500'e Göre Kısa Dönem (-20, +20) Performans Verisi.....	35
3. S&P500'e Göre Uzun Dönem (-250,+750) Performans Verisi.....	37
4. 13D Formunun Yayınlandığı Yıla ve Farklı Kısa Dönem Aralıklarına Göre S&P500 Endeksine Kıyasla Ortalama Getiriler...	41
5. 13D Formunun Yayınlandığı Yıla ve Farklı Uzun Dönem Aralıklarına Göre S&P500 Endeksine Kıyasla Ortalama Getiriler...	42

BİRİNCİ BÖLÜM

GİRİŞ

Bu çalışmada aktivist stratejiyi uygulayan serbest yatırım fonları baz alınarak aktivist işlemler incelenmiştir. Serbest yatırım fonları elde ettikleri kazancın %11,1'lik kısmını komisyon ücreti olarak yatırımcılarından kesmektedirler (Ibbotson vd. 2011). Bu çalışma, serbest yatırım fonlarına yatırım yapma şansı bulunmayan veya bu fonlara yüksek komisyon ücretleri ödemek istemeyen milyonlarca yatırımcı için alternatif bir yatırım stratejisinin test edilmesini sağlamıştır.

Aktivist strateji, bir şirketin yüksek miktardaki hissesinin satın alınması ve bunun sonucunda yönetim kurulu üyelerini atama yetkisine sahip olunarak şirketin kontrolünün ele geçirilmesi durumudur. Şirket ortakları şirketin uzun vadeli geleceği ve karlılığı ile ilgilenirken, şirket yöneticileri için şirket performansı ile kendi çıkarları arasında her zaman doğrudan bir ilişki olmayabilir. Şirket ortaklarının yönetimde etkin olmadıkları durumlarda şirket yöneticilerinin öncelikleri şirket politikalarına yön verebilir. Dolayısıyla da şirket, yatırımcıları

açısından istenmeyen noktalara sürüklenebilir. Bu noktada aktivizm stratejisi devreye girerek şirketlerde yatırımcının lehine olan uygulamaların hayata geçmesini sağlamaktadır.

HFR'ye (2010) göre 2009'un sonu itibariyle 8000'i aşkın serbest yatırım fonu 1,6 trilyon doların üstünde varlığı yönetmektedir. Aktivist fonların yönettiği portföy büyüklüğü 2008 yılında 32 milyar dolar iken 2012 yılında 65 milyar dolara (Toonkel ve Kim, 2013), 2013 yılında ise 93 milyar dolara yükselmiştir (Armstrong, 2014). Aktivist stratejinin uygulanması noktasında, serbest yatırım fonları doğaları gereği diğer halka açık yatırım fonları ve emeklilik fonlarından daha avantajlıdır. Bebchuk vd. (2014) aktivist serbest yatırım fonlarının işlem sayısının 1994 yılında 10 adet iken 2007 yılına gelindiğinde 272 adete yükseldiğini bildirmişlerdir. Bauer vd.'e (2010) göre buldukları endüstride rekabetin zayıf olduğu ve üst yönetimi iyileştirmenin mümkün olduğu şirketlerin varlığı aktivist işlemlerin sayısını daha da artıracaktır.

Serbest yatırım fonları aktivist işlemler için gelişime açık şirketleri tercih etmektedirler. Hedef alınan şirketler diğer şirketlere göre daha yüksek aktif getiri oranı ve öz kaynak getiri oranına sahiptir; "Piyasa Değeri / Defter Değeri" oranları piyasadaki diğer şirketlere göre daha düşüktür; nakit akış fazlası vermektedirler; yüksek Z skoruna sahiptirler yani iflas etme riskleri düşüktür; faaliyet alanlarındaki çeşitlilik yüksektir; analistler tarafından daha yoğun bir şekilde takip edilmektedirler; içerden öğrenebilenler tarafından daha fazla oranda paya sahip olunmaktadırlar; kurumsal yatırımcılar tarafından daha fazla tercih edilmektedirler; satışlarındaki büyüme hızı yüksektir; genel müdürlerine diğer benzer şirketlere kıyasla daha fazla maaş ödemektedirler; kaldıraç oranları daha

fazladır; AR-GE'ye daha az bütçe ayırmaktadırlar ve başka şirketler tarafından devralınmaya karşı daha fazla korumacıdırlar. Ayrıca serbest yatırım fonları bazı durumlarda aktivist işlemlerde içsel bilgiyi kullanmaktadırlar. Klein vd. (2013) yaptıkları çalışmada etkin yatırım fonlarının, analistlerin gelecekte yapacağı tavsiye değişikliklerinin bilgisine gizli bir şekilde önceden ulaşarak, piyasa performansını aşan getiriler sağladıklarını bulmuşlardır.

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

Tablo 1'de özetlenmiş olan literatürdeki çalışmalara göre aktivist işlemin duyurulmasından önceki 20 gün ile duyurudan sonraki 20 günün de dahil olduğu 41 günlük zaman diliminde, aktivist işleme uğrayan hisseler piyasayı %6 ile %7,2 arasında aşan performanslar göstermiştir.

Bu çalışmada 222 adet serbest yatırım fonuna ait 1994 ve 2014 yılları arasında gerçekleştirilmiş 574 adet aktivist işlemden oluşan veri seti kullanılmıştır. S&P500'e göre düzeltilmiş ortalama getiriler hesaplanmış ve literatürdeki çalışmalara paralel olarak Finansal Varlıkları Fiyatlama Modeli (CAPM) ve Fama-French-Carhart Varlık Fiyatlama Modeli ile regresyon analizleri yapılmıştır. Her bir aktivist hisse alım işleminden önce ve sonrasında hisselerin fiyatının nasıl hareket ettiğine bakılarak; raporlamadan önceki bir yıllık ve 20 günlük; raporlamadan sonra ise 20 günlük, bir yıllık, üç yıllık ve beş yıllık dönemlerde, aktivist işlem uygulanan şirketlerin performansları incelenmiştir.

Diğer çalışmalardan farklı olarak aktivist işleme maruz kalan şirketlere ait sonuçlar değişik filtreler ile analiz edilmiştir. İşlemlerin yapıldıkları sektörler filtrelenerek değişik sektörlerdeki performans değerleri kıyaslanmıştır. Benzer bir filtreleme, işlem yapılan hisse senetlerinin piyasa değeri ve aktivist işleme uğrama sıklığı üzerinden de yapılmıştır. Bu sayede şirketlerin buldukları sektörler, piyasa değerleri büyüklükleri ve aktivist işleme uğrama sıklıkları ile aktivist işlemler sonucunda elde edilen getiri arasındaki ilişki analiz edilmiştir. Aktivist işlemlerin hangi sektörlerde, hangi büyüklükteki şirketlerde, hangi sıklıkla işleme uğrayan şirketlerde daha başarılı olduğu tespit edilerek literatüre katkı sağlanmıştır. Farklı işlemlere ait performans verisi, bu işlemleri taklit ederek S&P500 endeksinin performansının üstünde kazanç sağlanabileceğini göstermiştir. Literatüre bir diğer katkı ise aktivist işlemlerin yapıldıkları yıllar baz alınarak kısa ve uzun dönemdeki getirilerinin gelişiminin analiz edilmesi ve trend eğrilerinin bulunmasıdır.

Bu çalışma son beş yıldaki işlemleri dahil ederek, aktivist işlemlerin piyasayı geçen performans sergilediklerini bildirmiş olan literatürdeki benzer çalışmalardaki sonuçların, halen geçerli olduğunu tespit etmiştir. Diğer çalışmalar raporlama tarihinden önceki 20 gün ile raporlamadan sonraki 20 günde pozitif getirinin süreklilik gösterdiğini bildirmiştir. Bu çalışmada ise literatürden farklı olarak ilgili pozitif getirilerin süreklilik oluşturmadığı bulunmuştur. Çalışmada yıllar geçtikçe serbest yatırım fonlarının kısa vadeli kâra odaklandıklarını dolayısıyla kısa vadedeki performanslarını korurken uzun vadeli performanslarında hafif bir düşme yaşandığı tespit edilmiştir.

Çalışmada, serbest yatırım fonlarının yaptıkları aktivist işlemler arasında, finans ve sanayi ürünleri sektörlerindeki şirketlerin kısa vadede diğer sektörlere göre ortalamada daha yüksek getiri sağladığı bulunmuştur. Uzun vadede ise hammadde, tüketim malları ve finans sektörlerindeki sonuçlar diğer sektörlere göre daha yüksektir. Bir şirketin uğradığı aktivist işlem sayısı arttıkça, performansında da diğer aktivist işlemlere göre yükselme olduğu tespit edilmiştir. En yüksek getiri piyasa değeri 100 milyon USD ile 500 milyon USD arasında değişen şirketlerde sağlanırken ortalamada en kötü performans piyasa değeri beş milyar doları aşan şirketlerde yaşanmıştır.

Tezin diğer bölümleri şu şekilde devam etmektedir. İkinci bölüm literatürdeki çalışmaları konu edinmekte; aktivizm uygulamalarına neden olan kurumsal yönetim ve vekalet problemi, serbest yatırım fonlarının özellikleri ve aktivist strateji uygulamaları, serbest yatırım fonlarının hedef aldıkları şirketlerin genel özellikleri, aktivizm stratejisinin şirketleri nasıl etkilediği ve aktivizm stratejisi ile elde edilmiş kazançlar hakkında bilgi verilmektedir. Üçüncü bölümde yapılan bu çalışmanın amacı; kullanılan veri setinin özellikleri; çalışmada kullanılan istatistiksel modeller, tespit edilen kısa ve uzun vadeli getiriler, formların yayınlandığı yıla, şirketlerin buldukları sektöre, piyasa değerleri büyüklüklerine ve belli bir şirket için yapılan işlem sıklığına göre getiriler ve regresyon analizleri verilmiştir. Dördüncü bölümde ise sonuç kısmı bulunmaktadır.

İKİNCİ BÖLÜM

LİTERATÜR

2.1 Kurumsal Yönetim ve Vekâlet Problemi

Dünya ekonomisindeki büyüme ve şirketlerin nesilden nesile aktarımı sırasında büyük hissedarların sahip olduğu paylar azalmakta ve şirket yöneticileri ile şirket sahipleri arasında çıkar çatışmaları ortaya çıkmaktadır. Şirket ortakları şirketin uzun vadeli geleceği ve karlılığı ile ilgilenirken, şirket yöneticileri için şirket performansı ile kendi çıkarları arasında her zaman doğrudan bir ilişki olmayabilir. Yöneticiler başarısız olsalar da şirketin başında kalmayı, kısa vadeli çözümlerle şirket performansını yüksek göstermeyi ve şirketin zararına olsa da kendilerine astronomik tutarlarda maaş vermeyi tercih edebilirler. Yapılan çalışmalar, sağlıksız bir duruma yol açacağı bilinse bile daha yüksek bir prestije sahip olmak ve daha çok maaş almak için şirket yöneticilerinin şirketi büyütmeyi hedeflediklerini belirtmektedir (Jensen ve Murphy 1990; Rose ve Shepard 1997).

Şirket yöneticileri prestijlerinin ve maaşlarının azalmasını istemezler. Ayrıca şirket küçültme operasyonları masraflı ve yorucudur. Bu nedenlerle bazı yöneticilerin şirketin menfaatlerine aykırı olsa dahi şirketi küçültme operasyonlarından kaçındıkları gözlemlenmiştir (Chen vd. 2011). Emekliliği yaklaşan ya da kısa bir süre içinde şirketten ayrılacak yöneticiler açısından ise şirketi büyütecek aksiyonlar kendileri için değil fakat görevi teslim edecekleri yeni yöneticiler için fayda sağlamaktadır. Bu nedenle de bu durumdaki yöneticilerin AR-GE harcamalarına ayırdıkları payı kısıtıkları ve şirketi büyütme arzularının azaldığı gözlemlenmiştir (Chen vd. 2011).

Çeşitli çalışmalar yapılarak belli bir şirketin ve çalışanlarının performans göstergelerinin incelenmesi, aksayan yönlerinin bulunması ve şirkette iyileştirilmeler yapılması zaman alıcı ve pahalı bir iştir. Şirketlerin küçük ortakları şirkette iyileştirme yapmalarını sağlayacak maddi çıkar motivasyonuna sahip değildirler. Küçük paya sahip ortakların şirket için ayıracakları zaman ve paranın maliyeti çoğu zaman kendi paylarına düşen kazancın üstünde kalmaktadır (Grossman ve Hart 1980). Shelifer ve Vishy (1986) yaptıkları araştırmada Fortune 500 firmalarından 456 tanesini ele almışlar ve bu firmalarda en büyük hissedarın sermaye payının ortalama %15,4 olduğunu saptamışlardır. Demsetz ve Villalonga (2001) yaptıkları araştırmada en büyük beş hissedarın ve şirket yöneticilerinin yönettikleri şirkette sahip olduğu hisse payları ile şirket performansı arasında pozitif bir ilişki olup olmadığını test etmişlerdir. Elde ettikleri sonuçlara göre bu iki değişkenin de şirket performansına anlamlı bir etkisi yoktur. Andres (2008) yaptığı çalışmada halka açık 275 Alman şirketini incelemiş ve kurucu ailelerin başında olduğu aile şirketlerinin hem kârlı olduğunu hem de diğer şirketlere göre

performanslarının daha yüksek olduğunu bulmuştur.

2.2 Serbest Yatırım Fonları

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

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

2.3 Serbest Yatırım Fonlarının Aktivist Strateji İle Hareket Etmesi

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

Aktivist stratejinin en yaygın uygulamaları, bir şirkete ait yüksek miktardaki hissenin satın alınması; kurumun elinde tuttuğu yüksek miktardaki hisseyi satabileceğini belirterek tehditte bulunması; yönetimde reforma gidilerek yönetim kurulunun değiştirilmesi; şirketin üst yönetiminin maaşlarında kesintiye gidilmesi; genel kurul toplantılarında oy yetkisinin kullanılması ve yönetim ile mektuplaşma ya da görüşme şeklindeki özel kanallarla temasa geçilmesi gibi yöntemleri kapsamaktadır (Becht, 2002).

Hissedarların aktivist uygulamaları 1900'lü yıllarda başlamış fakat 1929'da yaşanan ekonomik krizle birlikte bir takım yasal düzenlemeler ile bu uygulamalar askıya alınmıştır. Günümüzdeki haliyle hissedarların aktivist uygulamaları SEC tarafından uygulanmaya başlayan 1942 tarihli yasal düzenlemeyle başlamıştır. 1980'lerde emeklilik fonlarının öncülük ettiği kurumsal yatırımcılar da sürece iştirak etmişlerdir. Fakat 1990'larda yapılan düzenlemeler aktivizm uygulamasına bir takım sınırlamalar getirmiştir. Bunun sonucunda son yıllarda bu alanda öncülük eden kuruluşlar serbest yatırım fonları olmuştur (Gillian ve Starks, 2007). Önceleri ABD'de başlayan aktivist uygulamalar diğer ülkelere de finansal piyasaların gelişmesiyle hızla yayılmaktadır. 2013 yılı itibariyle aktivist işlemlerin %71'i ABD'de, %19'u Avrupa'da ve %6'sı Kanada'da yapılmıştır (Activist Insight, 2014).

Aktivist fonların yönettiği portföy büyüklüğü 2008 yılında 32 milyar dolar iken 2012 yılında 65 milyar dolara (Toonkel ve Kim, 2013), 2013 yılında ise 93 milyar dolara yükselmiştir (Armstrong, 2014). Aktivist stratejinin uygulanması noktasında, serbest yatırım fonları doğaları gereği diğer halka açık yatırım fonları ve emeklilik fonlarından bir kaç noktada ayrılmaktadırlar. Birinci olarak, halka açık yatırım fonları vergi avantajından yararlanmak için bir şirketin %10'undan fazlasına sahip olamazlar ve fonun toplam varlığının %5'inden fazlasını tek bir şirkete yatıramazlar. Serbest yatırım fonlarının böyle bir zorunluluğu bulunmamaktadır (Klein ve Zur, 2006). İkinci olarak serbest yatırım fonları, kamuya duyurma zorunluluğu olmadan, diğer hissedarların genel kuruldaki oy haklarını satın alma şansına sahiptirler (Hu ve Black, 2006). Üçüncü olarak emeklilik fonlarında ve diğer yatırım fonlarında yaşanan politik ve gizli gündem gibi çıkar çatışmalarına serbest yatırım fonlarında daha az rastlanır. Örneğin emeklilik fonlarının aksine serbest yatırım fonları hedef aldıkları şirketlere herhangi bir ürün satmak zorunda değildir (Edelman vd., 2014). Dördüncü olarak bazı serbest yatırım fonları yatırımcılarına yatırım süreleri için en az altı ay ya da bir yıl gibi sınırlamalar getirmektedir. Bu sınırlamalar sayesinde serbest yatırım fonları aktif büyüklüklerini gelecek için garantiye almakta ve daha rahat hareket etmektedir (Boyson ve Mooradian, 2011). Son olarak, serbest yatırım fonlarının yöneticileri, yatırımcılarından getirilerinin yaklaşık %15-%25'i oranında performansa dayalı ücret almaktadırlar (Katelouzou, 2012). Bu da serbest yatırım fonlarının yöneticilerini aktivizm stratejisini kullanarak daha yüksek kazançlar elde etme noktasında motive etmektedir. Yukarıda belirtilen bu beş unsur nedeniyle aktivizm stratejisinin en yaygın ve etkin uygulamalarına serbest yatırım

fonlarında rastlanmaktadır. Aktivist yatırım fonlarının portföylerindeki büyüme, bu fonların Apple, McDonald's, Wendy's ve Hess Corporation gibi yüksek piyasa değerine sahip ve dünya çapında faaliyet gösteren şirketlere aktivizm stratejisi ile yatırım yapmalarını sağlamıştır (Seretakı, 2014).

2.4 Hedef Alınan Şirketlerin Ortak Özellikleri

Konuyla ilgili yapılmış çeşitli çalışmalar etkin yatırım fonlarının aktivizm stratejisi ile hedef aldıkları şirketlerin ortak özelliklerini sunmuşlardır. Özet olarak belirtmek gerekirse, hedef alınan şirketler diğer şirketlere göre daha yüksek aktif getiri oranı ve öz kaynak getiri oranına sahiptir; "Piyasa Değeri / Defter Değeri" oranları piyasadaki diğer şirketlere göre daha düşüktür; nakit akış fazlası vermektedirler; yüksek Z skoruna sahiptirler yani iflas etme riskleri düşüktür; faaliyet alanlarındaki çeşitlilik yüksektir; analistler tarafından daha yoğun bir şekilde takip edilmektedirler; içerden öğrenebilenler tarafından daha fazla oranda paya sahip olunmaktadırlar; kurumsal yatırımcılar tarafından daha fazla tercih edilmektedirler; satışlarındaki büyüme oranı fazladır; genel müdürlerine diğer benzer şirketlere kıyasla daha fazla maaş ödemektedirler; kaldıraç oranları daha fazladır; AR-GE'ye daha az bütçe ayırmaktadırlar ve başka şirketler tarafından devralınmaya karşı daha fazla korumacıdırlar.

Bethel vd. (1998) aktivist işleme uğrayan Fortune 500 şirketleri üzerinde yaptıkları çalışmada aktif getiri oranının aktivist işleme uğrayan şirketlerde diğer şirketlere göre daha düşük olduğunu bulmuşlardır. Fakat son dönemde yapılan ve

daha geniş işlem sayısını kapsayan üç farklı çalışmada ise etkin yatırım fonlarının aktivist işlem uyguladıkları firmaların aktif getiri oranlarının diğer şirketlere göre daha yüksek olduğu bulunmuştur (Brav vd., 2008; Clifford, 2008; Klein ve Zur, 2009). Öz kaynak getiri oranını inceleyen çalışmalar bu rasyoların aktivist işleme uğraması muhtemel şirketlerde daha yüksek olduğunu saptamıştır (Klein ve Zur, 2006; Clifford, 2008). Karpoff vd. (1996) yaptıkları çalışmada aktivist işleme uğrayan şirketlerin “Kar / Satış” oranlarının düşük olduğunu tespit etmişlerdir. Fakat son dönemde yapılan iki farklı çalışmada karlılık oranları yüksek olan şirketlerin aktivist etkin yatırım fonları tarafından daha çok tercih edildiği gözlemlenmiştir (Klein ve Zur, 2006; Gillan ve Starks, 2007). Ayrıca Brav vd. (2008) düşük kar payı dağıtım oranlarına sahip şirketlerin daha çok tercih edildiğini bildirmişlerdir. Bethel vd. (1998), Greenwood ve Schor (2007), Brav vd. (2008) ve Edman vd. (2012) düşük “Piyasa Değeri / Defter Değeri” oranına sahip şirketlerin aktivist etkin yatırım fonları tarafından daha fazla tercih edildiklerini bildirmişlerdir.

Nakit akış oranlarının aktivist işlemlerle ilişkisini inceleyen çalışmalarda farklı sonuçlar bulunmuştur. Faleye (2004); Brav vd. (2008); Klein ve Zur (2009) yaptıkları çalışmalarda nakit akış fazlası veren firmaların aktivist serbest yatırım fonları tarafından daha çok tercih edildiğini bildirirken; Klein ve Zur (2006, 2009) yüksek Z skoruna sahip ve iflas etme ihtimali düşük şirketlerin de tercih edilme ihtimalinin diğer şirketlere göre daha yüksek olduğunu bildirmiştir. Diğer yandan Clifford (2008) ve Bessler vd. (2008) nakit akış sorunu olan şirketlerin etkin yatırım fonları tarafından daha çok tercih edildiğini bildirmişlerdir. Brav vd. (2008) ise aktivist işleme uğrayan firmaların diğer şirketlere göre daha düşük

“Nakit / Varlık” oranına sahip olduklarını bildirmişlerdir.

İşleme uğrayan şirketlerin faaliyet gösterdiği alanların çeşitliliği konusundaki tespitler de literatürde farklılık göstermektedir. Bethel vd. (1998) işleme uğrayan şirketlerin sektörel olarak yalnızca belli bir alana odaklandıklarını tespit ederken; tersi bir şekilde Brav vd. (2008) işleme uğrayan şirketlerin iş alanlarının diğer şirketlere göre daha fazla çeşitliliğe sahip olduğunu tespit etmişlerdir. Greenwood ve Schor (2007) yaptıkları araştırmada daha az analist tarafından takip edilen ya da analistler tarafından takip edilmeyen şirketlerin daha çok aktivist etkin yatırım fonu işlemine uğradığını bulmuşlardır. Bu tespitin aksine Brav vd. (2008) ve Edmans vd. (2013) ise aktivistler tarafından daha çok takip edilen şirketlerin etkin yatırım fonları tarafından daha çok tercih edildiğini bildirmişlerdir.

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

büyümenin daha yüksek olduğunu; ve daha yüksek seviyede kaldıraç kullandıklarını bulmuşlardır.

2.5 Etkin Yatırım Fonlarının Sahip Olduğu İçsel Bilgi

Klein, Saunders ve Wong (2013) yaptıkları çalışmada etkin yatırım fonlarının, analistlerin gelecekte yapacağı tavsiye değişikliklerinin bilgisine gizli bir şekilde önceden ulaşarak, piyasa performansını aşan getiriler sağladıklarını bulmuşlardır. Bu çalışma, serbest yatırım fonlarının tavsiye derecesi indirilen hisselerde satış işlemlerini, tavsiye derecesi yükselen hisselerde ise alış işlemlerini analistlerin tavsiyelerini yaptıkları tarihten daha önce tamamladıklarını göstermektedir. Çalışma sonuçlarına göre bu işlemler, önerisi yükseltilen hisselerde serbest yatırım fonlarına %9.96 piyasayı geçen getiri sunarken; önerisi düşürülen hisselerde ise serbest yatırım fonlarının piyasa performansına göre -%11.28'lik kayıptan korunmalarını sağlamıştır. Almanya'da yaptıkları benzer bir çalışmada Bessler vd. (2008) serbest yatırım fonları tarafından hedeflenen şirketlerin çoğunluğunun işlem tarihinden önce analistler tarafından "tut" ya da "azalt" tavsiyelerine sahip olduğunu; işlem tarihinden sonra ise analist tavsiyelerinin değiştiğini bildirmişlerdir.

2.6 Aktivist İşlemlerin Şirketlere Etkileri

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

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

Brav vd. (2010, 2014) yaptıkları çalışmalarda aktivist işleme uğrayan şirketlerde aktif getiri oranı ve Tobin'in Q oranı değerlerinin (şirketin piyasa değerinin varlıklarına oranı) ve operasyonel kar marjlarının yükseldiğini saptamışlardır. Bu üç performans rasyosundaki ortalama yükselmeler analiz edilen şirketler için 13D formunun yayınlandığı tarihten başlayarak beş yıl devam eden zaman diliminde kalıcı olmuştur. Benzer şekilde etkin yatırım fonlarının Almanya'da yaptığı 324 aktivist işlemi inceleyen Bessler vd. (2008) işleme uğrayan şirketlerde, işlem yapıldıktan sonraki bir yıllık dönemde öz sermaye getiri oranında ve aktif getiri oranında artış olduğunu saptamışlardır. Boyson ve

Mooradian (2011) yaptıkları çalışmada aktivist işlem uygulamalarını bilgi paylaşımı ve agresif şekilde olmak üzere ikiye ayırmışlar ve bir yıllık dönemde bu işlemlerin şirketlerin aktif getiri oranlarına ve nakit akış performanslarına etkilerini incelemişlerdir. Bu çalışmanın sonuçlarına göre aktif getiri oranları her iki uygulama tipinde de yükselirken; nakit akış performansları ise sadece agresif uygulamalarda yükselmiş, bilgi paylaşımı uygulamasında ise sabit kalmıştır.

Brav vd. (2012) Amerika Birleşik Devletlerine ait “Üretici Sayım” (Census of Manufacturers) ve “Yıllık Üretici Anketi” (Annual Survey of Manufacturers) verilerine ulaşarak aktivist işleme uğrayan şirketlere ait fabrikaların verimliliklerini incelemişlerdir. Bu çalışmaya göre aktivist işleme uğramadan önceki son iki yılda şirketlerin fabrikalarındaki verimlilik rasyoları düşüş yaşamıştır. İşlem yapıldıktan sonraki iki yıllık zaman diliminde ise bu rasyolar artış göstermiş ve “V” şeklinde performans çizgisi oluşturmuştur.

Hall ve Trombley (2012) aktivizm stratejisi uygulanan şirketlerdeki muhasebesel değişiklikleri incelemişler ve etkin yatırım fonlarının yönetimini elde ettikleri şirketlerde muhasebe işlemlerinin takibi ve raporlanması konusunda aksiyon aldıklarını tespit etmişlerdir. 233 etkin yatırım fonunun gerçekleştirdiği 1221 aktivist işlemi inceleyerek, aktivist yatırım fonlarının işlem yaptıkları firmalarda isteğe bağlı tahakkuk miktarlarını önemli ölçüde düşürdüklerini gözlemlemişlerdir. Bu çalışmaya göre serbest yatırım fonları diğer yatırımcı kuruluşlara göre kazanç yönetiminin takibi konusunda daha istekli davranmaktadırlar. Bu çalışmanın sonuçları Warfield vd. (1995) tarafından yapılmış şirket yönetiminin şirkete sahiplik oranı ile şirketin muhasebe tercihlerini inceleyen bir diğer çalışma ile benzerlik göstermektedir. Warfield vd.

yaptıkları çalışmada yönetimin şirkete sahipliğinin arttığı firmalarda tercihe bağlı tahakkuk tutarlarının azaldığını yani karın gerçekte olduğu gibi gösterildiğini saptamışlardır. Bu iki çalışma, yöneticilerin karı yüksek göstermek için yüksek vergi giderine katlanmayı tercih ettiklerini; aktivist serbest yatırım fonlarının ise daha az vergi ödemek ve şirketin uzun vadeli performansını yukarı çekmek için daha uygun bir muhasebe politikası izlediklerini göstermektedir.

2.7 Aktivist Serbest Yatırım Fonlarının Getirileri

Genel olarak etkin yatırım fonlarının aktivist stratejisinin sonuçlarını inceleyen çalışmalar, SEC'e ait EDGAR veri setinde bulunan 13D formlarını baz almaktadırlar. Bazı çalışmalarda 13D formları doğrudan SEC'e ait web sitesinden indirilmiştir (Bebchuk vd., 2014; Cheng vd., 2012; Collin ve Fos, 2012; Klein ve Zur, 2009; Brav vd., 2008; Greenwood ve Schor, 2009). Bu çalışmalarda ilk olarak bütün kuruluşlara ait 13D formları indirilmiştir. Daha sonrasında sigorta şirketleri, genel yatırım fonları, bankalar ve aktivist olmayan diğer yatırımcılara ait formlar veri setinden ayıklanmıştır. Ayrıca bazı çalışmalarda genişletilmiş internet aramaları ile %5'in altında hisseye sahip olduğu için 13D formu yayınlamadığı halde aktivist amaçla yatırım yapmış olan etkin yatırım fonlarının işlemlerine ulaşılmış ve bu tür işlemler de veri setlerine dahil edilmiştir (Bebchuk vd., 2014; Brav vd., 2008,2010).

Diğer çalışmalarda ise bu formlara Factiva ve Abi/Uniform gibi haber sitelerinde arama yapılarak ya da 13D Monitor websitesi ve Lipper TASS gibi

veri tedarikçilerinden satın alınarak ulaşılmıştır (Becht vd., 2014; Katelouzou, 2013; Boyson ve Mooradian, 2011; Clifford, 2008; Stockman, 2007).

Çalışmaların çoğunda, aktivist işlemlerin yapıldığı şirketlerin çeşitli dönemlerdeki getirileri ve finansal rasyoları incelenirken COMPUSTAT veri setinde bulunan operasyonel veriler ve CRSP veri setinde bulunan tarihsel fiyat bilgileri kullanılmıştır (Bebchuk vd., 2014; He vd., 2014; Cheng vd., 2012; Collin ve Fos, 2012; Brav vd., 2010; Klein ve Zur, 2009; Greenwood ve Schor, 2009; Boyson ve Mooradian, 2011; Brav vd., 2008; Clifford, 2008). Becht vd. (2014) ve Katelouzou (2013) çalışmalarındaki hisselerle ait tarihsel fiyat verisine nasıl ulaşıldıklarını belirtmezken; Stockman (2007) bu veriyi diğer çalışmalardan farklı olarak CRSP yerine Datastream'den temin etmiştir.

Tespit edilen getiri oranları çalışmaların genelinde benzerlik göstermektedir. Bu çalışmalara göre etkin yatırım fonları aktivist işlem için, son bir yılda düşük performans göstermiş şirketleri daha çok tercih etmektedir. Bu çalışmalardaki bir diğer ortak sonuç ise, 13D formunun yayınlanmasından önceki 20 gün ile form yayınlandıktan sonraki 20 günün de dahil olduğu 41 günlük zaman diliminde aktivist işleme uğrayan hisselerin piyasayı %6 ile %7,2 arasındaki bir oranda aşan performanslar göstermesidir. Konu ile ilgili yapılmış çalışmalara göre işlem yapıldıktan sonraki beş yılda ilgili şirketler piyasayı geçen performanslara devam etmişlerdir. Etkin yatırım fonlarının aktivist işlemlerinin getirilerini inceleyen makalelere ait özet bilgiler Tablo 1'de verilmiştir.

Tablo 1 Etkin Yatırım Fonlarının Aktivist İşlemlerini ve Getirilerini İnceleyen Çalışmalar

Makale	Kapsadığı 13D Form Sayısı	13 D Formların Kapsadığı yıllar	Çalışmanın Kapsadığı Ülkeler	Kullanılan Modeller	Çalışmanın Kısa Vadeli Dönem Aralığı (Raporlama Tarihini Göre)	Kısa Vadeli Dönemde Piyasa Göre Düzeltilmiş Getiri	Çalışmanın Uzun Vadeli Dönem Aralığı (Raporlama Tarihini Göre)	Uzun Vadeli Dönemde Piyasa Göre Düzeltilmiş Getiri	Veri Kaynağı
Bebchuk vd. 2014	2.040	1994-2007	ABD	Piyasaya Göre Düzeltilmiş Getiri Modeli; Finansal Varlıkları Fiyatlama Modeli (CAPM); Fama-French-Carhart Varlık Fiyatlama Modeli	-20,+20 gün	%6,00	0,+3 yıl	%25,78	SEC'e ait EDGAR veri seti
Becht vd. 2014	1.796	2000-2010	Uluslararası, 22 farklı ülke	Piyasa Modeli; Tek Etkenli Piyasa Modeli; Fama-French-Carhart Varlık Fiyatlama Modeli	-20,+20 gün	%6,30	-	-	13D Monitor Websitesi ve diğer çeşitli kaynaklar
He vd. 2014	2.040	1994-2007	ABD	Piyasa Modeli; Probit Regreson Analizi	-	-	0,+5 yıl	-	Bebchuk vd. 2014 ile aynı veri seti kullanılmıştır.

Tablo 1 (Devam)

Makale	Kapsadığı 13D Form Sayısı	13 D Formların Kapsadığı yıllar	Çalışmanın Kapsadığı Ülkeler	Kullanılan Modeller	Çalışmanın Kısa Vadeli Dönem Aralığı (Raporlama Tarihini Göre)	Kısa Vadeli Dönemde Piyasa Göre Düzeltilmiş Getiri	Çalışmanın Uzun Vadeli Dönem Aralığı (Raporlama Tarihini Göre)	Uzun Vadeli Dönemde Piyasa Göre Düzeltilmiş Getiri	Veri Kaynağı
Katelouzou, 2013	494	2000-2010	Uluslararası, 17 farklı ülke	-	-	-	-	-	Factivai ve ORBIS/BvD
Cheng vd. 2012	2.981	1994-2008	ABD	-	-	-	-	-	SEC'e ait EDGAR veri seti
Collin ve Fos, 2012	1.725	2001-2010	ABD	Piyasa Modeli; Tek Etkenli Piyasa Modeli; Fama ve French 4 Faktör Modeli	-60,+40 gün	%13,20	-	-	SEC'e ait EDGAR veri seti
Brav vd. 2010	1.172	2001-2007	ABD	Piyasa Modeli; Fama-French-Carhart Varlık Fiyatlama Modeli	-20,+20 gün	%6,00	0,+12 ay	%6,00	Factiva ve SEC'e ait EDGAR veri seti

Tablo 1 (Devam)

Makale	Kapsadığı 13D Form Sayısı	13 D Formların Kapsadığı yıllar	Çalışmanın Kapsadığı Ülkeler	Kullanılan Modeller	Çalışmanın Kısa Vadeli Dönem Aralığı (Raporlama Tarihini Göre)	Kısa Vadeli Dönemde Piyasa Göre Düzeltilmiş Getiri	Çalışmanın Uzun Vadeli Dönem Aralığı (Raporlama Tarihini Göre)	Uzun Vadeli Dönemde Piyasa Göre Düzeltilmiş Getiri	Veri Kaynağı
Klein ve Zur, 2009	151	2003-2005	ABD	Piyasaya Göre Düzeltilmiş Getiri Modeli	-30,+30 gün	%10,20	0,+12 ay	%11,35	SEC'e ait EDGAR veri seti
Boyson ve Mooradian, 2011	272	1994-2005	ABD	Piyasa Modeli	-25,+25 gün	%4,87	-	-	Lipper TASS
Brav vd. 2008	1.059	2001-2006	ABD	Finansal Varlıkları Fiyatlama Modeli (CAPM); Fama-French-Carhart Varlık Fiyatlama Modeli	-20,+20 gün	%7,20	-	-	Factiva ve SEC'e ait EDGAR veri seti

Tablo 1 (Devam)

Makale	Kapsadığı 13D Form Sayısı	13 D Formların Kapsadığı yıllar	Çalışmanın Kapsadığı Ülkeler	Kullanılan Modeller	Çalışmanın Kısa Vadeli Dönem Aralığı (Raporlama Tarihini Göre)	Kısa Vadeli Dönemde Piyasa Göre Düzeltilmiş Getiri	Çalışmanın Uzun Vadeli Dönem Aralığı (Raporlama Tarihini Göre)	Uzun Vadeli Dönemde Piyasa Göre Düzeltilmiş Getiri	Veri Kaynağı
Clifford, 2008	788	1998-2005	ABD	Piyasa Modeli; Fama-French-Carhart Varlık Fiyatlama Modeli	-2,+2 gün	%3,39	0,+12 ay	%19,70	Factiva, "CFA Weekly Summary Of Key 13D Filings To The SEC"
Greenwood ve Schor, 2009	990	1993-2006	ABD	Piyasa Modeli; Fama-French-Carhart Varlık Fiyatlama Modeli	-15,+5 gün	%3,50	-1,+18 ay	%10,00	SEC'e ait EDGAR veri seti
Stockman, 2007	188	2000-2007	Uluslararası, 9 farklı ülke	Piyasa Modeli	-25,+25 gün	%10,86	-25,+180 gün	%12,38	Factiva, Abi/Inform

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

ÇALIŞMA

3.1 Çalışmanın Amacı

Serbest yatırım fonları elde ettikleri kazancın ortalamada %11,1'lik kısmını komisyon ücreti olarak yatırımcılarından kesmektedirler (Ibbotson vd. 2011). Yapılan çalışma, serbest yatırım fonlarına yatırım yapma şansı bulunmayan veya bu fonlara yüksek komisyon ücretleri ödemek istemeyen milyonlarca yatırımcı için alternatif bir yatırım stratejisinin test edilmesini hedeflemiştir.

Bu çalışmada aktivist serbest yatırım fonlarının işlemleri incelenmiştir. Her bir aktivist hisse alım işleminden önce ve sonrasında hisselerin fiyatının nasıl hareket ettiğine bakılarak; raporlamadan önceki bir yıllık ve 20 günlük; raporlamadan sonra ise 20 günlük, bir yıllık, üç yıllık ve beş yıllık dönemlerde, aktivist işlem uygulanan şirketlerin performansları incelenmiştir. Farklı işlemlere ait performans verisi, gelecekte bu işlemleri taklit ederek piyasa performansının üstünde kazanç sağlanıp sağlanamayacağı konusunda öngörülebilir bulunmamızı

sağlamaktadır.

Bu çalışma son beş yılda yapılmış işlemleri dahil ederek literatürü zenginleştirmiştir. Bu sayede diğer kapsamlı çalışmaların 1994 ve 2007 yılları arasında buldukları sonuçların günümüzde de geçerliliğini koruyup korumadığını test etmek mümkün olmuştur. Diğer çalışmalardan farklı olarak aktivist işleme maruz kalan şirketlere ait sonuçlar değişik filtreler ile daha detaylı analiz edilmiştir. İşlemlerin yapıldıkları sektörler filtrelenerek değişik sektörlerdeki performans değerleri kıyaslanmıştır. Benzer bir filtreleme, işlem yapılan hisse senetlerinin piyasa değeri, belli bir şirketin aktivist işleme uğrama sıklığı ve şirketin merkezinin bulunduğu ülke üzerinden de yapılmıştır. Bütün bu filtrelemelerle şirketin bulunduğu sektörün, şirketin piyasa değeri büyüklüğünün, aktivist işleme uğrama sıklığının ve şirketin bulunduğu ülkenin aktivist strateji ile yapılan işlemin getirisi ile ilişkisini bulmak mümkün olmuştur.

3.2 Veri

Araştırmanın ilk aşamasında serbest yatırım fonlarının tümünü içeren bir liste oluşturulmaya çalışılmıştır. Bunun için Insider Monkey web sitesine ait serbest yatırım fonu listesi kullanılmıştır. Serbest yatırım fonları hakkında kabul görmüş genel bir tanım bulunmadığı için daha önce Brunnermeier ve Nagel (2004) tarafından kullanılan yöntem izlenmiştir. Insider Monkey sitesinde bulunan ve 13D formu yayınlamış olan bütün serbest yatırım fonlarının SEC kayıt dokümanlarına (Form ADV) ulaşılmıştır. Bu formda standart olarak bulunan diğer havuzlanmış yatırım enstrümanları seçeneği “Other pooled investment vehicles (e.g., hedge

funds)’ için %50’nin üstünde oran bildirilmesi gerekliliği aranmıştır. Bu gerekliliği sağlamayan serbest yatırım fonları veri setinden ayıklanmıştır. Toplamda Insider Monkey web sitesinin takip ettiği serbest yatırım fonu adeti Nisan 2014 itibarıyla 697 adet iken; bunlardan 279 adetinin 13D formu yayınladığı tespit edilmiş ve bunlar içinden de 57 adetinin ilgili kriteri sağlamadığı tespit edilmiştir. Sonuç olarak hem yukarıda belirtilen serbest yatırım fonu olma kriterini sağlayan hem de 13D formu yayınlamış olan 222 adet serbest yatırım fonu çalışmaya baz teşkil etmiştir.

İkinci aşamada oluşturulan listede bulunan aktivist serbest yatırım fonlarının işlemleri ile ilgili veri SEC sitesinden indirilmiştir. Eğer bir fon bir şirketin %5’ten daha fazla orandaki hissesini aktivist bir strateji ile satın alırsa SEC kurallarına göre dolduracağı 13D formu ile bu hareketi SEC’e bildirmek zorundadır. SEC bu formları kendi internet sitesinde kamu ile paylaşmaktadır. Bu sitedeki veri otomatik olarak işlenebilir formatta değildir. Bu nedenle ilgili formlar internet üzerinden açılarak; (1) yayınlayan serbest yatırım fonu ismi, (2) forma konu olan işlem tarihi, (3) formun yayın tarihi, (4) işlem yapılan şirketin ismi, (5) işlem yapılan şirkete ait “Cusip No”, (6) formu yayınlayan serbest yatırım fonunun ilgili şirkette sahip olduğu toplam pay, (7) SEC web sitesinde ilgili serbest yatırım fonuna ait “ADV formu” bağlantı adresi, (8) SEC web sitesinde ilgili serbest yatırım fonunun yayınladığı bütün 13D formlarının listesini içerir bağlantı adresi, (9) SEC web sitesinde ilgili 13D formuna ait bağlantı adresi ve (10) ilgili şirkete ait hisse senedi kodundan oluşan bilgiler MS Excel ortamına aktarılmıştır. Bu bilgilerin ilk dokuzuna SEC’den ulaşılabildiği halde hisse senedi kodu bilgisi 13D formunda bulunmamaktadır. Bu koda ulaşmak için de ilk olarak CRSP veri setindeki Cusip No ve Hisse senedi kodu eşlemeleri kullanılmıştır. Ulaşılan

şirketlerin ismi ile CRSP veri setindeki isimlerin uyumu da kontrol edilerek ilgili kodlar çalışma dosyasına aktarılmıştır. İkinci olarak ise CRSP veri setinde ulaşılamayan şirketlerin hisse senedi kodları şirket isimleri kullanılarak internette arama motorları aracılığı ile aranmıştır. Sonuç olarak bu yöntemle 222 adet serbest yatırım fonuna ait 1364 adet 13D formuna ait veri kaydedilmiştir.

Üçüncü aşamada, hisselerine ait tarihsel fiyat bilgileri ücretsiz yayın yapan Yahoo Finance web sitesinden indirilmiştir. Tarihsel hisse fiyatı bilgisine ulaşılan bütün hisselerde hisse senedi kodu ve şirket adı bilgisinin uyumu kontrol edilmiş, ismi farklı olan durumlarda şirket isminin değişip değişmediği de kontrol edilerek uyumsuz veriler ayıklanmıştır. Bu yöntemle ilk listede bulunan 1364 adet 13D formunun 622 adetine ait tarihsel fiyat bilgilerine Yahoo Finance web sitesinden ulaşmak mümkün olmuştur. Ulaşılan tarihsel fiyat verisinin 45 adeti formun yayınlandığı tarih aralığını kapsamadığı için kullanılamamıştır. Geriye kalan 577 işlem adeti için formun yayınlandığı tarihten 250 işlem günü (bir takvim yılı) önceki; form yayın tarihinden 250 işlem günü (bir takvim yılı), 750 işlem günü (üç takvim yılı) ve 1250 işlem günü (beş takvim yılı) sonrasındaki fiyat verisi; ve form yayın tarihinden 20 işlem günü önceden başlayarak 20 işlem günü sonrasına kadar günlük işlem verisi çalışma dosyasına aktarılmıştır. Yahoo Finance sitesinde belli zaman aralıklarında fiyat bilgisine ulaşılamadığı halde iflas eden şirketler tespit edilerek veri setine eklenmiştir. %20'nin üzerinde günlük beklenmeyen fiyat hareketine sahip şirketler Google Finance gibi başka siteler yardımıyla incelenmiş ve uyumsuzluğu tespit edilmiş üç adet işlem daha veri setinden ayıklanmıştır. Ulaşılan son durumda 472 adet hisse için 574 adet 13D formuna ait veri çalışmanın nihai veri setini oluşturmuştur.

Son aşamada Finviz sitesinden nihai veri setindeki işlemlere ait hisselerin

buldukları sektörler, piyasa değerleri ve buldukları ülke bilgileri indirilmiştir. Finviz sitesindeki güncel veriler ile Yahoo Finance sitesindeki tarihsel fiyatlar eşleştirilerek işlem yapılan şirketlerin formun yayınlandığı tarihteki piyasa değerleri hesaplanmıştır.

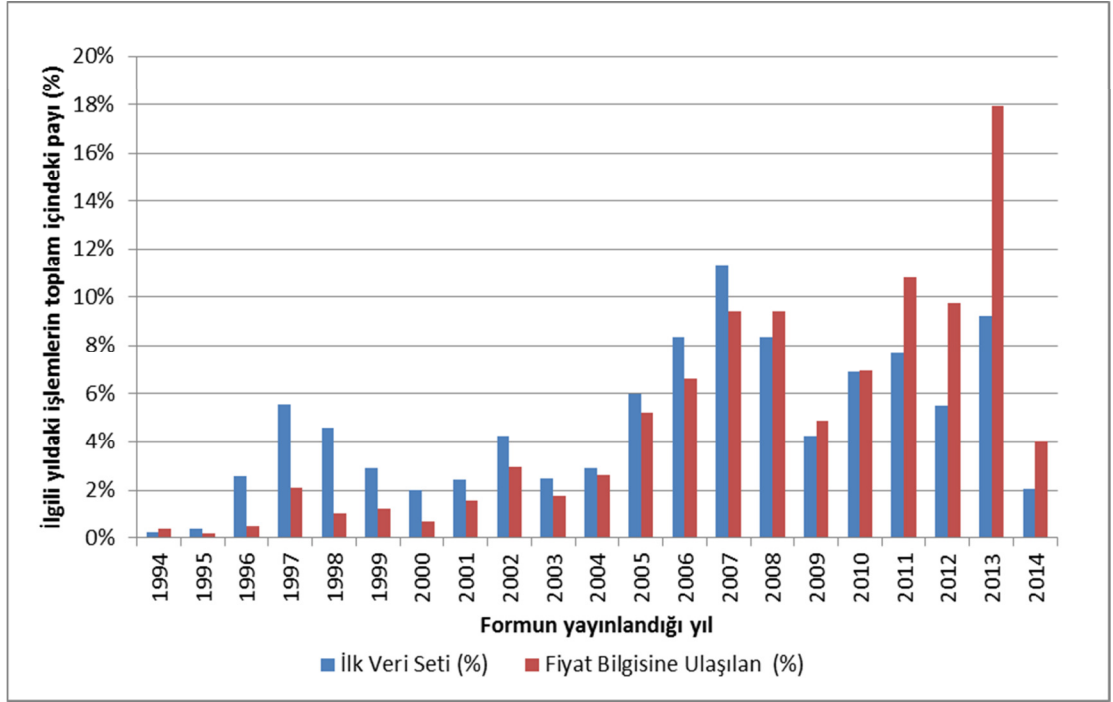
Bu çalışmada direkt SEC'den indirilen formların kullanılması Tablo 1'de belirtilen direkt SEC verisini kullanmayan diğer çalışmalara göre veri setinin daha güvenli olmasını sağlamıştır. Kullanılan serbest yatırım fonlarının %50'den fazla havuzlanmış yatırım enstrümanlarından oluşması gerekliliği aranarak diğer çalışmalara göre daha standart bir veri seti oluşturulmuştur. 2 yıldan kısa zaman aralığında aynı serbest yatırım fonunun aynı hisse için yayınlamış olduğu 13D formlarından yalnızca ilki kullanılarak, 13D/A olması gereken formlar ayıklanmış, böylece mükerrer kayıtların önüne geçilmiştir.

Tablo 2'de 1364 adet formdan oluşan ilk veri seti ve Tarihsel fiyat verisine ulaşılan 574 adet formdan oluşan nihai veri setinin yıllara dağılımı verilmiştir.

Tablo 2 İlk ve Nihai Veri Setinin Yıllara Dağılımı

Yıl	İlk Veri Seti (Adet)	İlk Veri Seti (%)	Fiyat Bilgisine Ulaşılan (Adet)	Fiyat Bilgisine Ulaşılan (%)
1994	3	%0,22	2	%0,35
1995	5	%0,37	1	%0,17
1996	35	%2,57	3	%0,52
1997	76	%5,57	12	%2,09
1998	63	%4,62	6	%1,05
1999	40	%2,93	7	%1,22
2000	27	%1,98	4	%0,70
2001	33	%2,42	9	%1,57
2002	58	%4,25	17	%2,96
2003	34	%2,49	10	%1,74
2004	40	%2,93	15	%2,61
2005	82	%6,01	30	%5,23
2006	114	%8,36	38	%6,62
2007	154	%11,29	54	%9,41
2008	114	%8,36	54	%9,41
2009	58	%4,25	28	%4,88
2010	94	%6,89	40	%6,97
2011	105	%7,70	62	%10,80
2012	75	%5,50	56	%9,76
2013	126	%9,24	103	%17,94
2014	28	%2,05	23	%4,01
Toplam	1364	%100,00	574	%100,00

Şekil 1’de ilk veri setindeki formların ve nihai veri setindeki formların yıllara dağılımı yüzdesel olarak gösterilmektedir. İki veri setinde de son yıllara ait formlar daha yüksek oranda yer almaktadır. İlk veri seti daha düzgün bir şekilde yıllara dağılmıştır ve yayınlanmış 154 adet form ile 2007 yılı en yüksek ağırlığa sahiptir. Tarihsel fiyat verisine ulaşılan nihai veri seti ise ilk veri setine göre son yıllarda daha yüksek ağırlığa sahiptir; ve bu sette en yoğun yıl 2013’dür.



Şekil 1 Yüzdeler Olarak İlk Veri Seti ve Tarihsel Fiyat Verisine Ulaşılan Formların Yıllara Dağılımı

Tablo 3’de oluşturduğumuz nihai veri setinin, 6757 adet hisse senedinin bulunduğu Finviz veri setinin ve NYSE’de bulunan şirketlerin sektörlere dağılımı gösterilmektedir. Yapılan çalışmada kullanılan veri setinde hizmet, teknoloji ve sağlık sektörlerine ait hisselerin oranının Finviz veri seti ve NYSE’ye göre daha yüksek olduğu tespit edilmiştir. Finans sektörüne ait hisselerin oranının ise yapılan çalışmada belirgin bir şekilde daha düşük olduğu görülmektedir.

Tablo 3 Çalışma, Finviz Veri Seti ve NYSE'deki Şirketlerin Sektörlere Dağılımı

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

Tablo 4'de görüleceği üzere işleme uğrayan şirketlerin önemli bir çoğunluğu ABD'de bulunmaktadır. Kanada ise ikinci sırada yer almaktadır.

Tablo 4 İşleme Uğrayan Şirketlerin Ünelere Dağılımı

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

Tablo 5’de veri setindeki hisselerin piyasa değeri dağılımları verilmiştir. Veri setini oluşturan şirketlerin yarısından fazlasının form yayın tarihi sırasındaki piyasa değeri 500 milyon USD’den düşüktür. 5 Milyar USD’yi aşan şirketlerin sayısı 30 iken, 50 milyar USD’den daha büyük olan şirketler veri setinde yer almamaktadır. Mayıs 2014’de NYSE’de bulunan şirketlerin ortalama piyasa değeri 12,3 milyar dolar iken çalışmayı oluşturan veri setindeki şirketlerin form yayın tarihindeki ortalama piyasa değeri 1,3 milyar dolardır. Beklendiği şekilde daha düşük piyasa değerine sahip şirketler aktivist işlemler için daha uygun iken, piyasa değeri 50 milyar doları aşan şirketlerde aktivist işlem uygulanamamıştır.

Tablo 5 Veri Setindeki Hisselerin Form Yayın Tarihindeki Piyasa Değerlerinin Dağılımı

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

3.3 Kullanılan Modeller

Literatürde konuyla ilgili yapılmış çalışmalarda sıkça rastlanan modeller Tablo 1’de özetlenmiştir. Bu çalışmada S&P500’e göre düzeltilmiş ortalama getiriler hesaplanmış ve literatürdeki çalışmalara paralel olarak Finansal Varlıkları

Fiyatlama Modeli (CAPM) ve Fama-French-Carhart Varlık Fiyatlama Modeli ile regresyon analizleri yapılmıştır.

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

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

Bu denklemde,

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

t = Görece getirinin hesaplandığı zaman aralığını,

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

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

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

Finansal Varlıkları Fiyatlama Modeli (CAPM) ile yapılan regresyon analizlerinde MS Excel programı ile denklem (2)'ye uygun olarak çalışılmıştır. R_{mt} ve R_{ft} değerleri Ken French'in Dartmouth College'daki web sitesinden temin edilmiştir.

$$AR_{it} = R_{it} - R_{ft} - \beta_i(R_{mt} - R_{ft}) \quad (2)$$

Bu denklemde,

AR_{it} = i nolu işlem için t zaman aralığındaki olağan dışı performansı,

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

R_{mt} = t zaman aralığında piyasada bulunan şirketlerin ortalama getirisini,

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

β_i = İşlem yapılan hisselerin, piyasanın performansına karşı duyarlılığını göstermektedir.

Fama-French-Carhart Varlık Fiyatlama Modeli ile yapılan regresyon analizlerinde MS Excel programı ile denklem (3)'e uygun olarak çalışılmıştır. R_{mt} , R_{ft} , SMB ve HML değerleri Ken French'in Dartmouth College'deki web sitesinden temin edilmiştir.

$$r - r_{ft} = \alpha_4 + \beta_4 \times (R_{mt} - R_{ft}) + \beta_s \times SMB + \beta_v \times HML + \beta_m \times R_{ft} + \varepsilon_4 \quad (3)$$

Bu denklemde,

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

α_4 = dört faktör alfa değerini,

β_4 = dört faktör sistematik risk oranını,

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

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

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

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

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

β_m = işlem yapılan hisselerin, momentum hisselerine karşı duyarlılığını,

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

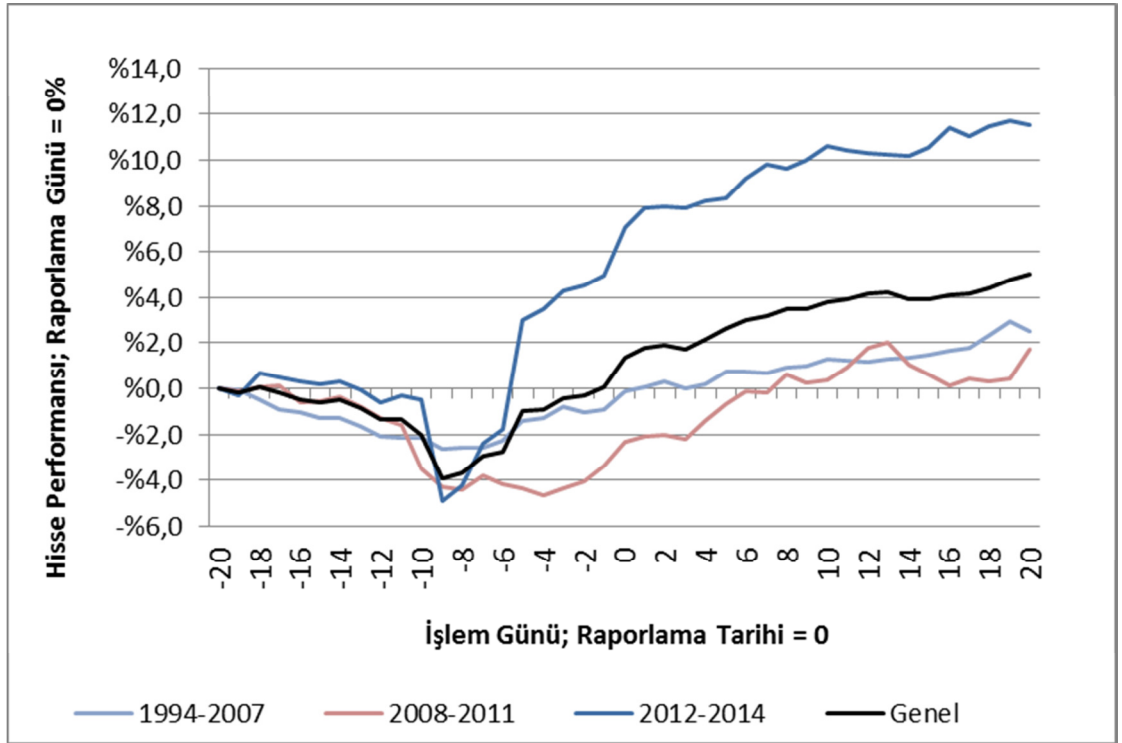
ε_4 = dört faktör hata terimini göstermektedir.

3.4 Kısa Dönemdeki Getiriler

Bu çalışmada elde ettiğimiz sonuçlar işleme uğrayan hisselerin pozitif getiriler elde etmesi bakımından geçmişte yapılmış ve Tablo 1'de özetlemiş çalışmaların sonuçlarını teyit etmektedir. Geçmişteki çalışmalarda raporlama tarihine göre (-20,+20) günlük ya da (-25,+25) günlük S&P500'e göre kısa vadeli getiriler en düşük %4,87, en yüksek ise %10,86 olarak bulunmuştur. Bu çalışmada ise Şekil 2'de özetlendiği üzere aktivist işleme uğrayan hisselerin -20,+20 günlük zaman aralığında S&P500'e göre getirisi %5 olarak bulunmuştur.

Diğer çalışmalar raporlama tarihinden önceki 20 gün ile raporlamadan sonraki 20 günde pozitif getirinin süreklilik gösterdiğini tespit etmiştir. Bu çalışmada ise literatürden farklı olarak ilgili pozitif getirilerin süreklilik oluşturmadığı bulunmuştur. Buna göre aktivist işleme uğramış hisseler ortalamada raporlama tarihinden dokuz gün önceye kadar negatif performans sergilerken devam eden günlerde pozitif getiri sağlamışlardır. Bu durum Şekil 2 ve Tablo 6'da

işlenen farklı zaman aralıklarında yayınlanmış formlarda benzerlik göstermektedir. Raporlamaya konu olan 574 işlem için 13D formlarından elde edilen bilgiye göre, işleme konu olan hisse alımının gerçekleştiği tarih ile form yayın tarihi arasında ortalama 13,2 günlük fark mevcuttur. Raporlama tarihi üç aydan fazla geciken 12 form ayıklandığında, kalan 562 form için olay tarihi ile raporlama tarihi arasındaki süre 8,5 güne inmektedir. Bu da serbest yatırım fonlarının aktivist işleme başlamak için hedefledikleri şirketlerin göstereceği düşük performansı beklediklerini göstermektedir. Serbest yatırım fonunun 13D formu yayınlanması gereken %5'lik pay oranı geçildiğinde ise aktivist işlem uygulanan şirketlerde S&P500 performansını aşan getiriler gözlemlenmiştir.



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

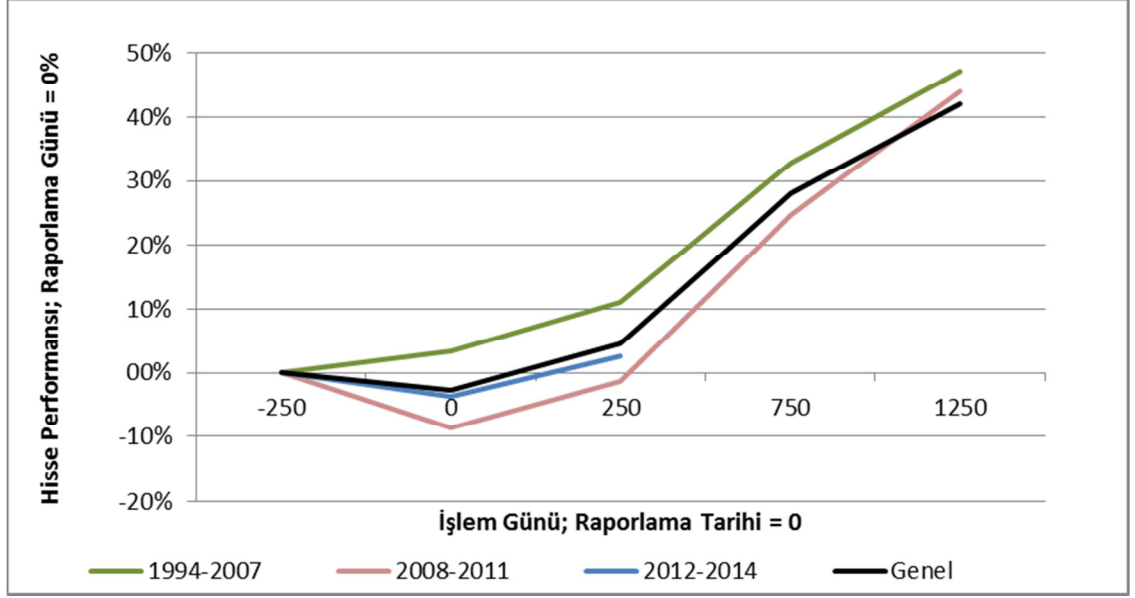
Tablo 6 S&P500'e Göre Kısa Dönem (-20, +20) Performans Verisi

T+ gün (t=0: Form Yayın Tarihi)	Genel	1994-2007	2008-2011	2012-2014	İlgili Tarihte Verisine ulaşılan Hisse Sayısı (Toplam 566 işlem içinden)
-20	%0,0	%0,0	%0,0	%0,0	535
-15	-%0,6	-%1,3	-%0,6	%0,2	536
-10	-%2,0	-%2,1	-%3,5	-%0,5	542
-5	-%1,0	-%1,4	-%4,3	%3,0	561
0	%1,4	-%0,1	-%2,3	%7,1	566
5	%2,6	%0,8	-%0,7	%8,4	566
10	%3,8	%1,3	%0,4	%10,6	564
15	%4,0	%1,5	%0,6	%10,6	563
20	%5,0	%2,5	%1,7	%11,6	559

3.5 Uzun Dönemdeki Getiriler

NYSE'de yaklaşık 250 işlem günü bir takvim yılını kapsamaktadır. Bu çalışmada da 250'şer işlem günü kullanılarak bir, üç ve beş yıllık dönemler hesaplanmıştır. Aktivist işlemler S&P500'e göre kısa dönemde göstermiş oldukları getirilere paralel olarak uzun dönemde de pozitif getiriler sunmuşlardır. 13D formunun yayınlanmasından önceki bir yılda işleme uğrayan şirketlerin görece getirisi negatif olurken takip eden beş yıllık dönemde pozitif getiriler gözlemlenmiştir. Formun yayınına takip eden yıllardaki görece pozitif getiriler Şekil 3 ve Tablo 7'de gösterilmiş olan farklı zaman aralıklarında benzerlik göstermiştir. Fakat raporlama tarihinden önceki getiriler konusunda farklı zaman aralıkları için farklı sonuçlar bulunmaktadır. 1994-2007 yılları arasında yayınlanan formlar için formun yayınından önceki bir yılda S&P500'e kıyasla görece pozitif getiri sağlanırken, 2008'den sonraki dönemlerde bu zaman aralığı için S&P500'e kıyasla

negatif getiriler mevcuttur. 2008 yılından öncesine kadar serbest yatırım fonları, şirketlerin performansına önem vermezken; bu tarihten sonraki işlemlerde performansı düşük olan şirketleri tercih etmişlerdir.



Şekil 3 S&P500'e Göre Uzun Dönem (-250,+750) Performans Verisi

Tablo 7 S&P500'e Göre Uzun Dönem (-250, +1250) Performans Verisi

T+ gün (t= 0 Form Yayın Tarihi)	Genel	1994-2007	2008-2011	2012-2014	İlgili Tarihte Verisine ulaşılan Hisse Sayısı (Toplam 565 işlem içinden)
-250	%0,0	%0,0	%0,0	%0,0	500
0	-%2,6	%3,3	-%8,6	-%3,7	565
250	%4,6	%11,0	-%1,3	%2,7	476
750	%28,2	%32,7	%24,7	-	347
1250	%42,1	%47,1	%44,0	-	273

3.6 Formların Yayınlandığı Yıllara Göre Getiriler

Formların yayınlandığı yıl baz alınarak farklı dönemler için hesaplanmış S&P500 endeksine kıyasla görece getiriler Tablo 8’de özetlenmiştir. Ayrıca Şekil 4 ve Şekil 5’de bu veriler birer trend eğrisi eklenerek grafiksel olarak gösterilmiştir.

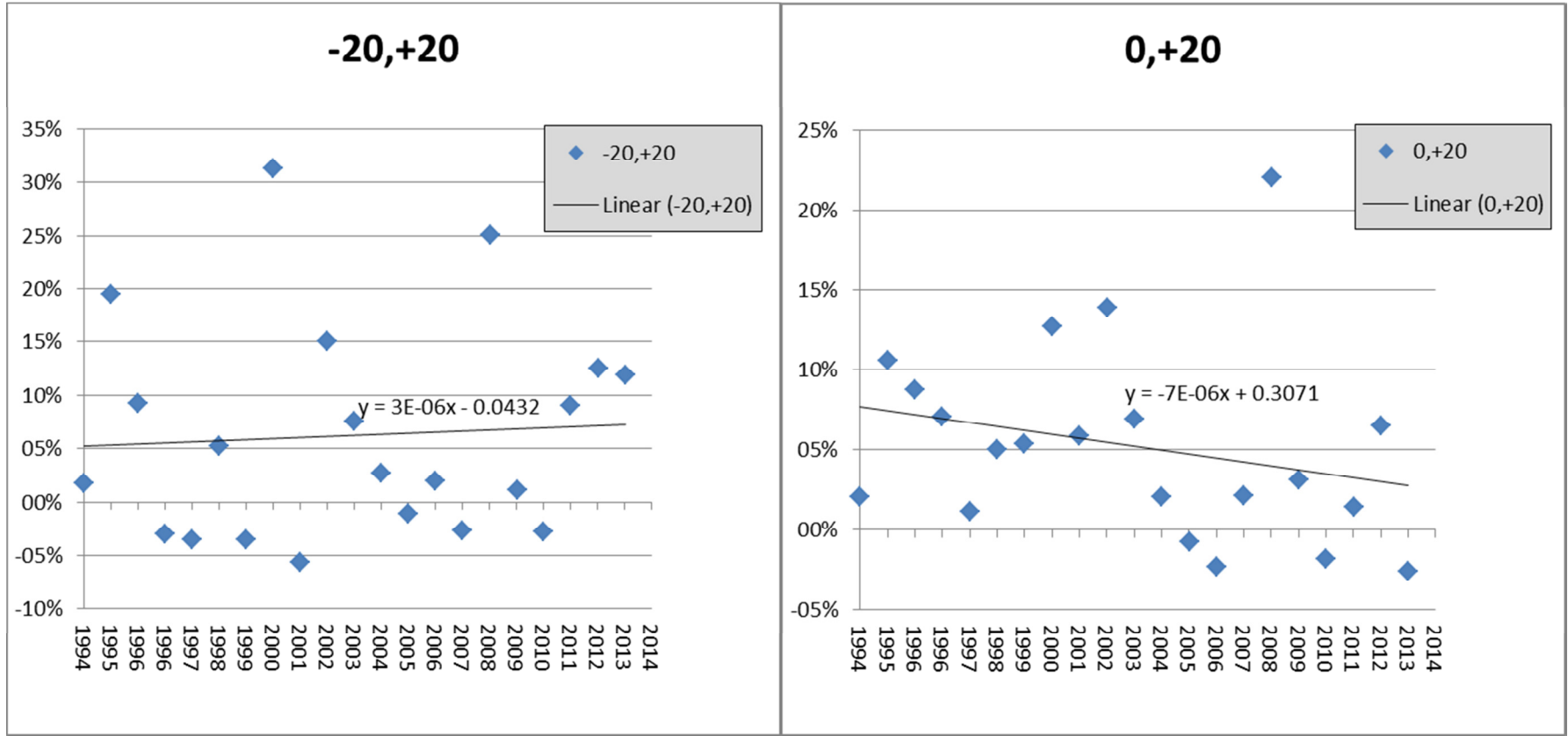
Form yayın tarihine göre (-20, +20) işlem günü zaman aralığına baktığımızda serbest yatırım fonlarının aktivizm stratejisi ile elde ettikleri gelirde bir artış gözlemlenmektedir. Bu dönem aralığında S&P 500’e göre görece yaşanan en düşük getiri -%5,6 ile sınırlı kalmıştır. Oysa yedi farklı yılda görece pozitif getiriler %10’u geçmiştir ve sağlanan en yüksek pozitif getiri 2001 yılında %31,3’ü bulmuştur. Çalışmanın kapsadığı 21 yılın yalnızca yedisinde negatif getiri gözlemlenmiştir.

Form yayın tarihine göre (0, +20) işlem günü zaman aralığına baktığımızda ise serbest yatırım fonlarının aktivizm stratejisi ile elde ettikleri gelirde son yıllarda bir düşüş gözlemlenmektedir. 13D formlarından faydalanarak yatırım yapmak isteyen yatırımcılar için bu zaman aralığı önemli bir performans göstergesidir. Çünkü dışarıdaki yatırımcılar ancak form yayınlandıktan sonra aktivist işlemden haberdar olabilir ve bu zaman aralığında bekleme süresinin kısa olması yatırımcılar için aynı yıl içinde varlıklarını bir kaç kez çevirme şansı sunmaktadır. 20 günlük dönemde %3,6’lık ortalama getiri yatırımcıların beklentilerini karşılayabilecek kadar yüksektir. Fakat artan rekabet ve performans eğrisindeki düşüş trendi gelecek yıllarda da devam ederse bu formlardan faydalanarak getiri elde etmek mümkün olmayacaktır.

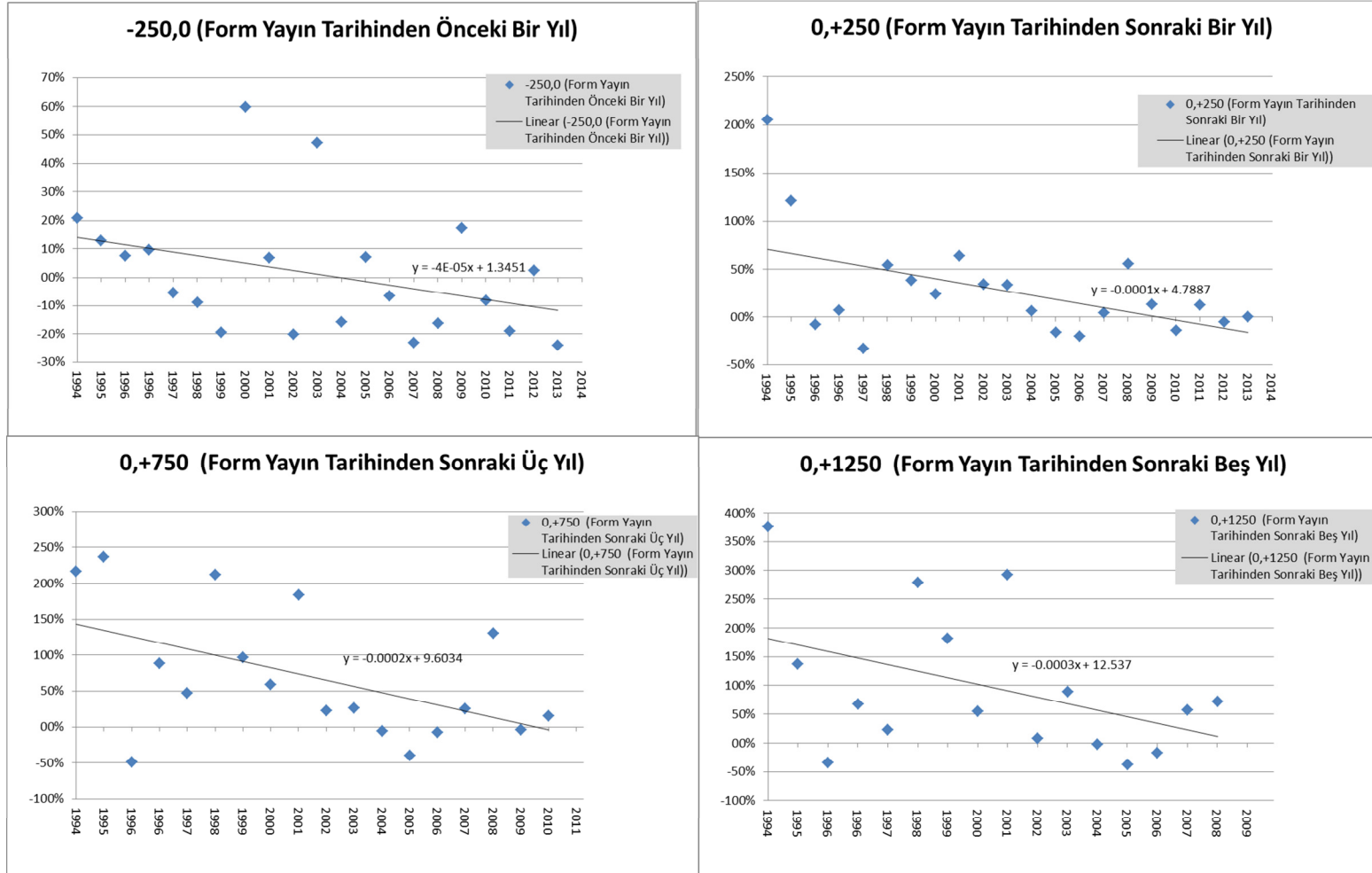
Farklı yıllarda yapılmış aktivist işlemlerin S&P500'e kıyasla uzun vadeli getirileri Şekil 5'de gösterilmiştir. Bu grafiklere baktığımızda bütün zaman aralıklarında getirilerde düşüş trendi olduğunu görmekteyiz. (-250,0) işlem günü zaman aralığında farklı yıllardaki getirilerin oluşturduğu trend eğrisi negatif yönlüdür. Yani yıllar geçtikçe serbest yatırım fonlarının son bir yıllık dönemde daha düşük performans göstermiş hisselerle olan ilgileri artmaktadır. Form yayınlandıktan sonraki bir yıl (0,250), üç yıl (0,750) ve beş yılı (0,1250) gösterir grafiklere baktığımızda ise serbest yatırım fonlarının son yıllarda aktivist işlem yaptıkları şirketlerin uzun dönemli performanslarının halen pozitif olmakla birlikte geçmiş yıllardaki işlemlere göre düştüğü görülmektedir. Bunu da aktivist işlemlerin son 20 yılda yaygınlaşmış olması ve bu nedenle her geçen yıl aktivizm stratejisini uygulayabilmek için uygun koşullar sunan şirketleri bulmanın güçleşmesi ile açıklayabiliriz. Grafikler bize yıllar geçtikçe serbest yatırım fonlarının kısa vadeli kâra odaklandıklarını dolayısıyla kısa vadedeki performanslarını korurken uzun vadeli performanslarında hafif bir düşme yaşandığını göstermektedir.

Tablo 8 13D Formunun Yayınlandığı Yıla ve Farklı Dönem Aralıklarına Göre S&P500 Endeksine Kıyasla Ortalama Getiriler

Yıl	-250,0		-20,+20		0,+20		0,+250		0,+750		0,+1250	
	Adet	Ort. Get.	Adet	Ort. Get.	Adet	Ort. Get.	Adet	Ort. Get.	Adet	Ort. Get.	Adet	Ort. Get.
1994	2	%20,9	2	%1,8	2	%2,0	2	%205,0	2	%217,0	2	%376,0
1995	1	%12,8	1	%19,4	1	%10,6	1	%121,2	1	%236,7	1	%136,7
1996	3	%7,5	3	%9,3	3	%8,7	3	-%8,2	3	-%49,3	3	-%34,5
1997	11	%9,5	12	-%3,0	12	%7,1	12	%7,0	12	%88,6	12	%67,2
1998	5	-%5,3	6	-%3,5	6	%1,2	6	-%33,4	6	%47,4	6	%22,3
1999	6	-%8,9	6	%5,2	7	%5,0	7	%54,0	7	%211,7	7	%278,9
2000	4	-%19,5	4	-%3,6	4	%5,3	4	%38,6	4	%96,4	4	%181,8
2001	8	%59,8	9	%31,3	9	%12,7	9	%23,9	9	%59,1	9	%54,3
2002	15	%6,8	16	-%5,6	17	%5,8	17	%63,5	17	%183,3	17	%292,3
2003	7	-%20,2	8	%15,1	10	%13,9	10	%34,5	10	%22,3	10	%8,3
2004	14	%47,2	15	%7,5	15	%6,9	15	%34,0	15	%26,1	15	%89,5
2005	28	-%15,8	29	%2,7	30	%2,1	30	%6,8	30	-%5,5	30	-%2,2
2006	34	%7,0	37	-%1,2	38	-%0,7	38	-%16,4	38	-%39,7	38	-%37,8
2007	47	-%6,5	51	%1,9	54	-%2,3	54	-%20,5	54	-%7,5	54	-%17,8
2008	47	-%23,2	53	-%2,7	53	%2,1	53	%4,2	53	%25,4	53	%57,4
2009	25	-%16,2	27	%25,1	28	%22,1	28	%55,5	27	%130,4	11	%72,0
2010	33	%17,5	36	%1,1	40	%3,1	38	%13,0	37	-%3,7	-	-
2011	54	-%8,2	57	-%2,8	61	-%1,8	61	-%13,9	22	%15,1	-	-
2012	47	-%19,0	47	%9,1	53	%1,5	52	%12,3	-	-	-	-
2013	88	%2,4	94	%12,5	103	%6,5	30	-%5,1	-	-	-	-
2014	18	-%24,0	14	%11,9	15	-%2,6	-	-	-	-	-	-
Toplam	497	-%3,8	527	%5,2	561	%3,6	470	%7,4	347	%31,6	272	%46,5



Şekil 4 13D Formunun Yayınlandığı Yıla ve Farklı Kısa Dönem Aralıklarına Göre S&P500 Endeksine Kıyasla Ortalama Getiriler



Şekil 5 13D Formunun Yayınlandığı Yıla ve Farklı Uzun Dönem Aralıklarına Göre S&P500 Endeksine Kıyasla Ortalama Getiriler

3.7 Sektörlere Göre Getiriler

Aktivist işlemlerin yapıldığı şirketlerin bulunduğu sektöre göre S&P500 endeksine kıyasla ortalama getirileri Tablo 9’da gösterilmiştir. Bu tabloya baktığımızda finans ve sanayi ürünleri sektörlerindeki şirketlerin kısa vadede diğer sektörlerle göre ortalamada daha yüksek getiri sağlamış olduklarını görmekteyiz. Uzun vadede ise hammadde, tüketim malları ve finans sektörlerindeki sonuçlar diğer sektörlerle göre daha yüksektir. Aktivist işlemin uygulamasının zorluğu nedeniyle aktivist serbest yatırım fonları holding olan şirketler üzerinde az sayıda işlem uygulamıştır.

3.8 Ülkelere Göre Getiriler

Aktivist işlemlerin yapıldığı şirketlerin bulunduğu ülkeye göre S&P500 endeksine kıyasla ortalama getirileri Tablo 10’da gösterilmiştir. Bu tabloya baktığımızda, çalışmada sadece ABD’deki SEC verileri kullanıldığı için işlemlerin %92 gibi büyük bir oranı ABD’de yapılmıştır. Aktivist işlemlerin uygulanma sıklığı açısından Kanada’daki şirketler ikinci sırayı oluşturmaktadır. Genel olarak ülkelerin çoğunda getiriler pozitif olmakla birlikte incelenen işlem sayısının çokluğu nedeniyle ABD’deki veriler değişik dönemlerde daha uyumlu bir gelişim göstermiştir.

3.9 Yapılan İşlem Sıklığına Göre Getiriler

Aktivist işlemlerin yapıldığı şirketlerin uğradıkları işlem sıklığına göre S&P500 endeksine kıyasla ortalama getirileri Tablo 11’de gösterilmiştir. Çalışmanın veri setine bakıldığında serbest yatırım fonları bir şirket için beş farklı aktivist işlem, diğer bir şirket için dört aktivist işlem, dokuz şirket için üçer aktivist işlem, 62 şirket için ikişer aktivist işlem ve 339 şirket için birer aktivist işlem uygulamıştır. Bu tabloya baktığımızda, yatırımdan önce ve sonraki farklı dönemler arasında farklılıklar göze çarpmaktadır. Bir aktivist işlemin raporlamasından bir yıl önceki şirket performanslarını gösteren (-250,0) zaman aralığına baktığımızda daha önceden aktivist işlem yapılmış şirketlerin kötü performans sergiledikçe yeniden aktivist işlemlere uğradıklarını görmekteyiz. Bir şirketin aktivist işleme uğrama sayısının artışıyla, son bir yıllık performansı arasında ters yönlü bir ilişki göze çarpmaktadır.

(-20,+20) zaman aralığında ise işlem sayısındaki artışla birlikte ilgili şirketlerin performansında da artış görünmektedir. Yani serbest yatırım fonları arasında popüler şirketlerin performansı diğer şirketlere kıyasla daha yüksektir. Diğer zaman aralıklarında ise işlem sayısı sıklığı ile işlemden sonraki görece performans arasında anlamlı bir ilişki bulunmamaktadır.

3.10 Piyasa Değerine Göre Getiriler

Aktivist işlemlerin yapıldığı şirketlerin piyasa değerine göre S&P500 endeksine kıyasla ortalama getirileri Tablo 12’de gösterilmiştir.

Raporlama tarihinden önceki bir yıllık performanslara bakıldığında, 5-50 Milyar USD aralığında piyasa değerine sahip şirketler için raporlama tarihinden önceki görece getiri %33,5’dür. Yani serbest yatırım fonları piyasa değeri büyük şirketlerde işlem yapmak için kötü performans gerekliliğini aramamışlardır. Fakat diğer piyasa değeri aralıklarına sahip şirketlerde raporlama tarihinden önceki bir yılda negatif performanslar yaşanmıştır.

(-20,+20) işlem gün zaman aralığında piyasa değeri büyüklüğü ile ilgili anlamlı bir ilişki saptanmamıştır. (0, +20) işlem günü zaman aralığında ise piyasa değeri büyüdükçe getirilerde düşme olduğu görülmektedir. Yani geçmişte, serbest yatırım fonlarının yayınladığı 13D formlarını taklit ederek yatırım yapan yatırımcıların piyasa değeri büyük şirketler için S&P500’e kıyasla pozitif getiri sağlamaları mümkün olmamıştır.

Uzun vadede ise benzer şekilde piyasa değeri büyüdükçe aktivist işleme uğramış şirketlerin performanslarında düşüş görülmektedir. Bu da 13D formlarını kullanarak yatırım yapan yatırımcıların piyasa değeri küçük şirketleri tercih etmeleri durumunda daha çok kazanç sağlayabileceklerini göstermektedir. Aktivist işlemi yapan serbest yatırım fonlarının ise büyük şirketlerde daha raporu yayınlamadan önce belli oranda getiri sağladıkları görülmektedir.

Tablo 9 Aktivist İşlemlerin Yapıldığı Şirketlerin Bulunduğu Sektöre Göre S&P500 Endeksine Kıyasla Ortalama Getirileri

Sektör	Çalışma Kapsamındaki Şirket Sayısı		-250,0		-20,+20		0,+20		0,+250		0,+750		0,+1250	
			Adet	Ort. Get.	Adet	Ort. Get.	Adet	Ort. Get.	Adet	Ort. Get.	Adet	Ort. Get.	Adet	Ort. Get.
Hammadde	56	%9,8	47	-%0,1	49	%5,2	54	%2,5	45	%9,7	31	%25,6	22	%110,0
 Holding	3	%0,5	2	-%49,3	2	-%6,3	3	%36,4	3	-%9,9	1	%30,8	0	-
Tüketim Maddeleri	39	%6,8	38	-%9,4	39	%7,8	39	-%0,3	33	-%3,5	24	%52,6	16	%118,7
Finans	88	%15,4	74	-%5,1	80	%9,5	85	%5,0	67	%3,0	45	%42,2	30	%102,3
Sağlık	88	%15,4	70	-%1,9	78	%6,4	87	%6,3	73	%10,8	60	%26,8	48	-%9,9
Sanayi Ürünleri	28	%4,9	22	%8,0	26	%11,3	27	%8,9	24	%10,9	22	%35,1	19	%48,0
Hizmet	168	%29,5	150	-%2,7	153	%5,1	163	%2,5	133	%2,2	102	%9,6	83	%27,4
Teknoloji	93	%16,3	87	-%8,4	90	%0,5	92	%2,4	81	%13,5	54	%32,4	47	%57,1
Kamu Hizmetleri (Utilities)	7	%1,2	5	%16,7	6	-%2,9	7	-%5,0	7	%2,0	6	-%0,4	6	-%4,0
Toplam	570	%100,0	495	-%3,8	523	%5,2	557	%3,6	466	%7,4	345	%31,6	271	%46,5

Tablo 10 Aktivist İşlemlerin Yapıldığı Şirketlerin Buldukları Ünelere Göre S&P500 Endeksine Kıyasla Ortalama Getirileri

Ülke	Toplam	Yüzde	-250,0		-20,+20		0,+20		0,+250		0,+750		0,+1250	
			Adet	Ort. Get.	Adet	Ort. Get.	Adet	Ort. Get.	Adet	Ort. Get.	Adet	Ort. Get.	Adet	Ort. Get.
ABD	519	%91,9	448	-%5,0	476	%5,1	507	%3,5	425	%5,6	313	%29,5	248	%39,1
Kanada	19	%3,4	18	%5,7	18	%3,6	19	-%0,6	16	-%6,8	12	%9,5	7	%90,7
Bermuda	8	%1,4	8	-%6,3	8	%18,7	8	%13,3	7	%6,1	6	%36,7	6	%80,2
Çin	6	%1,1	4	%15,0	4	%6,9	6	%2,6	2	%32,9	2	-%16,3	1	%44,3
Yunanistan	4	%0,7	4	-%35,8	4	%6,1	4	%8,9	3	-%54,6	3	-%85,3	2	-%98,4
İsrail	3	%0,5	3	-%6,8	3	-%6,2	3	%4,2	3	-%38,2	3	-%51,7	1	-%89,0
Arjantin	1	%0,2	0	-	1	-%12,4	1	%18,4	1	%343,1	1	%1359,3	1	%2265,7
Bahamalar	1	%0,2	1	%5,9	1	%67,3	1	%30,4	1	-%30,6	1	%12,7	1	%82,0
İngiliz Virgin Adaları	1	%0,2	1	-%22,4	1	%1,6	1	%0,2	1	-%10,4	0	-	0	-
İrlanda	1	%0,2	1	%3,0	1	-%3,8	1	%26,8	1	%539,0	1	%463,1	0	-
Güney Kore	1	%0,2	1	%123,1	1	%17,8	1	%2,5	1	%171,9	1	%125,4	1	%67,2
Tayvan	1	%0,2	1	%356,6	1	%86,5	1	%23,2	1	%13,1	1	-%22,6	1	-%51,5
Toplam	565	%100,0	490	-%3,8	519	%5,2	553	%3,6	462	%7,4	344	%31,6	269	%46,5

Tablo 11 Aktivist İşlemlerin Yapıldığı Şirketlerin Uğradıkları İşlem Adetine Göre S&P500 Endeksine Kıyasla Ortalama Getirileri

Şirket Başına Rapor Adeti	-250,0		-20,+20		0,+20		0,+250		0,+750		0,+1250	
	Adet	Ort. Get.	Adet	Ort. Get.	Adet	Ort. Get.	Adet	Ort. Get.	Adet	Ort. Get.	Adet	Ort. Get.
5	5	-%18,6	5	%12,6	5	%10,1	5	%74,8	5	%118,4	5	%117,5
4	4	-%31,0	4	%14,8	4	%29,0	4	%74,6	0	-	0	-
3	27	-%3,3	27	%6,9	27	%2,8	18	%25,5	15	%29,1	15	%12,4
2	124	-%7,0	130	%5,4	149	%3,5	128	%0,2	70	%17,1	60	%15,1
1	339	-%1,9	361	%4,8	376	%3,3	316	%7,5	260	%34,3	192	%57,2
Toplam	499	-%3,8	527	%5,2	561	%3,6	471	%7,4	350	%31,6	272	%46,5

Tablo 12 Aktivist İşlemlerin Yapıldığı Şirketlerin Piyasa Değeri Büyüklüğüne Göre S&P500 Endeksine Kıyasla Ortalama Getirileri

Sektör	Çalışma Kapsamındaki Şirket Sayısı		-250,0		-20,+20		0,+20		0,+250		0,+750		0,+1250	
			Adet	Ort. Get.	Adet	Ort. Get.	Adet	Ort. Get.	Adet	Ort. Get.	Adet	Ort. Get.	Adet	Ort. Get.
0-100 M USD	120	%21,4	108	-%12,3	111	%2,3	112	%4,3	99	%9,5	74	%43,5	48	%33,3
100-500 M USD	192	%34,2	164	-%3,7	177	%10,2	192	%6,1	161	%8,3	118	%54,6	93	%76,0
500-1000 M USD	96	%17,1	80	-%1,7	87	%5,4	94	%4,1	74	%9,4	57	%38,0	47	%93,7
1-5 B USD	123	%21,9	106	-%5,2	111	%1,2	121	%0,6	101	%2,4	75	-%5,4	63	%2,5
5-50 B USD	30	%5,3	28	%33,5	29	%6,0	29	-%0,6	22	-%11,1	18	-%27,3	17	-%33,8
Toplam	561	%100,0	486	-%3,8	515	%5,2	548	-%1,6	457	%7,4	342	%31,6	268	%46,5

3.11 Regresyon Analizleri

Finansal Varlıkları Fiyatlama Modeli (CAPM) ve Fama-French-Carhart Varlık Fiyatlama Modeli ile yapılmış olan regresyon analizlerinin sonuçları Tablo 13'de özetlenmiştir. Regresyon analizinin istatistiksel olarak anlamlı olabilmesi için olasılık yoğunluğu değerinin (p) 0,05'ten küçük olması gerekmektedir (Wheelwright vd.1983). Bu açıdan bakıldığında çalışılmış olan veri seti uzun dönemli getiriler için her iki fiyatlama modelinde de istatistiksel olarak anlamlı değildir. Fakat literatürde daha önce tartışıldığı gibi (Fama, 1998) şirketlerin performansına etki eden birçok farklı nedenin olması ve bu nedenlerin büyük bir kısmının bu çalışmanın içeriğinde bulunmaması nedeniyle standart sapma değerleri yüksek çıkmıştır. Dolayısıyla tabloda gösterilmiş olan olasılık yoğunluk değer aralıkları sadece okuyucuların fikir sahibi olmaları için verilmiştir.

Çalışmanın daha önceki kısımlarında basit aritmetik ortalamalar alınarak hesaplanmış S&P500'e göre düzeltilmiş getiri değerleri verilmişti. S&P500'e göre düzeltilmiş getiri değerleri ile regresyon analizlerinin sonuçları arasında (-250,0), (-20,+20) ve (0,+20) dönemlerinde uyum gözlemlenmektedir. Çalışmada kullanılan üç farklı modelde de raporlama tarihinden önceki bir yılda ilgili hisseler negatif performans göstermiş ve raporlamadan sonra ise pozitif performanslar gözlenmeye başlanmıştır.

Uzun dönemde CAPM regresyon analizi ve S&P500'e göre düzeltilmiş getiri değerleri arasında bir uyum söz konusudur ve her ikisinde de aktivist işlemin

yapıldığı şirketlerin uzun vadeli getirileri piyasanın normal getirilerini aşmıştır. İşlem yapılan hisselerin uzun vadede risksiz faiz oranı üzerindeki getirisi Fama-French-Carhart modelinde tanımlanmış dört farklı endeksin de üstündedir. Fakat Beta değerlerinin oldukça yüksek olması nedeniyle Fama-French-Carhart Varlık Fiyatlama Modeli kullanılarak hesaplanan uzun vadeli Alfa değerleri negatiftir.

Tablo 13 Piyasa Değerleme Modelleri Kullanılarak Hesaplanmış Olan Sıra dışı Performans Oranlarının Tahminleri

Firm-level estimates of abnormal performance using market pricing models

Panel A: Finansal Varlıkları Fiyatlama Modeli (CAPM)

	Performansın Hesaplandığı Zaman Dilimi (İşlem Günü)					
	(-250,0)	(-20,+20)	(0,+20)	(0,+250)	(0,+750)	(0,+1250)
Ortalama Görece Performans	-%8,9**	%4,9*	%3,0*	%5,0	%19,4	%17,4
Standart Hata	4,3%	1,7%	1,0%	4,0%	16,2%	22,6%
İşlem Adeti	497	527	561	470	347	272

Panel B: Fama-French-Carhart Varlık Fiyatlama Modeli

	Performansın Hesaplandığı Zaman Dilimi (İşlem Günü)					
	(-250,0)	(-20,+20)	(0,+20)	(0,+250)	(0,+750)	(0,+1250)
Ortalama Görece Performans	-%22,0*	%7,2*	%3,7*	-3,9%	-%71,1**	-%134,3**
β_4	0,62*	1,27*	1,67*	1,67*	3,13*	3,79*
β_s	1,52*	0,43*	1,24*	2,98*	4,20*	3,11*
β_v	0,73**	0,07	0,69**	0,52*	-0,21*	-0,31
β_m	4,38**	-8,71	-6,00	2,41	8,66	10,50
Standart Hata	5,3%	2,2%	1,3%	5,6%	35,1%	61,3%
İşlem Adeti	497	527	561	470	347	272

İstatistiksel anlamlılık katsayıları için * %1'den küçük, ** %1 ve %5 arası.

DÖRDÜNCÜ BÖLÜM

SONUÇ

Bu çalışmada serbest yatırım fonlarının aktivizm stratejisini uygulayarak yaptıkları işlemler incelenmiştir. Her bir aktivist hisse alım işleminden önce ve sonrasında hisselerin fiyatının nasıl hareket ettiğine bakılarak; raporlamadan önceki bir yıllık ve 20 günlük; raporlamadan sonra ise 20 günlük, bir yıllık, üç yıllık ve beş yıllık dönemlerde, aktivist işlem uygulanan şirketlerin performansları incelenmiştir. Literatürde getirileri farklı kriterlere göre filtreleyip detaylı olarak analiz eden bir çalışma bulunmamaktadır. Bu çalışmada ise kısa ve uzun vadedeki farklı zaman aralıklarındaki getiriler, aktivist işlemin uygulandığı şirketin bulunduğu sektör ve ülke, piyasa değeri büyüklüğü ve ilgili şirketin aktivist işleme uğrama sıklığı gibi kriterler baz alınarak analiz edilmiştir.

Çalışmada aktivist işlemlerin uygulandığı şirketlerin ağırlıklı olarak hizmet, teknoloji ve sağlık sektörlerinde faaliyet gösterdiği tespit edilmiştir. Sektörel olarak

en yüksek getiriler finans ve sanayi ürünleri sektörlerinde gözlemlenmiştir. Aktivist işleme uğrayan şirketlerin piyasa değerleri ortalama NYSE'ye kayıtlı şirketlere göre daha küçüktür.

Bu çalışma, son beş yıldaki işlemleri dahil ederek, aktivist işlemlerin piyasayı geçen performans sergilediklerini bildirmiş olan literatürdeki benzer çalışmalardaki sonuçların, halen geçerli olduğunu tespit etmiştir. Literatürdeki çalışmalar pozitif getirilerin aktivist işlemin 20 gün öncesinden başlayarak, sonraki 20 günde de devam ettiğini bildirmiştir. Bu çalışmada ise literatürden farklı olarak ilgili pozitif getirilerin süreklilik oluşturmadığı bulunmuştur. Buna göre aktivist işleme uğramış hisseler ortalama raporlama tarihinden dokuz gün önceye kadar negatif performans sergilerken devam eden günlerde pozitif getiri sağlamışlardır.

Bu çalışma, aktivist işlemlerin uzun vadede uygulandıkları şirketleri olumlu etkilediklerini bildirmiş olan literatürdeki çalışmaları teyit etmiştir. Bu çalışmalara ek olarak yıllar geçtikçe uzun vadeli performanslarda düşüş olduğu tespiti yapılmıştır.

Çalışma sonuçlarına göre piyasa değeri büyüdükçe getirilerde düşüş gözlemlenmiştir. Aktivist yatırım işlemleri için en yüksek getiriler 100 - 500 milyon USD aralığında piyasa değerine sahip şirketlerde tespit edilmiştir.

Serbest yatırım fonları aktivizm stratejisini benimseyerek kendileri için uğraştırıcı bir sürece girmektedirler ve bu çabanın sonucunda piyasayı aşan performanslar sergilemektedirler. Son yirmi yıldaki işlemleri analiz eden bütün çalışmaların ortak sonucu aktivist işlemlerin ortalama pozitif getiri sunmasıdır.

Özetle yapılan bu çalışmaya göre; kısa vadeli düşüflere direnci yüksek olan yatırımcılar, geçmiş 20 yıllık getirilerin devam etmesi durumunda, 100 – 500 milyon USD aralığındaki şirketlere yapacakları 20 gün vadeli yatırımlar ile aktivist stratejiyi uygulayan serbest yatırım fonlarının getirilerinden en etkin seviyede faydalanabileceklerdir.

KAYNAKÇA

- Activist Insight. "The Activist Insight Activist Investing Review 2014" Elektronik Veri Dağıtım Sistemi, <http://www.activistinsight.com/> (Erişim Tarihi: 01.06.2014).
- Armstrong, Ashley. 2014. "Activist hedge funds target Europe amid increasing power," The Telegraph, Elektronik Veri Dağıtım Sistemi, <http://www.telegraph.co.uk/finance/newsbysector/banksandfinance/10776412/Activist-hedge-funds-target-Europe-amid-increasing-power.html> (Erişim Tarihi: 30.05.2014).
- Bauer, Rob, Robin Braun ve Michael Viehs. 2010. "Industry Competition, Ownership Structure and Shareholder Activism," *Working paper*, Maastricht: Maastricht University.
- Bebchuk, Lucian A., Alon Brav ve Wei Jiang. 2014. "The Long-Term Effects of Hedge Fund Activism," *Columbia Law Review*, Vol. 114, Baskıda (Paper No. 13-66).
- Becht, Marco, Julian R. Franks, Jeremy Grant ve Hannes F. Wagner. 2014. "The Returns to Hedge Fund Activism: An International Study," *European Corporate Governance Institute (ECGI) - Finance Working Paper No. 402/2014*, Brussels: Free University of Brussels (VUB/ULB) - European Center for Advanced Research in Economics and Statistics (ECARES)
- Becht, Marco, Patrick Bolton ve Ailsa Röell. 2002. "Corporate Governance and Control". *NBER Working Paper No. w9371*. Cambridge: National Bureau of Economic Research.
- Bethel, Jennifer E. ve Julia Porter Liebeskind ve Tim C. Opler. 1998. "Block Share Purchases and Corporate Performance," *Journal of Finance* 2, 605-634.

- Bessler, Wolfgang, Wolfgang Drobetz ve Julian Holler. 2008. "Capital Markets and Corporate Control: Empirical Evidence From Hedge Fund Activism in Germany," *Working Paper*, Giessen: Justus-Liebig University.
- Boyson, Nicole M. ve Robert M. Mooradian. 2011, "Corporate Governance and Hedge Fund Activism," *Review of Derivatives Research* Vol. 14, No. 2
- Brav, Alon, Wei Jiang, Frank Partnoy ve Randall S. Thomas. 2008. "The Returns to Hedge Fund Activism," *ECGI - Law Working Paper No. 098/2008*, Durham: Duke University
- Brav, Alon, Wei Jiang ve Hyunseob Kim. 2010. "Hedge Fund Activism: A Review," *Foundations and Trends in Finance*, Baskıda.
- Brunnermeier, K. Markus ve Stefan Nagel. 2004. "Hedge funds and the technology bubble," *The Journal of Finance*, 59.5: 2013-2040.
- Chen, Clara Xiaoling, Hai Lu ve Theodore Sougiannis. 2011. "The Agency Problem, Corporate Governance, and the Asymmetrical Behavior of Selling, General, and Administrative Costs," *Management Accounting Section (MAS) Meeting Paper*, Illinois: University of Illinois at Urbana-Champaign
- Cheng, C.S. Agnes, Henry Huang, Yinghua Li ve Jason Stanfield. 2012. "The Effect of Hedge Fund Activism on Corporate Tax Avoidance," *The Accounting Review* 87, 1493-1526.
- Clifford, Christopher P.. 2008. "Value Creation or Destruction? Hedge Funds as Shareholder Activists," *Journal of Corporate Finance* Vol. 14, No. 4
- Collin-Dufresne, Pierre ve Vyacheslav Fos. 2012. "Do prices reveal the presence of informed trading?," *Swiss Finance Institute Research Paper No. 13-69*, Lausanne: Swiss Finance Institute.
- Demsetz, Harold ve Belén Villalonga. 2001. "Ownership structure and corporate performance," *Journal of Corporate Finance* 7 209–233.
- Edmans, Alex, Vivian W. Fang ve Emanuel Zur. 2013. "The Effect of Liquidity on Governance," *Review of Financial Studies* 26(6), 1443-1482.

- Edelman, Paul H., Randall S. Thomas ve Robert B. Thompson. 2014. "Shareholder Voting in an Age of Intermediary Capitalism," *Southern California Law Review*, Baskıda (<http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2401746>).
- Faleye, Olubunmi. 2004. "Cash and Corporate Control," *Journal of Corporate Finance*, 5 2041-2060
- Fama, F. Eugene. 1998. "Market Efficiency, Long-Term Returns, and Behavioral Finance," *Journal of Financial Economics*, Volume 49, Issue 3: 283–306
- Gillan, Stuart L. ve Laura T. Starks. 2007. "The evolution of shareholder activism in the United States," *Journal of Applied Corporate Finance* 19(1): 55-73.
- Greenwood, Robin M. ve Michael Schor. 2009. "Investor Activism and Takeovers," *Journal of Financial Economics* 92(3): 362 - 375.
- Grossman, Sanford J. ve Oliver D. Hart. 1980. "Takeover Bids, the Free-Rider Problem, and the Theory of the Corporation," *Bell J. Econ.* 11: 42-64.
- Hall, Curtis ve Mark A. Trombley. 2012. "Accounting Responses to Hedge-Fund Activism," *Working Paper*, Philadelphia: Drexel University
- He, Zhongzhi Lawrence, Jiaping Qiu ve Tingfeng Tang. 2014. "Hedge Fund Activism and Corporate Innovation," *Working Paper* Ontario: Brock University
- HFR. 2010. "Investors Return to Hedge Fund Industry as New Model," 20 Ocak.
- Hu, Henry T. C. ve Bernard S. Black. 2007. "Hedge Funds, Insiders, and the Decoupling of Economic and Voting Ownership: Empty Voting and Hidden (Morphable) Ownership," *Journal of Corporate Finance* 13: 343-367.
- Ibbotson, Roger G., Peng Chen ve Kevin X. Zhu. 2011. "The ABCs of Hedge Funds: Alphas, Betas, and Costs," *Financial Analysts Journal* Sayı 67: 15-25.
- Katelouzou, Dionysia. 2013. "Myths and Realities of Hedge Fund Activism: Some Empirical Evidence," 7 *Virginia Law & Business Review* 459 (2013)
- Klein, April ve Emanuel Zur. 2006. "Hedge Fund Activism," *NYU Working Paper No. CLB-06-017*, New York: New York University (NYU)

- Klein, April ve Emanuel Zur. 2009. "The Impact of Hedge Fund Activism on the Target Firm's Existing Bondholders" *Working Paper*, New York: New York University (NYU)
- Klein, April, Anthony Saunders ve Yu Ting Forester Wong. 2014. "Do Hedge Funds Trade on Private Information? Evidence from Upcoming Changes in Analysts' Stock Recommendations," *Working Paper*, Newyork: New York University (NYU).
- Karpoff, Jonathan M.. 2001. "The impact of shareholder activism on target companies: A survey of empirical findings," *Working Paper*, Seattle: University of Washington
- Murphy, Kevin J. ve Michael C. Jensen. 1990. "Performance Pay and Top Management Incentives," *The Journal of Political Economy*, Vol.98, No. 2 (Apr. 1990), 225-264
- O'Halloran, Rory B. 2004. "Overview and Analysis of Recent Interest in Increased Hedge Fund Regulation," *Tulane Law Review*, 79: 461.
- Partnoy, Frank ve Randall Thomas. 2007. "Gap filling, hedge funds, and financial innovation." *Brookings-Nomura Papers on Financial Services*, Washington: 101-140.
- Romano, R., 2001. "Less is more: Making shareholder activism a valued mechanism of corporate governance," *Yale Journal on Regulation* 174.
- Rose, Nancy L. ve Andrea Shepard. 1997. "Firm diversification and CEO compensation: Managerial ability or executive entrenchment?," *The RAND Journal of Economics* 28 (3): 489–514.
- Seretakis, Alexandros. 2014. "Hedge Fund Activism Coming to Europe? Lessons from the American Experience," *Brooklyn Journal of Corporate, Financial and Commercial Law*, Baskıda
- Shliefer, Andrei ve Robert W. Vishny. 1986. "Large Shareholders And Corporate Control," *Journal of Political Economy*, 94, 461-488.

- Stokman, Nick W. A.. 2007. "Influences of Hedge Fund Activism on the Medium Term Target Firm Value," *Working Paper*, Rotterdam: Erasmus University Rotterdam
- Toonkel, Jessica ve Soyoung Kim. 2013. "Activist Investors Find Allies in Mutual, Pension Funds," REUTERS, Elektronik Veri Dağıtım Sistemi, <http://www.reuters.com/article/2013/04/09/us-funds-activist-idUSBRE9380DU20130409> (Erişim Tarihi: 30.05.2014).
- Vaughan, David A. 2003. "Selected Definitions of "Hedge Fund"," SEC, Elektronik Veri Dağıtım Sistemi, <http://www.sec.gov/spotlight/hedgefunds/hedge-vaughn.htm> Erişim Tarihi: 17.06.2014).
- Warfield, Terry D., John J. Wild ve Kenneth L. Wild. 1995. "Managerial ownership, accounting choices, and informativeness of earnings," *Journal of Accounting and Economics* 20: 61–91.
- Wheelwright, Steven C., Spyros Makridakis ve Victor E. McGee. 1983. *Forecasting: Methods and Applications*. New York: John Wiley & Sons, 2nd.Edition.