

Yayın Geliş Tarihi: 05.11.2014
Yayına Kabul Tarihi: 14.03.2016
Online Yayın Tarihi: 12.07.2016
http://dx.doi.org/10.16953/deusbed.84469

Dokuz Eylül Üniversitesi
Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi
Cilt: 18, Sayı: 2, Yıl: 2016, Sayfa: 197-226
ISSN: 1302-3284 E-ISSN: 1308-0911

Araştırma Makalesi

DOĞRUDAN YATIRIMLARDA YABANCI SAHİPLİK YOĞUNLUĞUNUN BELİRLEYİCİLERİ: TÜRKİYE VE ALMANYA ÖRNEKLERİ¹

Gülşah KULALI*

Öz

Bu araştırmanın amacı, gelişmekte olan bir ekonomi olarak Türkiye'ye yönelik ve gelişmiş bir ekonomi olarak Almanya'ya yönelik doğrudan yabancı yatırımlardaki yabancı sahiplik yoğunluğu, ev sahibi ülke ve kaynak ülkelerin ticaret hayatı ile ve yatırım çeken şirketler ile ilgili hangi faktörlerin etkisi altında değişmektedir? sorusuna cevap bulmaktır. Araştırmada çoklu doğrusal regresyon analizi kullanılmaktadır. Teorik alan yazında sahiplik stratejisinin oluşturulması ile ilgili on yaklaşım mevcuttur. Araştırma sonucunda her iki ülke için yabancı sahiplik yoğunluğunu açıklayan faktörlerin ortaya konulmasında "işlem maliyeti yaklaşımı"nın geçerli olduğu bulunmuştur. Bu yaklaşımdan başka Türkiye'ye yönelik yatırımlarda sahiplik yoğunluğunun açıklanmasında "pazarlık gücü yaklaşımı"nın, Almanya'ya yönelik yatırımlarda "örgütsel yeterlilikler" yaklaşımının geçerli olduğu bulunmuştur.

Anahtar Kelimeler: Uluslararası Yatırım Kararları, Sahiplik Yapısı, Kurumsal Yönetim.

THE DETERMINANTS OF FOREIGN OWNERSHIP IN DIRECT INVESTMENTS: CASES OF TURKEY AND GERMANY²

Abstract

The aim of this study is to find answers to the following research questions: which business-life and firm-unique factors have influences over foreign ownership concentration of inward FDI's to Turkey as a developing country, and to Germany as a developed

¹ Bu makale "Doğrudan Yabancı Yatırımlarda sahiplik Yapısının Analizi" başlıklı doktora tezinden (Gülşah Kulalı, Anadolu Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Eskişehir, 2013) ve 1110E156 no.lu Anadolu Üniversitesi Bilimsel Araştırma Projesinden üretilmiştir. Çalışmanın ortaya çıkmasındaki önemli katkılarından dolayı tez danışmanım ve proje yürütücüm Prof. Dr. Nurhan Aydın'a teşekkürlerimi sunarım.

* Yrd. Doç. Dr., Anadolu Üniversitesi, İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi, İşletme Bölümü, gulsahy@anadolu.edu.tr

² This paper is derived from the doctoral dissertation titled "Analysis of Ownership Structure in Foreign Direct Investments" (Gülşah Kulalı, Anadolu Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Eskişehir, 2013) and Anadolu University Scientific Research Project no. 1110E156. I sincerely thank my dissertation and project supervisor, Prof. Dr. Nurhan Aydın for her significant contributions to this research.

country? Multiple linear regression analysis method is used in this study. There are ten approaches about building ownership strategy in theoretical literature. Results of this research are as follows: "transaction cost approach" is valid for explaining foreign ownership concentration for both countries. Other than that, "bargaining power approach" is applicable to explain foreign ownership concentration of investments to Turkey, whereas "organizational competences approach" is applicable to explain foreign ownership concentration of investments to Germany.

Keywords: International Investment Decisions, Ownership Structure, Corporate Governance.

GİRİŞ

Uluslararası doğrudan sermaye yatırımları; uluslararası strateji, uluslararası işletmecilik ve uluslararası iktisat alanlarının önemli araştırma konuları arasındadır. Özellikle 1990'dan sonra hız kazanan küreselleşme hareketi ile birlikte yatırımcılar doğrudan yabancı yatırımlarını (DYY) arttırmış, dünya üzerinde işletmenin değerini arttırmak adına hangi bölge veya hangi ülke avantajlı ise, varlıklarını ve sermayelerini oralara yönlendirmişlerdir. Birleşmiş Milletler Ticaret ve Kalkınma Konferansı (UNCTAD) 2010 yılı verilerine göre dünya genelinde, geniş kapsamda çokuluslu şirket tanımına giren 103.768 ana şirket ve bu ana şirketlerin 892.114 bağlı şirketi bulunmaktadır. Bu kavramlar hakkındaki kural veya usullerin hemen hepsinde çok sayıda istisna vardır. Bu nedenle bir ülkeye yönelik DYY veya bir sektörden çeşitli ülkelere giden DYY ile ilgili genelleme yapmak çok uygun olmamakta ve konuya durumsal yaklaşım³ gerekmektedir (Cohen, 2007). Bu çalışmada da konuya olabildiğince durumsal yaklaşılmaya çalışılmış ve genellemelerden özellikle kaçınılmaya çalışılmıştır. Bir diğer önemli konu, DYY ve çokuluslu şirketler hakkında varılan sonuçların, doğası gereği öznel olduğudur. Nesnel olan veriler satışlar, karlılık, varlıklar, en çok yatırım çeken ülkeler gibi verilerdir (Cohen, 2007). Bunların dışındaki veriler şirketlerde karar verici konumundaki öznelerin karar süreçlerinin sonuçlarıdır. Bu çalışmada şirketler ile ilgili öznel ve nesnel veriler bir arada çözümlenmeye çalışılmış ve değerlendirmeler yapılırken çokuluslu şirketlerin dinamik çevre yapıları da dikkate alınarak, olabildiğince analitik olunmaya gayret gösterilmiştir.

Bu çalışmada Türkiye'ye ve Almanya'ya yönelik DYY'lerdeki sahiplik yapısının araştırılması amaçlanmaktadır. Türkiye, Dünya Bankası Ülkeler Sınıflandırmasına göre gelişmekte olan bir ekonomidir. Türkiye'ye yönelik DYY'lerdeki yabancı sahiplik yoğunluğunun, önde gelen gelişmiş ekonomilerden Almanya ile karşılaştırmalı olarak ortaya konulması, araştırmanın derinliğini

³ Yönetimde durumsallık yaklaşımı (contingency approach), yönetimin etkililiğinin, söz konusu zamana ilişkin spesifik durumlara, ve yönetim davranışının uygulanış biçimine bağlı olduğunu öne sürer. Buna göre tek bir yönetim şekli tüm durumlar için uygun olmaz. Konu ile ilgili daha ayrıntılı bilgiye Govindarajan (1988) ve Garengo ve Bititci (2007) çalışmalarından ulaşılabilir.

artırmakta, aynı zamanda gelişmekte olan bir ekonominin, DYY konusunda gelişmiş bir ekonomiden farkları veya örnek alabileceği noktalar hakkında ipuçları vermektedir. Karşılaştırma için Almanya'nın seçilme sebebi, Türk işletmelerinin, iş yapma kültürü ve işletmecilik kavramları bakımından diğer OECD üyesi gelişmiş ülkelere nazaran Almanya ile daha çok benzerlik göstermesidir. Almanya ve Türkiye'yi de kapsayan 25 ülkenin iş ve liderlik kültürlerindeki benzerlikler Chokkar vd. (2007) tarafından ortaya konulmuştur. İkinci dünya savaşından sonra Türkiye'den Almanya'ya göç etmeye başlayan işgücü, işletme kültürlerinin benzerliğinde önemli bir role sahiptir. Bugün Almanya'da üç milyondan fazla dördüncü kuşak işgücü çalışmaktadır. Zaman içinde bu nüfus, iki ekonomi arasında sosyal ve ekonomik etkileşimi desteklemiştir (Akgündüz, 2008; Aydın, 2011; Sirkeci vd. 2012). Zira Türkiye'ye en çok doğrudan yabancı yatırım yapan ülkelerden biri Almanya'dır. Nispeten daha az olsa da, Türkiye'nin de Almanya'ya yönelik birçok doğrudan yatırımı bulunmaktadır.

Konu, şu araştırma problemleri çerçevesinde incelenecektir: i) Gelişmekte olan bir ekonomi olarak Türkiye'ye yönelik DYY'lerin yabancı sahiplik yoğunluğu, Türkiye ve kaynak ülkelerin ticaret hayatı ile, ve yatırım çeken şirketler ile ilgili hangi faktörlerin etkisi altında değişmektedir? ii) Gelişmiş bir ekonomi olarak Almanya'ya yönelik DYY'lerde yabancı sahiplik yoğunluğu, Almanya ve kaynak ülkelerin ticaret hayatı ile, ve yatırım çeken şirketler ile ilgili hangi faktörlerin etkisi altında değişmektedir? Çalışmanın kapsamı, yapılan filtrelemelerden sonra, farklı sektörlerde faaliyet gösteren, Türkiye'de 63 adet ve Almanya'da 97 adet endüstriyel şirket olarak belirlenmiştir. Finansal tablolarındaki farklılıklar ve farklı faaliyet yapıları nedeniyle banka ve sigorta sektöründe faaliyet gösteren şirketler kapsam dışı bırakılmıştır. Araştırmadaki temel varsayım; şirket sahiplerinin, şirketlerin varlığını sürdürebilmesi için gereken sorumlulukları almaya razı oldukları ve işletmelerin temel amacı olan hissedarların değerini maksimize etme davranışını, paydaşların kendi değerlerini maksimize etme amacıyla karıştırmıyor olduklarıdır. Eğer şirket sahipleri aynı zamanda şirketin paydaşları ise, sahip olma sorumluluğunu paydaş olma sorumluluğundan önde tuttukları varsayılmıştır. İkinci varsayım, DYY'lerde yabancı ortağın ortaklık payının, yatırım yapan taraf ile yatırım yapılan taraf arasında serbestçe belirlenebildiğidir. Son varsayım, ortaklık payının daha fazla veya daha az olmasının tarafları önceki durumlarına göre daha iyi veya daha kötü duruma getirmesi ile ilgili takdirin durumsal olduğu ve tarafların öznel değerlendirmelerine tabi olduğudur.

Araştırmanın başlıca sınırlılığı, hem Türkiye hem Almanya'da gerekli finansal bilgilerine eksiksiz ve standart bir şekilde ulaşılabilen şirket sayısının azlığı nedeniyle küçük örnekleme çalışma zorunluluğu olmuştur. İkinci sınırlılık, sahiplik yapısı ile ilgili karar alıcı konumundaki "insan" faktörünün karmaşık yapısı nedeniyle analizde ihmal edilen değişken(ler) olabileceği düşüncesidir. Desai vd. (2002) tarafından da vurgulandığı gibi; çokuluslu şirketlerin sahiplik tercihlerini açıklamak için elde edilen verilerle oluşturulan fonksiyonda

açıklanamayan kısım olacaktır; çünkü hem sahiplik kararları hem de şirket faaliyetleri ilgili kararlar ölçülemeyen faktörlerin etkisi altındadır. Üçüncü sınırlılık, bazı durumlarda sermayenin geldiği kaynak ülkenin, esasen kayıtlardakinden farklı olabilmesidir. Bu gibi durumların tespitinin neredeyse imkansız olması nedeniyle bu çalışmada gelen sermayenin kaynağının kayıtlardaki ülke olduğu kabul edilmiştir. Dördüncü sınırlılık, analiz periyodu ile ilgilidir. Küresel ve bölgesel ekonomik ve finansal krizler geniş bir zaman diliminde çalışmanın uygun olmamasına neden olmuştur. Veri ulaşılabilirliği dikkate alındığında, analiz için en uygun bulunan dönem 2009-2010 dönemi olmuştur. Bu dönemde küresel finans krizinden sonra Avrupa ülkeleri borç krizi yaşarken, Türkiye biraz daha avantajlı konumda kalmıştır. Almanya ile karşılaştırma için bu bir kısıt oluşturmaktadır; fakat, DYY kararları kısa vadeli değil uzun vadeli kararlar olduğu için borç krizinin etkileri ihmal edilebilecek düzeyde kabul edilmekle birlikte, yorumlarda bu durum göz önünde bulundurulmuştur.

Araştırmanın sonucunda, i) yatırımlarda yabancı sahiplik yoğunluğunu açıklamada, işletme içi faktörlerden daha çok katkısı olan faktörün, işletme dışı bir faktör olan ve pazarlara erişim, gümrük yönetimi, ulaştırma-iletişim altyapısı ve işletme çevresinden oluşan “ev sahibi ülkenin ticaret kolaylığı” olduğu ii) yabancı yatırımcıların Türkiye’ye yaptıkları doğrudan yatırımlarda ortaklık payı konusunu değerlendirirken portföy yatırımı gibi düşündükleri ve kararlarını şirketin finansal performansı (piyasa temelli performans göstergesi) yerine piyasa kapitalizasyonunun⁴ (piyasa temelli performans göstergesi) şekillendirdiği iii) Almanya’ya doğrudan yatırım yapan yatırımcılarınsa ortaklık payı ile ilgili kararlarını şirketin finansal performansının belirlediği bulunmuştur.

FİRMA SAHİPLİK YAPISI: TEORİK VE AMPİRİK ALAN YAZIN

Doğrudan yabancı sermaye yatırımları çerçevesinde sahiplik yapısı, doğrudan yatırımın bir ülkeye ilk giriş biçimi ile DYY’nin, işletmenin faaliyetlerini sürdürdüğü zaman dilimi içinde herhangi bir andaki ortaklık payı dağılımını ifade etmektedir. Teorik alan yazın belli bir noktaya kadar bu iki kavram için açık bir ayırmda bulunmasa da, son yıllarda yapılan ampirik çalışmalarda bu iki karar birbiri ile ilişkili, sıra ile alınan, fakat zaman içinde farklılaşabilen kararlar olarak görülmeye başlanmıştır (Mani vd., 2007).

Teorik Alan Yazın

Ortaklık payı konusu ortak girişimlerle ilgilidir ve doğrudan yatırım yapan işletme, sermayedar veya yatırımcının ortak girişimdeki yüzdesel ortaklık payıdır. Bu pay, ev sahibi ve kaynak ülke ekonomisi ile ilgili özellikler ve yatırımcı ile

⁴ Piyasa kapitalizasyonu şirketin hisse senedi sayısı ile hisse senedi piyasa değerinin çarpılması ile elde edilmekte ve şirketin yatırımcıların nazarındaki piyasa değerini göstermektedir.

yatırım çeken şirketler ile ilgili özelliklerin etkisi altında değişmektedir. Bu araştırmada bu faktörlerden kaynak ülke ve ev sahibi ülke ile ilgili özellikler ve yatırım çeken şirketler ile ilgili özelliklerin etkisi dikkate alınmıştır. Çokuluslu işletmeler ve diğer yabancı yatırımcılar, yabancı bir ülkeye doğrudan yatırım yapmaya ve ülkeye giriş biçimine karar verdikten sonra sahiplik yapısı kararını verirler. Şirketin amaçları, stratejileri ve sınırlılıkları gibi faktörler Belirli bir ortaklık payı isteğini etkilemektedir (Pan, 1996). DYY projelerinde sahiplik yapısı, yatırımcının projeye kaynak aktarma isteğini etkilemektedir (Asiedu ve Esfahani, 2001). Sahipliği ev sahibi ülke veya yabancı bir ülke ile paylaşım paylaşmama kararının sonucu paylaşma yönünde ise, ortaya ne kadarının paylaşılacağı sorusu çıkar. Yatırımcının yatırım yapmayı düşündüğü bölgenin özellikleri ile şirket içi faktörlerin etkisi altında ortaklık payı artar veya azalır (Pan, 2002). Gürsoy (2001) sahiplik yapısı kavramını, sahiplik yoğunluğu ve sahiplik karmaşıklık şeklinde iki boyutta tanımlamıştır. Sahiplik yoğunluğu, hissedarlar arasındaki pay dağılımı ile ölçülmektedir ve çeşitli şekillerde ifade edilebilmektedir. Bu ölçütler en büyük bir, üç, beş, on veya onbeş hissedar tarafından sahip olunan tedavüldeki adi hisse senedi yüzdesi, diğer hissedarların toplam sahiplik yüzdesi, ve Herfindahl Endeksi⁵ şeklindedir. Dünyada ABD ve Birleşik Krallık dışındaki ülkelerdeki işletmelerde sahiplik yoğunluğu, bu iki bölgeye nazaran yüksek sayılabilir. Fakat ABD'deki şirketlerde de sanıldığından daha yoğun sahiplik yapısı görülmektedir (Holderness vd., 1999). ABD'de şirketlerin hangi yoğunlukta sahiplik yapısının ülke ekonomisine daha fazla rekabet avantajı sağlayacağı konusunda finansal iktisatçılar arasında bir görüş birliği yakalanabilmiş değildir (Morck, 2000). Sahiplik karmaşıklık ise, hissedarların ayniyeti ile ilgili bilgi vermektedir. Sahiplik karmaşıklık Gürsoy (2001) tarafından yabancı sahipliği, devlet sahipliği, holding bağlantıları, aile kontrolü, çapraz sahiplik, dağılmış sahiplik, banka sahipliği, küresel şirket sahipliği, yüksek teknoloji şirketleri sahipliği, yönetsel sahiplik ve yönetim kurulunda yönetici bulunması şeklinde sınıflandırılmıştır. Esasen sahiplik karmaşıklık günün gereklerine göre farklı şekillerde var olabilir. 2000'li yıllarda, yatırım fonları, emeklilik şirketleri ve sigorta şirketleri gibi kurumsal yatırımcıların sahipliği bu listeye eklenmiştir. Seçilen sahiplik yapısı, bir şirketin kuruluş maliyetini ve kolaylığını, sahiplerin yükümlülüklerini, yönetsel kontrolün doğasını, sermaye yaratma kolaylığını ve şirket kazançlarına / zararlarına bağlı gelir vergisi uygulamalarını etkileyecektir (Prescott vd., 2010). Sahiplik yapısını belirleyen faktörler ise, şirket büyüklüğü, kar potansiyeli, hissedar kararlarının kapsamını ve etkisini sınırlayan sistematik düzenlemeler, yönetimin riskten

⁵ Herfindahl Endeksi ilk olarak Demsetz ve Lehn (1985) tarafından kullanılmış olan bir endekstir ve her bir hissedarın sahiplik payı yüzdesinin karelerinin toplamı olarak tanımlanmıştır. Tanımdan anlaşılacağı üzere bu endeks, bir ile sahiplerin ortalama sahiplik payı yüzdesi arasında değerler almaktadır. Endeksin bir değerini alması şirketinin tek bir ortağının olduğunu (yüksek yoğunluk), endeksin ortalama sahiplik payı değerini alması ise sahipliğin tüm ortaklar arasında eşit olarak dağılmış olduğunu (düşük yoğunluk) göstermektedir.

kaçınma düzeyi, sermaye maliyeti, kaldıraç, karlardaki oynaklık ve yöneticilerin davranışlarıdır (Demsetz ve Lehn, 1985; Gürsoy, 2001).

Uluslararası doğrudan yatırımlarla ilgili teoriler şirket yöneticilerinin faaliyet kararlarını, karlılığı göz önüne alarak verdiklerini varsayar. Fakat gerçekte şirketler bu türlü kararlarını, araştırmacıların ulaşamayacağı, birtakım durumlara has bilgiler ışığında aldığı için araştırmacıların nedensel ilişkiler belirlemesi çok zor olmaktadır. Firma teorisi; karlılık gibi değişkenlerin, sadece çokuluslu şirketlerin iştiraklerindeki sahiplik payı taleplerine katkıda bulunan ve araştırmacılar tarafından ulaşılabilen faktörleri belirlemekte kullanılabileceğini öne sürer (Desai vd., 2002). İşletmelere doğrudan yatırım yapan yabancı yatırımcılar ilk olarak yabancı piyasaya giriş biçimine karar vereceklerdir. Daha sonra seçtikleri giriş biçimine göre sahiplik stratejisine ve ortaklık paylarına karar verebilirler. Alan yazında yabancı piyasalarda sahiplik stratejisi ile ilgili geliştirilen yaklaşımlar şunlardır: kaynak temelli yaklaşım, işlem maliyeti yaklaşımı, OLI paradigması, örgütsel yeterlilikler yaklaşımı, kültür yaklaşımı ve pazarlık gücü yaklaşımı.

Kaynak temelli yaklaşıma göre hiçbir işletme bir diğerinin aynı değildir ve her bir işletme başarı sağlayacak kaynaklara ve yeteneklere sahip olabilir (Vibert, 2004; Mahoney, 2005). Kaynakların kendisi değil, bu kaynaklardan sağlanan hizmetler üretim sürecinin girdisidir ve her bir şirketin eşsizliğinin bu ayırmadan kaynaklanır.⁶ İşlem maliyeti yaklaşımına göre gerçek hayatta karşılaşılan piyasa aksaklığı, karşı tarafla yapılan işletme faaliyetlerinin maliyetini artırır (Makino ve Neupert, 2000).⁷ Dunning (1988) çokuluslu şirketlerin ihracat yapma, lisans anlaşması yapma, ortak girişim ve tamamına sahip oldukları şirket kurma arasındaki seçimlerini belirleyen faktörleri, şirketin sahiplik avantajları, piyasanın konum avantajları ve şirketin faaliyetlerini içselleştirme avantajları (Ownership advantages, Location advantages, Internalization advantages- OLI) olarak sıralamıştır (Agrawal ve Ramaswami, 1992; Chan, 2002).⁸ Örgütsel yeterlilikler

⁶ Hart'a (1995) göre şirket kısa vadede kar etme ve orta vadede büyüme amaçlarının yanı sıra, uzun vadede rekabet avantajı elde etme amacıyla olacaktır. Kaynak temelli yaklaşıma göre piyasa aksaklıklarından doğan zorluklar ortağın yatırıma kaynakları ile katılımı arttıkça azalmaktadır. Bu nedenle çokuluslu şirketler yatırımlarında ortaklık paylarını azaltarak söz konusu kaynaklardan daha fazla faydalanabilirler.

⁷ Çokuluslu şirketler işlem maliyetleri yüksek olduğunda, yabancı piyasada, tamamına sahip oldukları şubeler açarak faaliyetleri içselleştirmeyi daha etkin bulmaktadır. Ortak girişimler oluşturduklarında ise ortakları ile karşılıklı çıkar ilişkisi yaratmakta ve çıkarlarını kullanarak işlem maliyetlerini düşürmeye çalışmaktadır (Hennart, 1988).

⁸ Çokuluslu şirketler çekici ve potansiyeli yüksek olan piyasalarda ölçek ekonomisinden faydalanmak, marjinal üretim maliyetlerini düşürmek ve piyasada uzun vadeli varlık göstermek için yüksek ortaklık payı -kontrol seviyeli- giriş biçimini tercih etmektedir. (Hill vd., 1990). Agrawal ve Ramaswami (1992), şirketin faaliyetlerini içselleştirme avantajlarının, yüksek ve düşük kontrol seviyeli giriş biçimleri arasında yapılacak seçimin maliyeti ile ilgili olduğunu belirtmiştir. İçselleştirme üzerinde etkisi olan faktörler çokulusluluk deneyimi, pazarlama yoğunluğu, reklam yoğunluğu ve araştırma-geliştirme

yaklaşımı çokuluslu şirketlerin seçtiği giriş biçiminin; var olan bilgi birikiminden faydalanmanın ve yeni bilgi birikimini araştırmanın en etkin yolunu gösterdiğini belirtmektedir. Şirkete özgü bilgi birikiminin, etkin bir biçimde taklidi ve bilgiyi alıp kendi yapısıyla bütünleştirme yeterliliğine sahip olmayan diğer şirketlere aktarılması zor olmaktadır. Bu zorluktan endişe eden şirketler faaliyetlerini kendi hiyerarşilerinde içselleştirerek yüksek kontrol seviyeli bir giriş biçimi tercih etmekte, böylece bilgi birikimlerinden elde edilecek kazançlar kendilerine kalmaktadır (Chan, 2002). Kültür yaklaşımına göre yatırım yapan şirketin kültürel kökeni, piyasaya giriş biçimi üzerinde etkili olmaktadır. Çünkü belli kültürlerden gelen şirketler doğası gereği belli giriş biçimlerini seçmeye eğilimli olurlar (Pan, 1996). Uluslararası işletmecilik araştırmalarında Hofstede (1983 ve 2001) tarafından oluşturulan ulusal kültür sınıflaması da sıklıkla kullanılmaktadır⁹. Pazarlık gücü yaklaşımına göre yabancı piyasaya giriş biçimi seçimi, çokuluslu şirketle yerli ortak arasındaki müzakerenin çıktısıdır ve iki taraf arasındaki pazarlık gücü farkını yansıtmaktadır. Tarafların görece pazarlık gücü dört faktör tarafından belirlenmektedir. Bunlar; ev sahibi ülke hükümetinin etkisi, kritik kaynakların katkısı, alternatiflerin ulaşılabilirliği ve anlaşmanın taraflar için önemidir (Gomes-Cassares, 1989; Pan, 1996; Luo ve Park, 2001; Yan ve Gray, 2001; Chan, 2002)¹⁰.

yoğunluğudur. Todeva (2006:183) yabancı piyasaya giriş biçimini belirleyen faktörleri giriş yapılacak piyasanın koşulları, çokuluslu şirketin finansman kapasitesi ve yatırım yapılacak ülkede yatırım faaliyetine katılacak şirketin örgütsel yeterlilikleri ile üretim kapasitesi olarak sıralamıştır. Çokuluslu şirketler çeşitli nedenlerle faaliyetlerini içselleştirdikçe yüksek kontrol seviyeli giriş biçimini daha çok tercih etmektedir.

⁹ Hofstede ulusal kültürü, bireysellik/ortaklaşıcılık, güç mesafesi, erkeksilik/kadınsılık ve riskten kaçınma boyutlarıyla tanımlar. Daha sonra bu boyutlara beşinci boyut olarak zaman yönelimi de eklenmiştir.

Belirsizlikten kaçınma tutumu olan yatırımcı şirketlerin ev sahibi ülkede tamamına sahip oldukları şubeler kurmak yerine ortak girişim kurma olasılıkları daha yüksek olmaktadır. Güce olan mesafenin yüksek olduğu kültürlerde yöneticiler merkezi otorite ve karar alma sorumluluğu gösterirler. Böyle ülkelerden gelen yatırımcılar ev sahibi ülkede daha fazla sahiplik payı talep etmektedir (Erramilli, 1996). Kültür yaklaşımı aynı zamanda kaynak ülke ile ev sahibi ülke arasındaki kültürel uzaklığın da yatırım yapan şirketin giriş biçimi kararına etkisi olduğunu öne sürer. Kültürel olarak birbirine uzak olan ev sahibi ve kaynak ülkelerdeki işletmeler farklı örgütsel ve yönetsel uygulamalara sahip olduğundan böyle ülkelerde kontrol seviyesi arttıkça yönetim maliyetleri de artmaktadır. Tamamen sahiplik yerine ortak girişim şeklinde kısmi sahiplik gerçekleştirildiğinde ortak, tedarikçi ve müşterilerle ilişkileri ve şirket çalışanlarını yönetmedeki uzmanlığını ortaya koyabilecek, böylece daha etkin olunabilecektir.

¹⁰ Çokuluslu şirketlerin yatırım yaptıkları yerli işletmelere getirebilecekleri sermaye ve diğer kaynaklar çokuluslu şirketlerin yatırım yapacakları ülke hükümeti ile veya yerel ortakları ile, faaliyetler ve getiriler üzerindeki kontrolü artırmak için yüksek sahiplik payı için yapacakları pazarlık gücünü artırmaktadır. Anlaşma bir taraf için stratejik olarak ne kadar önemliyse o tarafın anlaşmaya ve onun çıktısına bağımlılık seviyesi o derece artmakta ve karşı tarafa bağımlı olma riskini o derece göze almaktadır. Bunun sonucu olarak da yüksek kontrol seviyeli sahiplik payı için pazarlık gücü düşmektedir. Benzer

Yukarıda açıklanan yaklaşımlara ek olarak, DYY'lerde sahiplik stratejisi, Jung (2007) tarafından iki boyutta ele alınmıştır. Bu iki boyut sermayenin kontrol mekanizması ve katılım mekanizması olarak görüldüğü boyutlardır. Sermayenin kontrol mekanizması olarak görülmesi işlem maliyeti yaklaşımı ile ilişkilendirilirken, sermayenin katılım mekanizması olarak görülmesi kaynak temelli yaklaşım ile ilişkilendirilmiştir. Aynı zamanda sermaye hem kontrol hem katılım mekanizması olarak değerlendirilmiş ve işlem maliyeti yaklaşımı ile kaynak temelli yaklaşım birlikte ele alınmıştır. Son olarak sermaye ne kontrol ne katılım mekanizması olarak değerlendirilmiş ve sahiplik stratejisi kültür yaklaşımı ile ilişkilendirilmiştir.

Ampirik Alan Yazın

Demsetz ve Lehn (1985) tarafından yapılan çalışmada, şirketin ekonomik özelliklerinin, sahiplik yoğunluğunu belirlemede anlamlı olduğu bulunmuştur. Blodgett (1991) ise yabancı yatırımlarda özellikle ev sahibi taraf yerel piyasa ile ilgili bir uzmanlığa veya pazarlama kanalları hakimiyetine sahipse, genellikle teknoloji uzmanlığına sahip olan yatırımcı tarafın pay sahipliği konusunda belirleyici olduğu belirtilmiştir. Pan (1996) Çin'e yapılan ortak girişimlerde yabancı ortağın pay sahipliğinin, yabancı ortağın yerli ortaktan ne istediği ve ne alabildiği ile ilgili olduğunu ve tarafların pazarlık gücü tarafından etkilendiğini belirtmiştir. Aynı zamanda normal şartlar altında hem yerli hem de yabancı ortağın sahiplik yüzdesini maksimize etmeye çalışacağını ifade etmiştir. Amerikan, Avrupalı ve Japon yatırımcıların bu konuda farklı stratejiler izlediklerini söylemiştir. Erramilli (1996) ile Makino ve Neupert (2000), güç mesafesi yüksek olan kaynak ülkelerdeki çokuluslu şirketlerin ortak girişim şeklinde yatırım yapmaktansa şirketin tamamına sahip olabilecekleri yatırımları tercih ettiklerini bulmuştur. Shenkar (2001) riskten kaçınma düzeyi yüksek olan ülkelerdeki çokuluslu şirketlerin, riskten kaçınma düzeyi düşük olan ülkelere göre yabancı yatırımlarında daha fazla işbirliği ve ortaklık arayışına girdiklerini belirlemiştir. Erramilli (1996) ise riskten kaçınma düzeyinin yüksek olduğu ülkelere gelen çokuluslu şirketlerin, yerli ortakla işbirliğini bir belirsizlik kaynağı olarak gördüklerini ve ortak şirket üzerinde güçlü kontrol sağlayan çoğunluk sahipliğini tercih ettiklerini; böylece yerli ortağın fırsatçılık gibi istenmeyen davranışlarını engelleyebileceklerini düşündüklerini ileri sürmüştür. ABD'de şirket yönetiminin ortaklık payını belirleyen faktörleri araştıran Himmelberg vd. (1999), pay sahipliğini belirleyen faktörlerin şirketin risk düzeyi ile gözlenemeyen şirket heterojenliği olduğu sonucuna varmıştır. Daniels ve Iacobucci (2000), Kanada'daki hukuki yapının sahiplik yoğunluğu üzerindeki etkilerini; finansal aracı kurumlar tarafından yapılan yatırımlar üzerindeki kısıtlamalar, bankacılık düzenlemeleri, korumacılık, pazar gücü ve sahiplik yapısındaki katılıkla açıklamıştır.

şekilde yatırımın yapılacağı ülke yatırımcı için stratejik öneme sahip kısıtlı kaynaklar bakımından ne kadar zenginse veya yatırım için ne kadar çekici ise yatırım yapan çokuluslu şirketin pazarlık gücü azalmakta ve daha düşük sahiplik payına razı olmaktadır.

Claessens vd. (2000), dokuz Doğu Asya ülkesinde ülkeler arası sahiplik (kontrol) yoğunluğu farklılıklarının, kanunlardaki farklılıklardan kaynaklandığını belirtmiştir. Genel olarak ülkenin ekonomik kalkınmışlığı arttıkça kontrol yoğunluğunun düştüğü görülmüştür. Kontrol yoğunluğundaki farkların, şirkete özgü yaş ve büyüklük özellikleri ile de ilişkili olduğu belirtilmiştir. Chang ve Rosenzweig (2001) Avrupa ve Japonya'dan ABD'ye 1975 - 1992 yılları arasında kimya ve elektronik sektörlerine gelmiş olan DYY'lerde piyasaya ilk giriş biçimini açıklayan değişkenler ile sonraki yatırımlara ilişkin giriş biçimini açıklayan değişkenlerin aynı olmadığı bulmuştur. İlk giriş biçimini kültürel farklılık, döviz kuru ve ar-ge harcamaları açıklarken, sonraki yatırımlarda giriş biçimini ilk giriş biçiminin ne olduğu açıklamıştır. Pan (2002) 1979-1996 yılları arasında ABD, Avrupa ve diğer ülkeler tarafından Çin'e yapılan DYY'lerde parası değerli olan, borç kullanma maliyeti düşük olan, yatırım yapılacak ülkeye gerçekleştirilen ihracatı yüksek olan ve belirsizlikten kaçınma düzeyi yüksek olan ülkelerdeki yatırımcıların yabancı yatırımlarında daha yüksek ortaklık payına sahip olduğu bulunmuştur. Desai vd. (2002) Amerikan çokuluslu şirketlerinin kısmi pay sahibi olduğu iştirakler üzerinde çalışmıştır. Çokuluslu şirketler yerel piyasa ile yakın temas halinde bulunulması gereken durumlarda kısmi sahipliği tercih edilmektedir. İştiraklerin girdilerinin büyük bir bölümünü yerel piyasadan aldığı veya çıktılarının büyük bölümünü yerel piyasaya sattığı durumlarda ortak girişim, diğer sahiplik seçeneklerine göre daha çok tercih edilmektedir. Ana şirket geniş kapsamlı yurtdışı faaliyetlerde bulunuyorsa ve aynı sektörde iştirakler kuruyorsa, yeni kurduğu iştiraklerde azınlık payına sahip olmayı tercih etmektedir. Çoğunluk payı veya tamamı Amerikalı ana şirkete ait olan iştiraklerin, ana şirkete maddi olmayan varlıkların kullanımından doğan telif ücreti ödemesi olasıdır. Aynı zamanda ana şirketin çoğunluk paya veya iştirakin tamamına sahip olduğu yatırımlar, ödeyeceği vergi miktarını azaltmak isteyen şirketler için uygun olmaktadır. Van der Elst (2004) altı Avrupa ülkesinde hukuk yapısı, kurumsal yatırımcıların varlığı ve sosyal güvenlik sistemi gibi özelliklerin sahiplik yoğunluğunu açıklamada, sektörle ilgili özellikler ve şirket büyüklüğünden daha etkili olduğu bulunmuştur. Tsang (2005) Vietnam'daki ortak girişimlerde yabancı ortağın pay sahipliği yüzdesini açıklayan faktörlerin yatırım yapan ülke ile Vietnam arasındaki kültürel uzaklık, yatırımın süresi ve yerel ortak sayısı olduğu bulunmuştur. Leaven ve Levine (2006) 13 Batı Avrupa ülkesinde faaliyet gösteren halka açık şirketlerin sahiplik yapısı ve şirket değerleri arasındaki ilişkiyi araştırmıştır. Birden fazla büyük hissedarı olan şirketlerin piyasa değerinin diğer şirketlerden farklılık gösterdiği bulunmuştur. Zeitun ve Tian (2007), Ürdün'de faaliyet gösteren halka açık şirketlerde en büyük paya sahip beş ortağın pay yüzdesi ile, özkaynaklar üzerinden karlılık ve toplam varlıklar üzerinden karlılık arasında anlamlı ilişkiler bulunmuştur. Raff vd. (2007) Japon şirketlerine yatırım yapan çokuluslu şirketin üretkenliği arttıkça sahiplik payını da arttırdığı, örneklemedeki en üretken şirketlerin tamamen kendi sahipliklerinde olduğunu bulmuştur.

ÖRNEKLEM, VERİ VE YÖNTEM

Bu çalışmada, doğrudan yabancı yatırımlarda sahiplik yoğunluğunu belirleyen faktörlerin ortaya konulması amaçlanmaktadır. Tahmin edilen doğrudan regresyon modelinde bağımlı değişken yabancı sahiplik yoğunluğu, bağımsız değişkenler ticaret kolaylığı skoru, finansal performans ve piyasa kapitalizasyonu olarak belirlenmiştir. Finansal performans muhasebe temelli performans göstergesi olarak; piyasa kapitalizasyonu ise piyasa temelli performans göstergesi olarak tanımlanmıştır. Kontrol değişkenleri ise sektör, şirket büyüklüğü, finansal risk ve şirket yaşıdır. Bağımlı değişken ile bağımsız değişkenler arasında içsellik ilişkisi olup olmadığı Hausman model belirleme testi kullanılarak sınanmıştır. İçsellik sorununun olmadığı görülerek sistem yaklaşımı altında eşanlı denklem modellerinin kullanılmasına gerek olmadığına karar verilmiş ve değişkenler arasındaki ilişkiler için kurulan çoklu doğrusal regresyon modeli en küçük kareler tahmincisi ile tahmin edilmiştir.

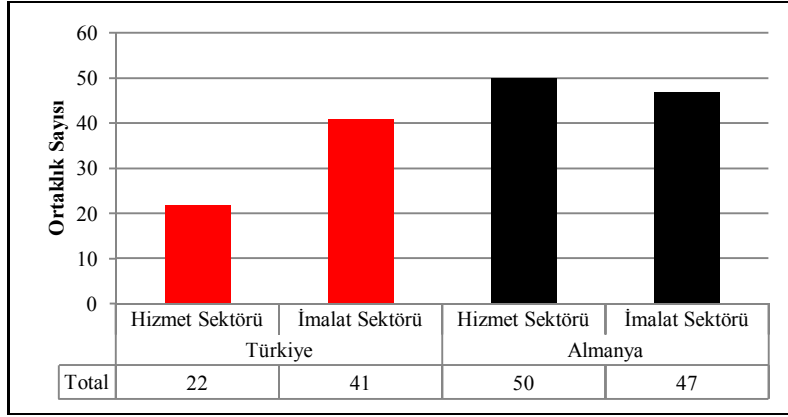
DYY istatistiklerinin faydalılığı, bu istatistiklerin bazı kalite parametrelerine uygunluğu ile yakından alakalıdır. Bu parametreler OECD (2008) tarafından uluslararası standartlara uygunluk, ülkeler arasında tutarsızlıkların olmaması, zaman içinde tutarlı istatistik serilerinin oluşturulması, zamanlılık ve partner ülkeler arasında veri değişiminin olabilmesi olarak sıralanmıştır. Bu kalite parametrelerine uygunluğun sağlanabilmesi amacıyla bu çalışmada sahiplik yapısı verileri ile şirketler ile ilgili diğer finansal ve finansal olmayan veriler OSİRİS¹¹ veri tabanından elde edilmiştir. Şirketlerin bilanço ve gelir tablolarıyla yapılan çalışmalarda karşılaşılan en büyük zorluklardan biri, farklı ülkelerde faaliyet gösteren şirketlerin farklı formatlarda finansal tablo hazırlaması nedeniyle ülkeler arası karşılaştırma yapmanın güç olmasıdır. Hatta bazı durumlarda aynı ülkede faaliyet gösteren şirketler için bile bu güçlük söz konusu olabilmektedir. Bu çalışmada bu güçlük, veri tabanının tüm şirketler için standart formatlarda ve her ülke için aynı para birimi (ABD Doları) üzerinden finansal tablo sunması ile aşılmıştır. Böylece kullanılan verilerin güvenilirliği artmıştır. Şirketler hakkındaki verilerin standart formatlarda kullanıma hazır hale getirilmesi için veri tabanından veriler şu kriterler kullanılarak süzürülmüştür: i) OECD üye ülkelerinde ticaret siciline kayıtlı olmak, ii) En az %10 ortaklık payına sahip en az bir yabancı ortağı bulunmak, iii) Yabancı ortağı uluslararası vergi cenneti merkezlerinde kayıtlı bulunmamak, iv) Finans dışı sektörlerde faaliyet göstermek. Veri tabanından verilerin alındığı dönem olan Aralık 2011- Mart 2012 tarihleri arasında, yukarıda bahsi geçen kriterlere sahip, Türkiye'den 63 adet ve Almanya'dan 97 adet şirket örnekleme dahil edilmiştir. Örneklerde yer alan şirket isimleri yazardan

¹¹ OSİRİS veri tabanı, Almanya kökenli BureauVanDijk Elektronik Yayıncılık'a ait bir veri tabanı olup, farklı ülkelerde faaliyet gösteren yaklaşık 47 bin adet özel ve kamu işletmesinin karşılaştırılabilir finansal ve finansal olmayan bilgilerini içeren, toplam 382 Türk şirketinin finansal verisini de barındıran, uluslararası işletmecilik literatürü uygulamalarında sıklıkla kullanılan güvenilir bir veri tabanıdır.

alınabilir. Veri tabanında en fazla bilgiye ulaşılabilen ve Türkiye’de ekonomik ve finansal bir krizin yaşanmadığı normal bir dönemi temsil edebilecek dönem olarak 2009-2010 yılları belirlenmiştir. Verilerin toplandığı Aralık 2011- Mart 2012 döneminde, 2011 yılına ilişkin verilerde büyük eksiklikler olduğu için 2011 yılına ait veriler analize dahil edilememiştir. Sonuç olarak veri periyodu 2009-2010 olmuştur. Birden fazla yabancı ortağı olan her şirket için tüm yabancı ortaklar dikkate alınmış ve her bir kaynak ülke için ortaklık paylarının, o kaynak ülke bazındaki en büyük üç ortaklık payı toplamı ile değerlendirilmesine karar verilmiştir.¹² Böylece yatırımcıların spesifik olarak hangi şirket oldukları veya kişi olarak kim oldukları değil, hangi kaynak ülkeden geldikleri değerlendirilmiştir. Farklı kaynak ülkelerde kayıtlı olan, birden fazla yabancı ortağının olduğu tespit edilen şirketlerde yatırımcıların örneklemden dışlanması analizin etkinliğini azaltacağından farklı ülkeden gelen her doğrudan yabancı yatırımcı için şirket tekrar örnekleme dahil edilmiştir. Türkiye’de bu durumda olan sekiz adet şirket varken Almanya’da bu durumda olan şirket yoktur. Ayrıca Türkiye’deki bir şirketin sadece 2010 yılı finansal tabloları bulunduğundan söz konusu şirketin sadece 2010 yılı verileri kullanılmıştır.

Türkiye’de DYY çeken toplam ortaklık sayısı 22’si hizmet 41’i imalat sektöründe olmak üzere 63 adet, Almanya’da 50’si hizmet 47’si imalat sektöründe olmak üzere 97 adettir (Bkz. Şekil 1). İki ülkeye yönelik DYY’lere ilişkin sahiplik karması bilgileri Tablo 1’de yer almaktadır. Türkiye’ye ve Almanya’ya yönelik DYY’lerde sahiplik karması farklılık göstermektedir. Türkiye’deki şirketlere doğrudan yatırım yapan yabancıların %70’inin endüstriyel şirketler, %19’unun finansal şirketler, kalan %11’inin ise bankalar ile yatırım ve emeklilik fonları olduğu görülmektedir. Almanya’daki şirketlere doğrudan yatırım yapan yabancıların ise %67’sinin endüstriyel şirketler, %10’unun finansal şirketler, kalan %23’ünün ise bankalar, özel sermaye şirketleri, yatırım ve emeklilik fonları, kişi ya da aileler, sigorta şirketleri ile vakıf ve araştırma enstitüleri olduğu görülmektedir.

¹² Örneğin Türkiye’de faaliyet gösteren bir şirketin, ortaklık payları %12 ve %18 olan iki Fransız ortağı varsa “bu şirkette %30 Fransız ortaklığı var” şeklinde değerlendirilmiştir.

Şekil 1: Sektörlere Göre DYY Çeken Ortaklık Sayıları**Analizde Kullanılan Değişkenler**

OECD ölçütlerine göre bir şirketteki sahiplik payı %10 ve daha fazla olan yabancı ortaklar, şirketin bulunduğu ülkeye DYY yapmış kabul edilmektedir. Örneklemedeki şirketlerin ilk olarak yabancı ortakların kaynak ülkeleri ve sahiplik yoğunlukları derlenmiştir. Daha sonra alan yazına bağlı olarak sahiplik yoğunluğu ile birlikte değerlendirilen diğer değişkenler elde edilmiştir. Aşağıda değişkenlere ilişkin tanım ve açıklamalar düzey değerleri ile gösterilmiştir. Kümeleme analizinde düzey değerler kullanılmış fakat regresyon analizinde büyüklükler üzerinden yapılan karşılaştırmanın denklem çözümlemesinde değişen varyans sorunu ile ilgili bazı sakıncaları olduğu için, kullanılan değişkenlerden uygun olanlara (göreceli ticaret kolaylığı skoru, şirket büyüklüğü, şirket yaşı ve piyasa kapitalizasyonu) logaritmik dönüşüm uygulanmıştır. OSİRİS veri tabanında tüm bilanço ve gelir tablosu rakamları bin Amerikan Doları cinsinden ifade edilmiştir.

Tablo 1: Kaynak Ülkelere Yönelik DYY'lerde Sahiplik Karması
Türkiye (Panel A); Almanya (Panel B)

Panel A

Yatırımcı Tipi	Şirket Sayısı
Endüstriyel Şirket	44
Finansal Şirket	12
Banka	4
Yatırım ve Emeklilik Fonları	3
Toplam	63

Panel B

Yatırımcı Tipi	Şirket Sayısı
Endüstriyel Şirket	65
Finansal Şirket	9
Banka	7
Özel Sermaye Şirketi	5
Yatırım ve Emeklilik Fonları	5
Kişi ya da Aile	3
Sigorta Şirketi	2
Vakıf / Araştırma Enstitüsü	1
Toplam	97

Yabancı Sahiplik Yoğunluğu (YSY) : Şirketin, aynı yabancı ülkeden en büyük üç hissedarı tarafından sahip olunan tedavüldeki adi hisse senedi yüzdesidir. Ulaşılabilen veri sayısının mümkün olan en yüksek sayıda olması için yabancı sahiplik yoğunluğu verisi, verilerin elde edildiği Aralık 2011 - Mart 2012 döneminde veri tabanında en son ulaşılabilen sahiplik yapısı bilgilerinden derlenmiştir. Leaven ve Levine (2006) de sahiplik yapısı verileri ile ilgili 1996-1999 yılları için aynı yaklaşımı izlemiştir. Ayrıca Facio ve Lang (2002) ve La Porta vd. (1999) sahiplik yapısının zamanla çok büyük değişiklikler göstermediğini belirtmiştir. Bu nedenle sahiplik yoğunluğundaki kısa süreli dalgalanmaların analizi çok etkilemeyeceği düşünülmüştür.

Ticaret Kolaylığı Skoru (TKS): WEF tarafından düzenli olarak yıllık olarak Küresel Ticaret Kolaylığı Raporu (Global Enabling Trade Report) yayınlanmaktadır. Bu raporda ülkelerin ticaret kolaylığı analizi, Ticaret Kolaylığı Endeksine dayandırılmaktadır. Ticaret Kolaylığı Endeksi bireysel ekonomilerin kurumları, politikaları ve ürün ile hizmetlerin serbest dolaşımını sağlayan hizmetleri nasıl geliştirdiğini ölçmektedir. Bu endeks dört alt endeksten oluşmaktadır. Alt endeksler pazarlara erişim, gümrük yönetimi, ulaştırma-iletişim altyapısı ve işletme çevresinden oluşmaktadır. Alt endeksler, farklı değişkenleri içeren dokuz yapısal bloktan oluşmaktadır. Endeks, ülkelerin belirtilen özellikler bakımından bir ile yedi arasında almış oldukları skorları yansıtmaktadır. Endeks ve endeksin hesaplanması hakkında ayrıntılı bilgiye, World Economic Forum'dan veya yazardan ulaşılabilir.

Bu çalışmada bahsi geçen endeks skorlarının 2009-2010 yılı ortalamaları kullanılmıştır. Yatırımın kaynak ülkesi ile ev sahibi ülkenin skorlarının karşılaştırılabilmesi için bu endeksten yeni bir endeks türetilmiştir. Oluşturulan bu yeni endekste ev sahibi ülkenin skoru 100 kabul edilmiş ve ev sahibi ülkeye doğrudan yatırım yapan yatırımcıların kaynak ülkelerinin skorları 100'e göre ifade edilmiştir. Kaynak ülkelerin ev sahibi ülkeye göre göreceli durumu ev sahibi ülke skoru kaynak ülke skoruna oranlanması ile 1 numaralı denklemde hesaplanmıştır.

$$\text{Göreceli Ticaret Kolaylığı Skoru: } \frac{\text{Ev sahibi ülke skoru}}{\text{Kaynak ülke skoru}} \times 100 \quad (1)$$

Sektör (SEK): Şirketlerin faaliyet gösterdiği sektör nitel bir değişken olarak analizlerde yer almaktadır. Üç Haneli Standart Uluslararası Sektör Kodları (SIC), uluslararası işletmecilik çalışmalarında yaygın olarak kullanıldığı için bu çalışmada şirketlerin faaliyet gösterdiği sektörler bu kodlarla tanımlanmıştır. Üç Haneli SIC ve açıklamaları yazardan temin edilebilir. Sektör kodları imalat (0) ve hizmet (1) sektörü olarak ikili şekilde gruplandırılmış ve analizde nitel değişken olarak yer almıştır. Şirketlerin tümü 2009 ve 2010 yılında aynı sektörde faaliyet göstermiştir.

Şirket Büyüklüğü (BUY): Şirket büyüklüğü çeşitli çalışmalarda farklı şekillerde temsil edilmiştir. Toplam varlıklar üzerinden, toplam satışlar üzerinden ve çalışan sayısı üzerinden şirket büyüklüğü hesaplanabilmektedir. Bu çalışma kapsamında şirket büyüklüğü Laeven ve Woodruff'un (2004) çalışmasında olduğu gibi çalışan sayısı üzerinden değerlendirilmiştir. Çalışan sayısı verisi bazı şirketlerde hem 2009 hem 2010 yılları için mevcutken, bazı şirketlerde bu yıllardan sadece biri için mevcuttur. Her iki yıl için de verisi olan şirketler için iki yılın ortalaması kullanılmıştır. Bu yıllardan sadece birine ilişkin verisi bulunan şirketler için ise örneklem sayısının küçülmemesi adına mevcut olan yılın verisi kullanılmıştır.

$$\text{Şirket Büyüklüğü: Çalışan sayısı} \quad (2)$$

Finansal Performans (PERF): Şirket performansı muhasebe temelli ve piyasa temelli olmak üzere değişik şekillerde ifade edilebilmektedir. Bu çalışmada muhasebe temelli finansal performans, özkaynak karlılığı ve satışların karlılığına eşit ağırlık verilerek hesaplanmıştır. Muhasebe temelli performansın göstergesi olarak toplam varlık karlılığını veya özkaynak karlılığını kullanan akademisyenler, varlıkların ve özkaynakların, karşılaştırmalarda satış hasılatından daha istikrarlı bir temel oluşturacağını savunmaktadır. Satışların dış çevrenin etkisiyle yıldan yıla önemli dalgalanmalar gösterebileceğini öne sürmektedirler. Satışlar üzerinden karlılığı kullanan akademisyenler ise satışların, parasal olarak varlıklar ve özkaynaklardan daha güncel ifade edildiğini; çünkü, varlıkların uzun zamandır şirket bünyesinde olduğunu ve defter değeri ile gösterildiğini öne sürmektedirler (Tallman ve Li, 1996; Brouters vd., 2003). Alan yazında Zhang ve Rezaee (2009) ile Kyaw ve Theingi (2009) muhasebe temelli finansal performansı ölçerken bu iki

oranı regresyon modellerinde birlikte kullanmıştır. Bu çalışmada özkaynak karlılığı ve kar marjının saçılım diyagramı çizilmiş ve iki oranın büyük ölçüde birlikte hareket ettiği görülmüştür. Çoklu doğrusal bağıntı sorunundan kaçınılması için oranların bu şekilde eşit ağırlıklandırılarak kullanılması uygun bulunmuştur. Şirketlerin söz konusu oranları için 2009 ve 2010 yıllarının ortalaması kullanılmıştır.

$$\text{Finansal Performans: (Özkaynak karlılığı + Kar marjı)/2} \quad (3)$$

$$\text{Özkaynak Karlılığı} = \frac{\text{Vergi öncesi kar veya zarar}}{\text{Özkaynaklar}} \times 100 \quad (4)$$

$$\text{Kar Marjı} = \frac{\text{Vergi öncesi kar veya zarar}}{\text{Satışlar}} \times 100 \quad (5)$$

Oranlar hesaplanırken net kar yerine faaliyet karının kullanılmasının, ülkeler arasındaki vergi farklarını ortadan kaldırarak şirket performansını daha iyi temsil edeceği düşünülmüştür.

Finansal Risk (RISK): Şirketlerin muhasebe temelli risk durumunu göstermek için borç oranı değişkeninin kullanılması uygun bulunmuştur. İşletme varlıklarının hangi ölçüde yabancı kaynaklar ile finanse edildiğini gösteren borç oranının yüksek olması işletmenin riskli bir biçimde finanse edildiğini, kredi kullandıranlar açısından emniyet payının dar ve işletmenin faiz yükümlülüklerini yerine getirememesi olasılığının yüksek olduğunu anlatmaktadır. Wiseman ve Bromiley (1996) ile Deephouse ve Wiseman (2000) da çalışmalarında borç oranını finansal risk ölçütü olarak kullanmıştır. Bu çalışmada şirketlerin borç oranlarının 2009 ve 2010 yılları ortalaması kullanılmıştır.

$$\text{Borç Oranı} = \frac{\text{Yabancı Kaynaklar}}{\text{Toplam Varlıklar}} \times 100 \quad (6)$$

Şirket Yaşı (YAS): Şirket yaşı 2010 yılına göre tanımlanmış şirket yaşı olup, alan yazında doğrudan yatırım yapmak isteyen yatırımcılar tarafından önemli bulunan bir değişkendir.

Piyasa Kapitalizasyonu (KAP): Piyasa kapitalizasyonu şirketin hisse senedi sayısı ile hisse senedi piyasa değerinin çarpılması ile elde edilmekte ve şirketin yatırımcıların nazarındaki piyasa değerini göstermektedir. Bu çalışmada piyasa kapitalizasyonu, piyasa temelli performansın göstergesi olarak düşünülmüştür. Söz konusu değer 2009 ve 2010 yılları ortalaması kullanılmıştır.

$$\text{Piyasa Kapitalizasyonu: Hisse Senedi Sayısı x Hisse Senedi Piyasa Değeri} \quad (7)$$

AMPİRİK BULGULAR

Türkiye'ye ve Almanya'ya yönelik DYY'lerde yabancı sahiplik yoğunluğunun hangi faktörlerin etkisi altında değiştiğinin belirlenmesi amacıyla, Türkiye'den 63 ve Almanya'dan 95 şirkete ait 2009-2010 yıllarına ilişkin veriler kullanılarak, aşağıdaki regresyon modeli her iki ülke için ayrı ayrı test edilmiştir.

$$YSY_i = \beta_0 + \beta_1 * TKS_i + \beta_2 * SEK_i + \beta_3 * BUY_i + \beta_4 * PERF_i + \beta_5 * RISK_i + \beta_6 * YAS_i + \beta_7 * KAP_i + \varepsilon_i \quad (8)$$

YSY= Yabancı sahiplik yoğunluğu

TKS= Ticaret kolaylığı skoru

SEK= Sektör

BUY= Şirket büyüklüğü

PERF= Finansal performans

RISK= Finansal risk

YAS= Şirket yaşı

KAP= Piyasa kapitalizasyonu

β = regresyon parametresi

$i = 1, 2, \dots, n$

n = örneklem büyüklüğü

ε = hata terimi

Modelde bağımlı değişken yabancı sahiplik yoğunluğu, bağımsız değişkenler ticaret kolaylığı skoru, finansal performans (muhasabe temelli performans göstergesi) ve piyasa kapitalizasyonu (piyasa temelli performans göstergesi) olarak belirlenmiştir. Sektör, şirket büyüklüğü, finansal risk ve şirket yaşı ise kontrol değişkenleridir. Bu değişkenlerden ticaret kolaylığı skoru, şirket büyüklüğü, şirket yaşı ve piyasa kapitalizasyonuna logaritmik dönüşüm uygulanmıştır. Diğer değişkenler oransal ifadelerdir.

Tablo 2'de Türkiye'deki ve Almanya için kurulan modellerdeki değişkenlere ilişkin betimleyici istatistikler yer almaktadır. Modellerdeki β parametreleri sıradan en küçük kareler tahmincisi ile tahmin edilmiştir. Çoklu doğrusal regresyon modeli, açıklayıcı değişkenler arasında doğrusal bir ilişkinin olmadığını varsaymaktadır. 5 ve 6 numaralı Türkiye ve Almanya için kurulan modellere ilişkin korelasyon tablolarından, açıklayıcı değişkenler arasında problem sayılacak seviyede korelasyon ilişkisinin olmadığı görülebilir. Değişkenler arasında

büyük sayılabilecek tek korelasyon Almanya'daki şirketlerin piyasa kapitalizasyonu ile şirket büyüklüğü arasındadır. Alan yazın çoklu doğrusal bağıntı sorunu için değişkenler arasında %80'den daha yüksek korelasyonu kritik olarak değerlendirmektedir. Bu nedenle bahsi geçen korelasyon ihmal edilmiş ve bununla ilgili bir değişiklik yapılmamaya karar verilmiştir. Türkiye ve Almanya'ya ilişkin kurulan modellerin parametre tahminleri Tablo 4'te yer almaktadır.¹³ Hem Türkiye hem de Almanya için kurulan modeller binde beş düzeyinde istatistiksel olarak anlamlıdır. Ticaret kolaylığı skorunun Türkiye'ye yönelik DYY'lerde yabancı sahiplik yoğunluğunu pozitif yönde etkilediği bulunmuştur. Yatırımı yapan kaynak ülkenin Türkiye'ye kıyasla endeks skoru arttıkça yatırımdaki ortaklık payı da artmaktadır. Bir diğer deyişle kendi ülkesinde ticari altyapısı daha gelişmiş ve pazarlara erişim, gümrük yönetimi, ulaştırma - iletişim altyapısı ve işletme çevresi konularında daha ileri olan yatırımcıların Türkiye'de yapmış oldukları yatırımlarda ortaklık payı, Jung (2007) deyimi ile "kontrolü" daha fazla olmaktadır. Pan (1996), ticaret kolaylığı ile yakından ilişkili olan ev sahibi ülkedeki rekabet yoğunluğu arttıkça yabancı yatırımcının pay sahipliğinin arttığını bulmuştur.

Piyasa temelli performansın göstergesi olan piyasa kapitalizasyonunun Türkiye'ye yönelik DYY'lerde yabancı sahiplik yoğunluğu üzerinde pozitif etkisi bulunmuştur. Yabancı yatırımcılar piyasa değeri daha yüksek olan şirketlere daha yüksek payla, piyasa değeri daha düşük olan şirketlere daha düşük payla ortak olmaktadır. Pedersen ve Thomsen (2003) Avrupa'da devlet sahipliğindeki işletmelerin dışındaki işletmelerde piyasada değeri/defter değerinin şirket sahiplik yoğunluğu üzerinde pozitif etkisinin olduğunu bulmuştur.

¹³ Bu çalışmada kurulan regresyon modellerinde çoklu doğrusal bağıntı testinin yanı sıra regresyon hatalarına ilişkin varsayımların da geçerlilik testleri yapılmıştır. %5 anlamlılık düzeyinde model hatalarının normal dağılıma sahip olduğu ve hataların sabit varyanslı olduğu belirlenmiştir. Varsayım testlerine ilişkin tablolar yazardan temin edilebilir.

Tablo 2: Değişkenlere İlişkin Betimleyici İstatistikler

Türkiye (Panel A); Almanya (Panel B)

Panel A

Değişkenler	Örneklem Büyüklüğü	Ortalama	Ortanca	Standart Sapma	En Büyük	En Küçük
YSY	63	43.37	40.00	25.30	99.28	10.00
TKS	63	4.79	4.82	0.09	4.89	4.52
SEK	63	0.35	0.00	0.48	1.00	0.00
BUY	63	6.65	6.99	2.25	9.90	0.69
PERF	63	5.59	5.10	10.33	38.90	-23.71
RISK	63	44.84	41.34	22.87	91.17	0.27
YAS	63	3.41	3.58	0.53	4.19	2.20
KAP	61	12.43	12.45	1.64	16.54	9.43

Panel B

Değişkenler	Örneklem Büyüklüğü	Ortalama	Ortanca	Standart Sapma	En Büyük	En Küçük
YSY	97.00	42.46	32.57	28.20	99.98	10.00
TKS	97.00	4.58	4.58	0.06	4.64	4.38
SEK	97.00	0.52	1.00	0.50	1.00	0.00
BUY	95.00	6.46	6.48	1.96	11.17	1.39
PERF	97.00	-2.45	2.51	40.73	144.18	-257.62
RISK	97.00	41.95	38.63	22.04	98.99	-9.91
YAS	97.00	3.54	3.56	1.06	5.26	1.39
KAP	97.00	11.58	11.58	1.88	15.60	6.04

Tablo 3: Değişkenler Arasındaki Korelasyon Katsayıları

Türkiye (Panel A); Almanya (Panel B)

Panel A

Korelasyon	TKS	SEK	BUY	PERF	RISK	YAS	KAP
TKS	1.00						
SEK	-0.08	1.00					
BUY	0.15	-0.21	1.00				
PERF	-0.08	0.20	0.12	1.00			
RISK	-0.11	-0.14	0.50	-0.14	1.00		
YAS	0.03	-0.61	0.07	-0.24	-0.09	1.00	
KAP	0.23	-0.03	0.35	-0.01	0.23	-0.09	1.00

Panel B

Korelasyon	TKS	SEK	BUY	PERF	RISK	YAS	KAP
TKS	1.00						
SEK	-0.09	1.00					
BUY	0.09	-0.24	1.00				
PERF	0.13	-0.08	0.22	1.00			
RISK	0.15	0.00	-0.17	0.19	1.00		
YAS	0.15	-0.30	0.36	0.12	-0.05	1.00	
KAP	0.15	-0.13	0.78	0.12	0.01	0.21	1.00

Tablo 4: DYY'lerde Yabancı Sahiplik Payını Belirleyen Faktörler

Değişkenler	Türkiye	Almanya
Sabit Terim	-400.32 (-2.52) [0.015]**	678.00 (2.99) [0.004]****
TKS	73.55 (2.24) [0.030]**	-141.37 (-2.82) [0.006]***
SEK	4.65 (0.59) [0.558]	-9.40 (-1.65) [0.104]
BUY	-3.69 (-2.23) [0.030]**	-3.55 (-1.41) [0.161]
PERF	-0.57 (-1.66) [0.104]	0.19 (2.68) [0.009]***
RISK	0.27 (1.66) [0.103]	0.02 (0.14) [0.89]
YAS	14.12 (1.94) [0.058]*	6.35 (2.24) [0.028]**
KAP	4.54 (2.36) [0.022]**	1.42 (0.57) [0.568]
R-kare	0.33	0.20
Düzeltilmiş R-kare	0.24	0.14
F istatistiği	3.78	3.17
Örneklem Büyüklüğü (n)	63	95

* $p \leq 0.10$; ** $p \leq 0.05$; *** $p \leq 0.01$; **** $p \leq 0.005$

Parantez içindeki değerler t istatistikleridir. Köşeli parantez içindeki değerler p olasılık değerleridir.

Türkiye ve Almanya modellerinde bağımlı değişken yabancı sahiplik yoğunluğudur.

Şirket büyüklüğünün Türkiye'ye yönelik DYY'lerde yabancı sahiplik yoğunluğunu negatif yönde etkilediği bulunmuştur. Daha büyük şirketlere yapılan yatırımlarda yabancı yatırımcılar daha az ortaklık payına sahip olurken, daha küçük şirketlere yapılan yatırımlarda daha yüksek ortaklık payına sahip olmaktadır. Demsetz ve Lehn (1985) ABD'deki şirketlerde, Thomsen ve Pedersen (1996) altı Avrupa ülkesinde, Claessens vd. (2000) ise Doğu Asya ülkelerinde sahiplik yoğunluğunun şirket büyüklüğü ile ilişkili olduğunu bulmuştur.

Muhasebe temelli finansal performansın, sektörün, finansal riskin ve şirket yaşının Türkiye'ye yönelik DYY'lerde yabancı sahiplik yoğunluğunu açıklamada %5 düzeyinde anlamlı bir etkisinin olmadığı bulunmuştur.

Almanya'ya yönelik DYY'lerde ticaret kolaylığı skorunun yabancı sahiplik yoğunluğunu negatif yönde etkilediği bulunmuştur. Kendi ülkesinde ticaret yapmak Almanya'ya kıyasla daha zor olan ekonomilerden gelen yatırımcılar Almanya'da yapmış oldukları yatırımlarda daha çok kontrole sahip olmaktadır.

Ticaret kolaylığı endeksiyle bire bir örtüşme de, bu endeksi oluşturan faktörlerden biri olan ülke riski ve ile ilgili olarak Pan (1996), ev sahibi ülkenin ülke riski azaldıkça şirketlere yatırım yapan yabancı şirketlerin ortaklık payının arttığını bulmuştur.

Almanya'ya yönelik DYY'lerde yabancı yatırımcıların ortaklık payı üzerinde, muhasebe temelli finansal performansın pozitif etkisi bulunmuştur. Yabancı yatırımcılar daha yüksek finansal performansa sahip işletmelerde daha yüksek paya sahip olurken, daha düşük finansal performansa sahip işletmelerde daha düşük paya sahip olmaktadır. Alan yazında Zeitun ve Tian (2007) Ürdün'deki şirketler için en büyük paya sahip beş ortağın pay yüzdesi ile öz kaynaklar üzerinden karlılık ve toplam varlıklar üzerinden karlılık arasında anlamlı ilişkiler bulunmuştur. Bhattacharya ve Graham (2009) Finlandiya şirketlerinde finansal performansın kurumsal yatırımcıların ortaklık payına ilişkin isteğini etkilediğini bulmuştur.

Almanya'ya yönelik yabancı yatırımlarda şirket yaşı da yabancı sahiplik yoğunluğunu açıklamada anlamlı pozitif bir faktör olarak karşımıza çıkmaktadır. Daha deneyimli olan şirketlere yapılan yatırımlarda yabancı yatırımcılar daha fazla ortaklık payını elinde bulundururken, daha yeni şirketlere yapılan yatırımlarda yabancı yatırımcılar daha az ortaklık payına sahip olmaktadır. Claessens vd. (2000) Doğu Asya ülkelerinde kontrol yoğunluğundaki farkların, şirkete özgü yaş ve büyüklük özellikleri ile ilişkili olduğunu bulmuştur.

Almanya'ya yönelik DYY'lerde piyasa kapitalizasyonunun, sektörün, finansal riskin ve şirket büyüklüğünün yabancı sahiplik yoğunluğu üzerinde %5 düzeyinde anlamlı bir etkisinin olmadığı bulunmuştur.

İki ülke birlikte değerlendirildiğinde, yabancı sahiplik yoğunluğunu açıklamada, istatistiksel olarak iki ülke için de anlamlı olan ortak değişkenin, işletme dışı tek faktör olan ticaret kolaylığı skoru olduğu görülmektedir. Buna karşılık ne Türkiye ne de Almanya'da DYY çeken işletmelerin imalat veya hizmet sektöründe faaliyet göstermesinin, yabancı yatırımcıların ortaklık payını açıklamada anlamlı bir etkisinin olmadığı bulunmuştur. Benzer şekilde doğrudan yatırım yapılan şirketin finansal risk düzeyinin göstergesi olan borç oranının ne Türkiye ne de Almanya'da, yabancı yatırımcıların ortaklık payını açıklamada anlamlı bir etkisinin olmadığı bulunmuştur. Şirketin daha fazla veya daha az borç kullanması yabancı yatırımcının sahiplik payında bir değişim yaratmamaktadır.¹⁴

¹⁴ Finansal iktisat literatüründe risk, tipik olarak, beklenen getiriden sapma şeklinde tanımlanmakta ve varyans, standart sapma, veya uygun bir endeks ile temsil edilmektedir. Bu kapsamda yapılan yatırımlar portföy yatırımları, risk ise portföyün riski olarak düşünülebilir. Oysa bu çalışma daha çok işletme finansı nosyonu ile hazırlanmış; risk, işletmenin üstlendiği finansal risk şeklinde tanımlanmış ve ilgili literatüre uygun olarak toplam borç oranı ile temsil edilmiştir. Bu kapsamda yapılan yatırımlar portföy yatırımları

Türkiye için istatistiksel olarak anlamlı olan açıklayıcı değişkenlerin üçü de (TKS, KAP ve BUY) logaritmik formdadır. Bu nedenle bağımlı değişkeni etkileme güçleri katsayılara bakılarak karşılaştırılabilir. Bu değişkenler arasında yabancı sahiplik yoğunluğunu açıklamada açık ara en güçlü değişken ticaret kolaylığı skorudur. Daha sonra sırasıyla piyasa kapitalizasyonu ve şirket büyüklüğü gelmektedir. Almanya için istatistiksel olarak anlamlı olan açıklayıcı değişkenlerden ikisi (TKS ve YAS) logaritmik formdayken, biri (PERF) oransal bir ifadedir ve negatif değerleri içerdiği için logaritmik değerleri kullanılamamıştır. Bu değişkenlerden logaritmik formda olanların bağımlı değişkeni etkileme güçleri karşılaştırılabilir, fakat oransal olarak ifade edilen değişken için böyle bir karşılaştırma yapmak sağlıklı olmayacaktır. Katsayılara bakılarak bu değişkenlerden ticaret kolaylığı skorunun, yabancı sahiplik yoğunluğunu açıklamada şirket yaşına göre çok daha etkili olduğu söylenebilir.

Türkiye'ye ilişkin tahmin edilen model:

$$\begin{aligned} \text{YSY} = & -400.32 + 73.55 * \text{TKS} + 4.65 * \text{SEK} - 3.69 * \text{BUY} - 0.57 \\ & * \text{PERF} + 0.27 * \text{RISK} + 14.12 * \text{YAS} + 4.54 * \text{KAP} \end{aligned} \quad (9)$$

Almanya'ya ilişkin tahmin edilen model:

$$\begin{aligned} \text{YSY} = & 678.00 - 141.37 * \text{TKS} - 9.40 * \text{SEK} - 3.55 * \text{BUY} + 0.19 * \text{PERF} \\ & + 0.02 * \text{RISK} + 6.35 * \text{YAS} + 1.42 * \text{KAP} \end{aligned} \quad (10)$$

SONUÇ, TARTIŞMA ve ÖNERİLER

DYY ile ilgili çalışmaların çerçevesini, yatırımların ve çokuluslu şirketlerin heterojen yapısı ile işletmelerde kararların insan faktörü tarafından alınmasından kaynaklanan öznellik oluşturmaktadır. Bu araştırmada, Türkiye'de ve Almanya'da DYY çeken şirketlerin sahiplik karmasındaki yabancı sahipler ele alınmıştır. Yabancı sahiplerin sahiplik yoğunluğu, aynı ülkeden en büyük üç hissedar tarafından sahip olunan tedavüldeki adi hisse senedi yüzdesi olarak tanımlanmıştır. Bu tanımda OECD tarafından yapılan DYY tanımına bağlı kalınarak pay sahipliği yüzdesi %10'dan düşük olan ortaklar araştırmaya dahil edilmemiştir. Şirket sahipliği ile ilgili olarak toplam sahiplik dikkate alınmıştır. 2009-2010 yıllarına ilişkin veriler kullanılarak yapılan doğrusal regresyon analizi ile Türkiye ve Almanya'daki örneklerde yer alan şirketlerde yabancı sahiplik yoğunluğunun hangi faktörlerin etkisi altında değiştiği ortaya konulmuştur.

değil, doğrudan yatırımlardır. Dolayısıyla risk, doğrudan yatırım yapılan işletmenin üstlenmiş olduğu risktir.

Açıklayıcı değişken olarak, ev sahibi ülkelere kıyasla kaynak ülkelerdeki ticaret hayatı ile ilgili faktörler ve DYY çeken şirketlere özgü faktörler dikkate alınmıştır.

Çalışmanın bulgularına göre, hem Türkiye hem de Almanya için yabancı sahiplik yoğunluğunu açıklamada, katkısı diğer değişkenlere göre daha fazla olan değişken, işletme dışı faktörleri yansıtan ticaret kolaylığı endeksi olmuştur. Başka bir deyişle, yabancı yatırımcıların ortaklık payı konusundaki tercihleri veya pazarlıktan elde ettikleri sonuç üzerinde, kaynak ülkenin ev sahibi ülkeye göreceli olarak; yerli ve yabancı pazarlara erişimi, gümrük yönetiminin ve ithalat-ihracat prosedürlerinin etkinliği, gümrük yönetiminin şeffaflığı, ulaşım-iletişim altyapısı ve hizmetlerinin kalitesi, işletmenin düzenleyici çevresi ve fiziksel güvenlik konularındaki gelişmişlik ve kolaylık düzeyi, yatırım yapılan işletmeye has özelliklerden daha etkili olmaktadır. İki ülke için de bunun geçerli olması, hem gelişmekte hem de gelişmiş ekonomiler için işletme dışı faktörlerin işletme içi faktörler üzerindeki etkisini ortaya çıkarmaktadır. Dess vd. (2008) işletmelerin faaliyet gösterdiği sektördeki rekabet yapısının ve işletmelerin karlılığının işletmenin genel çevre faktörlerinden yoğun olarak etkilendiğine yer vermiştir. Bu çalışmada kullanılan ticaret kolaylığı endeksi, genel çevre elemanları kapsamında değerlendirilebilir. İşletmelerin yapması gereken; çevresel değişimleri olabildiğince tahmin etmek için sürekli olarak çevreyi izleme, çevreyi denetleme, faaliyet gösterilen sektörü tanıma ve rakiplerin güçlü ve zayıf yönlerini tespit etme faaliyetlerinde bulunmak ve stratejilerini bu faktörlerden bağımsız olarak oluşturmamaktır (Dess vd., 2008). Bu konuda Van der Elst (2004) de, altı Avrupa ülkesine yönelik yatırımlarla ilgili olarak ev sahibi ülkelerdeki hukuk yapısı, kurumsal yatırımcıların varlığı ve sosyal güvenlik sistemi gibi özelliklerin, sahiplik yoğunluğunu açıklamada, sektörle ilgili özellikler ve şirket büyüklüğünden daha etkili olduğunu bulmuştur. İşletme içi bir sonuç olan yabancı yatırımcının ortaklık payı üzerinde, işletme dışı faktörlerin işletme içi faktörlere göre daha etkili olması, ülkelerin uluslararası politika geliştirmesinde de son derece önemli bir bilgidir. Bu bilgi ile DYY'ler konusunda sorumluluğun, yatırım çekecek işletmeler kadar, belki de daha fazla, ekonomiye ve iş hayatına yön veren düzenleyici kurumlara düştüğü ortaya çıkmıştır.

Bir diğer bulgu, kendi ülkesinde ticaret yapmanın göreceli olarak daha kolay ve az maliyetli olduğu yatırımcıların, Türkiye'de yapmış oldukları yatırımlarında ortaklık payının daha yüksek olduğudur. Buna karşılık, kendi ülkesinde ticaret yapmanın daha kolay ve az maliyetli olduğu yatırımcıların Almanya'da yapmış oldukları yatırımlarında ortaklık payının daha düşük olduğudur. Bunun nedeni Türkiye'nin ticaret hayatının, gelen yatırımların kaynak ülkelerinin ticaret hayatından genel olarak daha düşük olması, Almanya'nın ticaret hayatının gelen yatırımların kaynak ülkelerinin ticaret hayatından genel olarak daha yüksek olması olabilir. Doğrudan yatırımcıların amacı kar elde etmek ve faaliyetlerini sorunsuz bir şekilde sürdürmek olduğundan bu yatırımcılar belirsizliklerin ve istikrarsızlıkların daha çok ve ticaret yapmanın daha zor olduğu bir ülkede artan risk karşısında daha etkili bir kontrol elde etmek için yapacakları

yatırımda daha fazla hakimiyete sahip olmak ve işletme kararlarında daha fazla söz hakkına sahip olarak yönetimde daha aktif rol almak isteyeceklerdir. Buna karşılık kendi ticaret hayatlarından daha rahat bir ticari hayatın yaşandığı bir ülkedeki yatırımlarında ortaklık payı konusunda daha rahat davranabileceklerdir. İşletme faaliyetleri ile ilgili kararları işletme yöneticilerine devrederek kontrol seviyelerini azaltmayı sorun etmeyebileceklerdir. Yabancı yatırımcıların bu eğilimi sahiplik stratejisi oluşturma yaklaşımlarından “işlem maliyeti yaklaşımı”na uymaktadır.

Bir diğer bulgu, Türkiye’ye doğrudan yatırım yapan yabancıların ortaklık payı konusunda piyasa temelli performansı dikkate alırken, Almanya’ya yatırım yapan yabancıların muhasebe temelli performansı dikkate alıyor olmasıdır. Muhasebe temelli performansın şirkete ilişkin daha uzun vadeli faaliyet sonuçlarını yansıttığı, buna karşılık piyasa temelli performansın daha kısa vadeli hisse senedi fiyat performansını yansıttığı düşünülebilir. Türkiye’nin ülke riskinin Almanya’dan daha yüksek olduğu göz önüne alındığında, yatırımcıların Türkiye’ye yaptıkları yatırımlarında Almanya’ya yaptıkları yatırımlara kıyasla daha kısa yatırım ufuklarının olması beklenen bir sonuçtur. Fakat buradaki risk, Türkiye’deki doğrudan yatırımlarda kısa vadeli bakış açısıyla yatırımcıların doğrudan yatırımları portföy yatırımı gibi değerlendirmesi ve her an yatırımlarından çekilmeye hazır davranmasıdır. Halbuki Türk şirketlerine uzun vadede rekabet avantajı sağlayacak olan, uzun vadeli bakış açısı olan doğrudan yatırımcılarla karşılıklı katma değer yaratan ilişkilerdir. Bunun için hükümete düşen görev istikrarlı bir ekonomik çevre yaratmak, politik istikrarsızlıkları en aza indirmek ve ticaret hayatını hızlandıracak ve daha az maliyetli duruma getirecek tedbirleri almaktır. İşletmelere düşen görevse istikrarlı bir yönetim felsefesi ile etkinliği artırarak faaliyet gösterilen pazarlarda sürdürülebilir yüksek performans sağlamaktır.

Yatırım çeken şirketlerin yabancı yatırımcıya transfer etmeye razı oldukları ortaklık payı, yatırım yapan şirketin veya yatırımcının performansına, kapasitesine, dağıtım kanallarının gücüne ve itibarına bağlı olarak değiştiği için, şirketlerin bu konudaki talepleri hakkında kesin bir yargıya varmak doğru olmayacak ve söylenenler yoruma açık olacaktır. Türkiye’ye yönelik DYY’lerden örneklemeledi şirketlerde yabancı yatırımcılar piyasa kapitalizasyonu daha yüksek olan şirketlere daha yüksek payla, piyasa kapitalizasyonu daha düşük olan şirketlere daha düşük payla ortak olmaktadır. Yabancı yatırımcılar piyasa kapitalizasyonu düşük olan şirketleri daha riskli buldukları için, şirketle ilgili herhangi bir olumsuzlukta yatırımlarından daha hızlı çekilebilmek için daha az payla ortak olmayı tercih ediyor olabilirler. Daha risksiz olarak değerlendirdikleri şirketlere ise daha büyük payla ortak olmayı göze aldıkları söylenebilir. Almanya’ya yönelik DYY’lerden örneklemeledi şirketlerde ise yabancı yatırımcılar daha yüksek performansa sahip işletmelerde daha az paya sahip olurken, daha düşük performansa sahip işletmelerde daha yüksek paya sahip olmaktadır. Burada Almanya’nın gelişmiş bir ekonomi olmasının yanı sıra, satışların kar marjının yüksek olmasının ve işletmelerin öz kaynak karlılığının yüksek olmasının, doğrudan yatırım çeken Alman şirketlere sahiplik payı konusunda pazarlık gücü kattığı düşünülebilir.

Finansal performansı daha düşük olan şirketlerin yatırımcıları ile ortaklık payı pazarlığında performansı yüksek olan şirketler kadar tutucu olmadığı ve şirketlerinin daha çok hissesini transfer etmeye razı oldukları düşünülebilir.

Kontrol değişkenlerinden şirket büyüklüğü ile ilgili olarak, Türkiye'ye yönelik DYY'lerde, daha büyük şirketlere yapılan yatırımlarda yabancı yatırımcılar daha az ortaklık payına sahip olurken, daha küçük şirketlere yapılan yatırımlarda daha yüksek ortaklık payına sahip olmaktadır. Bu durum sahiplik stratejisi ile ilgili yaklaşımlardan pazarlık gücü yaklaşımına uymaktadır. Daha büyük şirketlerin yabancı yatırımcının karşısında pazarlık gücü daha yüksek olduğu için ortaklık payı küçük şirketlere nazaran daha yüksek olmaktadır diye düşünülebilir. Diğer kontrol değişkeni olan şirket yaşı ile ilgili olarak, Almanya'ya yönelik yabancı yatırımlarda, daha deneyimli olan şirketlere yapılan yatırımlarda yabancı yatırımcılar daha fazla ortaklık payını elinde bulundururken, daha yeni şirketlere yapılan yatırımlarda yabancı yatırımcılar daha az ortaklık payına sahip olmaktadır. Bu durum ise sahiplik stratejisi ile ilgili yaklaşımlardan “örgütsel yeterlilikler yaklaşımı” ile ilişkilendirilebilir. Deneyimli yerli şirketlerin bilgi birikiminden faydalanmak ve uygulama ve adaptasyon maliyetlerini en aza indirmek isteyen yatırımcılar yatırımlarında ortaklık payını artırmak isteyecektir.

Biri imalat ve ikisi hizmet sektöründe faaliyet gösteren üç şirketin üst düzey finans yöneticisi ile yapılan yarı yapılandırılmış görüşmede, konu hakkında görüş alınmıştır.¹⁵ Katılımcıların üçü de çalıştıkları şirketin kurumsal bir yapıda olduğunu, sahiplik ve yönetimin birbirinden ayrılmış durumda olduğunu belirtmiştir. Türk ve yabancı şirket sahipleri yönetim kurulunda fiziksel bir varlık göstermemekte, şirket ile ilgili kararlara seçtikleri yöneticiler aracılığıyla katılmaktadır. Üç şirkette de yabancı ortaklardan memnuniyet duyulmakta, yabancı ortağın marka değerinin şirkete kattıklarından ve karşılıklı çıkar ilişkisinin varlığından bahsedilmektedir. Yabancı ortağın bilgi birikiminden, üretim bilgilerinden ve iş yapma sisteminden faydalanmak avantaj, buna karşılık finansal raporlamada iki ülke arasındaki farklılıklar zorluk olarak görülmektedir. Her üç yöneticinin ortak görüşüne göre karar alma ve kontrol konusunda %50 ortaklık payı eşiği önem teşkil etmektedir. Yabancı yatırımcının azınlık pay sahibi olduğu şirketlerde kararları alan Türk ortaklar ve yöneticiler olmakta, yabancı ortak satışlar veya brüt kar rakamını önemsemekte, bu rakamlarda sorun olmadığı takdirde yabancı ortağın baskısı çok olmamaktadır. Bu şirketlerin birinin yöneticisi, yabancı ortağın şirketteki ortaklık payı konusundaki kararın şirket sahiplerinin inisiyatifinde olduğunu ve sahipler yabancı yatırımcıya ne kadar pay vermek isterse o kadar pay vereceğini söylemiştir. Buna karşılık yabancı yatırımcının çoğunluk pay sahibi olduğu şirkette tüm kararlar alınırken yabancı ortağa danışılmaktadır. Bu şirketin yöneticisi yabancı ortağın şirketteki ortaklık payı konusunda yatırımcının şirketin faaliyetleri ile ilgili kararlarda söz sahibi olma isteğinin belirleyici olduğunu söylemiştir. Yöneticiler yabancı yatırımcının ortaklık

¹⁵ Yarı yapılandırılmış görüşmede kullanılan soru formu, yazardan temin edilebilir.

payını belirleyen faktörleri; şirketin faaliyet oranları, finansal performansı, yabancı ortağın risk iştahı ve gördüğü fırsatlar, şirketin verimliliği ve sistemlerinin etkinliği, şirketin değeri, şirketin pazarı genişletme potansiyeli, şirketin büyüme potansiyeli ve şirket itibarı olarak sıralamıştır. Sıralanan faktörler arasında Türkiye'deki ticaret ve yatırım iklimine ilişkin bir faktör olmaması, yatırım çeken şirketlerin yabancı yatırımcıların sahiplik payı konusuna yaklaşımını çok iyi anlayamıyor olabildiğini göstermektedir. Nitekim regresyon analizi sonucunda, ev sahibi ülkedeki ticaret hayatı ile ilgili faktörlerin, yabancı yatırımcının ortaklık payını açıklamada katkısının, yöneticilerin saydığı şirkete özgü faktörlerden çok daha fazla olduğu bulunmuş idi. Yabancı ortağın yönetim faaliyetlerine katılmasıyla ilgili olarak yabancı ortağın yönetim kuruluna üye dahil ederek yönetime ana stratejiler konusunda katkı yaptığını ve problem yaşandığı durumlarda operasyonel konularda kontrol faaliyetlerini yürüttüğünü belirtmişlerdir. Yabancı ortağın sermayeden başka şirkete katkıları; marka katkısı, patent katkısı, fuarlara beraber katılma, düzenlenen etkinlik ve eğitimlere katılma, uluslararası ilişkileri geliştirme fırsatı, lobi yapma fırsatı, yeni pazarlara erişim fırsatı, deneyim aktarımı, yurt dışı uygulama başarılarının aktarımı ve yazılım sağlama olarak belirtilmiştir.

Bu araştırma konusu ile ilgili ileride yapılabilir ve literatüre katkı sağlayabilecek çalışmalar: farklı yatırımcı tiplerinin ortaklık paylarının şirket performansı ile ilişkilendirilmesi, DYY'lerde kaynak ülkelerin ve ev sahibi ülkelerin şirket performansı ile ilişkilendirilmesi, Türkiye ile aynı gelişmişlik seviyesinde olan ülkelere giden DYY'lerde sahiplik yapısının araştırılması, zaman boyutunun konuya dahil edilerek başka zaman dilimleri için analizin tekrarlanması, uluslararası girişimcilik faaliyetleri ile uluslararası doğrudan yatırım faaliyetlerinin ve sahiplik yapısının ilişkilendirilmesi ve çokuluslu şirketlerin sahipleri ile mülakat yapılarak sahiplik yapısının şirketlere etkilerinin nitel olarak araştırılması olarak düşünülmektedir.

KAYNAKÇA

Agrawal, S. ve Ramaswami, S. N. (1992). Choice of foreign market entry mode: Impact of ownership, location and internalization factors. *Journal of International Business Studies*, 23 (1): 1-27.

Akgündüz, A. (2008). Labour migration from Turkey to Western Europe, 1960-1974: A multidisciplinary analysis. England: Ashgate Publishing Ltd.

Asiedu, E. ve Esfahani, H. S. (2001). Ownership structure in foreign direct investment projects. *The Review of Economics and Statistics*, 83 (4): 647-662.

Aydın, N. (Proje Koordinatörü) (2011). *Almanya'da faaliyet gösteren Türk sermayeli şirketlerle Alman sermayeli şirketlerin finansal performanslarının ve etkinliklerinin karşılaştırmalı analizi*. Tübitak Projesi, No:109K145.

Bhattacharya, P. S. ve Graham, M. A. (2009). On institutional ownership and firm performance: A disaggregated view. *Journal of Multinational Financial Management*, 19 (5): 370-394.

Blodgett, L. L. (1991). Partner contributions as predictors of equity share in international joint ventures. *Journal of International Business Studies*, 22 (1): 63-78.

Brouthers, K. D., Brouthers, L. D. ve Werner, S. (2003). Transaction cost-enhanced entry mode choices and firm performance. *Strategic Management Journal*, 24 (12): 1239-1248.

Chan, M. C. (2002). Institutional perspective of foreign direct investment strategy: The case of Japanese multinational corporations. *Yayınlanmamış Doktora Tezi*. Hong Kong: The Chinese University of Hong Kong.

Chang, S. J. ve Rosenzweig, P. M. (2001). The choice of entry mode in sequential foreign direct investment. *Strategic Management Journal*, 22 (8): 747-776.

Chokkar, J. S., Brodbeck, F. C. ve House, R. J. (2007). *Culture and leadership across the world: The globe book of in-depth studies of 25 societies*. London: Lea Publishers.

Claessens, S., Djankov, S. ve Lang, L. H. P. (2000). The separation of ownership and control in East Asian corporations. *Journal of Financial Economics*, 58 (1-2): 81-112.

Cohen, S. D. (2007). *Multinational corporations and foreign direct investment: Avoiding simplicity, embracing complexity*. New York: Oxford University Press.

Daniels, R. J. ve Iacobucci, E. M. (2000). Some of the causes and consequences of corporate ownership concentration in Canada. R. K. Morck (Ed.) *Concentrated corporate ownership: İçinde 55-80*. Chicago: The University of Chicago Press.

Deephouse, D. L. ve Wiseman, R. M. (2000). Comparing alternative explanations for accounting risk-return relations. *Journal of Economic Behavior & Organization*, 42 (4): 463-482.

Demsetz, H. ve Lehn, K. (1985). Managerial ownership of voting rights: Causes and consequences. *Journal of Political Economy*, 93 (6): 1155-1177.

Desai, M. A., Foley, C. F. ve Hines, J. R. (2002). *International joint ventures and the boundaries of the firm*. USA: International Investment Division, Bureau of Economic Analysis, US Department of Commerce.

Dess, G. G., Lumpkin, G. T. ve Eisner, A. B. (2008). *Strategic management: Text and cases*. 4th edition. China: McGraw-Hill Irwin.

Dunning, J. H. (1988). *Explaining international production*. London: Unwin Hyman.

Erramilli, M. K. (1996). Nationality and subsidiary ownership patterns in multinational corporations. *Journal of International Business Studies*, 27 (2): 225-248.

Faccio, M. ve Lang, L. H. P. (2002). The ultimate ownership of Western European corporations. *Journal of Financial Economics*. 65 (3): 365-395.

Garengo, P. ve Bititci, U. (2007) Towards a contingency approach to performance measurement: An empirical study in Scottish SMEs. *International Journal of Operations & Production Management*, 27 (8): 802-825.

Gomes-Casseres, B. (1989). Ownership structures of foreign subsidiaries: Theory and evidence. *Journal of Economic Behavior & Organization*, 11 (1): 1-25.

Govindarajan, V. (1988). A contingency approach to strategy implementation at the business-unit level: Integrating administrative mechanisms with strategy. *Academy of Management Journal*, 31 (4): 828-853.

Gürsoy, G. (2001). Equity ownership structure and its consequences: An empirical investigation in Turkish firms. *Yayımlanmamış Doktora Tezi*. Bilkent Üniversitesi, Ekonomi ve Sosyal Bilimler Enstitüsü, Ankara.

Hart, S. L. (1995). A natural-resource-based view of the firm. *Academy of Management Review*, 20 (4): 986-1014.

Hennart, J. F. (1988). A transaction cost theory of equity joint ventures. *Strategic Management Journal*, 9 (4): 361-374.

Hill, C. W. L., Hwang, P. ve Kim, W. C. (1990). An eclectic theory of the choice of international entry mode. *Strategic Management Journal*, 11 (2): 117-128.

Himmelberg, C. P., Hubbard, R. G. ve Palia, D. (1999). Understanding the determinants of managerial ownership and the link between ownership and performance. NBER (National Bureau of Economic Research) Working Paper No. 7209.

Hofstede, G. (1983). The cultural relativity of organizational practices and theories. *Journal of International Business Studies*, 14 (2): 75-89.

Hofstede, G. (2003). What is culture? A reply to Baskerville. *Accounting, Organizations and Society*, 28 (7): 811-813.

Holderness, C. G., Kroszner, R .S. ve Sheehan, D. P. (1999). Were the good old days that good? Changes in managerial stock ownership since the great depression. *The Journal of Finance*, 54 (2): 435-469.

Jung, J. C. (2007). The varying patterns of ownership strategy of MNEs: A Japan- US comparison. *Unpublished Doctoral Dissertation*. University of Western Ontario, Richard Ivey School of Business, Ontario, USA.

Kyaw, N. A. ve Theingi, H. (2009). A performance analysis of wholly owned subsidiaries and joint ventures: Electrical and electronic industry in Thailand. *International Journal of Business Studies*, 17 (1): 107-125.

La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A. (1999). Corporate ownership around the world. *Journal of Finance*, 54 (2): 471-517.

Laeven, L. ve Woodruff, C. (2004). *The quality of the legal system, firm ownership, and firm size*. World Bank Policy Research Paper No. 3246.

Leaven, L. ve Levine, R. (2006). *Complex ownership structures and corporate valuations*. NBER (National Bureau of Economic Research) Working Paper No. 12675.

Luo, Y. ve Park, S. H. (2001). Strategic alignment and performance of market seeking MNCs in China. *Strategic Management Journal*, 22 (2): 141-155.

Mahoney, J. T. (2005). *Economic foundations of strategy*. California: Sage Publications, Inc.

Makino, S. ve Neupert, K. E. (2000). National culture, transaction cost, and the choice between joint venture and wholly owned subsidiary. *Journal of International Business Studies*, 31 (4): 705-713.

Mani, S., Antia, K. D. ve Rindfleisch, A. (2007). Entry mode and equity level: A multilevel examination of foreign direct investment ownership structure. *Strategic management journal*, 28 (8): 857-866.

Morck, R. K. (2000). *Concentrated corporate ownership*. Chicago: The University of Chicago Press.

OECD (2008). *OECD benchmark definition of foreign direct investment*. Fourth Edition. OECD Publishing.

Pan, Y. (1996). Influences on foreign equity ownership level in joint ventures in China. *Journal of International Business Studies*, 27 (1): 1-26.

Pan, Y. (2002). Equity ownership in international joint ventures: The impact of source country factors. *Journal of International Business Studies*, 33 (2): 375-384.

Pedersen, T. ve Thomsen, S. (2003). Ownership structure and value of the largest European firms: The importance of owner identity. *Journal of Management and Governance*, 7 (1): 27-55.

Prescott, G. L., Madden, E. K. ve Foster, R. M. (2010). Forms of business ownership: A primer for commercial lenders. *Commercial Lending Review*, 25 (6): 27-55.

Raff, H., Ryan, M. J. ve Stahler, F. (2007). *Whole versus shared ownership of foreign affiliates*. Christian Albrechts Universitat Kiel Economics Working Paper No. 2007-18.

Shenkar, O. (2001). Cultural distance revisited: Towards a more rigorous conceptualization and measurement of cultural differences. *Journal of international business studies*, 32 (3): 519-535.

Sirkeci, İ., Cohen, J. H., ve Yazgan, P. (2012). Turkish culture of migration: Flows between Turkey and Germany, socio-economic development and conflict. *Migration Letters*, 9 (1): 33-46.

Tallman, S. ve Li, J. (1996). Effects of international diversity and product diversity on the performance of multinational firms. *Academy of Management Journal*, 39 (1): 179-196.

The World Bank Investment Climate Advisory Services (2010). *Investing across borders 2010: Indicators of FDI regulation in 87 economies*. Washigton, DC: The World Bank Publication.

Thomsen, S. ve Pedersen, T. (1996). Nationality and ownership structures: The 100 largest companies in six European Nations. *Management International Review*, 36 (2): 149-166.

Todeva, E. (2006). *Business networks: Strategy and structure*. New York: Routledge, Taylor and Francis Group.

Tsang, E. W. K. (2005). Influences on foreign ownership level and entry mode choice in Vietnam. *International Business Review*, 14 (4): 441-463.

UNCTAD (2010). *World investment report 2010-Overview*. Geneva: United Nations Publication.

Van der Elst, C. (2004). *Industry-specificities and size of corporations: determinants of ownership structures*. Utrecht: Universiteit Utrecht, Tjalling C. Koopmans Research Institute Discussion Paper Series: 04-19.

Vibert, C. (2004). *Theories of macro organizational behavior*. New York: M. E. Sharpe, Inc.

World Economic Forum (2010). *The global enabling trade report 2010*. Geneva, Switzerland: World Economic Forum Publishing.

Yan, A. ve Gray, B. (2002). Negotiating control and achieving performance in international joint ventures: A conceptual model. *Journal of International Management*, 7 (4): 295-315.

Zeitun, R. ve Tian, G. G. (2007). Does ownership affect a firm's performance and default risk in Jordan? *Corporate Governance: The International Journal of Business in Society*, 7 (1): 66-82.

Zhang, R. ve Rezaee, Z. (2009). Do credible firms perform better in emerging markets? Evidence from China. *Journal of Business Ethics*, 90 (2): 221-237.