

DOĞRUDAN YABANCI YATIRIMLARDA

SAHİPLİK YAPISININ ANALİZİ

Gülşah KULALI

(Doktora Tezi)

Eskişehir, 2013

DOĞRUDAN YABANCI YATIRIMLARDA SAHİPLİK YAPISININ ANALİZİ

Gülşah KULALI

DOKTORA TEZİ

İşletme Anabilim Dalı

Danışman: Prof. Dr. Nurhan Aydın

Eskişehir

Anadolu Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü

Eylül, 2013

Bu tez çalışması Bilimsel Araştırma Projeleri Komisyonunca kabul edilen 1110E156 no.lu proje kapsamında desteklenmiştir.

JÜRİ VE ENSTİTÜ ONAYI

Gülşah KULALI'nın "Doğrudan Yabancı Yatırımlarda Sahiplik Yapısının Analizi" başlıklı tezi 12 Eylül 2013 tarihinde, aşağıdaki jüri tarafından Lisansüstü Eğitim Öğretim ve Sınav Yönetmeliğinin ilgili maddeleri uyarınca İşletme (Finansman) Anabilim Dalında, Doktora tezi olarak değerlendirilerek kabul edilmiştir.

Üye (Tez Danışmanı) : Prof.Dr.Nurhan AYDIN

Üye : Prof.Dr.Lale KARABIYIK

Üye : Doç.Dr.Mehmet BAŞAR

Üye : Doç.Dr.Fikret ER

Üye : Doç.Dr.Metin COŞKUN

İmza






Prof.Dr.B.Zafer ERDOĞAN
Anadolu Üniversitesi
Sosyal Bilimler Enstitüsü Müdürü

Doktora Tez Özü

DOĞRUDAN YABANCI YATIRIMLARDA SAHİPLİK YAPISININ ANALİZİ

Gülşah KULALI

İşletme Anabilim Dalı

Anadolu Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Eylül 2013

Danışman: Prof. Dr. Nurhan AYDIN

Bu tez araştırmasının amacı, i) OECD üye ülkelerine, Türkiye'ye ve Almanya'ya gelen DYY'lerin genel özellikleri nelerdir? ii) Gelişmekte olan bir ekonomi olarak Türkiye'ye gelen DYY'lerin kaynak ülkeleri, yatırım yapılan işletme içi ve işletme çevresindeki benzer özelliklerine göre ne şekilde gruplanmaktadır? iii) Gelişmiş bir ekonomi olarak Almanya'ya gelen DYY'lerin kaynak ülkeleri, yatırım yapılan işletme içi ve işletme çevresindeki benzer özelliklerine göre ne şekilde gruplanmaktadır? iv) Gelişmekte olan bir ekonomi olarak Türkiye'ye gelen DYY'lerin yabancı sahiplik yoğunluğu, Türkiye ve kaynak ülkelerin ticaret hayatı ile ve yatırım çeken şirketler ile ilgili hangi faktörlerin etkisi altında değişmektedir? v) Gelişmiş bir ekonomi olarak Almanya'ya gelen DYY'lerde yabancı sahiplik yoğunluğu, Almanya ve kaynak ülkelerin ticaret hayatı ile ve yatırım çeken şirketler ile ilgili hangi faktörlerin etkisi altında değişmektedir? araştırma sorularına cevap bulmaktır. Araştırmada kümeleme analizi ve çoklu doğrusal regresyon analizi yöntemleri kullanılmaktadır. Teorik alan yazında sahiplik stratejisinin oluşturulması ile ilgili on yaklaşım mevcuttur. Araştırma sonucunda her iki ülke için, gelen DYY'lerin kaynak ülkelerinin benzer özelliklerine göre gruplanmasında bu yaklaşımlardan “kültür yaklaşımı”nın geçerli olduğu, yabancı sahiplik yoğunluğunu açıklayan faktörlerin ortaya konulmasında “işlem maliyeti yaklaşımı”nın geçerli olduğu bulunmuştur. Ayrıca Türkiye'ye gelen yatırımlarda sahiplik yoğunluğunun açıklanmasında “pazarlık gücü yaklaşımı”nın, Almanya'ya gelen yatırımlarda “örgütsel yeterlilikler” yaklaşımının geçerli olduğu bulunmuştur.

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

Abstract

ANALYSIS OF OWNERSHIP STRUCTURE IN FOREIGN DIRECT INVESTMENTS

Gülşah KULALI

Department of Business Administration

Anadolu University, Graduate School of Social Sciences, September 2013

Advisor: Prof. Dr. Nurhan AYDIN

The aim of this dissertation is to find answers to the following research questions: i) What are the characteristics of inward FDI's to OECD member countries, to Turkey and to Germany? ii) How are source countries of inward FDI's to Turkey as a developing country being clustered based on similarities in intracompany and external environmental factors? iii) How are source countries of inward FDI's to Germany as a developed country being clustered based on similarities in intracompany and external environmental factors? iv) Which business life and firm-unique factors have influences over foreign ownership concentration of inward FDI's to Turkey as a developing country? v) Which business life and firm-unique factors have influences over foreign ownership concentration of inward FDI's to Germany as a developed country? Cluster analysis and multiple linear regression analysis methods are used in this study. There are ten approaches about building ownership strategy in theoretical literature. Results of this research are as follows: "culture approach" is valid for clustering source countries based on similarities for both countries; "transaction cost approach" is valid for explaining foreign ownership concentration for both countries. Moreover, "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

ETİK İLKE VE KURALLARA UYGUNLUK BEYANNAMESİ

Bu tez çalışmasının bana ait, özgün bir çalışma olduğunu; çalışmamın hazırlık, veri toplama, analiz ve bilgilerin sunumunda bilimsel etik ilke ve kurallarına uygun davrandığımı; bu çalışma kapsamında elde edilmeyen tüm veri ve bilgiler için kaynak gösterdiğimi ve bu kaynaklara kaynakçada yer verdiğimi; bu çalışmanın Anadolu Üniversitesi tarafından kullanılan bilimsel intihal tespit programıyla tarandığını ve hiç bir şekilde intihal içermediğini beyan ederim.

Herhangi bir zamanda, çalışmamla ilgili yaptığım bu beyana aykırı bir durumun saptanması durumunda, ortaya çıkacak tüm ahlaki ve hukuki sonuçlara razı olduğumu belirtirim.

Gülşah Kılalı

Önsöz

Uluslararası işletmecilik alanında önemli çalışma konularından biri olan doğrudan yabancı yatırımlar, bu tez çalışmasının da konusunu oluşturmaktadır. Araştırmada biri gelişmekte olan, diğeri gelişmiş bir ekonomi olan Türkiye'ye ve Amanya'ya gelen doğrudan yabancı yatırımlarda sahiplik yapısı analiz edilmiş, gelen yatırımların kaynak ülkeleri benzerliklerine göre gruplara ayrılmış ve yabancı ortağın sahiplik yoğunluğunu açıklayan faktörler karşılaştırmalı olarak ortaya konulmaya çalışılmıştır. Amaç, yabancı yatırım çeken şirket sahiplerine ve yöneticilerine, sahiplik payı konusunda etkili stratejiler oluşturmada katkıda bulunacak bilgiler üretmektir. Bu çalışmada üretilen bilgilerin alan yazına katkısının olmasını ve okuyanlara faydalı olmasını dilerim.

Bu tez çalışmasının ortaya çıkmasında saygıdeğer hocalarımla, arkadaşlarımla ve ailemin önemli katkıları olmuştur. İlk olarak, akademik hayatımın ilk gününden itibaren her aşamasında ve tez aşamasında benden desteğini ve kıymetli katkılarını esirgemeyen danışmanım Prof. Dr. Nurhan Aydın'a şükranlarımı sunarım. Aynı şekilde destek ve katkıları için, tez izleme komitesi üyesi hocalarımla Doç. Dr. Mehmet Başar'a ve Doç. Dr. Fikret Er'e şükranlarımı sunarım. Analiz aşamasındaki katkılarından dolayı Doç. Dr. Harun Sönmez'e; veri düzenleme aşamasındaki yardımlarından dolayı Yard. Doç. Dr. Levent Terlemez'e, Araş.Gör. Dr. Özgür İcan'a ve Öğr. Gör. Dr. Halil Eryılmaz'a teşekkürlerimi sunarım. Ayrıca başta eşim olmak üzere, bu tezi hazırlarken büyük fedakarlık ederek bana destek olan aileme şükranlarımı sunarım. Son olarak, bu tezi Bilimsel Araştırma Projesi olarak kabul eden ve araştırmaya finansal destek sağlayan Anadolu Üniversitesi'ne teşekkürlerimi sunarım.

Özgeçmiş

Gülşah Kulalı

İşletme Anabilim Dalı

Doktora

Eğitim

Ls. 2006 Anadolu Üniversitesi, İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi, İngilizce İşletme Programı

Lise 2001 Eskişehir Kılıçoğlu Anadolu Lisesi, Matematik-Fen Bölümü

Kişisel Bilgiler

Doğum yeri ve yılı: 28.12.1982 / Eskişehir Cinsiyet: Kadın Yabancı dil: İngilizce

İçindekiler

Sayfa

Jüri ve Enstitü Onayı	ii
Öz	iii
Abstract	iv
Etik İlke ve Kurallara Uygunluk Beyannamesi	Error! Bookmark not defined.
Önsöz	vi
Özgeçmiş	vii
Tablolar Listesi.....	x
Şekiller Listesi	xi
Kısaltmalar Listesi	xiii
1. Giriş.....	1
1.1. Araştırma Problemi.....	4
1.2. Araştırmanın Amacı ve Kapsamı	12
1.3. Araştırmanın Önemi ve Özgünlüğü.....	14
1.4. Araştırmanın Varsayımları.....	20
1.5. Araştırmanın Sınırlılıkları	21
2. Teorik ve Ampirik Alan Yazın.....	23
2.1. Teorik Alan Yazın	23
2.1.1. Firma sahiplerinin firma içindeki rolü	23
2.1.2. Firma sahiplik yapısı.....	26
2.1.2.1. Sahiplik yapısı çerçevesinden firma.....	31
2.1.2.2. Sahiplik yapısı teorisi	32
2.1.2.3. Yabancı sahipliği	36
2.1.2.4. DYY’lerde sahiplik stratejisinin oluşturulması.....	39
2.1.2.4.1. Kaynak temelli yaklaşım.....	40
2.1.2.4.2. İşlem maliyeti yaklaşımı.....	41
2.1.2.4.3. OLI paradigması	41
2.1.2.4.4. Örgütsel yeterlilikler yaklaşımı	43
2.1.2.4.5. Kültür yaklaşımı	43

2.1.2.4.6. Pazarlık gücü yaklaşımı	44
2.1.2.4.7. “Kontrol” bakış açısı.....	49
2.1.2.4.8. “Katılım” bakış açısı	50
2.1.2.4.9. “Hem kontrol hem katılım” bakış açısı.....	50
2.1.2.4.10. “Ne kontrol ne katılım” bakış açısı.....	52
2.1.2.5. Sahiplik stratejisi ile ilgili karar alma süreci.....	54
2.1.3. Kurumsal yönetim bakış açısıyla DYY’ler ve sahiplik yapısı.....	60
2.1.3.1. Türkiye ve Almanya özelinde kurumsal yönetim, iş yapma ortamı ve DYY’ler	64
2.2. Ampirik Alan Yazın	70
3. Ampirik Analiz	87
3.1. Yöntem.....	87
3.1.1. Kümeleme analizi	87
3.1.2. Çoklu doğrusal regresyon analizi	89
3.2. Verilerin Elde Edilmesi ve Düzenlenmesi.....	93
3.3. Analizde Kullanılan Değişkenler	97
3.4. Örneklem İlişkin Genel Bilgiler	101
3.5. Ampirik Bulgular	121
3.5.1. Kümeleme bulguları	122
3.5.2. Regresyon bulguları	130
4. Sonuç, Tartışma ve Öneriler	140
Ekler.....	150
Kaynakça.....	172

Tablolar Listesi

Sayfa

Tablo 1. Yeni Çokuluslu Şirketler ile Geleneksel Çokuluslu Şirketlerin Karşılaştırılması	11
Tablo 2. Türkiye’de ve Almanya’da İş Yapma Ortamı	69
Tablo 3. OECD Ülkelerinde Kayıtlı İşletmelerin Sayısı	94
Tablo 4. Türk Şirketlerine Gelen DYY’lerin Kaynak Ükelere ve Ortalama Ortaklık Paylarına Göre Dağılımı	103
Tablo 5. Alman Şirketlerine Gelen DYY’lerin Kaynak Ükelere ve Ortalama Ortaklık Paylarına Göre Dağılımı	105
Tablo 6. OECD Şirketlerine Gelen DYY’lerin Kaynak Ükelere ve Ortalama Ortaklık Paylarına Göre Dağılımı	107
Tablo 7. Türkiye’ye Gelen DYY’lerde Sahiplik Karması.....	118
Tablo 8. Almanya’ya Gelen DYY’lerde Sahiplik Karması.....	119
Tablo 9. Kümeleme Analizinde Kullanılan Değişkenler	122
Tablo 10. Kümeleme Kriterlerinin Ülke ve Küme Ortalamaları, Türkiye	125
Tablo 11. Kümeleme Kriterlerinin Ülke ve Küme Ortalamaları, Almanya	129
Tablo 12. Regresyon Modelindeki Değişkenler	130
Tablo 13. Türkiye İçin Kurulan Modeldeki Değişkenlerin Betimleyici İstatistikleri	131
Tablo 14. Almanya İçin Kurulan Modeldeki Değişkenlerin Betimleyici İstatistikleri	132
Tablo 15. Türkiye için kurulan modeldeki değişkenler arasındaki korelasyonlar	132
Tablo 16. Almanya için kurulan modeldeki değişkenler arasındaki korelasyonlar	133
Tablo 17. Doğrusal Regresyon Bulguları.....	133
Tablo 18. Ampirik Alan yazındaki Regresyon Modellerinin Uyum İyiliği Bilgileri	137

Şekiller Listesi

Sayfa

Şekil 1. Türkiye'ye Gelen Doğrudan Yabancı Yatırım Akımları	14
Şekil 2. Almanya'ya Gelen Doğrudan Yabancı Yatırım Akımları	15
Şekil 3. Firma Değeri Piramidi	24
Şekil 4. Aktif Firma Sahipliğinin Ayırt Edici Yetkinlikleri	25
Şekil 5. Firma Hiyerarşisi	34
Şekil 6. Kontrol ve Katılım Mekanizması Olarak Firma Sahiplik Stratejisi	48
Şekil 7. Türkiye ve Almanya'da Sektörlere Göre DYY Çeken Ortaklık Sayıları	102
Şekil 8. OECD'de Sektörlere Göre DYY Çeken Ortaklık Sayıları	102
Şekil 9. Türk Şirketlerine Gelen DYY'lerin Kaynak Ülkelere ve Ortalama Ortaklık Paylarına Göre Dağılımı	103
Şekil 10. Alman Şirketlerine Gelen DYY'lerin Kaynak Ülkelere ve Ortalama Ortaklık Paylarına Göre Dağılımı	104
Şekil 11. OECD Şirketlerine Gelen DYY'lerin Kaynak Ülkelere ve Ortalama Ortaklık Paylarına Göre Dağılımı	106
Şekil 12. Türk Şirketlerine Gelen DYY'lerde Kaynak Ülkelerin Göreceli Ticaret Kolaylığı Endeks Skoru	109
Şekil 13. Alman Şirketlerine Gelen DYY'lerde Kaynak Ülkelerin Göreceli Ticaret Kolaylığı Endeks Skoru	110
Şekil 14. Türkiye'de Hizmet Sektöründeki DYY'lerin Kaynak Ülkelere Göre Dağılımı	111
Şekil 15. Almanya'da Hizmet Sektöründeki DYY'lerin Kaynak Ülkelere Göre Dağılımı	111
Şekil 16. Türkiye'de İmalat Sektöründeki DYY'lerin Kaynak Ülkelere Göre Dağılımı	112
Şekil 17. Almanya'da İmalat Sektöründeki DYY'lerin Kaynak Ülkelere Göre Dağılımı	112
Şekil 18. Türkiye, Almanya ve OECD'de DYY Çeken Şirketlerin Sektörlere Göre Ortalama Çalışan Sayıları (2009-2010)	113
Şekil 19. Türkiye, Almanya ve OECD'de DYY Çeken Şirketlerin Sektörlere Göre Ortalama Borç Oranı (2009-2010)	114

Şekil 20. Türkiye, Almanya ve OECD’de DYY Çeken Şirketlerin Sektörlere Göre Ortalama Deneyimi (2010).....	115
Şekil 21. Türkiye, Almanya ve OECD’de DYY Çeken Şirketlerin Sektörlere Göre 2009-2010 Ortalama Finansal Performansı.....	116
Şekil 22. Türkiye, Almanya ve OECD’de DYY Çeken Şirketlerin Sektörlere Göre 2009-2010 Ortalama Piyasa Kapitalizasyonu.....	117
Şekil 23. Türkiye’ye Gelen DYY’lerde Sahiplik Karması	118
Şekil 24. Almanya’ya Gelen DYY’lerde Sahiplik Karması	118
Şekil 25. Türkiye’ye Gelen DYY’lerin Kaynak Ülkelerine İlişkin Dendrogram ..	123
Şekil 26. Almanya’ya Gelen DYY’lerin Kaynak Ülkelerine İlişkin Dendrogram	127

Kısaltmalar Listesi

AB	: Avrupa Birliği
ABD	: Amerika Birleşik Devletleri
BUY	: Firma Büyüklüğü
DYY	: Doğrudan Yabancı Yatırım
EKK	: En Küçük Kareler
GSYİH	: Gayrisafi Yurtiçi Hasıla
OECD	: Ekonomik İşbirliği ve Kalkınma Örgütü
PERF	: Finansal Performans
RISK	: Finansal Risk
SEK	: Sektör
SIC	: Uluslararası Sektör Kodu
TKS	: Göreceli Ticaret Kolaylığı Skoru
UNCTAD	: Birleşmiş Milletler Ticaret ve Kalkınma Konferansı
WEF	: Dünya Ekonomik Forumu
YAS	: Firma Yaşı
YKTK	: Yatırımların Karşılıklı Teşviki ve Korunması
YSY	: Yabancı Sahiplik Yoğunluğu

1. Giriş

20. yüzyılda Amerikan ve Avrupa firmalarının edindikleri deneyim, yetenek, bilgi birikimi ve vizyonları ile birlikte geliştirdikleri teknik, süreç ve markalarını diğer ülkelere, kendilerine rekabet avantajı sağlamak üzere doğrudan yabancı yatırım (DYY) şeklinde yaymak suretiyle getiri elde etmeleri çarpıcı boyutlara ulaşmıştır. 1970’li yıllarda ticaret bariyerlerinin büyük ölçüde kaldırılması ve 1980’li yıllarda Japon firmalarının da uluslararasılaşma faaliyetlerinde bulunması uluslararası yatırımlar arenasını hareketlendirmiş ve çeşitlendirmiştir. 20. yüzyılın sonlarında ve 21. yüzyılın başlamasıyla birlikte küreselleşme olgusu tüm ülkeleri etkilemiş ve bu rüzgarla birlikte zengin olmayan ülkelerdeki şirketler de dahil olmak üzere tüm şirketler uluslararası bir bakış açısı kazanmaya, en azından bu olgunun farkına varmaya başlamıştır.

Uluslararası doğrudan sermaye yatırımları, uluslararası strateji, uluslararası işletmecilik ve uluslararası iktisat alanlarının önemli araştırma konuları arasındadır. Özellikle 1990’lardan sonra hız kazanan küreselleşme hareketi ile birlikte yatırımcılar DYY’lerini arttırmış, dünya üzerinde işletmenin değerini arttırmak adına hangi bölge veya hangi ülke avantajlı ise varlıklarını ve sermayelerini oralara yönlendirmişlerdir. Markusen ve Venables’in (2000) değerlendirmesine göre DYY’leri belirleyen faktörler firma düzeyindeki ölçek ekonomileri, ticari maliyetler ve piyasalardaki aksak rekabettir. Doğrudan yabancı sermaye akımlarının refah etkilerini ölçmekte ise sektör yapısının önemli rolü vardır.

DYY’lerde yatırımı harekete geçiren faktörlerin, yatırımdan elde edilen sonuçların ve yatırım stratejisinin belirlenmesi için hem yatırımın geldiği kaynak ülke hem de yatırım yapılan ev sahibi ülke ile ilgili dinamikleri anlamak önemlidir. DYY konusunda tarihte lider olan ABD, Birleşik Krallık, Fransa ve Almanya gibi teknoloji ve pazarlama liderleri olan gelişmiş ekonomiler bugün de dünyada en önemli DYY kaynakları olmaya devam etmektedir. Fakat küresel rekabet ortamında kökeni dünyada teknoloji ve marka imajı açısından en gelişmiş ülkelere olmayan çokuluslu şirketler

de popüler olmaya başlamıştır. Bu çokuluslu şirketler Guillen ve Garcia-Canal'ın (2010) sınıflamasıyla İspanya, İrlanda, Portekiz, Güney Kore ve Tayvan gibi orta-üst gelir seviyesindeki ekonomilerden, Brezilya, Şili, Meksika, Çin, Hindistan ve Türkiye gibi yükselen ekonomilerden, Mısır, Endonezya ve Tayland gibi gelişmekte olan ülkelere ve Birleşik Arap Emirlikleri, Nijerya, Rusya ve Venezuela gibi petrol zengini ülkelere gelmekte ve bu şirketler “yeni çokuluslular” olarak anılmaktadır. Yeni çokuluslular uluslararası faaliyetlerini birleşme, ortak girişim veya sıfırdan yatırım gibi çeşitli şekillerde gerçekleştirmekte, başarılarını yenilik yapma kapasiteleri ve örgütsel yeteneklerini geliştirme güçlerinden almaktadır. Bu araştırmada kaynak ve ev sahibi ülkelere bir de bu açıdan bakılması konuya yaklaşımı derinleştirebilecektir.

DYY ve çokuluslu şirketler birbirinin içine geçmiş terimlerdir. İki terimin de iş hayatında birçok örneği mevcuttur. Geniş kapsamda çokuluslu şirket tanımına giren Birleşmiş Milletler Ticaret ve Kalkınma Konferansı (UNCTAD) 2010 yılı verilerine göre dünyada 103.768 ana şirket ve bu ana şirketlerin 892.114 bağlı şirketi bulunmaktadır. Bu kavramlar hakkındaki kural veya usullerin hemen hepsinde çok sayıda istisnalar vardır. Bu nedenle bir ülkeye gelen DYY veya bir sektörden çeşitli ülkelere giden DYY ile ilgili genellemeler yapmak çok uygun olmamaktadır. Bu nedenle Cohen'in (2007:12-24) de üzerinde durduğu gibi, DYY ve çokuluslu şirket kavramları heterojen yapıdadır ve bu iki kavram arasında mecburi bir şekilde ayrıştırma gerektirmektedir. Onlarca farkı ülkede ve bölgede faaliyet gösteren bağlı şirketin toplam etkisi pozitif, negatif, etkisiz, ilişkisiz veya belirsiz olabilmektedir çünkü çokuluslu şirketlerin doğası gereği amaçları ve faaliyet sonuçları, bir diğeri için geçerli olmamaktadır. Bu şirketler hakkındaki gerçekler ve şartlar çok nadir birbirinin aynı olduğu için konuya durumsal yaklaşım gerekmektedir. Bu gereğe Fieldhouse (1978'den aktaran Cohen, 2007, s.18) da kitabında “Her şirket ve her ülke özel bir örnek olaydır. Bireysel örnekler genel önermeleri ispat edemez veya çürütemez” şeklinde değinmiştir. Bu araştırmada 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

eken lkeler gibi verilerdir (Cohen, 2007:20). Diğer veriler şirketlerde karar verici konumundaki öznelerin karar süreçlerinin sonuçlarıdır. Bu konulardaki çalışmalarda doğa bilimlerinde olduğu gibi şartları birbirinin aynı olan deney ortamları oluşturulamamakta ve tekrarlanan durumların sonuçlarının aynı olması beklenememektedir. Bu biraz da çokuluslu şirketlerin çevresinin son derece dinamik oluşundan kaynaklanmaktadır. Bu araştırmada şirketler ile ilgili öznel ve nesnel veriler bir arada çözümlenmeye çalışılmış ve değerlendirmeler yapılırken okulusu şirketlerin dinamik evre yapıları da dikkate alınarak olabildiğince analitik değerlendirmeler yapılmasına gayret gösterilmiştir. Ayrıca Desai, Foley ve Hines (2002) tarafından özellikle 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.

Bu araştırmada bir ülkenin sermayedarının, başka bir ülkeye doğrudan yatırım niteliğinde yaptığı yatırımındaki sahiplik yapısı problemi araştırılmak istenmektedir. Doğrudan yabancı sermaye yatırımları çerçevesinde sahiplik yapısı, doğrudan yatırımın bir ülkeye ilk giriş biçimini ve DYY'nin, işletmenin faaliyetlerini sürdürdüğü zaman dilimi içinde herhangi bir andaki ortaklık payını kapsamaktadır. Teorik alan yazın belli bir noktaya kadar bu iki kavram için açık bir ayrım da bulunmasa da, son yıllarda yapılan ampirik çalışmalarda (rneğin Mani vd., 2007) bu iki karar birbiri ile ilişkili, sıra ile alınan, fakat zaman içinde farklılaşabilen kararlar olarak görülmeye başlanmıştır.

Giriş biçimi konusu DYY'nin bir ülkeye ilk girişte yatırım yapılan işletmenin sahipliğini başka bir işletme, sermayedar veya yatırımcı ile paylaşıp paylaşmama kararı ile ilgilidir. Sahipliği paylaşma kararının sonucu ortak girişim, paylaşmama kararının sonucu ise satın alma veya sıfırdan yatırım olacaktır. Ortaklık payı konusu ortak girişimlerle ilgilidir ve doğrudan yatırım yapan işletme, sermayedar veya yatırımcının ortak girişimdeki ortaklık payı (yüzdesi) olup, ev sahibi ve kaynak ülke ekonomisi ile ilgili özellikler ve yatırımcı ile yatırım çeken şirketler ile ilgili özelliklerin etkisi altında değişmektedir. Bu araştırmada bu faktörlerden ev sahibi

ülke ile ilgili özellikler ve yatırım çeken şirketler ile ilgili özelliklerin etkisi dikkate alınmıştır.

Araştırmanın sonucunda Türkiye ve Almanya'ya yapılan yatırımların kaynak ülkeleri kümelerine ayrılmış ve kümelerin i) yatırımlarında yüksek ortaklık payına sahip olanlar, ii) yatırımlarında yüksek piyasa temelli performansı olan şirketleri tercih edenler, iii) yatırımlarında yüksek finansal riske karşılık yüksek muhasebe temelli performansı olan ve düşük finansal riske karşılık düşük muhasebe temelli performansı olan şirketleri tercih edenler şeklinde benzer özelliklere sahip olduğu ortaya konulmuştur. Bu 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 bulunmuştur. Ayrıca yabancı yatırımcıların Türkiye'ye yaptıkları doğrudan yatırımlarda ortaklık payı konusunu değerlendirirken portföy yatırımı gibi düşündükleri ve kararlarını şirketin finansal performansı yerine piyasa kapitalizasyonunun şekillendirdiği bulunmuştur. Almanya'ya doğrudan yatırım yapan yatırımcılarınsa ortaklık payı ile ilgili kararlarını şirketin finansal performansının belirlediği bulunmuştur.

Araştırma problemi, araştırmanın amacı, kapsamı, önemi, özgünlüğü, varsayımları ve sınırlılıklarının yer aldığı ilk bölümü izleyen ikinci bölümde teorik ve ampirik alan yazın ele alınmıştır. Üçüncü bölümde ampirik analize yer verilmiş ve son bölümde sonuç, tartışma ve önerilere yer verilmiştir.

1.1. Araştırma Problemi

Mülkiyet; birey ve grupların, başka bir deyişle bir mala sahip olanların diğer kişi ve gruplara karşı olan hak ve ödevlerini oluşturur. Mülkiyet, toplum yaşamında değerli ve az bulunan şeyler üzerinde tasarrufa imkan veren bir hak olarak da tanımlanabilir (Dönmezer, 1982'den aktaran Özkalp, 2011, s.168). Mülkiyet kavramı kültürel ve evrensel bir özellik taşır. Hemen bütün toplumlarda mülkiyete sahip olma, kullanma veya elden çıkarma konusunda belirli kurallar vardır. Mülkiyet hakkının insanlara verdiği yetkiler toplumdan topluma değişmektedir.

Türk Dil Kurumu tarafından “Sahiplik” kavramı; “sahip olma durumu ve kendisinin olan bir şeyi yasa çerçevesi içinde dilediği gibi kullanabilme hakkını taşıma durumu, iyelik, mülkiyet” olarak tanımlanmaktadır. “Mülkiyet” kavramı ise “sahiplik ve kendisinin olan bir şeyi yasa çerçevesinde istediği gibi kullanabilme hakkı” olarak tanımlanmaktadır. Anlamların birbirini kapsaması nedeniyle bu çalışmada sahiplik ve mülkiyet kelimeleri eş anlamlı olarak kullanılacaktır.

Özkalp (2011) mülkiyetin karmaşık birtakım hak ve görevlerle ilgili olduğu için toplum yaşamında bir sosyal gerçek olarak karşımıza çıktığını ve mülkiyetin özel ya da toplumsal bir biçimde oluşabileceğini belirtmiştir. Sanayi toplumlarında mülkiyet konusunda yapılan araştırmaların mülkiyetin dağılımı ve toplumsal etkileri ile modern kapitalizmde, modern sanayi işletmelerinde mülkiyet ve kontrolün birbirinden ayrılması ile ilgili olduğuna yer vermiş ve çağımız modern toplumlarında sahiplik hakkının kurumsallaşmış siyasal yollarla düzenlenmesinin bütün toplumun amaçlarına ulaşmasına hizmet edeceğini belirtmiştir. Şirketlerde sahiplik konusu bu yönleri ile kurumsal yönetim alanının da çalışma konularından biri olmuş ve ülkelerde bu konuda farklı yasal ve denetimsel düzenlemeler geliştirilmiştir.

DYY ve Çokuluslu Şirketler

Bir şirketin üretimini, ana merkezinin bulunduğu ülke sınırları dışına çıkararak, farklı ülkelerde yalnız ya da ortaklaşa olarak üretim tesislerini satın alması ya da onlarla birleşmesi **doğrudan yabancı yatırım** olarak adlandırılır (Aydın vd., 2010:558).

05.06.2003 tarihli ve 4875 Sayılı Doğrudan Yabancı Yatırımlar Kanunu’nun 2. Maddesine göre DYY; yabancı yatırımcı tarafından:

1) Yurt dışından getirilen;

- Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası’nca alım satımı yapılan konvertibl para şeklinde nakit sermaye,
- Şirket menkul kıymetleri (devlet tahvilleri hariç),

- Makine ve teçhizat,

- Sınai ve fikri mülkiyet hakları,

2) Yurt içinden sağlanan;

-Yeniden yatırımda kullanılan kar, hasılat, para alacağı veya mali değeri olan yatırımla ilgili diğer haklar,

- Doğal kaynakların aranması ve çıkarılmasına ilişkin haklar gibi iktisadi kıymetler aracılığıyla;

i) Yeni şirket kurmayı veya şube açmayı,

ii) Menkul kıymet borsaları dışında hisse edinimi veya menkul kıymet borsalarından en az %10 hisse oranı ya da aynı oranda oy hakkı sağlayan edinimler yoluyla mevcut bir şirkete ortak olmayı

ifade eder. Bu tanımda geçen doğrudan yatırımcı; Türkiye'de DYY yapan,

1) Yabancı ülkelerin vatandaşlığına sahip olan gerçek kişiler ile yurt dışında ikamet eden Türk vatandaşları,

2) Yabancı ülkelerin kanunlarına göre kurulmuş tüzel kişiler ve uluslararası kuruluşlardır.

Uluslararası anlaşmalar ve özel kanun hükümleri tarafından aksi öngörülmedikçe;

1) Yabancı yatırımcılar tarafından Türkiye’de DYY yapılması serbesttir.

2) Yabancı yatırımcılar yerli yatırımcılarla eşit muameleyle tabidirler.

DYY’ler, yürürlükteki mevzuat gereğince; kamu yararı gerektirmedikçe ve karşılıkları ödenmedikçe kamulaştırılamaz veya devletleştirilemez.

Yabancı yatırımcıların Türkiye’deki faaliyet ve işlemlerinden doğan net kar, temettü, satış, tasfiye ve tazminat bedelleri, lisans, yönetim ve benzeri anlaşmalar karşılığında ödenecek meblağlar ile dış kredi ana para ve faiz ödemeleri, bankalar veya özel finans

kurumları aracılığıyla yurt dışına serbestçe transfer edilebilir. (4875 Sayılı Doğrudan Yabancı Yatırımlar Kanunu, Madde 3)

Doğrudan yatırımcının hedefi, yatırım yaptığı şirketin yönetiminde önemli etki sağlamak için şirketle uzun vadeli, stratejik ve kalıcı menfaat geliştirmektir. Ekonomik İşbirliği ve Kalkınma Örgütü (OECD) gösterge tanımına göre kalıcı menfaat, doğrudan yatırımcı yatırım yaptığı şirkette en az %10 doğrudan veya dolaylı oy hakkına sahip olduğunda geçerli olur. Esasen bazı durumlarda %10 ortaklık payının yönetimde önemli etkiye sahip olmaya yetmeyebileceği veya %10'dan daha düşük ortaklık payına sahip ortağın şirket yönetiminde önemli etkisinin olabileceği iddia edilebilir. Fakat gösterge tanım %10 eşiğinde bir düzeltme yapmaya izin vermemekte ve ülkeler arasında istatistiki tutarlılığın sağlanması için bu eşiğin katı bir şekilde uygulanmasını tavsiye etmektedir (OECD, 2008:17).

DYY tanımına özelleştirmeyi de dahil etmek gerekmektedir. %10 ve daha fazla sermayenin yabancı stratejik yatırımcıya satıldığı özelleştirme satışları ile diğer şekillerde özelleşmiş olan sermayenin %10 ve daha fazlasının yabancı yatırımcılar tarafından satın alınması, DYY kapsamında değerlendirilmektedir (Kalotay ve Hunya, 2000: 40-41). Özellikle orta ve doğu Avrupa ülkelerine 90'lı yılların sonlarından itibaren özelleştirme yoluyla gelen DYY'lerde büyük artış olmuştur. Özelleştirme, bu ülkeler için piyasa ekonomisine dönüşümde önemli bir temel oluşturmuştur. DYY en iyi işleyen özelleştirme biçimi olmuştur. Türkiye'ye de 2003 yılından sonra gelen DYY'nin artmasının nedeni yapılan özelleştirmeler olmuştur. Bu durum ss.14, Şekil 1'de açıkça görülmektedir.

Burada verilmesi gereken bir diğer tanım da yabancı doğrudan yatırımcıdır. Yabancı doğrudan yatırımcı bir ülkede yerleşik olan ve doğrudan veya dolaylı olarak başka bir ülkede yerleşik olan bir şirkette en az %10 oy hakkını elinde bulunduran veya tüzel kişiliği olmayan bir girişimde eşdeğer bir hakka sahip olan teşekküldür. Yabancı doğrudan yatırımcı bir birey, birbiriyle ilişkili bireyler grubu, tüzel kişiliği olan veya olmayan bir girişim, bir kamu veya özel girişimi, birbiriyle ilişkili girişimler grubu, bir devlet organı, vakıf veya sosyal örgüt veya bu sayılanların herhangi bir kombinasyonu olabilir. Eğer iki şirket birbirinin %10 veya daha fazla oy hakkına sahip durumdaysa

bu şirketlerin biri diğeri için doğrudan yatırımcı olmaktadır. (OECD, 2008:49) Aynı zamanda doğrudan yatırımcılar, uzun vadeli yatırım ufku olduğu halde yatırım yaptıkları imalat veya hizmet işletmesinin üretim süreci ve faaliyetleri ile ilgili kararlarda etkisi olmayan, sadece yaptıkları yatırımdan iyi bir getiri elde edeceğini düşündüğü şirketlere yatırım yapan yatırımcılar da olabilir. Bu yatırımcılara “finansal yatırımcı” denilmektedir.

Seyidoğlu (2003:452-453) işletmelerin DYY yapma nedenlerini hammadde kaynakları, faaliyetlerin bütünleştirilmesi, ticari engeller, kusurlu emek piyasası, ticari ünvanın korunması, ürün yaşam döngüsü, yurtiçi kısıtlamalardan kurtulma, üretim esnekliği kazanma, müşterileri izleme ve yatırımları uluslararası çeşitlendirme ile ilişkilendirmiştir.

Çokuluslu şirket, birden fazla ülkede imalat ve satışı olan veya birden fazla ülkede gelir getiren varlıklara sahip olan şirkettir. Geniş tanımda kendi ülkesinde ürettiği ürünleri yurtdışında satan şirketler de çokuluslu şirket sayılmaktadır. Çokuluslu şirketler tarafından gerçekleştirilen DYY, yabancı ülkelerde hammadde ve parça imalatı ve satışı yapan bağlı ortaklıklar kurmayı ve satın almayı kapsamaktadır. DYY gerçekleştirmenin sebebi tek bir ana ülkede varlığını sürdürerek oradan faaliyetleri desteklemek adına ithalat ve ihracat yapmaktansa, birden fazla ülkede doğrudan varlık göstererek girdi satın almak ve piyasalara hizmet sunmanın maliyet etkinliği ve karlılık potansiyelinden faydalanmaktır. Küresel rekabet avantajı elde etmeyi amaçlayan çokuluslu şirketlerin yöneticileri küresel yatırım stratejisi geliştirmeli, tedarikçi veya müşteri konumundaki ülkelere giriş biçimine karar verirken piyasa riskine ülke riskini de eklemelidir.

Horaguchi ve Toyne (1990), yabancı piyasaya giriş yapan bir şirketi, piyasa aksaklıklarından faydalanarak farklı ülkelerde çok sayıda fabrikası olan şirketin özel bir hali olarak değerlendirmiştir. Bu firmalar yapısal piyasa aksaklıkları ve işlem maliyeti avantajları sonucunda varlık sahibi olarak veya kontrol faaliyetlerinde bulunarak farklı ülkelerdeki sektörlerle bütünleşmektedirler.

DYY akımları ile ilgili birbiriyle çekişme halinde olan iki görüş bulunmaktadır. Heckser-Ohlin Teoremi olarak adlandırılan ilk görüşe göre DYY'ler gelişmiş ülkelere doğru gerçekleşmektedir. Sermaye, sermaye zengini-doğal kaynak fakiri ülkelere doğru gerçekleşmektedir. İkinci görüşe göre DYY'ler sermaye zengini gelişmiş ülkelerin kendi arasında gerçekleşmektedir. DYY'leri kaynaktan çok piyasalara erişim yönlendirmektedir. Zaman içinde iki görüşün de geçerli olduğu dönemler yaşanmıştır. 2000 yılında sınır ötesi yatırım faaliyetlerinin yaklaşık %80'i gelişmiş ülkeler arasında gerçekleşmiştir. 2010 yılında ise durum değişmiştir. Gelişmekte olan ekonomiler ve geçiş ekonomileri, küresel doğrudan yabancı sermaye akımlarının yarısından fazlasını kendine çekmiştir. Aynı zamanda yapılan doğrudan yabancı sermaye yatırımlarının çeyreğini yine bu ülkeler yapmıştır (www.unctad.org). OECD ülkelerine gelen DYY'ler Ek 1'deki tabloda yer almaktadır.

“DYY'lerin bir ülkeye nasıl çekileceğini belirleyen faktörler; ithalat rejimleri, tarife yapıları, özelleştirme politikaları ve bölgesel anlaşmalar gibi faktörlerdir. Bunun yanında ülkelerin genel ekonomi politikaları, ulusal DYY politikaları ve uluslararası DYY politikaları da kısa, orta ve uzun vadede yatırım çekme potansiyelini etkilemektedir” (Aydın vd. 2010:559-564). Moosa ve Cardak (2006) 138 ülke ekonomisinde gelen DYY'yi belirleyen faktörleri araştırmışlardır. Bu konuda yapılan çok sayıdaki çalışmada farklı değişkenlerin anlamlı bulunması ve katsayı işaretlerinin de farklılıklar göstermesi nedeniyle daha sağlam sonuçlar veren uç sınır analizi kullanmışlardır. Çalışmanın sonucunda ülkelere gelen doğrudan yabancı sermaye yatırımlarını belirleyen faktörlerin gayrisafi milli hasıla yüzdesi olarak ihracat, 1000 nüfusa düşen telefon hattı ve ülke riski olduğu bulunmuş ve yabancı yatırım çekmek isteyen ülkelerin politikalarını, ticarete dışa açıklığı artıracak fiziksel, politik ve yasal altyapılar üzerinde yoğunlaştırmaları gerektiği belirtilmiştir. Uygun politik çevre oluşturulduğunda DYY'ler yerel işletmelerin kalkınmasında önemli bir görev üstleneceği gibi, hem kaynak hem de ev sahibi ülke ekonomilerinin rekabetçi pozisyonunu geliştirmesine de katkı sağlayacaktır. Özellikle ekonomiler arası teknoloji ve bilgi birikimi transferi konularında DYY önemli rol üstlenmektedir.

Uluslararası ticaretin gelişmesinde pozitif etkilerinin yanısıra DYY kaynak ve ev sahibi ekonomiler için önemli bir sermaye kaynağı olmaktadır (OECD, 2008:14).

Firmalar yabancı piyasalara, yerel üreticiler ve diğer çokuluslu şirketler üzerindeki avantajlardan yararlanma suretiyle, karlarında ve nakit akışlarında artış elde etme amacıyla giriş yaparlar. Bir yabancı piyasaya giriş yapmanın iki temel aracından bir tanesi faaliyetlerle giriş, ikincisi DYY ile giriştir. Her iki giriş şeklini kullanmanın da çeşitli yolları vardır. Bir uçta bir kerelik veya nakit olarak gerçekleştirilen, taahhütün en az olduğu ihracat faaliyetleri yer almaktadır. Bu işlem göreceli olarak ucuz ve geri dönülmesi kolaydır. Diğer uçta tamamına sahip olunulan ve üretim, pazarlama ve dağıtım gibi fonksiyonları yönetmeyi de kapsayan bağlı ortaklık kurma seçeneği yer almaktadır. Bu işlem göreceli olarak pahalıdır ve uzun vadeli, kayda değer taahhütü içermektedir.

Bu araştırmanın konusunu daha çok ortak girişimler oluşturmaktadır. Ortak girişim; iki veya daha çok taraf arasında, işletme kurma amacıyla, tarafların hem işletmenin kazanç ve kayıplarını hem de sermaye yaratım sürecini ve faaliyet giderlerini paylaşmayı kabul ettikleri bir anlaşmadır (OECD, 2008:45). Ortaklıkla benzeşmektedir; fakat fark, ortak girişimde genellikle belirlenen amaç etrafında sürekli ilişki amacının olmamasıdır. Ortak girişimde yeni bir organizasyon kurulması da zorunlu değildir. Bir işletmenin ortak girişim olarak tanımlanması taraflar arasındaki düzenlemelere ve yasal gerekliliklere bağlı olmaktadır.

Daha önce de değinildiği gibi, Guillen ve Garcia-Canal (2010) çokuluslu şirketleri geleneksel çokuluslu şirketler ve yeni çokuluslu şirketler olarak iki gruba ayırmıştır. Onlara göre geleneksel çokuluslu şirketleri ve yeni çokulusluları anlamak için yabancı piyasalarda dikey genişleme ve yatay genişleme ayrımını yapmak önem kazanmaktadır. Dikey genişleme, bir şirketin hammadde, aksam veya girdi imalatını (geriye doğru dikey genişleme) veya ürün ve hizmetin dağıtım ve satışını (ileri doğru dikey genişleme) sağlamak amacıyla, varlıklarını veya çalışanlarını yabancı bir ülkeye yerleştirmesi şeklinde olmaktadır. Dikey genişlemenin gerek şartı, girilen yabancı ülkenin şirkete göreceli avantaj sağlamasıdır. Yatay genişleme, bir şirketin kendi

ülkesinde ürün ve hizmet üretimini bırakmadan, o piyasada satış yapma amacıyla yabancı bir ülkede fabrika veya hizmet tesisi kurmasıdır. Yatay genişlemenin gerek şartları, korumacı bariyerlerin varlığı, yüksek ulaşım maliyetleri, istenmeyen döviz kuru dalgalanmaları ve ihracatı karlı olmaktan çıkaran yerel düzenlemelere uyma zorunluluğu gibi faktörlerdir (Guillen ve Garcia-Canal, 2010:29-30). Geleneksel ve yeni çokuluslu şirketlerin temel özellikleri karşılaştırmalı olarak Tablo 1’de yer almaktadır:

Tablo 1. Yeni Çokuluslu Şirketler ile Geleneksel Çokuluslu Şirketlerin Karşılaştırılması

Boyut	Yeni Çokuluslular	Geleneksel Çokuluslular
Uluslararasılaşma hızı	Sürekli	Kademeli
Rekabet avantajı	Zayıf: Gerekli kaynaklarda iyileştirme çabaları gereklidir	Güçlü: Gerekli kaynaklar hazır
Politik yetenekler	Güçlü: Firmalar istikrarsız politik çevreye alışkındır	Zayıf: Firmalar istikrarlı politik çevreye alışkındır
Genişleme yolu	İkili yol: Gelişmekte olan ülkelere pazara ulaşım için; gelişmiş ülkelere kaynak iyileştirme için giriş yapılır	Tek yol: Genişleme yakın ülkelere doğrudur
Tercih edilen giriş biçimi	Dış büyüme: Birleşme, ortak girişim ve satın alma tercih edilir	İç büyüme: Tamamına sahip olunan yavru şirketler tercih edilir
Örgütsel Uyum Kabiliyeti	Uluslararası varlık yeni ve nispeten sınırlı olduğundan yüksektir	Kökleşmiş yapı ve kültür nedeniyle düşüktür

Kaynak: Guillen ve Garcia-Canal, 2010:33.

Tabloda yer alan özellikler yeni çokulusluların, geleneksel çokuluslu şirketlere göre uluslararasılaşma hızı, rekabet avantajı, politik kabiliyetler, genişleme yolu, piyasaya giriş biçimi ve örgütsel uyum konularında bir hayli farklı olduğunu göstermektedir. Yükselen ekonomilerdeki çokuluslu şirketler geleneksel çokuluslu şirketler ile pazarlara ulaşım ve küresel piyasalarda var olma noktalarında aralarındaki farkı

kapatma gayreti içindedirler (Mathews, 2006'dan aktaran Guillen ve Garcia-Canal, 2010:33). Ev sahibi ülkelerdeki yatırım yapılan şirketler için yatırımcı şirketin bu özelliklerini anlamak, gerek yatırım aşamasında gerekse işbirliği süresince oluşturulacak stratejiler için önemlidir; çünkü, bu stratejiler orta ve uzun vadede kontrol ve müzakere için kilit rol üstlenmektedir.

Bu araştırmada DYY'lerde sahiplik yapısı konusu, aşağıdaki araştırma problemleri çerçevesinde incelenecektir.

1. OECD genelinde, Türkiye ve Almanya özelinde gelen DYY'lerin genel özellikleri nelerdir?
2. Gelişmekte olan bir ekonomi olarak Türkiye'ye gelen DYY'lerin kaynak ülkeleri, yatırım yapılan işletme içi ve işletme çevresindeki benzer özelliklere göre ne şekilde gruplanmaktadır?
3. Gelişmiş bir ekonomi olarak Almanya'ya gelen DYY'lerin kaynak ülkeleri, yatırım yapılan işletme içi ve işletme çevresindeki benzer özelliklere göre ne şekilde gruplanmaktadır?
4. Gelişmekte olan bir ekonomi olarak Türkiye'ye gelen DYY'lerin yabancı sahiplik yoğunluğu, Türkiye ve kaynak ülkelerin ticaret hayatı ile ve yatırım çeken şirketler ile ilgili hangi faktörlerin etkisi altında değişmektedir?
5. Gelişmiş bir ekonomi olarak Almanya'ya gelen DYY'lerde yabancı sahiplik yoğunluğu, Almanya ve kaynak ülkelerin ticaret hayatı ile ve yatırım çeken şirketler ile ilgili hangi faktörlerin etkisi altında değişmektedir?

1.2. Araştırmanın Amacı ve Kapsamı

Bu araştırmada Türkiye'ye ve Almanya'ya gelen DYY'lerdeki sahiplik yapısının araştırılması amaçlanmaktadır. Türkiye, Dünya Bankası Ülkeler Sınıflandırmasına göre gelişmekte olan bir ekonomidir. Türkiye'ye gelen DYY'lerdeki yabancı sahiplik

yoğunluğunun, önde gelen gelişmiş ekonomilerden Almanya ile karşılaştırmalı olarak ortaya konulması araştırmanın derinliğini artırmakta, aynı zamanda gelişmekte olan bir ekonominin gelişmiş bir ekonomiden farkları ve alabileceği önlemler konularında ipuçları vermektedir.

Çalışmada, teorik olarak sahiplik yapısı konusu incelendikten sonra uygulama bölümünde ilk olarak Türkiye'ye ve Almanya'ya gelen DYY'lerin kaynak ülkeleri benzerliklerine göre gruplanmakta, daha sonra Türkiye'ye ve Almanya'ya gelen DYY'lerde yabancı sahiplik yoğunluğunu belirleyen faktörler ortaya konulmaya çalışılmaktadır. Böylece genellikle ihracat için yeni fırsatlar peşinde olan çokuluslu şirketler tarafından yapılan DYY'lerin ne tür özelliklere sahip işletmelere, hangi ortaklık payı ile yatırım yapma kararı verdikleri ortaya konulacak ve doğrudan yabancı sermaye çekmek isteyen Türk işletmelerine önerilerde bulunulabilecektir.

Bu araştırmada aynı zamanda gelen DYY'ler konusunda OECD üye ülkelerinin, Almanya'nın ve Türkiye'nin mevcut durumunun ortaya konulması amaçlanmaktadır. OECD üye ülkelerinin konuya dahil edilmesindeki amaç, Türkiye ve Almanya'yı tek başına değerlendirmek yerine daha büyük bir grubun içindeki durumlarını gözlemlemektir. Ampirik analizden önce bu ülkelere gelen DYY'lerin hangi ülkelere geldiği, hangi sektörlerde yoğunlaştığı, ne miktarda sermaye getirdikleri, hangi işletmeleri tercih ettikleri ve bu işletmelerin finansal durumu gibi detaylı bilgilerin de verilmesi amaçlanmaktadır.

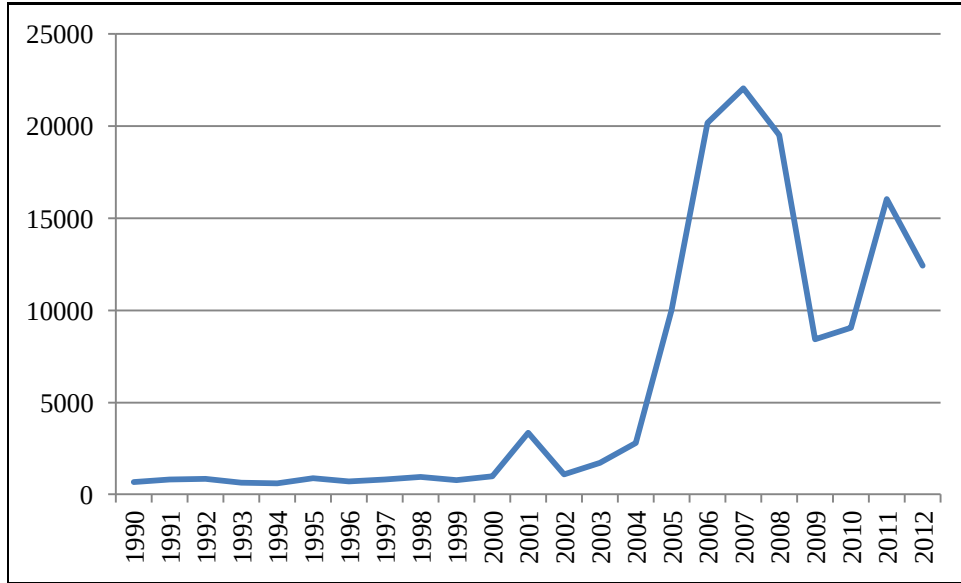
Böylelikle çalışmanın geniş kapsamı, OECD'de yer alan, Türkiye'nin ve Almanya'nın da içinde bulunduğu 34 ülkede, farklı sektörlerde faaliyet gösteren 2470 adet finans dışı sektörlerde faaliyet gösteren şirket olarak belirlenmiştir. Uygulama bölümünde ampirik analizin kapsamı ise bu şirketlerden farklı 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.

1.3. Araştırmanın Önemi ve Özgünlüğü

DYY yolu ile yabancı bir ülkeye giriş yapmak işletmeler için stratejik bir karardır ve bu karar ülke ekonomisinin özellikleri kadar işletmelere özgü yeterliliklerle de ilgilidir (Mardanov, 2003). Doğru politikalarla yabancı bir ülkede yapılan doğrudan yatırımlarda, hem ev sahibi ülke ekonomisi hem de kaynak ülke ekonomisi rekabetçi pozisyonları için avantaj kazanmaktadır. DYY'ler ekonomiler arasında doğrudan, istikrarlı ve uzun süreli bağlar kurulmasını sağlamaktadır. (OECD, 2008) Bu nedenle doğrudan sermaye yatırımlarının küresel boyutta hangi ülkelere hangi ülkelere doğru hangi şartlar altında hareket ettiği her zaman çok önemli olmuştur.

Şekil 1 ve Şekil 2'de 1990 yılından itibaren Türkiye'ye ve Almanya'ya gelen DYY akımları yer almaktadır. Bu akımların miktarları Ek 1'de yer almaktadır. Grafiklerde 2008 küresel finans krizinin etkileri açıkça görülmektedir.

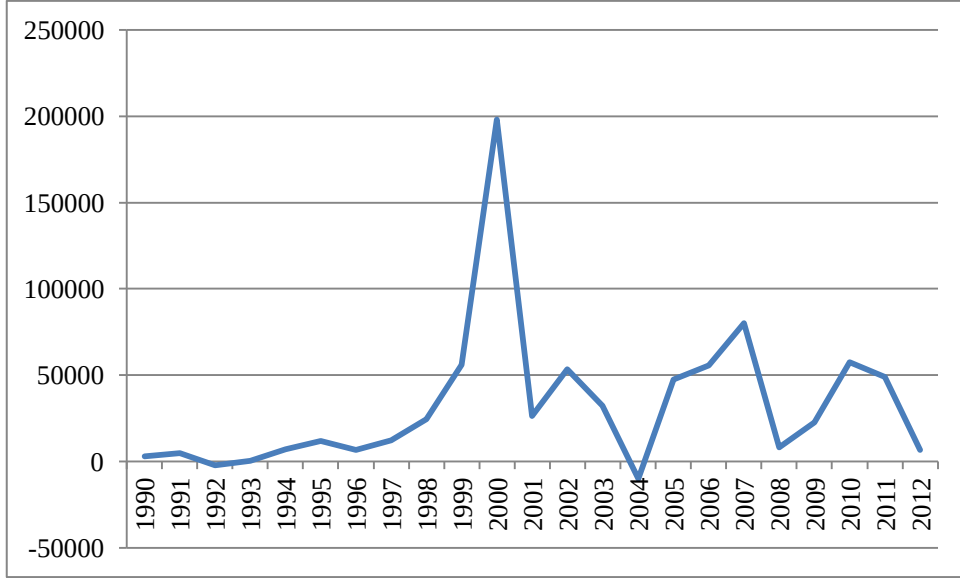
(Milyon ABD Doları)



Şekil 1. Türkiye'ye Gelen Doğrudan Yabancı Yatırım Akımları

Kaynak: OECD Foreign Direct Investment Statistics: Main Aggregates. <http://www.oecd.org> (Erişim tarihi: 23 Mayıs 2013)

(Milyon ABD Doları)



Şekil 2. Almanya'ya Gelen Doğrudan Yabancı Yatırım Akımları

Kaynak: OECD Foreign Direct Investment Statistics: Main Aggregates. <http://www.oecd.org> (Erişim tarihi: 23 Mayıs 2013)

Çokuluslu işletmeler ve diğer yabancı yatırımcılar, yabancı bir ülkeye doğrudan yatırım yapmaya ve ülkeye giriş biçimine karar verdikten sonra sahiplik yapısı kararını verirler. Belirli bir ortaklık payı isteği firmanın amaçları, stratejileri ve sınırlılıkları gibi faktörler tarafından etkilenmektedir (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 paylaşp paylaşmama kararının sonucu paylaşma yönünde ise, ortaya ne kadarının paylaşılacağı sorusu çıkar. Yatırımcının yatırım yapmayı düşündüğü bölgenin özellikleri ile firma içi faktörlerin etkisi altında ortaklık payı artar veya azalır (Pan, 2002).

Ortaklık payı konusunun işletmeler ve ülkeler için önemi şu şekildedir:

- Ortaklık payı, yatırımcının sermaye maliyetini, yatırım miktarını, teknoloji transfer derecesini ve yatırımdan elde edeceği getiriye etkilemektedir (Asiedu ve Esfahani, 2001).

- Ortaklık payı, yatırım yapılan firmanın performansı ve etkinliği ile ilişkilidir.
- Ortaklık payı, yatırım yapılan firma üzerinde yabancı pay sahibinin kontrol derecesini ve yatırımcının varlıklarının bütünlüğünü koruma derecesini göstermektedir (Asiedu ve Esfahani, 2001).
- Potansiyel pay sahipleri amaçları, yeterlilikleri, bilgiye erişimleri ve risk iştahları gibi özellikleri ile birbirinden farklıdır. Aynı zamanda sahiplik yapısı sahipler ile diğer paydaşlar arasındaki ilişkilerin doğasını etkilemektedir (Thomsen ve Pedersen, 1996).
- Ortaklık payı, işletmelerin bağlılık derecesi, risk ve pazarlık gücü ile ilişkilidir (Tsang, 2005).
- Ortaklık payı, yatırımcıların risk ve getiri arasındaki seçimlerini yansıtmaktadır.
- Ortaklık payı, işletmelerin tanınır olmaları ile ilişkilidir (Chan, 2002).

Kalkınma için Yatırım

UNCTAD 2012 Dünya Yatırım Raporuna göre dünya genelinde, kapsamlı ve sürdürülebilir kalkınmayı odak noktası yapan yeni bir kalkınma politikası gündemi oluşmaktadır. Bu yeni kalkınma politikası gündeme yatırımlarla ilgili bazı yükler getirmektedir. Ulusal ölçekte ekonomiler kalkınma stratejileri ile yatırım politikalarını bütünleştirmek, sürdürülebilir kalkınma hedeflerini ortaya koymak ve yatırımların etkililiği üzerinde çalışmak zorundadır. Uluslararası ölçekte ise uluslararası yatırım anlaşmalarının kalkınma boyutu güçlendirilmeli, karmaşıklık yönetilebilmeli ve devletler ile yatırımcıların hak ve sorumlulukları dengelenmelidir.

2008 küresel finansal krizinden sonraki dönemde ekonomik belirsizliklerin devam etmesine, büyümenin yavaşlamasına ve finansal piyasalardaki tedirginliğin halen hissedilmesine karşın, büyüme ve kalkınmayı desteklemek için dünya genelinde hem liberalleşme ve yabancı yatırımları teşvik etme faaliyetleri hem de DYY ile ilgili düzenleyici faaliyetler devam etmiştir. Liberalleşme ve teşvik politikaları özellikle elektrik, doğalgaz, su, ulaşım ve iletişim gibi hizmet sektörlerine odaklanmıştır. Düzenleyici faaliyetlerse piyasaya giriş politikaları ile maden çıkarma sektöründe

uluslaşma, kamulaştırma ve vergi artırma konularında geliştirilmiştir (UNCTAD, 2012:19).

Yurtdışı yatırım politikası trendleri bölgeselleşmenin artması, sürdürülebilir kalkınma konusunun daha çok fark edilmesi ve tedarik zincirinde kurumsal sosyal sorumluluk kurallarının oluşturulmasıdır. Özellikle küresel finansal krizinden sonraki dönemde belirgin olan ve “yeni kuşak yatırım politikaları” olarak adlandırılan politikalar büyüme ve sürdürülebilir kalkınma etrafında odaklanmaktadır (UNCTAD, 2012:23).

Genişleyen uluslarüstü şirketler dünyasına, yükselmekte olan yatırım politikaları ile birlikte, kalkınma için yatırım konusunda üç anahtar mücadele hakimdir. Bunlar;

- Liberalizasyon ve regülasyon konularında devletlerin ve yatırımcıların hak ve sorumluluklarını belirleyerek doğru politika dengesine karar vermek,
- Yatırım ve kalkınma arasındaki kritik kesişim noktalarını geliştirmek (yabancı yatırım ile yoksulluk ve yabancı yatırım ile ulusal kalkınma hedefleri gibi),
- Ulusal ve uluslararası yatırım politikaları arasında ve yatırım politikaları ile mali politikalar arasında tutarlılık sağlamak şeklinde ifade edilebilir.

Bütün bunlar, yeni bir yatırım-kalkınma paradigması ve bütün ülkelerin sürdürülebilir kalkınmasını etkili bir şekilde destekleyen uluslararası yatırım rejimi gerektirmektedir (United Nations World Investment Report, 2010).

Son dönemde doğrudan yabancı sermaye yatırımlarının önemli bölümünü çeken gelişmekte olan ülkeler de bu üç konuyu değerlendirmeli ve politikalarını ona göre şekillendirmelidir. Bu çerçevede hangi ülkelerin hangi ülkelere ne miktarda doğrudan yatırım yapacağı ve bu yatırımlarında ne seviyede pay sahibi olacakları, yatırım yapacakları firma seçimleri ve bu seçimlerini hangi kriterlere göre yaptıkları son derece önem kazanmaktadır. Konunun Türkiye için önemi burada ortaya çıkmaktadır. Türkiye’de şirketler tarafından hangi faktörlerin DYY’lerdeki pay sahipliğini etkilediği bilinirse, diğer ülkelerle rekabet gücünü artıracak tedbirler ve düzenlemeler daha bilinçli gerçekleştirilebilir. Ayrıca firma yöneticileri yabancı yatırımcılara karşı pazarlık güçlerini hangi faktörlerin belirlediğini bilirse, daha doğru stratejiler belirleyebilirler.

Ülkeler arasında yatırımlar ile ilgili karşılaştırma ve analiz yapılırken ülkelerin dünyada hangi coğrafi ve ekonomik grupta yer aldığı da önem kazanmaktadır. Türkiye, 2011 Birleşmiş Milletler ülkeler sınıflamasına göre, gelişmekte olan ülkeler arasında Batı-Asya ülkeleri içinde yer almaktadır. Bu gruptaki diğer ülkeler Bahreyn, Irak, İsrail, Ürdün, Kuveyt, Lübnan, Umman, Katar, Suudi Arabistan, Suriye, Birleşik Arap Emirlikleri ve Yemen'dir. Bu ülkeler arasında petrol ihracatçısı olmayanlar İsrail, Ürdün, Lübnan, Türkiye ve Suriye'dir. Türkiye, grubundaki diğer ülkelerden farklı bir yatırım atmosferine sahiptir. Bu açıdan Türkiye'ye gelen DYY'leri araştırmak ve DYY yapan yatırımcıların tercihlerini etkileyen faktörleri belirlemek çok önemlidir. Türkiye'nin, grubunda yer alan diğer ülkelerden ayrılan yönlerini bilmek, bu yönleri gelen DYY'lerle ilişkilendirerek diğer ülkelerin Türkiye'yi konumlandığı bölgedeki stratejik önemini ortaya koymak önem taşımaktadır.

Türkiye aynı zamanda bir OECD ülkesidir. OECD ülkeleri Avustralya, Avusturya, Belçika, Kanada, Şili, Çek Cumhuriyeti, Danimarka, Estonya, Finlandiya, Fransa, Almanya, Yunanistan, Macaristan, İzlanda, İrlanda, İsrail, İtalya, Japonya, Kore, Lüksemburg, Meksika, Hollanda, Yeni Zelanda, Norveç, Polonya, Portekiz, Slovakya, Slovenya, İspanya, İsveç, İsviçre, Türkiye, Birleşik Krallık ve ABD'dir. Bu ülkeler içinde gelişmekte olan ülkeler Şili, İsrail ve Türkiye'dir. Türkiye'nin OECD ülkeleri içinde gelen DYY'ler açısından konumunun bilinmesi, daha fazla DYY çekmek amacıyla kullanıp stratejik kararların daha doğru verilmesini sağlayabilir.

Alan yazında DYY'lerde sahiplik yapısı ile ilgili daha çok kaynak ülke ve ev sahibi ülke ile ilgili makroekonomik faktörler üzerinde durulmuştur. Bu araştırmada ise bu faktörlerden ev sahibi ülke ile ilgili özelliklerin yanında firmaya özgü özelliklerin sahiplik yapısına etkisi araştırılarak literatüre katkıda bulunulması amaçlanmaktadır. Araştırma konusunun özgünlüğünün ortaya konulması amacıyla Yüksek Öğretim Kurumu Ulusal Tez Merkezi'nde Türkiye'de yazılan doktora tezleri araştırılmıştır.

Sahiplik Yapısı ile ilgili aşağıda belirtilen dört adet doktora tezi bulunmaktadır.

- 1- Sahiplik yapısı ve sonuçları (2001)
- 2- Sahiplik yapısı ve performans ilişkisi (2002)
- 3- Sahiplik yapısı ve kaynak bileşimi (2009)
- 4- Sahiplik yapısı ve strateji ilişkisi (2010)

Türkiye'ye gelen DYY'ler ile ilgili aşağıda belirtilen 12 adet doktora tezi bulunmaktadır.

- 1- DYY, özellikler, sektörel ve bölgesel dağılım (1998, 1999, 2010)
- 2- DYY ve Türkiye ekonomisine etkileri (2001, 2006, 2006, 2006, 2007)
- 3- DYY ve ülke riski (2001)
- 4- DYY ve eklektik paradigma (2004)
- 5- DYY etkileyen faktörler (2005)
- 6- DYY verimliliği (2007)

Kayıtlara göre Türkiye'ye gelen DYY'lerde sahiplik yapısı ile ilgili doktora tezi yazılmamıştır. Bu araştırmanın uluslararası strateji ve uluslararası işletmecilik literatürüne katkısının üç yönde olması hedeflenmektedir:

- 1- Türkiye'ye, Almanya'ya ve diğer OECD ülkelerine gelen DYY'lerin özellikleri ile ilgili detaylı ve kapsamlı bir tablo ortaya konulacaktır.
- 2- Türkiye'ye ve Almanya'ya gelen DYY'lerin kaynak ülkeleri benzer özelliklerine göre gruplara ayrılacaktır. Böylece şirket yöneticileri ve sahipleri kaynak ülkeleri aynı grupta yer alan potansiyel yatırımcılara karşı önceki deneyimlerden fikir sahibi olabilecektir.
- 3- Gelişmekte olan bir Batı Asya ve OECD ülkesi olan Türkiye'ye ve gelişmiş bir Avrupa ve OECD ülkesi olan Almanya'ya gelen DYY'lerde, sahiplik yoğunluğunu belirleyen ev sahibi ülke ve firma ile ilgili faktörler ortaya konularak yatırımcıların ortaklık payı kararlarında hangi özellikleri dikkate aldıkları belirlenecektir.

1.4. Araştırmanın Varsayımları

Araştırmadaki temel varsayım firma 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 firma sahipleri aynı zamanda firmanın paydaşları ise sahip olma sorumluluğunu paydaş olma sorumluluğundan önde tuttıkları varsayılmıştır.

Bir başka varsayım, DYY’lerde yabancı ortağın ortaklık payının, yatırım yapan taraf ile yatırım yapılan taraf arasında serbestęe belirlenebildiğidir. Bundan başka, 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 öznele değerlendirmelerine tabi olduğu varsayılmıştır.

Firmaların değer yaratma süreci içinde sahiplik yapısı ile ilgili alan yazında üç temel varsayım yapılmıştır. İlki ulusal ve uluslararası piyasaların açık ve sürekli yenilenen bir yapıda olduğudur. Bu varsayımın önkoşulu bu piyasalarda ürün ve hizmetler için, üretim faktörleri için ve firma sahipliği için rekabetin varlığıdır. Bu rekabette firma sahipleri, fonlarını farklı alanlara tahsis edecek fikir ve kaynakları kullanma konusunda rekabet etmektedir. İkinci varsayım bireysel firmaların rekabetçi piyasalarda var olabilmesi için işlem maliyetlerini en aza indirecek değer yaratan faaliyetlerde bulunuyor olmasıdır. Bu bakış açıısıyla firmalar değişen işlem maliyetlerine uyum sağlamayı ve sürekli yenilik yaparak yeni koşullara ayak uydurmayı öğrenmektedir. Üçüncü varsayım firma sahipliği ile risk hakkındadır. Firma sahiplerinin firmaya risk sermayesi sağlama yoluyla ortak olarak, işletme faaliyetlerinden elde edilecek gelirler kesin olmadığı için risk almakta olduğu; aynı zamanda firma sahiplerinin bu riski yok etmek veya azaltmak için gerekli yeterliliklere sahip olduğu, veya sahip olmaları gerektiğinin farkında oldukları varsayılmıştır.

1.5. Araştırmanın Sınırlılıkları

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. Analizde kullanılan finansal verilerin güvenilirliği ve hem ülke içindeki şirketler için hem de farklı ülkelerdeki şirketler için standart bir şekilde derlenmesi araştırmanın sonuçlarını ve yorumları doğrudan etkileyeceği için verilerin elde edilmesinde Almanya kökenli ticari bir veri tabanı olan “Osiris” veri tabanı kullanılmıştır. Böylece analizde yer alan tüm şirketler için tüm finansal kavramlar aynı tanımlara sahip olmanın yanı sıra aynı alt kalemleri içermektedir. Bu standardın bozulmaması için örnekleme dışarıdan veri eklenmemiş, karşılığında örneklem sayısından feragat edilmek zorunda kalınmıştır.

Örnekleme sayısı ile analizdeki değişken sayısının uyumu konusunda bağlantılı olarak ampirik analiz bölümünde ev sahibi ülke ile ilgili faktörler Dünya Ekonomik Forumu (WEF) tarafından hazırlanan bir endeksle tek değişken altında toplanmış, fakat firma ile ilgili faktörlere böyle bir işlem yapılamamıştır. Ayrıca, sahiplik yapısı ile ilgili karar alıcı konumundaki “insan” faktörünün karmaşık yapısı nedeniyle analizde ihmal edilen değişken(ler) olabileceği düşünülmektedir. Kurulan modellerin uyum iyiliği kriterinin de düşük olmasının nedenlerinden biri olan bu durum çalışmaya sınırlılık getirmektedir.

Bazı durumlarda sermayenin geldiği kaynak ülke esasen kayıtlardakinden farklı olabilmektedir. Bu gibi durumların tespitinin neredeyse imkansız olması nedeniyle bu çalışmada gelen sermayenin kaynağının kayıtlardaki ülke olduğu kabul edilmiştir. Çalışmanın sınırlılıklarından biri de budur.

Araştırma ile ilgili bir diğer sınırlılık da doğrudan firma sahipliği ve sahiplik yapısı konularında yapılan teorik çalışmaların azlığı olmuştur. Ampirik çalışmaların nispeten daha fazla olduğu bu konuda teorik olarak doğrudan veya dolaylı olarak konu ile ilgili ulaşılabilen tüm kaynaklardan faydalanılmıştır.

Ayrıca, araştırmaya zaman da sınırlılık getirmiştir. İlk olarak panel veri seti oluşturulmak istenmiş fakat hem geçmişe doğru gidildikçe, hem de veri frekansı yılıktan daha düşük oldukça analiz için sağlıklı verilerin azaldığı görülmüştür. Aynı zamanda küresel ve bölgesel ekonomik ve finansal krizler de geniş bir zaman diliminde çalışmanın uygun olmamasına neden olmuştur. Sonuçta analiz için en uygun bulunan dönem 2009-2010 dönemi olmuştur. Bu dönemde küresel finans krizinden sonra Avrupa ülkeleri borç krizi yaşarken Türkiye daha avatajlı konumda kalmıştır. Almanya ile karşılaştırma için bu bir sınırlılık 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.

2. Teorik ve Ampirik Alan Yazın

2.1. Teorik Alan Yazın

Bu kısımda yer verilen konular firma sahiplerinin firma içindeki rolü, firma sahiplik yapısı ve kurumsal yönetim bakış açısıyla DYY'ler ve sahiplik yapısıdır.

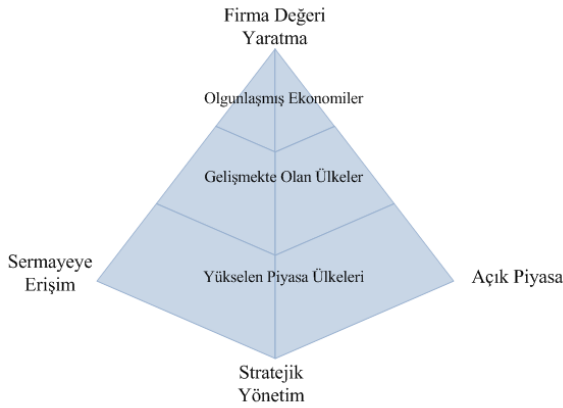
2.1.1. Firma sahiplerinin firma içindeki rolü

İşletmelerde merkezi rolü olan kişiler; işletme sahipleri, yöneticiler ve işletme sahiplerinin işletme ile ilgili kararlarını sınırlayabildikleri için işletmeye borç kullandıranlardır. Bunların dışında tedarikçiler, çalışanlar, müşteriler ve diğer işletme ve kurumlarla, yani paydaşlarla olan ilişkiler de işletmelerin faaliyetlerini etkilemektedir.

Firma sahipleri iki resmi hakkı paylaşmaktadır. Bu iki resmi hak, firmayı kontrol etme hakkı ve firma karlarını ve artık kazançlarını tahsis etme hakkıdır. Kontrol, işletme faaliyetlerinin nasıl yürütüleceği konusunda karar alma hakkıdır. Firma sahiplerinin kontrol hakkı, borç kullandıranlarla veya başka bir tarafla yapılan bir anlaşma ile sınırlandırılabilir veya pratiklik gereği karar alma gücü yöneticilere devredilebilir. Firmaların tek bir sahibi olabildiği gibi birden fazla sahibi de olabilmektedir. Firma sahipleri arasındaki ilişkiler işletme için son derece önemli olabilmektedir.

Bahsi geçen kontrol ve tahsis haklarının resmi olması önemlidir. Örneğin resmi kontrol etkili kontrol anlamına gelmeyebilir. Anonim şirketlerde resmi kontrol, sadece firmanın yönetim kurulunu seçme ve birleşme veya ayrılma gibi birkaç temel konu ile ilgili doğrudan oy kullanma haklarından ibaret olmaktadır. Büyük şirketlerde hissedarların sayısı çok fazla olduğundan oy kullanma hakkı bile çok anlamlı olmamakta, çoğu zaman şirket yöneticileri önemli özerkliğe sahip olmaktadır. Sonraki bölümde üzerinde daha ayrıntılı durulacak olan “sahipliğin kontrolden ayrışması” kavramı da yöneticilerin bu önemli derecedeki özerkliğine işaret etmektedir (Hansmann, 1996:11).

Firmalarda sahipler ve diğer paydaşlar için değer yaratma amacı üç kritik ögenin bir araya getirilmesini gerektirmektedir. Bunlar; açık bir piyasa, kaliteli stratejik yönetim ve sermayeye erişimdir. Bu öğeleri bir araya getirerek değer yaratmak isteyen çokuluslu bir şirketin, Şekil 3'te yer alan firma değeri piramidinin üç kenarını oluşturan öğeleri genişletmesi ve geliştirmesi gereklidir.



Şekil 3. Firma Değeri Piramidi

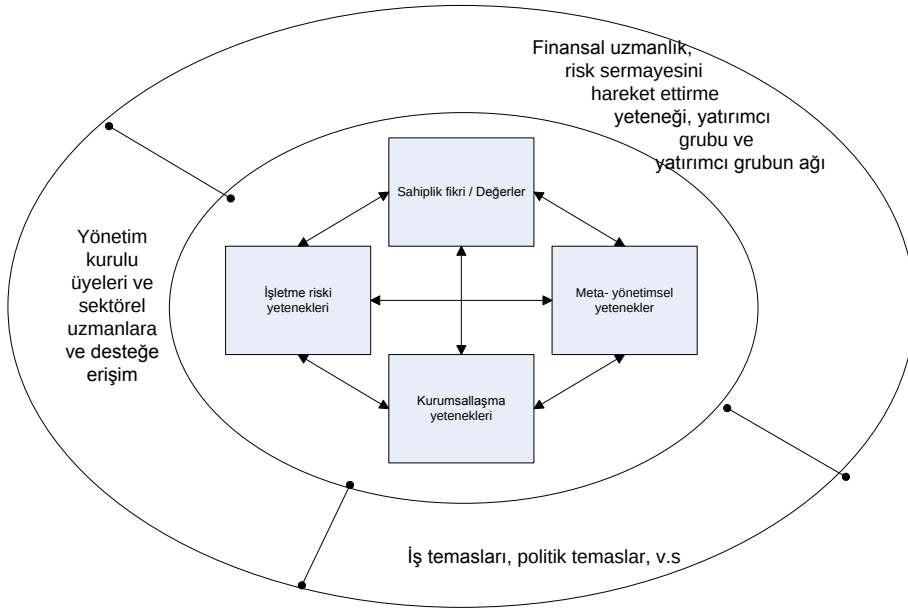
Kaynak: Moffett vd., 2009:4.

Değer yaratma süreci için piyasa ekonomisi temel şarttır. Malların, hizmetlerin, işgücünün, sermayenin, teknolojinin, inovasyon ruhunun ve girişimciliğin serbest dolaşımına ve rekabetine izin vermeyen bir piyasada çokuluslu şirketlerin başarılı olması çok zordur. Çin'in hızlı ekonomik kalkınması açık piyasanın gücüne verilebilecek iyi bir örnektir. Piyasada rekabet edebilmek kadar iş fırsatlarını görme ve tüm yönetim kademeleri ile kurumsal stratejiler tasarlama, geliştirme ve uygulama ve usta liderlik de firmaların değer yaratması için kritik derecede gereklidir. Şirketlerin uygun fiyatlı sermayeye ulaşımı söz konusu değilse, açık piyasa ve iyi stratejinin bir anlamı olmayacaktır. Uygun fiyatlı sermaye, gerekli yatırımlarının yapılmasına, stratejilerin hayata geçirilmesine ve küresel piyasalara açılmaya izin veren ve firma dışındaki kaynaklara erişilip, firma içinde değer yaratılmasına katkıda bulunan sermayedir (Moffett vd., 2009:4).

Firma sahiplerinin yetkinlik ve vasıfları firmaların başarısını hem doğrudan hem de dolaylı olarak etkilemektedir. Bu konuda Carlsson'un (2001:121-159) da kitabında

geniş olarak yer verdiği, İsveç'teki ABB, Ericsson, Electrolux, StoraEnso ve Volvo gibi İsveç ekonomisine yön veren uluslararası şirketlerde önemli ortaklığı olan Wallenberg ailesi güzel bir örnek olacaktır. Sahiplerin, şirketlerin başarısında etkileyebilecekleri kritik faktörleri belirleyen ve ekonomi tarihçileri tarafından “Wallenberg Etki Alanı” olarak anılan kavram aktif firma sahipliğinin nasıl olması gerektiğini, aktif sahipliğin ayırt edici yetkinlikleri ile ortaya koymaktadır.

Bu ailenin aktif olarak sahibi olduğu şirketler grubuna “Wallenberg çerçevesi” denilmektedir. Wallenberg’ler çerçevedeki şirketlere 1916’da kurdukları ‘Investor’ isimli yatırım şirketi aracılığıyla ortak olmuş ve o günden bu güne bu yatırım şirketi olağanüstü performans göstermiştir. Wallenberg çerçevesinde aktif sahipliğin ayırt edici yetkinlikleri Şekil 4’te yer almaktadır.



Şekil 4. Aktif Firma Sahipliğinin Ayırt Edici Yetkinlikleri

Kaynak: Carlsson, 2001:156.

Firma sahiplerinin firmanın değer yaratma sürecine somut katkıları, firmada sürekli yenilenmenin gerçekleşmesi için uygun kararların alınmasını sağlamak ve birimler arasında var olan sinerjilerin, riskleri azaltacak veya yok edecek şekilde kullanılmasını

sağlayarak katma değer yaratmaktır. Bu katkının sağlanması için ayırt edici yetkinlikler sahipler tarafından öğrenme sürecinde elde edilmiş olmaktadır. Risklerin azaltılmasında önemli bir nokta da firma sahiplerinin firmaya detaylı bir değerler sisteminin rehberlik etmesini sağlamalarıdır. Bu değerler sistemi firma sahiplerinin uzun vadeli kişisel katılımlarını gerektirmekte ve aynı zamanda sürekli yenilenme gerektirmektedir. Bir bütün olarak sahiplik fonksiyonu risk sermayesi sağlamanın yanı sıra, risk sermayesinin faaliyet risklerini azaltacak veya yok edecek alanlarda kullanılmasını sağlamaktır. Aynı zamanda sahiplerin bir diğer fonksiyonu ademi merkeziyet prensibini uygulayacak modern işletme ortamını (meta yönetim) sağlamaktır. Ayırt edici yetkinliklerin firma sahiplerinde bir arada bulunması, içinde başarılı ve başarısız yatırımları, yapılanmaları ve diğer kritik kararları barındıran ve çoğu zaman uzun süreli olan bir öğrenme sürecini gerektirmektedir (Carlsson, 2001:176-209).

2.1.2. Firma sahiplik yapısı

Gürsoy (2001:46-49) sahiplik yapısı kavramını sahiplik yoğunluğu ve sahiplik karması boyutlarıyla tanımlamıştır. Sahiplik yoğunluğu, hissedarlar arasındaki pay dağılımı ile ölçülmektedir ve çeşitli şekillerde ifade edilebilmektedir. Bunlar;

- En büyük hissedar (finansal kurumlar, finans dışı kurumlar, aile üyeleri, bireyler ve diğer taraflar olabilir) tarafından sahip olunan tedavüldeki adi hisse senedi yüzdesi
- En büyük üç hissedar tarafından sahip olunan tedavüldeki adi hisse senedi yüzdesi
- En büyük beş hissedar tarafından sahip olunan tedavüldeki adi hisse senedi yüzdesi
- En büyük on hissedar tarafından sahip olunan tedavüldeki adi hisse senedi yüzdesi
- En büyük onbeş hissedar tarafından sahip olunan tedavüldeki adi hisse senedi yüzdesi
- Diğer hissedarların toplam sahiplik yüzdesi
- Herfindahl Endeksi

Büyük hissedarlar tarafından sahip olunan tedavüldeki adi hisse senedi yüzdesi, sahiplikteki dağılım seviyesini ve sahiplik karmasında büyük hissedarların ne derece var olduğunu göstermektedir. Bu ölçüm hissedarların yoğunlaşmış ve dağılmış olma derecesini anlatmaktadır. Eğer tanımdaki en büyük “n” hissedarın sahip olduğu tedavüldeki adi hisse senedi yüzdesi nispeten yüksekse söz konusu şirketin, şirketle ilgili önemli söz hakkı olan “n” hissedar tarafından hakim olunduğu söylenebilir. Sahiplerin dağınık olduğu şirketlere nazaran bu şirketlerde büyük hissedarların yatırım kararları ve yönetim politikaları konularında daha çok etkisi olmaktadır. Diğer hissedarların toplam sahiplik yüzdesi azınlık hisselerin dağılımı hakkında bilgi vermekte ve bu yüzdenin yüksek olması, dağınık sahipliğin varlığını göstermektedir. 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 firmanın tek bir ortağının olduğunu (yüksek yoğunluk), endeksin ortalama sahiplik payı değerini alması ise sahipliğin tüm ortaklar arasında eşit olarak dağılmış olduğunu (düşük yoğunluk) göstermektedir. Dünyada ABD ve Birleşik Krallık dışındaki ülkelerde sahiplik yoğunluğu 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: 2).

Bu araştırmanın çekirdeğini oluşturan sahiplik yoğunluğunu belirleyen faktörler konusunda zaman içinde çeşitli önermelerde bulunulmuştur. Ampirik alan yazın kısmında bu önermelere yer verilmiştir.

Sahiplik karması, hissedarların ayniyeti ile ilgili bilgi vermektedir. Sahiplik karması Gürsoy (2001) tarafından yabancı sahipliği, devlet sahipliği, holding bağlantıları, aile kontrolü, çapraz sahiplik, dağılmış sahiplik, banka sahipliği, küresel firma sahipliği, yüksek teknoloji firmaları sahipliği, yönetsel sahiplik ve yönetim kurulunda yönetici bulunması şeklinde sınıflandırılmıştır. Esasen sahiplik karması günün

gereklerine göre farklı şekillerde var olabilir. Örneğin 2000’li yıllarda, yatırım fonları, emeklilik şirketleri ve sigorta şirketleri gibi kurumsal yatırımcıların sahipliği bu listeye eklenmiştir.

Bu araştırmada da DYY’lerde sahiplik yapısı kavramı için sahiplik yoğunluğu ve sahiplik karması dikkate alınmıştır. DYY çeken şirketlerin sahiplik karmasındaki yabancı sahipler ele alınmış, bu yabancı sahiplerin sahiplik yoğunluğu ise aynı ülkeden en büyük üç hissedar tarafından sahip olunan tedavüldeki adi hisse senedi yüzdesi olarak tanımlanmıştır. Bu tanımda OECD tarafından yapılan DYY tanımına da bağlı kalınarak pay sahipliği yüzdesi %10’dan düşük olan ortaklar araştırmaya dahil edilmemiştir.

Araştırma verilerinin elde edildiği Osiris veri tabanında şirketlerin sahiplik karması şu şekilde sınıflandırılmıştır:

Yerli veya yabancı olmak üzere;

- Bankalar
- Finansal Şirketler
- Sigorta Şirketleri
- Endüstriyel Şirketler
- Yatırım Fonu veya Emeklilik Fonu
- Vakıf veya Araştırma Enstitüsü
- Kamu otoriteleri, Eyaletler veya Hükümetler
- Bir veya daha fazla sayıda bilinen birey veya aile
- Çalışanlar, Yöneticiler veya Direktörler
- Özel Sermaye Şirketleri
- Kamu
- Bilinmeyen Toplu Özel Hissedarlar
- Diğer Bilinmeyen Toplu Hissedarlar
- Risk Sermayesi
- Korumalı Fonlar
- Şubeler

“Bilinmeyen Toplu Özel Hissedarlar” sınıfı birden çok bilinmeyen hissedarın varlığını göstermektedir. Bu genellikle kooperatif şeklinde yapılanmış şirketler de olabilmektedir. Bu sınıfta hissedarların türü gösterilmektedir. “Diğer Bilinmeyen Toplu Hissedarlar” sınıfında ise birden fazla türü bilinmeyen hissedarın varlığı söz konusudur. Bu iki sınıf hissedar ve kamu sınıfı, şirket üzerinde kontrol yetkisini kullanamayan hissedar grupları olarak görülmektedir.

OECD gösterge tanımındaki doğrudan yatırımcılar ve doğrudan yatırım şirketleri, iki şirket arasındaki hemen akla gelen ilişkiyi göstermektedir. Gerçekte karmaşık sahiplik zinciri ile birbirine bağlı çok sayıda şirket farklı yapılar sergileyebilmektedir. Bu ilişkiler çerçevesinde firma sahipliği, doğrudan sahiplik, dolaylı sahiplik ve toplam sahiplik olarak gruplanabilir.

Doğrudan Sahiplik: A firmasının, B firmasının belirli bir yüzdesine sahip olması durumudur.

Dolaylı Sahiplik: A firmasının B firmasının belirli bir yüzdesine, C firmasındaki doğrudan sahipliği nedeniyle sahip olması durumudur. (C firması B firmasının belirli bir yüzdesine sahiptir.)

Toplam Sahiplik: A firmasının B firması üzerindeki doğrudan ve dolaylı olarak toplam sahipliğidir. Toplam sahiplik, üç ya da daha fazla şirket arasında oluşabilecek birçok sahiplik ilişkisinden türemiş olabilmektedir.

Bu araştırmada firma sahipliği ile ilgili olarak toplam sahiplik dikkate alınmıştır. Osiris veri tabanında bir yatırımcıya ilişkin hem doğrudan hem de dolaylı sahipliğin söz konusu olduğu durumlarda toplam sahiplik gösterilmektedir. Örneğin A firması B firmasının %20’sine doğrudan sahip ve %40’ına da C firmasındaki sahipliği nedeniyle sahipse veri tabanında; A firması B firmasının toplam %60’ına sahip olarak gösterilmektedir. C firmasının B firmasındaki sahiplik payı ayrıca gösterilmektedir. A firması ve B firması arasında hesaplamayı etkileyecek başkaca dolaylı sahiplik ilişkisinin var olup olmadığı bilinemeyeceğinden, firmalar arasındaki ağırlıklı ortalama sahiplik payı hesaplanmamıştır. Ayrıca uluslararası finansal raporlama standartlarına uygun olarak eğer iki azınlık (%50’den az sahiplik payı) doğrudan ortak,

üçüncü bir azınlık ortak tarafından kontrol ediliyorsa (%50'den fazla sahiplik söz konusu ise), toplam kontrol yüzdesi, iki azınlık ortağın doğrudan sahiplik payları toplanarak hesaplanmıştır. Claessens vd. (2000: 93), bir şirketin çoğunluk hissesine sahip olan bir başka şirketin çoğunluk hissesine sahip olunmasını “piramit sahiplik yapısı” şeklinde tanımlamıştır. Aynı iş grubunda farklı işletmelerin hisselerine sahip olunması ise “çapraz hisse sahipliği” olarak tanımlanmıştır.

Firmaya sermaye tedarik etmek, sahipliğin bağdaştırılabileceği birçok iş ilişkisinden sadece biridir. Pratikte firma sahipliği sermaye yatırımı ile genellikle bağdaşmaz ve bağdaşması gerekmez. Dahası, firma sahipliğinin fiziksel veya finansal sermaye sahipliği ile hiçbir ilişkisinin olması gerekmez; çünkü, firmalar kullandığı arazi, bina ve teçhizata sahip olmak yerine onları kiralayabilirler. Hatta büyük ve başarılı firmalar dahi hiçbir fiziksel varlığa sahip olmayabilirler. Bu firmalar kazandıkları tüm karı üyelerine dağıtabilir ve giderler gelirleri aştığında faturaları zamanında ödeyebilecek kadar banka kredisi limitine sahip olabilirler. Ortaklar kişisel fonlarının bir kısmını firmaya yatırmayı veya firmanın artık karlarını firma içinde bırakmayı seçebilirler; fakat buna zorunlu değillerdir. (Hansmann, 1996:16)

Bazı durumlarda firmaların sahipleri, firma ürünlerinin alıcısı veya firmanın tedarikçisi veya işgücü veya diğer üretim faktörlerinin satıcısı olan paydaşlar olabilmektedir. Genel olarak firmanın yaptığı her işlem, firma ile işlemin karşı tarafı olan paydaş arasında var olabilecek iki ilişkiden biri içine gömülmüştür. Bu ilişkilerden ilki, paydaşın firmanın sahibi olmayıp, firma ile sadece kısa veya uzun vadeli bir sözleşme aracılığıyla ticaret yaptığı “piyasa sözleşmesi” ilişkisidir. İkinci ilişki ise paydaşın aynı zamanda firmanın sahibi olduğu “sahiplik” ilişkisidir. Piyasa sözleşmesi ilişkisindeki piyasa, mallar veya hizmetler için tam rekabetçi bir piyasa olmak zorunda değildir. Bu ilişkide vurgulanmak istenen, paydaşın, firmayı sadece sözleşmenin uygulanması konusunda veya piyasadaki diğer alternatifleri kullanarak pazarlık etme yoluyla kontrol edebilmesidir. Sahiplik ilişkisinde bunlara ek olarak paydaş, firmayı iç yönetim mekanizmaları aracılığı ile doğrudan da kontrol edebilir (Hansmann, 1996:20).

Firmalar firmanın paydaşı olmayan kişi veya kişiler tarafından da sahip olunabilirler. Böyle bir firmanın sermaye ihtiyacı, tamamen borç kullanma şeklinde sağlanır. Diğer üretim faktörleri piyasadan satın alınır ve firma ürünleri yine piyasada satılır. Bu durumda firmanın sahibi sadece firmayı kontrol eden ve net kazancını veya kaybını tasarruf eden safi girişimci olur. Gerçekte bu tip firmalar çok nadirdir, daha sıklıkla firma ile tedarikçi veya müşteri şeklinde iş ilişkisi olan paydaşlar firmaların aynı zamanda sahibidirler. O halde firma sahiplik yapısı teorisi hem neden sahipliğin genelde firma paydaşlarının elinde olduğunu, hem de sahipliğin hangi grup paydaşa hangi faktörlerin etkisi altında verildiğini açıklamalıdır (Hansmann, 1996:18).

Seçilen sahiplik yapısı, bir firmanın kuruluş maliyetini ve kolaylığını, sahiplerin yükümlülüklerini, yönetsel kontrolün doğasını, sermaye yaratma kolaylığını ve firma kazançlarına / zararlarına bağlı gelir vergisi uygulamalarını etkileyecektir (Prescott vd., 2010:27). Sahiplik yapısını etkileyen faktörler ise, firma büyüklüğü, kar potansiyeli ve hissedar kararlarının kapsamını ve etkisini sınırlayan sistematik düzenlemelerdir (Dentsetz ve Lehn (1985). Bu faktörlerden başka sahiplik yapısını etkileyen faktörler yönetimin riskten kaçınma düzeyi, sermaye maliyeti, kaldıraç, karlardaki oynaklık ve yöneticilerin davranışlarıdır (Prowse, 1992'den aktaran Gürsoy (2001).

2.1.2.1. Sahiplik yapısı çerçevesinden firma

Sahiplik yapısı teorisi kapsamında firmayı bir sözleşmeler bütünü şeklinde görmek faydalı olacaktır. Firmalar müşterek imzalı bir grup sözleşmeden oluşmaktadır. Şahıs işletmelerinde bu sözleşmeler işletme sahibi tarafından bireysel olarak imzalanırken ortaklıklarda imza atan hukuki şahıstır (tüzel kişidir). “Firma sözleşmesi” genellikle firmayı satıcılara ödeme yapma, ürün ve hizmetleri müşterilere ulaştırma gibi bazı taahhütler altına sokarken, firmaya takdir yetkisi de verir. Takdir yetkisini kullanma hakkı firma üzerindeki kontrolün çok önemli bir parçasıdır ve firma sahiplerinin imtiyazıdır (Hansmann, 1996:19).

Firma sahipleri, çalışanları ve firmaya borç kullandıranlar arasındaki sözleşmeler firmanın sınırlarını oluşturmaktadır. Firma sahibinin firma üzerinde tam kontrol ve

artık kazançlar üzerinde tam tahsis hakkı vardır. Firma çalışanının altındaki çalışanları işe alma veya işten çıkarma hakkı için pazarlık edebildiği veya altında çalışanların ücretlerini belirleyebildiği durumlarda çalışan bir derece kontrol hakkı elde ederek firma sahibi statüsüne yaklaşmış olur. Benzer şekilde firmaya borç kullandıranlar, faiz ödemelerinin dışında işletme satışı üzerinden elde edilecek kazançların bir kısmı için veya önemli yöneticilerin seçiminde veto hakkı için pazarlık edebilir. Kullanılan borcun işletme değerine kıyasla miktarı arttıkça borç kullandıranların üstlendiği risk seviyesi artar ve statüleri borç kullandırandan firma sahibine doğru yaklaşmış olur (Klein ve Coffee Jr, 2007:2).

Şirketler finansal sermaye sağlayanlarla belirli bir süre için oy hakkının devredilebildiği ya da çalışan veya paydaş olan sahipler için bir hissenin birden fazla oy hakkı sağladığı yeni menkul kıymetlere ve risk, getiri ve kontrolü yeni yollarla dağıtacak olan alternatif sözleşmelere açık olmalıdır. Çünkü tedbirli ve uyanık olan dış yatırımcılar bu tür menkul kıymetlerin farkında olacak ve bunları sağlamayan şirketlere yatırım yapmayı yüksek maliyetli olarak değerlendirebilecektir. Ayrıca bir şirkete yatırım yapmak ve söz verdikleri sermaye için bir miktar likidite feda etmek isteyen bireysel ve kurumsal yatırımcılar, yönetimi denetlemek ve izlemek için iyi bir pozisyonda olabilirler. Bunun için şirketler yapacakları düzenlemelerde bu yatırımcıları kurumsal süreçlerine dahil edecek yatırım ortamları yaratma amacını benimsemelidir (Blair, 1995:332-334).

2.1.2.2. Sahiplik yapısı teorisi

Eğer firma sahipleri sadece firmanın yukarıda bahsi geçen paydaşları değilse, firmanın tüm işlemleri piyasa sözleşmesi şeklinde gerçekleşir. Bu, prensipte olabilir gibi gözüke de pratikte etkin olmayacaktır. Piyasa aksaklıkları nedeniyle piyasa sözleşmesi ilişkisi kurmak bir tarafın bilgisel dezavantajı yüzünden maliyetli olacaktır. Bu yüksek maliyetler alıcının satıcıya veya satıcının alıcıya sahip olmasıyla düşürülebilecektir. Alıcı ve satıcı müşterek sahiplik altında olduğunda piyasa aksaklığından faydalanarak karşı taraftan faydalanmanın özendiriciliği azalacak ve işlem maliyeti düşecektir. Firma sahipliğinin paydaş olmayan kişilere verilmesi bu maliyetleri düşürme fırsatlarına zarar verecektir. O halde herhangi bir işletme ile tüm

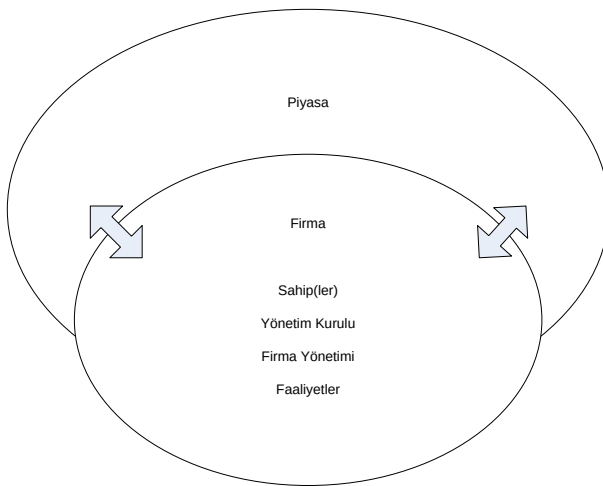
paydaşları arasındaki en düşük toplam işlem maliyeti (en yüksek toplam net fayda) sağlayan sahiplik dağılımı nedir?

Diğer tüm koşullar eşitken, firma sahipliği, piyasa aksaklığının en yoğun olduğu alandaki paydaş sınıfına tahsis edilirse, maliyetler minimum olacaktır. Örneğin bir firma müşterileri ile monopoli piyasada işlem yapıyor fakat üretim faktörlerini makul derecede rekabetçi piyasalardan elde edebiliyorsa, firma sahipliğini müşterilere tahsis etmek en uygun olacaktır. Eğer sahiplik başka maliyetler yüklemeyen piyasa sözleşmesi maliyetlerinin hepsini elimine etseydi, bu teoriden başka sahiplik yapısı teorisi olmazdı. Fakat gerçekte sahipliğin kendisi maliyet yükleyici bir kavramdır. Bu maliyetlerin bir kısmı sahipler arasında ortak kararlar alma, yöneticileri izleme veya ortak karar almada veya yöneticileri izlemedeki aksaklıklardan kaynaklanan yönetimle ilgili maliyetleridir. Bir kısmı da artık kazançları alma ile ilgili risk üstlenme maliyetleridir. Bu maliyetler de piyasa sözleşmesi maliyetleri gibi, bir paydaş grubundan diğerine değişiklik gösterebilmektedir. Firma sahipliğinin hangi paydaş grubuna tahsis edileceğine karar verilirken, piyasa sözleşmesi maliyetleri ve sahiplikten doğan maliyetler birlikte değerlendirilmeli ve en düşük seviyeye getirilmelidir. Bu teori basit gibi görünse de uygulamada herhangi bir paydaş sınıfı ile yapılacak piyasa sözleşmesi maliyeti, firma sahibi olan paydaşlara bağımlı olabilmektedir (Hansmann, 1996:22).

Uzun vadede maliyetleri en aza indirme prensibinin tüm sektörlerde baskın olacağını beklemek normaldir ve sektörlerde bu yönde baskı yapan iki mekanizma mevcuttur. Bunlardan ilki, maliyet indiriminden doğacak kazançları aralarında paylaşmak isteyen firma girişimcileridir. İkincisi ise yüksek maliyetli işletmeleri rekabetin dışına iten piyasa seçimidir. Bir sektörde belirgin bir sahiplik yapısının baskın oluşu, bu yapının söz konusu sektör için diğer sahiplik yapılarından daha az maliyetli olduğunun güçlü bir göstergesi olmaktadır. Yine de, çeşitli sahiplik yapılarına devlet yardımları ya da düzenlemeleri ile özel avantajlar sağlanabileceği, ya da piyasa seçiminin yavaş işleyebileceği akıllardan çıkarılmamalıdır (Hansmann, 1996:23).

Burada önemli olan nokta “maliyeti en aza indirme” kavramının geniş anlamda “ekonomik olarak etkin”, yani “alternatif düzenlemelerle herhangi paydaş sınıfını daha kötü duruma getirmeden, başka paydaş sınıfını kendi öznel değerlendirmelerine göre daha iyi duruma getiremeyecek durum” manasında kullanılıyor olmasıdır. Firmanın sahiplik yapısından en fazla paydaşların çıkarları etkilendiği için, uzun vadede herhangi bir sahiplik yapısı altındaki tüm maddi ve maddi olmayan maliyetler paydaşların firma ile yapacağı ticari sözleşmelere yansımaktadır. Sonuç olarak, rekabetçi bir piyasada varlığını sürdüren firmalar yalnızca maddi maliyetlerini en aza indiren firmalar değil, geniş anlamda ekonomik olarak etkin olabilen firmalar olmaktadır (Hansmann, 1996:23).

Blair (1995:275) modern şirketlerde iyi bir kurumsal yönetim sisteminin amacının, sadece hissedarlar için değer maksimize etmek yerine bu amacı bir adım daha ilerleterek şirketin bütün olarak değer yaratma potansiyelini maksimize etmek olması gerektiği üzerinde durmuştur. Carlsson da (2001:215) firma değerinin, gelecekteki değer yaratma kapasitesi olarak net bugünkü değerle ifade edildiği ve net bugünkü değer de firmanın maruz olacağı belirli riskler ile firmanın bu riskleri en aza indirme kapasitesinin bir fonksiyonu olduğunu belirtmiştir. Bu yaklaşımda Şekil 5’te görsel olarak yer verildiği gibi, firma sahibi son mercii olarak firma hiyerarşisinin tepesinde yer almaktadır.



Şekil 5. Firma Hiyerarşisi

Kaynak: Carlsson, 2001:176.

Blair'in bahsettiği bu iki amaç ilk bakışta aynı gibi görünse de, firmaya hissedar olmayarak iş ilişkisinde bulunanlar (ortak olmayan paydaşlar), firmanın fiziksel varlıkları veya örgütsel yetenekleri gibi değeri firmanın başarısına bağlı olan varlıklara yatırım yaptıklarında farklılaşmaktadır. Blair'e göre eğer imkansız değilse, ortak olmayan paydaşları diğer risklerden izole edecek bir düzen kurmak için bu paydaşlara uygun karar ve kontrol hakkı tanıyan bir kurumsal yönetim sistemi, değer yaratma anlamında, kontrol hakkının tamamını firma sahibi olan paydaşlara devreden bir kurumsal yönetim sisteminden daha iyi işleyecektir.

Bebchuk ve Zingales (2000:55-75), firmaların ilk halka arzda seçtiği sahiplik yapısını araştırmıştır. "...İlk halka arzda seçilen sahiplik yapısı etkin sahiplik yapısıdır. Seçilen sahiplik yapısına ilişkin maliyetler ve faydalar firma sahibinin hisse satışından elde edeceği fiyata yansımıştır. Sonuç olarak özel bir firmanın sahibi ilk halka arzda seçiminin tüm maliyet ve faydalarını içselleştirmektedir ve bu seçim sosyal olarak etkin sahiplik yapısını göstermektedir..." şeklindeki akademisyenler tarafından genel kabul gören sahiplik yapısı ile ilgili bu düşünceye karşılık, ilk halka arzda değerini maksimize eden girişimci tarafından seçilen sahiplik yapısının sosyal olarak en uygun olan sahiplik yapısından farklı olabileceğini göstermiştir. Bu fark, sahiplik yapısı seçiminin kontrol satın alanlar üzerindeki dışsallığından kaynaklanmaktadır. Firmanın rasyonel ilk sahibi seçeceği sahiplik yapısının gelecekteki zenginliği üzerindeki etkilerini ve azınlık hissedarlar üzerindeki etkilerini içselleştirecektir; fakat potansiyel alıcılar satın almaya niyetli olduğu sürece sahiplik yapısının potansiyel alıcıların ele geçireceği fazlalıklar üzerindeki etkilerini içselleştirmeyecektir. Bu durumda ilk sahibin bakış açısıyla optimal olan seçimle sosyal olarak optimal olan seçim arasında fark oluşacaktır. Bu farkın büyüklüğü, kurumsal kontrol piyasasındaki rekabetin derecesinin bir fonksiyonu olacaktır. Kurumsal kontrol piyasası tam rekabet piyasası ise bu fark ortadan kalkacaktır ve sahiplik yapısının özel olarak optimal ve sosyal olarak optimal hali birbiriyle çakışacaktır.

Sahiplik yapısı seçiminin firmanın potansiyel alıcıları üzerinde üç tip etkisinin olacağı düşünülmüştür. Sahiplik yapısı seçimi ilk olarak firmanın mevcut sahibi ve alıcı arasında kontrol transferi olup olmayacağını etkileyecektir. Aslında etkilenen hem

kontrol transferi olasılığı hem kontrol transferinin hangi şartlar altında gerçekleşeceği hem de potansiyel alıcıların elde etmeyi beklediği fazlalıklar olacaktır. Sahiplik yapısı seçimi ikinci olarak gerçekleşecek kontrol transferinde, fazlalıkların ilk sahipler ile kontrol satın alanlar arasında nasıl bölüşüleceğini etkileyecektir. Bu da tekrar gelecekteki potansiyel alıcıların beklenen fazlalığını etkileyecektir. Son olarak kontrol transferi gerçekleşecekse ilk sahiplik dağılımı potansiyel alıcıların firmayı nasıl değerleyeceğini etkileyecektir. Bu üç etki nedeniyle firmanın kontrolüne ve nakit akışı haklarının tamamına sahip olma ve nakit akışı haklarının bir bölümünü satma seçiminin optimal hali, sosyal optimalden farklı olacaktır.

2.1.2.3. Yabancı sahipliği

Firmaların sahiplik karmasında yabancıların payı önemli olmaktadır. Yabancı ortağın / ortakların, firmanın faaliyetleri ile ilgili kararlar üzerinde, çalışma prensibi, üretim yöntemleri, işletme kültürü ve bilgiyi kullanma gibi işletmenin performansını doğrudan etkileyen konular üzerinde önemli etkileri olmaktadır. Bu konuda geniş bir alan yazın oluşmuştur. Bu çalışmada da örneklemdaki yabancı ortaklı üç şirketin üst düzey yöneticisi ile yapılan görüşmede bu etkiler ortaya çıkmıştır. Görüşmenin detayları çalışmanın son bölümünde yer almaktadır.

UNCTAD 2012 Dünya Yatırım Raporundaki bilgilere göre yurtdışı birleşme ve satın almalar küresel olarak 2011 yılında %53 artarak 526 Milyar Dolar olmuştur. Bu artış hem hisse senedi piyasasındaki varlıkların değerindeki artışı hem de bu faaliyetlerde bulunan alıcıların finansal kapasitelerindeki artışı yansıtmaktadır. Birleşme ve satın alma faaliyetlerindeki bu artış özellikle gelişmiş ekonomilerdeki ve geçiş ekonomilerindeki mega birleşme ve alımlardan kaynaklanmıştır. Mega birleşme ve satın almalar (3 Milyar Doların üzerindeki değerde) 2010'daki 44 Milyar Dolar seviyesinden 2011'de 62 Milyar Dolar seviyesine yükselmiştir. Bu ekonomilerde önemli anlaşmalar maden çıkarma sektörüne odaklanırken gelişmiş ülkelerde birleşme satın almalarındaki en önemli artış tıbbi ilaç sektöründe olmuştur. Gelişmekte olan ekonomilerde birleşme ve satın almalar da değer artışı nispeten az olmuştur. Birleşme satın almalarındaki bu artışa karşılık sıfırdan yatırım projeleri değer olarak 2010'a göre önemli bir artış göstermemiş ve 2011'de 904 Milyar Dolar olmuştur. Bu projelerle

ilgili kararlar duyurulara göre alındığı için yatırımcı duyarlılığı yüksek olmaktadır. 2011 yılının ikinci yarısından itibaren Avrupa'daki olaylar ve küresel ekonomiye ilişkin tedirginlik sıfırdan yatırım projelerine yansımıştır.

Yabancı yatırımcılar, potansiyel birleşme veya satın alma için çok sayıdaki sektörden birini seçip o sektördeki firmaları seçer ve incelerse, bir kaç sektörde birden bu işi yapan yatırımcılara göre daha düşük bir maliyetle karşılaşır. Bu durumda her ülke bir şekilde yabancı yatırımlarında belirli bir sektörde dünya çapında daha az maliyetle daha üretken olabileceğini görüp o sektörde uzmanlaşarak Ricardo'cu avantaj¹ elde eder.

Daha düşük hedef firma araştırma maliyeti, yabancı yatırımcılar için potansiyel hedef firmaların değerini artırır ve uzmanı oldukları sektörde hedef firmaya, yerli yatırımcılara göre daha iyi teklif vermelerine neden olur.

Örneğin; Almanya ABD'deki ilaç, bira ve otomobil sektörlerinde iyi hedef firmalar seçebilirken, ABD, Almanya'da perakende sektöründe hedef firma seçmekte başarılıdır. Bu iki yönlü akıştan, rekabet avantajı ve reel kazançlar ortaya çıkar. Herhangi bir sektörde görece daha düşük araştırma maliyetine sahip olan yabancı yatırımcıların varlığı, daha çok firmanın satın alınmasına veya sermaye stoğu optimizasyonu için daha fazla firmanın incelenmesine neden olur ve reel olarak sermaye kontrolü durumuna göre daha fazla çıktı alınmasını ve ekonomik etkinliğin artmasını sağlar (Russ, 2009:110-111).

Razin ve Sadka (2007) imalatla değil de yatırımda rekabet avantajının farz edildiği bu modeli, ileriki bölümlerde değinilecek olan “kaymak toplayıcı” yatırımcı tipi ile ve satın almadan sonraki üretkenlik seviyesi değişimi ile desteklemiştir. Kurulan modelde her firma, yabancı piyasaya girişle birlikte piyasadan imalat sürecinin ne kadar etkin olduğuna dair gürültülü bir sinyal almakta ve firma sahibi optimal sermaye yatırımı

¹ David Ricardo 1817 yılında dış ticarette karşılaştırmalı üstünlükler teorisini ortaya atmıştır. Ricardo'ya göre eğer bir ülke diğer ürünlerden daha fazla verim aldığı bir ürünün üretiminde uzmanlaşırsa (diğer ülkelerin aynı ürünü daha etkin üretip üretmediğine bakılmaksızın) ticaretten elde edilen toplam verim artacaktır. Serbest ticaret, ticarete katılan tüm taraflar için yarar sağlayacaktır.

seviyesinin ne olacağından emin olamamaktadır. Bu noktada firmanın orijinal sahibi firmayı elinde tutabilir ya da yerli veya yabancı bir yatırımcıya satabilir. Bir sonraki dönemde imalat yapmayı hedefleyen herhangi bir firma sahibi ya firmanın gerçek etkinlik seviyesini araştırma maliyetini ödeyerek sermaye stoğunu optimal seviyeye getirecek, ya da basitçe piyasaya girişte dışsal olarak belirlenen firma sermayesini değiştirmeyecektir. Doğal olarak sadece içsel eşik seviyesinin üzerinde sinyal alan firma sahipleri ek yatırım ile sermaye stoklarını düzeltmeyi tercih edecektir. Razin ve Sadka'nın kurduğu bu model sermaye akışı kavramı odaklıdır; çünkü, DYY'leri uluslararası sermaye akışlarının bir şekli olarak tanımlanmaktadır.

Yabancı sahipli firmalar ile ilgili değinilmesi gereken bir nokta da bu firmaların performanslarıdır. Çokuluslu şirketlerin bağlı ortaklıkları genellikle yerli şirketlerden daha yüksek performans sergilemektedir. Bu yüksek performans çokuluslu şirketlerin üstün teknoloji ve örgütsel uygulamaları, yeni ürün ve süreç inovasyonları şeklinde bağlı ortaklıklarına aktarmasına bağlanmaktadır (Arnold ve Javorcik (2009), Ramondo (2009), Stibale ve Reize (2010)). Esasen çokuluslu şirketlerin yabancı ülkelere giriş biçimi sıfırdan yatırımdan daha çok, satın alma şeklinde gerçekleştiği için (Navaretti ve Venables 2004 senesinde gelişmiş ülkeler için bu oranın %89 olduğunu göstermiştir) yüksek performans, çokuluslu şirketlerin yüksek performanslı yerli şirketleri seçmesinden kaynaklanıyor olabilir. Guadalupe vd. (2010) bu konuya bütüncül bir şekilde bakarak çokuluslu şirketlerin satın alma faaliyeti ile firma üretkenliğini artıran inovasyon faaliyetini teşvik eden unsurların doğası gereği birbirine bağlı olduğunu ileri sürmüştür.

Bu çalışmanın odak noktasını oluşturan soru, yabancı bir işletmenin sahipliğine katılma kararı alırken yatırımcının kafasında neler olduğu ve sahiplikle ilgili kararda hangi faktörlerin etkili olduğudur. Stephen Hymer 1960 yılında bu konuda şöyle düşünmüştür: “Yabancı bir firmanın kontrolü, o yabancı firma ile diğer ülkelerdeki firmalar arasındaki rekabeti ortadan kaldırmak veya firmanın belirli yetenek ve kaynaklarından elde ettiği getirilere tamamen el koymak amacıyla arzulanır...” (Hymer,1960: 25).

2.1.2.4. DYY'lerde sahiplik stratejisinin oluşturulması

Uluslararası doğrudan yatırımlarla ilgili teoriler firmaların, yabancı piyasada iştirak kurması ve bu iştirakin hangi oranda ana şirket tarafından sahip olunacağı ile ilgili kararlarla, firma içi ticaret hacmi ve patentli teknoloji kullanımı gibi faaliyet kararlarını, karlılığı göz önüne alarak verdiklerini varsayar. Fakat gerçekte firmalar 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, Foley ve Hines, 2002:7).

Uluslararası işletmelerin yabancı piyasalara giriş biçimleri gittikçe önem kazanmaktadır. Bu şirketlerin uluslararası yatırım kararlarını alan kişilerce cevaplanan UNCTAD Dünya Yatırım Beklentileri Anketi sonuçlarına göre cevap verenlerin yaklaşık %50'si 2014 yılı için sermayeye katılınan giriş biçimlerinin çok önemli olduğunu belirtmiştir. Bu cevap birleşme ve satın almalar için dünya genelinde, özellikle gelişmekte olan ekonomilerde ve geçiş ekonomilerinde potansiyel hedef firmaların ulaşılabilirliğindeki artışı yansıtmaktadır. Gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerdeki uluslararası şirketler uluslararasılaşma planlarını uygulamak istediği için bu trend söz konusu ekonomilerde birleşme ve satın almaaları orta vadede yönlendirecektir. Bununla birlikte yine de birleşme ve satın alma faaliyetleri küresel finansal piyasaların sağlığına önemli derece bağımlıdır. Anketten çıkan bir diğer sonuç 2014 için, imalat sektöründe faaliyet gösteren uluslararası işletmelerin önemli bir bölümü tarafından sermaye katılımlı giriş biçimi ile yapılan üretim önemli görülürken kaynak ülkeden yapılan ihracatın orta vadede öneminin azalacağını düşünülmesidir. Karmaşık küresel üretim ağları ihracatın önemini azaltmıştır (UNCTAD 2012 World Investment Report).

İşletmelere doğrudan yatırım yapan yabancı yatırımcılar ilk olarak yabancı piyasaya giriş biçimine karar vereceklerdir. Giriş biçimi kararı sahiplik stratejisinin ilk aşaması olarak düşünülebilir. Giriş biçimi, ihracattan sıfırdan yatırıma kadar en azdan en çoğa doğru, farklı kontrol seviyelerini kapsayacak şekilde değişiklik göstermektedir.

Yatırımcılar giriş biçimine karar verdikten sonra, seçtikleri giriş biçimine göre sahiplik stratejisine ve ortaklık paylarına karar verebilirler. Aşağıda yabancı piyasalarda sahiplik stratejisi ile ilgili yaklaşımlar yer almaktadır.

2.1.2.4.1. Kaynak temelli yaklaşım

Kaynak temelli yaklaşım işletmeyi yönetsel bir örgüt ve üretken kaynakların toplandığı bir birim olarak değerlendirmektedir. Bu yaklaşıma göre hiçbir işletme bir diğerinin aynı değildir ve her bir işletme başarı sağlayacak kaynaklara ve yeteneklere sahip olabilir (Vibert, 2004:50). İşletme kaynaklarının zaman içinde kullanımı ile ilgili seçim, yönetimin kararı ile belirlenmektedir. Üretken kaynaklar; fiziksel kaynaklar veya insan kaynakları olabilir. Penrose (1959'dan aktaran Mahoney, 2005:170), kaynakların kendisinin değil, bu kaynaklardan sağlanan hizmetlerin üretim sürecinin girdisi olduğunu ve her bir firmanın eşsizliğinin bu ayrımdan kaynaklandığını iddia etmiştir. Firmaların amacı, kar elde etmek için iç ve dış kaynakların nasıl kullanılacağını organize etmektir. Firmanın ürettiği ürün ve hizmetler, firma içinde ve firma dışında sürekli değişim içinde olan fırsatların varlığında, firmanın kaynaklarını ve potansiyelini nasıl kullandığını göstermektedir. Kaynaklar gelir getirici ve ikamesi olmayan kaynaklar olmalıdır. Hart'a (1995:998) göre firma kısa vadede kar etme ve orta vadede büyüme amaçlarının yanı sıra, uzun vadede rekabet avantajı elde etme amacıyla olacaktır.

Firmanın rekabet avantajı elde etmek için faaliyetlerini çeşitlendirmesinin iki yolu, yeni pazarlara mevcut imalat temelini kullanarak yeni ürünlerle giriş yapmak ve/veya yeni pazarlara farklı teknolojileri kullanarak giriş yapmaktır. Firmanın yeni pazarlarda faaliyetlerini çeşitlendirme stratejisini piyasa aksaklıkları belirlemektedir. Piyasa aksaklıkları, yöneticilerin karar vermek için eksiksiz bilgiye ulaşmada sık sık sorun yaşamalarından, işlem yapan tarafların fırsatçı davranışlar sergilemelerinden veya piyasada rekabet edenlerin sayısının azlığı nedeniyle oluşmaktadır. 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.

2.1.2.4.2. İşlem maliyeti yaklaşımı

İşlem maliyeti yaklaşımı belirli bir yönetim anlayışı altında işletme faaliyetlerini organize etme maliyetlerini en aza indirmekle ilgilidir. Etkin piyasa varsayımı, çokuluslu şirketlerin kendilerine en yakın piyasaları kullandığında, faaliyetlerini etkin bir şekilde yürüteceği için daha iyi durumda olacağını ileri sürmektedir. Fakat gerçek hayatta karşılaşılan piyasa aksaklığı karşı tarafla yapılan işletme faaliyetlerinin maliyetini artırır. Örneğin aksak piyasalarda taraflar arasında sözleşme hazırlama veya ortakların fırsatçı davranışlarını izleme maliyetleri artacaktır (Makino ve Neupert, 2000).

Çokuluslu şirketler işlem maliyetleri yüksek olduğunda yabancı piyasada tamamına sahip oldukları şubeler açarak faaliyetleri içselleştirmeyi daha etkin bulmaktadır. Örneğin hammadde ve ara malzemeler alıcılara özel olduğunda, bilgi birikiminin maliyetinin ve değerinin tahmini zor olduğunda ve taşeronluk sözleşmelerinde kuralların tanımlanması problem olduğunda mal ve hizmet piyasası etkinsiz olmakta ve işlem maliyetleri artmaktadır. Bu gibi durumlarda çokuluslu şirketler yatırımlarında %100 sahipliği ortak girişime tercih etmektedir. Ortak girişimler oluşturduklarında ise ortakları ile karşılıklı çıkar ilişkisi yaratmakta ve çıkarlarını kullanarak işlem maliyetlerini düşürmeye çalışmaktadır (Hennart, 1988).

2.1.2.4.3. OLI paradigması

Dunning (1988) çokuluslu şirketlerin ihracat yapma, lisans anlaşması yapma, ortak girişim ve tamamına sahip oldukları şirket kurma arasındaki seçimlerini belirleyen faktörleri, firmanın sahiplik avantajları, piyasanın konum avantajları ve firmanın faaliyetlerini içselleştirme avantajları (**O**wnership advantages, **L**ocation advantages, **I**nternalization advantages) olarak sıralamıştır.

Firmanın sahiplik avantajları, firmanın yabancı piyasada faaliyet göstermesinin yüksek maliyetlerini karşılaması için sahip olması gereken, yeterli ekonomik rant kazanan varlıklarıdır. Bunlardan biri ülke deneyimidir. Yatırım yaptıkları ülkede deneyimi olan çokuluslu şirketler yüksek kontrol seviyeli giriş biçimini seçmektedir; çünkü, piyasaya

daha önceki girişlerinden ev sahibi ülke devletiyle ve politikalarıyla başa çıkmayı öğrenmiş olmaktadır. Diğer varlık çokulusluluk deneyimidir. Farklı ülkelerde yerel firmalarla rekabet deneyimi olan çokuluslu şirketler bu tür deneyimi olmayan şirketlere göre daha fazla kontrol seviyeli giriş biçimini seçmektedir. Çokulusluluk deneyimi az olan şirketler ise başarısızlık riskini azaltmak için daha çok ortak girişim yapmaya eğilimli olmaktadır (Chan, 2002). Firma büyüklüğü de bir diğer varlık gücüdür. Yabancı bir piyasaya girerken karşılaşılan yüksek araştırma maliyetlerini daha rahat karşılayabilen büyük çokuluslu şirketler yüksek kontrol seviyeli giriş biçimini tercih etmektedir. Ürün çeşitliliği de şirketlere güç yaratan bir varlık olmaktadır. Ürün çeşitliliği yüksek olan çokuluslu şirketlerde bilgi birikimi olmakta ve bu şirketler, bilgi birikimlerinin ortaklarına aktarımını önlemek amacıyla yüksek kontrol seviyeli giriş biçimini tercih etmektedir. Son olarak reklam yoğunluğu yüksek olan çokuluslu şirketler, pazarlama kaynakları piyasaya giriş engellerini aşmaya yardım ettiği için yüksek kontrol seviyeli giriş biçimini tercih etmektedir (Agrawal ve Ramaswami, 1992).

Piyanın konum avantajları, yatırım yapılan piyanın büyüklüğü ve büyüme oranıdır. Çokuluslu şirketler çekici ve potansiyeli yüksek olan piyasalarda ölçek ekonomisinden faydalanmak, marjinal üretim maliyetlerini düşürmek ve piyasada uzun vadeli varlık göstermek için yüksek kontrol seviyeli giriş biçimini tercih etmektedir. Ayrıca yatırım yaptığı ülkelerde yerel stratejiler benimseyen çokuluslu şirketler düşük kontrol seviyeli, küresel stratejiler benimseyen şirketler yüksek kontrol seviyeli giriş biçimini tercih etmektedir (Hill, vd., 1990).

Agrawal ve Ramaswami (1992), firmanın 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 yoğunluğudur. Ayrıca sektördeki rekabet seviyesi de firmanın faaliyetlerini içselleştirmesini etkilemektedir. Bu faktörler çokuluslu şirketlerin yabancı piyasaya giriş biçimi seçimini farklı şekillerde etkileyebilmektedir. Todeva (2006:183) yabancı piyasaya giriş biçimini belirleyen faktörleri giriş yapılacak piyanın 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.

2.1.2.4.4. Örgütsel yeterlilikler yaklaşımı

Örgütsel yeterlilikler yaklaşımı şirketlerin sahip olduğu bilgi birikiminin kazanç sağlama potansiyeline vurgu yapmakta ve çokuluslu şirketlerin seçtiği giriş biçiminin; var olan bilgi birikiminden faydalanmanın ve yeni bilgi birikimini araştırmanın en etkin yolunu gösterdiğini belirtmektedir.

Firmaya özgü bilgi birikiminin, etkin bir biçimde taklidi ve bilgiyi alıp kendi yapısıyla bütünleştirme yeterliliğine sahip olmayan diğer firmalara aktarılması zor olmaktadır. Bu zorluktan endişe eden firmalar faaliyetlerini kendi hiyerarşilerinde içselleştirerek yüksek kontrol seviyeli bir giriş biçimi tercih etmekte, böylece bilgi birikimlerinden elde edilecek kazançlar kendilerine kalmaktadır.

Ayrıca, giriş biçimi seçimi firmaların yabancı bir ülkede belli ürün piyasası faaliyetlerini üstlenme yeterliliğinden de etkilenmektedir. Firmaların bilgi birikiminin kendi ülkelerinin bağlamına özgü oluşu dikkate alınırse yatırım yaptıkları ülkenin bağlamına kendi bilgi birikimlerini aynen getirmeye çalışmak etkin olmayacaktır. Uygulama ve uyum sağlama maliyetlerini en aza indirmek için yerel bir ortakla kontrolü paylaşmak bu maliyetleri düşürecek, aynı zamanda firmanın yeni yeterlilikler kazanması için daha geniş bir platform oluşturacaktır. Çokuluslu şirketler daha önceki deneyimlerinde belirli bir giriş biçimini tercih etmişse, var olan rutinlerinden faydalanmak adına aynı sahiplik yapısını gelecekte yapacakları yatırımlarında tekrar etme eğiliminde olmaktadır (Chan, 2002:30-31).

2.1.2.4.5. Kültür yaklaşımı

Kültür yaklaşımına göre yatırım yapan şirketin kökeni piyasaya giriş biçimi üzerinde etkili olmaktadır çünkü belli kültürler doğası gereği belli giriş biçimlerini seçmeye

eğilimli olurlar. Örneğin Avrupalı şirketler Amerikalı şirketlere göre daha fazla ortak girişim kurma eğilimindedirler. Japon şirketler ise çoğunluk hisseye sahip olmayı Amerikan, Avrupalı ve Çin şirketlerinden daha fazla istemektedir (Pan, 1996).

Uluslararası işletmecilik araştırmalarında Hofstede (1983 ve 2001) tarafından oluşturulan ulusal kültür sınıflaması sıklıkla kullanılmaktadır. Hofstede ulusal kültürü, bir ulusun üyeleri tarafından paylaşılan fakat başka ulusların üyeleri ile paylaşılmayan “kollektif zihinsel programlama” olarak tanımlar ve dört boyutta özetler. Bunlar bireysellik/ortaklaşıcılık, güç mesafesi, erkeksilik/kadınsılık ve riskten kaçınmadır. 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.

2.1.2.4.6. Pazarlık gücü yaklaşımı

Pazarlık gücü yaklaşımı firmaların istedikleri sahiplik yapısı ile elde ettikleri sahiplik yapısının birbirinden farklı olabileceğini öne sürmektedir. Pazarlık gücü pazarlık eden tarafların sahiplik tercihi ile ilgili anlaşmayı istediği yönde değiştirebilme ve sonucu etkileyebilme yeteneğidir. Yabancı piyasaya giriş biçimi seçimi, çokuluslu şirketle yerli ortak arasındaki müzakerenin çıktısıdır ve iki taraf arasındaki pazarlık gücü

farkını yansıtmaktadır. Tarafların görelî 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).

Ev sahibi ülke hükümeti, uluslararası ortak girişimlerin ortaklarının görelî pazarlık gücü üzerindeki etkisiyle kritik rol oynamaktadır. Devletler gelen yabancı yatırımlara bazı durumlarda sahiplik kısıtlamaları koyduğu için yabancı piyasaya giriş yapan çokuluslu şirketler hükümetle müzakere etmek zorunda kalabilmektedir. Yerel hükümetlerin koyduğu bu kısıtlamaların nedenleri, teknoloji transferi ve bilgiye erişim ile ilgili kontrolü, ürün fiyatlamasının, kar transferinin ve transfer fiyatlamasının kontrolü gibi faktörlerdir. Ev sahibi ülke hükümetleri uluslararası ortak girişimlerde yabancı sahipliği üzerine kısıtlama getirdikçe yatırım yapan çokuluslu şirketler daha az kontrol seviyeli giriş biçimini tercih etmektedir.

Çokuluslu şirketlerin yatırım yaptıkları yerli işletmelere getirebilecekleri sermaye ve diğer kaynaklar pazarlık gücünün önemli bir kaynağıdır. Sermaye kaynakları finansal kaynaklara erişimi kapsarken diğer kaynaklar teknoloji, pazarlama yetenekleri, yönetimle ilgili deneyim, sistem içi satışların kontrolü ile coğrafi ve sektör deneyimi gibi kaynakları kapsamaktadır. Bu 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.

Sahiplikle ilgili pazarlık yapan tarafların ulaşabilir olduğu alternatifler görelî pazarlık güçlerini etkilemektedir. Alternatifler taraflar için bir “rezervasyon değeri” ortaya koymaktadır. Rezervasyon değeri, anlaşmanın net faydasının bu değerden daha yüksek olmadığı sürece uzlaşmaya varılamayacağı değerdir.

Anlaşmanın taraflar için önemi de anlaşma yapacak tarafların pazarlık gücünü etkilemektedir. 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 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.

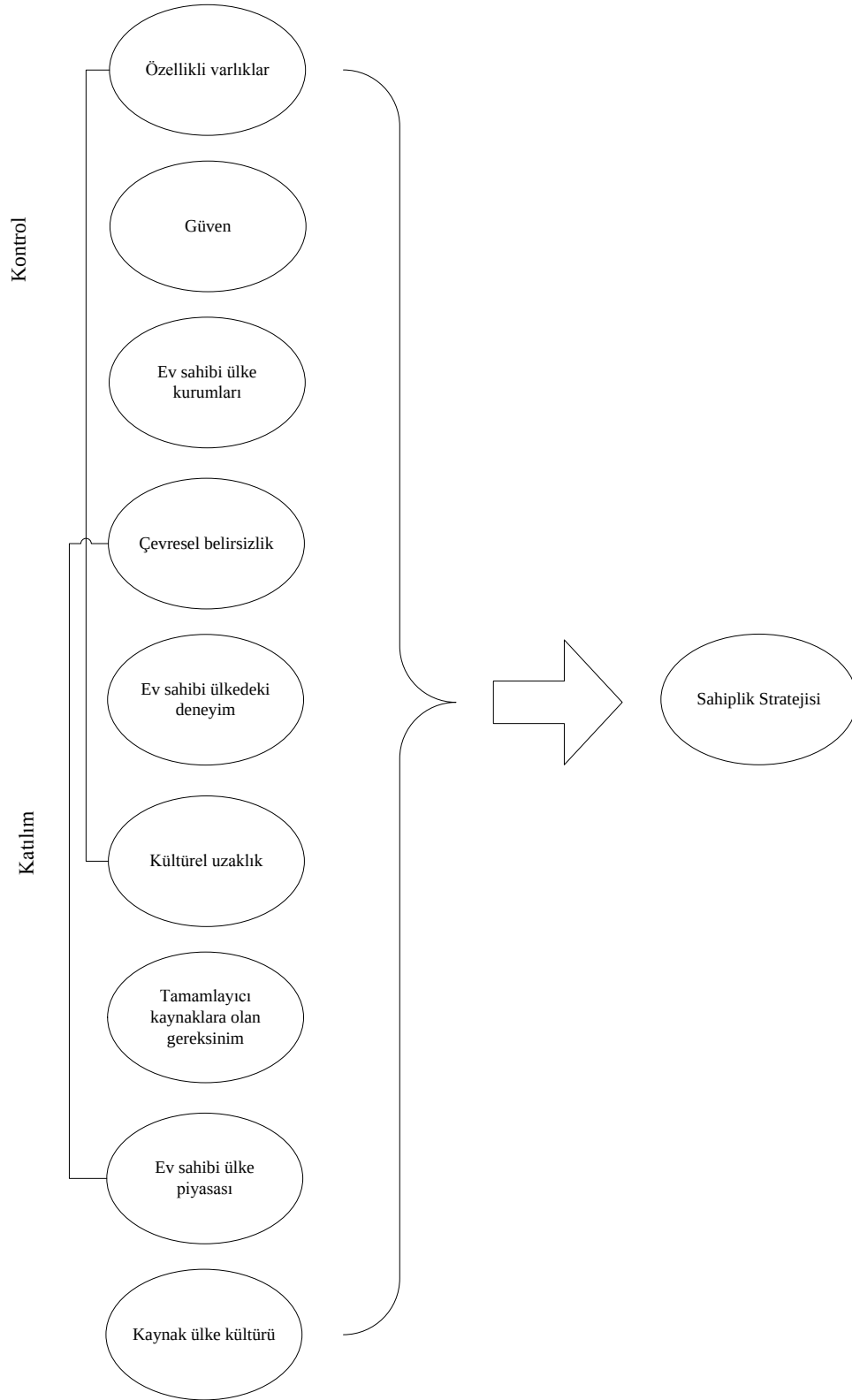
Çokuluslu şirketler yaptıkları doğrudan yatırımlarda çoğunlukla %100 sahiplik, çoğunluk hisseye sahip olma ve azınlık hisseye sahip olma opsiyonuna sahiptir. Bunların dışında ihracat yoluyla yabancı piyasalarda faaliyette bulunabilir, lisans anlaşmalarıyla yabancı şirketlere imalat izni verebilir veya şirket evlilikleri yapabilirler. Bu seçeneklerin hepsi farklı seviyelerde kontrol ve katılım içermekle birlikte çokuluslu şirketlere yurtdışı faaliyetlerini hem ürüne hem de yatırım yapılan piyasa şartlarına göre organize etme seçeneği sunmaktadır.

Desai, Foley ve Hines (2002) Amerikan çokuluslu şirketlerinin kısmi pay sahibi olduğu iştirakler üzerinde çalışmıştır. Çokuluslu şirketler yerel piyasa ile yakın temas halinde bulunulması gereken durumlarda kısmi sahipliği değerli bulmakta ve böyle bir sahiplik yapısını tercih etmektedir. 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, paylaşılan sahiplik önemli bir deneyim gerektirdiğinden, azınlık payına sahip olmayı tercih etmektedir. Kamulaştırma riskini azaltmak için şirketler yabancı iştiraklerinde pay sahipliğini paylaşmayı seçmektedir fakat veriler göstermektedir ki bu risk tamamına sahip olunulan iştiraklerden farklı değildir ve yatırımla sahiplik şeklinden kaynaklanan risk seviyesi arasında belirgin bir ilişki yoktur. Girdilerinin büyük bölümünü ilişkili taraflardan alan veya çıktılarının büyük bölümünü ilişkili taraflara satan ana şirketler çoğunluk paya 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. Gerçekten de yerli firmaların kısmi sahiplik payı, çokuluslu ana şirketi agresif transfer

fiyatlaması yapması konusunda caydırıcı bir etki yapmaktadır. Bu kalıplar göstermektedir ki ana şirket ve iştiraki arasında koordine faaliyetlerden fayda sağlanacaksa, ana şirket iştirakte büyük ihtimalle çoğunluk paya veya iştirakin tamamına sahip olmayı tercih etmektedir.

Yukarıda açıklanan yaklaşımlara ek olarak DYY'lerde sahiplik stratejisi, Jung (2007:8-23) 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.

İşlem maliyeti yaklaşımı bağlı ortaklıkların daha etkin kontrolü için daha yüksek ortaklık payının tercih edilir olduğunu iddia ederken, kaynak temelli yaklaşım ortağın bağlı ortaklıktaki kaynak katılımını artırmak adına daha düşük ortaklık payını daha uygun göstermektedir. Şekil 6'da sermayenin kontrol mekanizması ve katılım mekanizması olarak değerlendirildiği sahiplik stratejisi gösterilmektedir. Şekle ilişkin açıklamalar izleyen sayfalarda yapılmıştır.



Şekil 6. Kontrol ve Katılım Mekanizması Olarak Firma Sahiplik Stratejisi

Kaynak: Jung, 2007:9.

2.1.2.4.7. “Kontrol” bakış açısı

Kontrol bakış açısı temel olarak ortak şirketin fırsatçı davranışlarından korunabilmek adına yüksek ortaklık payını önerir. Sahiplik stratejisini belirleyen faktörler olarak varlıkların özgüllüğü, güven ve ev sahibi ülkedeki kurumsal düzeni gösterir.

Varlıkların özgüllüğü, şirket varlıklarının belirli bir işlem için uzmanlaşma derecesinin ve bu varlıkların alternatif işlemlerde ne derece düşük değerde kullanılabildiğinin ölçüsüdür. Belirli işlemlere özgü olan varlıklar işgücü veya fiziksel varlıklar olabilir. İşlem maliyeti yaklaşımı şirket varlıklarının özgüllüğü yükseldikçe bu varlıkların, şirket ortaklarının fırsatçılığına açık hale geldiğini öne sürmektedir. Varlıkları diğer ortakların fırsatçı davranışlarından korumak için yüksek kontrol seviyesinin elde edilmesi gerekmektedir. Hennart ve Larimo (1998) araştırma- geliştirme kaynaklarını yüksek derecede özgül varlıklar olarak değerlendirmiş ve bu kaynakların çokluğunun yüksek ortaklık payı elde edilmesi gerektirdiğini belirtmiştir.

İşlem maliyeti yaklaşımının ortakların fırsatçılığı ile ilgili varsayımı Ghoshal ve Moran (1996) tarafından gerçekçi olmadığı yönünde eleştirilmiş ve ticari ilişkilerde güven ortamının oluştuğu ileri sürülmüştür. Güven; Jung (2007) tarafından bir kişinin, diğer kişilerin istenen şekilde davranacağına ilişkin inancı ve beklentisi olarak tanımlanmış ve güvenin taraflarda özgüven doğuracağı belirtilmiştir. Güvenin şirketlerde ortaklık payının artırılması gibi bir kontrol mekanizmasına duyulan ihtiyacı azaltacağı ve firmaların etkin sınırını değiştireceği belirtilmiştir. Son olarak güven ortamında kurulan uluslararası ortak girişimlerde fırsatçı davranışların ortaya çıkma ihtimalinin de az olduğu ileri sürülmüştür.

Ev sahibi ülkedeki kurumsal düzen uluslararası işletmelerin sahiplik stratejileri üzerinde etkili olmaktadır. Özellikle kanun ve kurallardan oluşan düzenleyici çevre sahiplik stratejisi konusunda etkili bir faktör olmaktadır (Brouthers, 2002). Ev sahibi ülkede fikri mülkiyet haklarının ne kadar korunduğu da sahiplik stratejisini etkilemektedir. Bu nedenle patent ve marka ile ilgili düzenlemelerin yetersiz olduğu

ülkelerde, sahipli teknoloji ve pazarlama kaynakları rakiplere ve tedarikçilere yayıldığı için fırsatçı davranışı denetleme maliyetleri artmakta olduğundan, sahipli varlıkları olan yatırımcılar mülkiyet haklarının iyi korunamadığı ülkelerde şirketin tamamına sahip olmayı ortak girişim yapmaya tercih etmektedirler (Jung, 2007). Fakat bazı ülkelerde yabancı sahipli şirketlerin şubelerinin tamamına sahip olmaları kanunla yasaklanmıştır. Bu ülkelerde bu şekilde varlık göstermenin tek yolu yerli bir firmayla ortak girişim oluşturmaktır.

2.1.2.4.8. “Katılım” bakış açısı

Katılım bakış açısı çokuluslu şirketlerin, yerli ortağın ev sahibi ülkedeki çevreyi tanınması, finansal kaynakları, pazar ağı gibi kaynaklarından faydalanmak adına yerli ortaklarla sahipliğin paylaşılmasını önerir.

Uluslararası ortak girişim, kolay erişilemeyen tamamlayıcı kaynakları elde etmek için uygun bir modeldir. Çokuluslu şirketler ev sahibi ülkede faaliyet göstermek için ek kaynaklara ihtiyaç duyar fakat çoğu yerel faktör piyasaları ile ilgili sınırlı bilgiye sahip olduğundan bu piyasalardan kaynak temini onlar için etkinsiz olabilmektedir. Bu durumda en akılcı seçenek yerli bir ortak bulmak ve onun kaynaklara erişiminden faydalanmak olmaktadır (Chen ve Hennart, 2002).

Ev sahibi ülkedeki pazar potansiyeli de çokuluslu şirketlerin sahiplik stratejilerini etkilemektedir. Yüksek pazar potansiyeli olan ev sahibi ülkeler şirketler için daha çok büyüme, üretimde ölçek ekonomisini kullanma ve yatırımlardan daha yüksek getiri sağlama fırsatları sunmaktadır. Bu fırsatlardan faydalanmak için çokuluslu şirketler bu tip ülkelerde katılım yaklaşımından uzaklaşarak, yatırımlarında ortaklık paylarını artırmaya ve ortak girişim yaptıktan sonra daha çok tamamına sahip oldukları şube ya da şubeler açmaya yönelmektedir.

2.1.2.4.9. “Hem kontrol hem katılım” bakış açısı

Sahiplik stratejisinin belirleyicileri kontrol ve katılım bakış açılarıyla açıklanırken işlem maliyeti ve kaynak temelli yaklaşımlar kullanılmıştır. Bazı faktörler sahiplik

stratejisini aynı anda hem kontrol hem de katılım bakış açısı etkisi altında etkileyebilmektedir. Bu faktörler çevresel belirsizlik, ev sahibi ülkedeki deneyim ve kültürel uzaklıktır. Bu faktörler, hem kontrol hem katılım bakış açısı etkisinde değerlendirildiği için ortaklık payına olan etkileri tartışmalıdır.

Çevresel belirsizlik firmanın çevresinin beklenmeyen biçimde değişme olasılığıdır. Bu tip belirsizlik firmanın sürekli olarak gelecekteki olaylara uyum gösterme kabiliyetinin ve esnekliğinin olmasını gerektirir. Çevresel belirsizliğin kaynakları ülke riski, ekonomik dalgalanmalar, döviz kurundaki dalgalanmalar ve teknolojik belirsizlik olabilir (Jung, 2007:14). Rindfleisch ve Heide (1997) firma çevresinde beklenmeyen bir değişim gerçekleştiğinde yeni durumun firmaya yansıtılması için yeni bilgiyi iletme, anlaşmaların tekrar müzakere edilmesi ve faaliyetlerin eşgüdümü gibi işlem maliyetlerinin oluşabileceğine değinmiş ve yüksek ortaklık payı ile yüksek kontrol öneren işlem maliyeti yaklaşımını benimsemeyi, değişime uyum sağlama sürecinde daha uygun bulmuştur. Değişim sürecinde paylaşılan sahipliğin, müzakere ve eşgüdüm faaliyetlerinin hızlı bir şekilde yapılmasını zorlaştıracaklarını düşünmüştür. Fakat Kim ve Hwang (1992) çokuluslu şirketlerin belirsiz çevresel koşullarda şirkete katkı yapacak ortaklarla sahipliği paylaştığında ve ortaklık payını azaltmak suretiyle kaynak katılımını en aza indirdiğinde, esneklik ve hızlı uyum kabiliyetinin artacağını ileri sürmüştür.

Bir çok çokuluslu şirket için yatırım yapılan ev sahibi ülke tanıdık olmayan bir çevredir çünkü kaynak ülke ile ev sahibi ülke arasında ekonomik gelişmişlik, eğitim sistemi, politik eğilimler, dil vs. farklı olmaktadır. Bu farklar iki taraf arasındaki bilgi akışına engel teşkil edebilmekte, hatta bazı durumlarda yatırımın gerçekleşmesine mani olabilmektedir. Bu belirsizlik ev sahibi ülkedeki deneyim arttıkça azalmaktadır (Jung, 2007:15). Bu konuyu da işlem maliyeti yaklaşımı ve kaynak temelli yaklaşım farklı açılardan ele almıştır. İşlem maliyeti yaklaşımı ev sahibi ülkeyle ilgili belirsizliğin, yöneticilerin gelecekteki olayları önceden belirlemesine ve ev sahibi ülkeyle ilgili bilgi azlığının çevresel değişimleri tahmin etmelerine engel olduğunu ileri sürer. En az işlem maliyeti ile ev sahibi ülkeye çabuk uyum gösterilmesini yüksek ortaklık payı ile mümkün görür. Kaynak temelli yaklaşım ise ev sahibi ülke

deneyimini az bulunan, taklit edilmesi zor ve ikame edilemeyen maddi olmayan bir kaynak olarak değerlendirir. Çokuluslu bir şirketin ev sahibi ülke deneyimi az ise o ülkede kaynak katılımını azaltarak sahipliği paylaşacak ortaklar arar. Tersine ev sahibi ülke deneyiminin yeterli olduğu durumlarda yerel ortağın bilgi birikiminin değeri düşer ve çokuluslu şirket ev sahibi ülkedeki farklılıkları yönetebileceği için sahiplik payını artırır ve ortak girişim yerine tamamına sahip olacağı yatırım yapmayı seçer.

Kaynak ülke ile ev sahibi ülke arasındaki kültürel uzaklığın sahiplik stratejisine etkisi genelde işlem maliyeti yaklaşımı ile ele alınmaktadır. İşlem maliyeti yaklaşımına göre iki ülke kültürel olarak birbirine uzaksa kontrolü artırmak için ortaklık payı artırılmalıdır çünkü kültürel olarak uzak bir ülkede yatırım yapan çokuluslu şirket için çevresel ve davranışsal belirsizlikler artacaktır. Ayrıca bu ülkelerde artan davranışsal belirsizlikler ortaklar hakkında tam ve doğru bilgi toplama konusunda önemli işlem maliyetleri yaratacaktır (Roth ve O'Donnell 1996' dan aktaran Jung, 2007:17). Kültürel olarak birbirine uzak olan ülkelerdeki doğrudan yatırımlarla ilgili farklı bir sahiplik stratejisi de oluşturulmuştur. Bu stratejiye göre kültürel uzaklık yerel ortağın kültürle ilgili bilgi birikimine olan ihtiyacı artırmaktadır. Yerel ortakla sahipliğin paylaşılması yerli kültürle ilgili bilgi toplama maliyetlerini düşürecektir. Bu maliyetlerin düşürülmesi için çokuluslu şirketler kendilerine kültürel olarak uzak olan ülkelerde ortaklık paylarını azaltmayı düşünmelidir (Gatignon ve Anderson 1988'den aktaran Jung, 2007:17)

2.1.2.4.10. “Ne kontrol ne katılım” bakış açısı

Ev sahibi ülkenin kültürü, çokuluslu şirketlerde sahiplik stratejisini etkilediği öne sürülen fakat kontrol ve katılım bakış açılarıyla ilişkilendirilmeyen, bağımsız bir faktör olarak karşımıza çıkmaktadır. İşletmeler ulusal kültürlerinin içine gömülü durumdadır ve ulusal kültür yönetsel tercihleri ve uygulamaları belirlemektedir. Ev sahibi ülke kültürü çokuluslu şirketlerin yöneticilerinin sahiplik stratejisi ile ilgili asıl istekleri ile de ilişkilidir (Pan, 2002).

Bireyselliği ön planda tutan toplumlar, bireyler arasındaki bağların zayıf olduğu, herkesin kendi kendine yetmeye çalıştığı toplumlardır. Ortaklaşıcılığın baskın olduğu

toplumlarsa kişilerin, bağların sıkı olduğu gruplarla bütünleştiği toplumlardır. Bu tip toplumlarda kişiler gruba sadakat gösterir ve bunun karşılığında korunurlar. Bireysel toplumlarda kişiler bir grubun üyesi olmaktan çok birer birey olarak hareket etmeyi tercih ederler. Aynı zamanda kişisel kaynaklarını işbirliği yapmak yerine bireysel çıkarları doğrultusunda kullanmak isterler.

Güce olan mesafe kişiler arasında algılanan genel eşitsizlik seviyesidir. Kişiler kendini diğer kişilerle ne kadar fazla eşit algılıyorsa güç mesafesi küçülür, ne kadar az eşit hissediyorsa güç mesafesi büyür. Güce olan mesafenin yüksek olduğu ülkelerdeki işletmelerde güç tepede toplanmaya meyillidir ve yöneticiler otokratiktir. Güce olan mesafenin küçük olduğu ülkelerdeki işletmelerde ise kararlar tartışma ve müzakere sonucu alınır. Erkeklik, sosyal cinsiyet rollerinin net bir şekilde ayrılmasını ifade eder. Erkeksi kültürlerde erkeklerin iddialı, sert ve maddesel başarı odaklı olması beklenirken kadınların mütevazı, fedakar ve yaşam kalitesi ile alakadar olması beklenir. Bu tip toplumlarda kişiler egolarına yöneliktir ve mağrur liderlerden memnuniyet duyarlar, aynı zamanda işbirliğini bir tarafın zayıflığı olarak görürler. Kadınsı kültürlerde ise rol farklılıkları belirsizdir. Bu tip toplumlarda kişiler iş arkadaşlarıyla ilişkilerine odaklanır ve işbirlikleri oluştururlar, çatışmaları ise müzakere yoluyla çözerler. Riskten kaçınma, bir kültürün üyelerinin belirsiz veya bilinmeyen durumlardan ne kadar rahatsız olduğu ile alakalıdır. Riskten kaçınan kültürler değişimden de tedirgin olurlar çünkü değişimin sonuçları bilinmediğinden risk olarak algılanmaktadır. Son olarak uzun vade yönelimli toplumlar ileriye odaklanıp sebat ve tasarruf etmeye çalışırken, kısa vade yönelimli toplumlar geçmiş ve bugüne odaklanıp geleneklere uymaya çalışırlar. Uzun vade yönelimli kültürlerde şirketler yatırım yaptığında uzun vadeli getirileri beklemeye hazır olurlar ve ortak oldukları şirketin maddi olmayan varlıkları hakkında bilgi edinmek ve ortakla sağlıklı ilişkiler kurmak için zaman gerektiğini bilirler. Kısa vade yönelimli kültürlerde ise şirketler beklemek yerine hemen elde edecekleri getirilere odaklanırlar.

Hofstede'in ulusal kültür sınıflaması ile çokulusu şirketlerin yatırımlarındaki sahiplik stratejileri arasında bağlantılar kuran çalışmalar mevcuttur (Pan, 1996; Erramilli,

1996; Makino ve Neupert, 2000; Shenkar, 2001). Bu çalışmalar araştırmanın ampirik alan yazın kısmında yer almaktadır.

2.1.2.5. Sahiplik stratejisi ile ilgili karar alma süreci

Mardanov (2003:40-57), Andrews (1971) tarafından geliştirilen “Strateji Süreç Modeli” ve Root (1994) tarafından geliştirilen “Uluslararası Piyasaya Giriş Stratejisi Elemanları” modelini temel alarak, yabancı piyasaya giriş stratejisi oluşturma sürecine ilişkin bir model geliştirmiştir. Strateji süreç modeli dört aşamalı bir modeldir: strateji oluşturma, strateji seçimi, seçilen stratejinin uygulanması ve geribildirim. Mardanov performansla da ilişkili olan bu modele “Yabancı Piyasaya Giriş Strateji Süreç Modeli” demiştir. Bu modelde giriş biçimi, zamanlama ve giriş sırası merkezde yer almaktadır çünkü bu faktörler piyasaya girişi belirleyen çok sayıda değişkeni de kapsayan strateji oluşturma ve strateji seçimi aşamalarının çıktılarıdır. Bu yapılar aynı zamanda yönetim, sistemler ve süreçlerin uygulama biçimini belirlemektedir. Performans; strateji oluşturma, giriş biçimi seçimi, giriş zamanı ve giriş sırası ile seçilen stratejinin uygulanmasına bağlı olmaktadır. Yatırımın yapıldığı ev sahibi ülkedeki çevresel belirsizlikler ve karmaşıklık, seçilen stratejinin uygulanma biçimini etkilemektedir. Model, yabancı piyasaya giriş strateji sürecini tek bir yapı şeklinde açıklamak yerine, çok aşamalı birden fazla yapı şeklinde açıklamaktadır. Bu modelde çokuluslu şirketin vizyonu ve amaçları temel alınarak, kaynak ülke ve ev sahibi ülkedeki işletme dışı çevresel şartlar analiz edilmekte, şirket kaynakları ve yeterlilikleri belirlenmekte, stratejik alternatifler geliştirilip seçilmekte, seçilen strateji (giriş biçimi) uygulanmakta, performans çıktıları tahmin edilmekte ve geribildirim alınmaktadır. Modelde hem yatırım yapan hem de yatırım çeken şirketin örgütsel yapısı, süreçleri, sistemleri ve liderlik uygulamaları gibi iç özelliklerine yer verilmemiş, bu faktörlerin yabancı piyasaya giriş stratejisini uygulamaya elverişli olduğu varsayılmıştır.

Bir firmanın varlığını devam ettirebilmesi için satış ve gelirlerin sürdürülebilir büyümesi çok önemlidir. Birleşme ve satınalma faaliyetleri firmaların büyümesini sağlayan faaliyetlerdir. DYY’ler içinde de birleşme ve satın almalar büyük yer tutmaktadır. Bu nedenle birleşme ve satın alma işlemlerinde sahiplik stratejisi ve yapısı kararlarının nasıl bir süreçten geçerek sonuca bağlandığı önemlidir. Taraflar

benimsedikleri yaklaşıma uygun olarak sahiplik stratejisini oluşturduktan sonra bu stratejiyi hayata geçirmek için karşı tarafla müzakereye başlar. Klein ve Coffee, Jr. (2007:3) firma sözleşmelerinin düzenlenmesi esnasında tarafların genel olarak zarar etme riski, getiri, kontrol ve süre konularında müzakere ettiğini belirtmiştir. Zarar etme riski tüm yatırımların doğasında var olan bir risktir ve bu riskin gerçekleşmesi durumunda izlenecek yol sözleşmede yer almalıdır. Getiri konusunda müzakere edilen genelde artık kazançların firma sahipleri arasında nasıl dağıtılacağı veya ne şekilde tasarruf edileceği konusunda olmaktadır. Kontrol konusunda müzakere, işletmeyi etkileyen kararları kimin alacağı veya kontrolün sözleşmenin tarafları arasında nasıl paylaşılacağı ile ilgilidir. Süre, sözleşmenin tarafları arasındaki ilişkinin ne kadar süreceğidir. Sözleşmede ayrıca ilişkinin hangi şartlarda sona ereceği ve hangi hakların transfer edileceği de düzenlenebilir. Firma sahiplerini ilgilendiren en önemli konulardan biri, diğer sahiplerden biri geri çekilmek istediğinde öncelikli olarak ne yapılacağının belirlenmesidir. Müzakerenin kısıtları ise çıkar çatışmaları, devlet düzenlemeleri ve karşı tarafla ilişkinin tüm detaylarını belirlemenin güçlüğü olmaktadır. Çıkar çatışmaları sözleşme yapacak tarafların kendi çıkarları doğrultusunda firma ile ilgili yanlış kararlar almasının kolay olmasından kaynaklanmakta ve müzakere sürecini şekillendirmektedir. Devlet düzenlemeleri bazı durumlarda sözleşme yapan tarafların belirlediği kuralları özgürce uygulamasına kısıtlar getirebilmektedir. Son olarak sözleşme yaparken tüm olası durumlara ilişkin sonuçların belirlenmesi imkansız veya aşırı maliyetli olabilmektedir. Bu nedenle taraflar çıkarlarına uygun olarak provizyonları paylaşma, genel kurallar belirleme ve birbirinin iyi niyetine ve dürüstlüğüne güvenme yoluna gitmeye çalışmaktadır.

Sahiplik stratejisi belirleme sürecinde firmaların üç tür yaklaşımından bahsedilebilir. Bunlar; temel yetkinlikler yaklaşımı, portföy yaklaşımı ve değer temelli yaklaşımdır (Hooke, 1997: 3-7).

Temel yetkinlikler yaklaşımına göre bir holding şirketin stratejisi, temel yetkinlikleri şirket içinde muhafaza etmek olmalıdır. Bu yetkinlikler şirketin şemsiyesi altına giren yavru şirketler veya satın alınan şirketler ile paylaşılabilir. Paylaşım ile sinerji açığa çıkar ve yatırım yapan şirketin kaynakları yatırım çeken şirketin faaliyet performansını

artırabilir. Bu yaklaşım şirketler yeteneklerini ve kaynaklarını sorunsuz bir şekilde paylaştığı sürece anlamlı olmakta ve bu da üst yönetimin devamlı kontrolünü gerektirmektedir. Fakat çokuluslu şirketler ve çok bölümlü şirketlerde çoğunlukla yetkiler dağıtılmış durumda olduğundan ve faaliyet yöneticileri oldukça bağımsız ve kendi sayısal hedefleri doğrultusunda çalıştıklarından dolayı temel yetkinliklerin paylaşımı konusuna pek katkıda bulunmamaktadırlar. Ayrıca hem sonuçları kendilerini doğrudan etkilemeyeceği için, hem de şirket içi bölümler arası rekabet yoğun olduğu için de kurumsal stratejiye katılma ve yetkinlik paylaşımında isteksiz davranabilmektedirler.

Portföy yaklaşımında büyük şirketlerin farklı faaliyetlerde bulunan iş birimleri, bir araya toplanmış varlıklar olarak görülmelidir. Benzer faaliyet özellikleri gösteren iş birimleri birleştirilmeli, bağımsız olarak hareket eden bölümler birbirinden ayrılmalıdır. Holding şirket, bölümlerden elde edilen fazla nakdin toplandığı hazine görevi görmeli ve bölümlere finans, hukuk, muhasebe ve insan kaynakları tavsiyeleri dağıtmalıdır.

Değer temelli yaklaşıma göre çok bölümlü büyük şirketlerin genel giderleri çoğu kez yüksek olur ve bu şirketlerin iyi stratejiye sahip olan, seçili işleri olan yatırımcıları vardır. Kurumsal ortaklık en yüksek teklifi veren yatırımcılara satılır. Eğer şirket hisse senedi piyasasında şirketin bölümlerinin değerleri toplamından daha düşük değerlendirilmişse, değer temelli yaklaşım, fiyat indirimini aşmak için bölümlerin ayrıştırılmasını savunur.

Birleşme ve satın almalarda iki taraf arasındaki anlaşma, olası müşterinin potansiyel hedef firma ile ilk temasını gerçekleştirmesi ve hedef firmanın satın alınma olasılığını araştırmaya olan ilgisini ifade etmesi ile başlayan bir süreç olarak değerlendirilebilir. Başka bir işletme ile birleşme veya satın alma işlemi gerçekleştirme girişiminde bulunan işletmeye “teklif sahibi” denilir. Teklif sahibi işletme tarafından satın alınmak veya birleşmek istenilen işletmeye, “hedef işletme” veya “hedef firma” denilir.

Guadalupe vd. (2010:10-13) yabancı bir şirketin satın alma faaliyeti kararına yönelik olarak, satın alma yapılacak yerel piyasanın büyüklüğüne ve inovasyon maliyetlerine bağlı olacak şekilde bir regresyon modeli tanımlamıştır. Buna göre çokuluslu teklif sahibi bir şirketin, ancak satın alma ile yaratılacak değerin, sabit satın alma araştırma ve yönetim maliyetlerinden daha yüksek olması şartıyla satın alma kararı vereceğini göstermiştir. Bunun için de hedef işletmenin, satın alma olmaması durumuna kıyasla inovasyon maliyetlerini düşürmesi ve/veya pazar payını arttırması gerekmektedir. Yazarlar hedef işletme seçme karar sürecinin, birbirinden çok farklı iki seçim mekanizmasının fonksiyonu olabileceğini göstermiştir. İlk senaryoda, teklif sahibi yabancı şirket, ekonomideki en üretken firmayı hedef olarak seçmektedir. İkinci senaryoda ise kendi üretkenlik seviyesini, hangi firma olduğuna bakmaksızın yerli firmaya aktaracağı için, en az üretken firmayı hedef olarak seçmektedir. İspanya'ya yatırım yapan çokuluslu şirketler için ilk senaryonun geçerli olduğu bulunmuştur. Ayrıca Şili, Endonezya ve Birleşik Krallık için de ilk senaryonun geçerli olduğunu bulan çalışmalar vardır (Ramondo, 2009; Arnold ve Javorcik, 2009; Criscuolo ve Martin, 2009).

Hooke, (1997:37- 52) birleşme ve satın almalarla ilgilenen teklif sahibi işletmeleri beş kategoride incelemiştir. DYY çeken ve anlaşma sürecine başlayan işletmeler için, karşısındaki yatırımcının hangi kategoriye girdiğini belirlemek ve stratejilerini ona göre oluşturmak önemli olmaktadır.

Vitrin Gezici (Window Shopper): Vitrin geziciler işleri ile ilgisi olan tüm anlaşmalara ısrarla ilgi gösteren büyük şirketlerdir. Bu şirketler büyüklükleri nedeniyle yatırım bankaları gibi aracılardan büyük saygı görmektedir çünkü aracılar bu şirketlere aynı zamanda diğer finansal ürün ve hizmetleri de pazarlamaya çalışmaktadır. Bu şirketler nadiren satın alma işlemi gerçekleştirmekte ve rakiplerini de satın almak için yakından takip etmektedir. Şirket yönetimi bu konudaki bilgi birikimini stratejik planlarında ve istihbarat süreçlerinde kullanmaktadır.

Dip Balıkçısı (Bottom Fisher): Dip balıkçısı tabir edilen yatırımcılar birleşme faaliyetlerinde sıklıkla karşılaşılan, cimri olarak nitelendirilebilecek şirketlerdir. Bu

şirketler mütemadiyen hedef firmaların satış fiyatları için pazarlık etmektedir. Dip balıkçısı alıcının anlaşma yapması için yok denecek bir değer karşılığında yüksek bir değer elde ettiğine inanması gerekmektedir. Karlı fakat fiyat/kazanç oranı düşük olan hedef şirketler bu tip yatırımcıların ilgi alanına girmektedir çünkü agresif yönetim stratejisi ile varlıkların değerini yükseltebileceklerini düşünürler. Dip balıkçısı alıcı diğer alıcılara göre hedef şirketin finansal tablolarını daha yakından analiz eder ve varlıkların tasfiye değeri alış fiyatını geçtiği sürece para kazanmayan şirketlere de ilgi gösterebilir. Bu tip yatırımcılar önemli derecede faaliyet riski üstlenmiş olurlar fakat üstlendikleri finansal risk azdır.

Pazar Payı / Ürün Grubu Genişletici: Bu gruptaki yatırımcılar pazar payını artıracak veya ürün grubunu genişletecek işlere yatırım yapmaktadır. Düşünceleri yeni bir ürün imalatına veya yeni bir piyasaya girmeye başlangıçtan başlamanın mantıksız olabileceğidir. Hedef firmanın faaliyetleri alıcının faaliyetlerine yakın olacağı için alıcı hedef firmayı anlayabilecek, aynı zamanda fiyat belirleme sürecinde başlangıç noktası olarak kendi değerlendirme sistemini kullanabilecektir.

Stratejik Alıcı: Stratejik alıcılar faaliyet gösterdikleri iş kolunun gelecek beklentilerini iyi bulmayan veya o iş kolunda fazladan nakit akışı elde edecek yeterli çekicilikte yatırım bulamayan yatırımcılardır. Stratejik alıcı çeşitlendirme yapmak isteyen bir finansal yatırımcı olabileceği gibi, hedef firma üzerinde kontrol elde etmek isteyen kurumsal stratejik yatırımcı da olabilir. İkinci tip yatırımcı iki işletme arasında oluşacak faaliyet sinerjisinden faydalanmak ister ve hedef işletmeye bunun için “kontrol primi” ödemeye razı olur. Stratejik satın alma duyurusunu takiben alıcı şirketin hisse senedi fiyatı düşerken satın alınacak işletmenin hisse senedi fiyatı yükselmektedir.

Borçlanarak Satın Alıcı (Leveraged Buyout): Borçlanarak satın alma işlemi yapanlar borç olarak kullandıkları fonlarla şirket hisseleri alarak uzun vadede karlı bir strateji oluşturmayı amaçlamaktadır. Bu kategorideki yatırımcılar genelde finansal yatırımcılardır. Kullanılan kaldıraç yatırımın getirisini yukarı veya aşağı yönde büyötmektedir. Satın alma işlemi hem alım pazarlığını hem de borç finansmanını

düzenleyen uzmanlar ve satın alınacak işletme üst yönetimi tarafından gerçekleştirilmektedir. Borçlanarak satın almada satın alınacak işletmede aranan özellikler maddi varlıkların yüksek olması ve alış fiyatı-maddi varlık oranının düşük olmasıdır. Uygulamada borçlanarak satın alınan şirketlerin imalat işletmelerinden çok hizmet, dağıtım ve perakendecilik işletmeleri olduğu görülmektedir.

Bu kategorilerdeki yatırımcıların ortak amacı kar elde etmektir ve bu onların temel motivasyonudur.

Hedef firma seçimi, işletmelerin nasıl rekabet ettiği ve nasıl para kazandığını belirleyen faktörler anlamında hedef piyasanın veya birkaç piyasadan oluşan hedef sektörün tanımlanması ile başlar². Hedeflenen piyasanın içinden seçim kriterine uygun hedef işletme belirlenmelidir. Seçim kriterleri, büyüklük, pazar payı, itibar ve büyüme gibi kriterler olabilir. Potansiyel alıcı, bir sonraki adımda seçtiği işletmeyi analiz etmeye başlar. Halka açık işletmelerle ilgili bilgilerin toplanması göreceli olarak daha kolay olmaktadır çünkü bu işletmeler düzenli olarak denetimden geçmiş finansal tablolarını Sermaye Piyasası Kurulu'na sunarlar. Ayrıca bu işletmelerin finansal tabloları menkul kıymet analistleri tarafından sürekli takip edilir, basında tartışma konusu olabilir veya bu işletmelerin yöneticileri bazı zamanlarda basın açıklamaları yapabilir. Halka açık olmayan işletmeler hakkında bilgi toplamak daha zor ve daha çok çalışma gerektiren bir iştir. Bu iş mümkün olduğunda firmanın müşterileri, tedarikçileri, eski ve mevcut çalışanları ile görüşmeler yapmayı ve mahalli basında firma yöneticilerinin konuşmalarını takip etmeyi gerektirir.

Potansiyel alıcı çoğu zaman acentelere ve yatırım bankalarına, halka açık olmayan hedef işletmeleri, son zamanlarda benzer işletmelere ne ödendiğine bağlı olarak değerlemeleri için para öder. Bu tahminler faydalı olsa da, bazı işletmeler ile ilgili bilgi gerçekten ulaşılamaz durumdadır ve potansiyel alıcı elindeki bilgileri bir araya getirerek hedef firmanın finansal tablolarını olabildiği kadar yeniden yapılandırmak

² Bir hedef firmanın çekiciliğini değerlendirmek için gerekli olan bilgiyi sınıflandırmada, Michael Porter'in (1985) firmaların faaliyet gösterdiği piyasa veya sektör çevresini; müşteriler, tedarikçiler, mevcut rakipler, potansiyel rakipler ve ürün ve hizmet ikameleri olan rekabet dinamikleri ile karakterize eden 'Beş Güç' çerçevesi, uygun bir yaklaşım olabilir.

zorunda kalır. Bu durumda, benzer bir halka açık firmanın finansal tabloları faydalı bir başlangıç noktası olabilir. Halka açık olan firma hedef firmadan çok daha büyük olsa da, çeşitli finansal değişkenler arasındaki ilişkiler benzer olabilir. Örneğin analist satışlar, satışların maliyeti, genel yönetim giderleri, varlıklar, sermaye harcamaları, alacaklar ve stoklar arasındaki ilişkiler ile ilgili finansal oranları hesaplayabilir ve bu oranları hedef firmanın finansal tablolarını oluşturmak amacıyla satışların tahmini için kullanabilir. Bu noktada analist, vekil olarak seçilen halka açık firmanın faaliyet etkinliğinin daha yüksek olabileceğini hesaba katmalıdır (DePamphilis, 2011:22).

2.1.3. Kurumsal yönetim bakış açısıyla DYY'ler ve sahiplik yapısı

Kurumsal yönetim genel anlamda ekonomik amaçlar ile sosyal amaçlar arasında ve bireysel amaçlar ile topluluk amaçları arasında denge kurmakla ilgilidir. Kurumsal yönetim çerçevesi kaynakların etkin kullanımını teşvik ve bu kaynakların kullanım kayıtları ile ilgili hesap verilebilmesini talep eder. Amaç bireylerin, işletmelerin ve toplumun çıkarlarını örtüştürmektir (Cadbury, 2000:Önsöz). Kurumsal yönetim düzenlemeleri firmaların yeni değer yaratma yeteneklerine riskler, getiriler, imtiyazlar, hissedarların yanında paydaşların hakları ve bu paydaşların motivasyonları üzerindeki etkileri ile yön vermektedir. Kurumsal yönetim sistemleri hangi şart altında kontrol hakkının kimde olacağına, yaratılan değer ne kadarını kimlerin alacağına ve hangi riskleri kimin üstleneceğine ilişkin temel kuralları koymaktadır. Böylelikle öncelikler belirlenebilecek, örgütsel yeterlilikleri oluşturmada kaynakların harcanması ile ilgili kararlar verilebilecek ve yönetici ile çalışanların nasıl değerlendirileceği belirlenebilecektir (Blair, 1995:273).

Sanayi devriminden sonra teknoloji geliştikçe bir çok büyük şirkette hiçbir kişinin, ailenin ya da yönetici grubunun sahipliği, şirketin büyümesini sürdürecektir yeterli sermayeyi sağlamaya yetmemiş ve sahiplik eskisine göre daha geniş topluluklara yayılmıştır. Berle ve Means (1933'ten aktaran Clarke, 2007:4) sahiplik ve kontrolün ayrışmasını tarihe "sahiplik atomunun, kontrol sahipliği ve faydacı sahiplik olarak iki bileşene ayrışması" olarak geçirmiştir.

Sahiplik ve kontrolün birbirinden ayrışması, şirketin sahipliğinin kademeli olarak tam sahiplik durumundan azınlık kontrolüne doğru ayrışması şeklinde, şirketin kontrolünün de bu azınlığın elinde kalması durumundan hiçbir azınlığın baskın olarak şirket işlerini kontrol edemeyeceği kadar geniş bir kitleye yayılmasına kadar gitmektedir. Bu noktada en büyük tek pay sahibi bile şirketin sadece küçük bir yüzdesine sahip olmakta ve bu pay yönetim üzerinde baskı yapmaya yetersiz kalmaktadır.

Means (1931'den aktaran Clarke, 2007:5) sahiplik ve kontrolün ayrışmasının potansiyel şekillerini şu şekilde tanıtmıştır:

- 1- Neredeyse şirketin tamamına sahip olmaktan gelen kontrol
- 2- Çoğunluk sahipliği kontrolü
- 3- Çoğunluk sahipliği olmaksızın yasal bir araçla gelen kontrol
- 4- Azınlık sahipliği kontrolü
- 5- Şirket yönetiminin kontrolü

Means yöneticilerin, kendileri de dahil olmak üzere, hissedar grupları arasında şirket karlarını ve belli bir noktaya kadar varlıklarını hangi mekanizmalarla dağıtabileceklerinin ve kaydırabileceklerinin taslağını çizmiştir. Yönetimin mutlak gücü ele geçirmesine engel olmak için denetime ihtiyaç vardır. Means'in gözünde şirketin kontrolünün kimde olduğunu, alt yöneticileri seçme gücünün kimde olduğu göstermektedir. Yönetim, alt yöneticilerin seçimi ile sorumlu olan temsili bir komite atar. Bu komite zaten mevcut yönetim tarafından atandığı için sanal olarak mevcut yönetimin kendi haleflerini dikte ettirebilecektir. Sahiplik yeterli derecede alt bölümlere ayrıldığı zaman yönetim, sahiplik payı ihmal edilecek kadar az olmasına rağmen, kendi kendini tespit eden bir organ haline gelebilir. Her zaman hissedarların isyan etme olasılığı olmasına rağmen normal şartlar altında şirket üzerinde ortakların az bir etkisi vardır ve yönetsel kontrole muhalefet azdır. Yöneticilerin kontrol ettiği bir şirkette sahiplik ve kontrolün ayrışması hemen hemen tamamlanmıştır. Sahiplerin çoğunluğunun şirket üzerinde neredeyse hiç kontrolü yokken, kontrolü elinde tutan grubun ihmal edilebilecek bir ortaklık payı vardır.

Çok sayıda ortağı olan bir şirkette ortakların bir çoğu şirket faaliyetlerinin bir parçası olmak istemez. Bu tip ortaklar aktif sahiplerden ziyade pasif yatırımcı olarak değerlendirilebilir. Bu ayrım ince fakat önemlidir. Sahipler şirketin performansına odaklanırken yatırımcılar hisse senedi portföylerinin risk ve getirisine odaklanırlar. Yatırımcılar çeşitlendirme ile risklerini azaltırken, şirket kararlarına katılım ve etki etme dereceleri azdır. Böylece birçok şirkette yatırımcılar pasif ortaklar olmuş olurlar. Sahiplik ve kontrolün bu şekilde ayrışması ile ilgili bir problem vardır. Yöneticiler ortakları neden önemseyecektir? Berle ve Means (1932) şirketlerde üst düzey yöneticilerin ihtiyatlı aktif şirket sahiplerinin izlemesinden kurtulduklarında sadece hisse senedi sahiplerini memnun edecek kadar kar elde etme peşinde olacaklarını ve prim ödemeleri, güç ve şöhret ile kendilerini mükafatlandırma arayışı içinde olacaklarını işaret etmiştir. Bu soruna vekalet problemi adı verilmiştir. Vekalet problemi ile ilgili zaman içinde geniş bir alan yazın oluşturulmuştur (Alchian ve Demsetz 1972, Holmstorm 1982, Fama ve Jensen 1983).

Şirketlerde sahiplik yoğunluğu yüksek olduğunda kurumsal yönetimin temel problemi Berle ve Means'in vekalet problemi olmaktan çıkıp, küçük hissedarların korunması problemine dönüşmektedir (La Porta vd., 1999; Claessens vd., 2000). Vekalet problemi ikincil problem olmaktadır. Sahiplik yoğunluğu yüksek olan şirketlerde hissedarlar belli bir eşiğin üzerinde sahipliği garantilemeyi talep etmektedir. Amaçları finansal fayda sağlamaktan çok baskın pozisyonlarını muhafaza etmek olmaktadır.

“Kurumsal yönetim penceresinden şirketlerde azınlık ve çoğunluk hisse sahibi ortakların farkları şöyle sıralanabilir: 1) Çoğunluk hisse sahibi ortaklar daha fazla sermaye yatırımı yaptıkları için üstlendikleri risk daha yüksektir. 2) Çoğunluk hisse sahibi ortaklar fiilen daha uzun yatırım ufkuna sahiptir. Azınlık hisse sahibi ortaklar eğer firma istedikleri performansı göstermezse daha az maliyetle ellerindeki ortaklık paylarını satabilirler. 3) Çoğunluk hisse sahibi ortakların yatırım miktarları yüksek olduğu için varlıklarını değişik alternatiflere dağıtma veya sistematik olmayan riski azaltma fırsatları daha azdır. 4) Çoğunluk hisse sahibi ortakların amacı şirketi kontrol

etme ve kararlarda söz sahibi olmak; azınlık hisse sahibi ortakların amacı ise daha çok yatırımlarından getiri elde etmektir” (Lazarides vd., 2009 :77).

Son yirmi yıldır dünyada şirket hisselerinin büyük kısmını büyük finansal kurumlar elinde tutmaktadır. Bilhassa emeklilik fonlarının ve yatırım fonlarının kontrol ettiği hisse miktarı çok hızlı büyümüştür. Bireysel finansal kurumlar genellikle büyük şirketlerin %1- %2 hissesine sahip olmakla birlikte, grup kurumsal yatırımcılar söz konusu olduğunda bu pay büyümekte, %50’nin üzerine çıkabilmektedir. Bazı durumlarda bu kurumlardaki portföy yöneticileri, aldıkları komisyon miktarını arttırmak amacıyla müşterinin hesabını gereksiz alışveriş işlemleriyle şişirmekle, gelip geçici moda yatırım stratejileri benimsemekle ve önemsiz haberlerde bile alım satım yapmada çok aceleci davranmakla suçlanmaktadır. Aynı zamanda bazı büyük finansal kurumlar şirket yöneticilerinin kararlarını aktif olarak etkilemeye çalışmaktadır. Yöneticiler buna engel olmaya çalışsalar da bu kurumlardan etkilenmektedir. Bu iki yolla finansal piyasalar şirket yönetimi üzerinde kısa vadeye odaklanma konusunda baskı yapmaktadır (Blair, 1995:46-48).

DYY girişleri ile ev sahibi ülkeler finansal sermaye ve insan sermayesi ithal etmektedirler. Bu sermaye, söz konusu ülkelerde ölçülebilir üretkenlik seviyesi artışına neden olmaktadır. Bu nedenle, yükselen ekonomiler ve geçiş ekonomileri için DYY girişleri, önemli bir potansiyel sermaye kaynağı olmaktadır. Bu ekonomilerdeki politik ve ekonomik kurumsal yönetim sistemleri DYY giriş ve çıkışlarını, gelişmiş ekonomilerdekinden farklı şekilde ve farklı düzeyde etkilemektedir. Ülkelerin kurumsal yönetim uygulamaları DYY sürecini belirleyen önemli bir faktör olarak karşımıza çıkmaktadır. Geniş anlamda kurumsal yönetim, özel sektör işletmelerinin etkinliğini, hukuk sisteminin şeffaflığını ve kamu kurumlarının dürüstlüğünü etkileyen, bir ülkedeki ekonomik özgürlük seviyesini, özel mülkiyet haklarını, özel sektörün devlet düzenlemelerine ve mevzuata uyma maliyetlerini belirleyen kanunları, düzenlemeleri ve kamu kurumlarını kapsamaktadır (Slangen vd., 2004; Laporta vd., 1999’dan aktaran Globerman vd., 2006). İyi kurumsal yönetim sistemlerinin özellikleri, işletmelerin daha karlı çalışmasına zemin hazırlayan ekonomik özgürlük, güvenli özel mülkiyet hakları, dürüst ve etkin kamu sektörü, şeffaf hükümet, en az

düzeyde ticari kısıtlamalardır ve bu özellikler bir ülkeye DYY girişini dolaylı olarak teşvik etmektedir (Globerman vd., 2006).

Kurumsal yönetim mekanizmaları ve DYY'ler arasındaki ilişkiler açısından son yıllarda birçok ülkenin doğrudan yatırım çekmek için daha liberal politikalar kabul etmesi ve küresel olarak piyasalarda bütünleşmeyi artırmak için yapısal programlar uygulaması, gelişmiş ve daha az gelişmiş ülkeler için doğrudan yatırımları daha çekici hale getirmiştir (Giuseppina, 2009'dan aktaran Farooque ve Yarram, 2010). Ev sahibi ülkeler DYY çekmek için, finansal fırsatlar, vergi fırsatları ve iş dünyası fırsatları yaratma konularında rekabet etmektedir. Özellikle 2001 yılından itibaren ev sahibi ekonomilerde dikkatler kurumsal yönetim mekanizmalarına, muhasebe ve bilgilendirme standartlarına, mülkiyet haklarına, piyasaların yatırımlara açıklığına ve yasal ve kurumsal altyapıya toplanmıştır. Böylece 2001 yılında gelişmiş ülkelerde yaşanan duraksamaya rağmen, son on yılda hem gelişmiş hem de gelişmekte olan ülkelere DYY akımları artış göstermiştir.

2.1.3.1. Türkiye ve Almanya özelinde kurumsal yönetim, iş yapma ortamı ve DYY'ler

Sahiplik yoğunluğu yüksek olan şirketlerin çok sayıda olduğu kıta Avrupası ülkelerinde, Anglo-Saxon ülkelerinden farklı olarak kurumsal yönetimin öncelikli problemi azınlık hissedar haklarının korunmasıdır. Çoğunluk hisseye sahip ortakların şirketin yönetim, kontrol ve denetim faaliyetlerine katılma motivasyonu vardır. Azınlık hisseye sahip ortaklarsa kontrolü elinde bulunduran diğer ortakların, kendilerinin yararına olacak şekilde verdikleri kararlara uymak zorunda kalmaktadır. Bu kararlar genellikle kazançların dağıtımı, transfer fiyatlaması, varlıkların yanlış kullanımı, firmanın bazı bölümlerinin, çoğunluk hisseye sahip ortakların sahip olduğu firmalara piyasa değerinin altında satılması veya bu ortakların sahip olduğu firmaların piyasa değerinin üzerinde satın alınması konularında olmaktadır. Akimova ve Schwödiauer (2004) bu sorunu, firmada hisse sahibi olan paydaşlarının toplam kazancı üzerinden göstermiştir. Homojen bir hisse sahibi paydaş grubunun şirketin çoğunluk hissesine sahip olması durumunda, oy haklarını senkronize kullanarak fikir birliği

yapacağını, fakat hisse sahibi paydaş grup heterojen olduğunda çatışmalar çıkacağını göstermiştir.

Hem Almanya’da hem de Türkiye’de şirketlerde yüksek yoğunluklu sahiplik yapısı görülmektedir. Özellikle aile şirketleri bu duruma güzel örnek teşkil etmektedir. Bu şirketlerde yöneticiler genellikle çoğunluk hisse sahibi ortaklardan oluşmaktadır. Bu grubun kararları ve faaliyetleri kurallara uygun olmakla birlikte, azınlık hisse sahibi ortakların bu kararları sorgulaması ve müdahale etmesi neredeyse imkansızdır (Schmid ve Wahrenburg, 2002). Bu durumda vekalet maliyetlerini düşürmeyi amaçlayarak yöneticilerin kararlarını kontrol etme üzerine tasarlanmış kurumsal yönetim mekanizmaları bu ülkelerde etkili olmamakta; aksine, şirketlere ek maliyetler getirmektedir. Şirketleri yüksek yoğunluklu sahiplik yapısı gösteren ülkelerde olması gereken, azınlık haklarının korunması amaçlanarak tasarlanmış olan kurumsal yönetim mekanizmalarıdır.

Türkiye’nin kurumsal yönetim konusunda yasal ve kurumsal çerçevesi 2000 yılından sonra gelişme göstermiştir. Buna ek olarak şeffaflık ve açıklama standartları diğer gelişmekte olan piyasalara yakın olarak değerlendirilebilir ve yasal mevzuattaki son düzenlemelerin kurumsal yönetim uygulamalarına olumlu etkisinin olacağı beklenmektedir. 2000-2006 döneminde yapısal reform anlamında en çok göze çarpan gelişme finansal sektörde, bankacılık sektörünün denetlenmesi konusunda gerçekleşmiştir. Bu gelişmeyi, referans noktası olabilecek Sermaye Piyasası Kurulu’nun Kurumsal Yönetim Prensipleri izlemektedir. Ararat ve Uğur (2006;193-210), ülke özelliklerinin, en az gelişmiş ülkelerde kurumsal yönetim sistemin belirleyicisi olarak gösterildiği bir çalışmayı referans alarak Türkiye için finansal ve ekonomik gelişme ile ekonomik büyüme konularındaki gelişmenin kurumsal yönetim standartları üzerinde olumlu etkileri olduğunu bulmuşlardır. Türkiye kurumsal yönetim uygulamalarında iki önemli engelle karşılaşılabilceğini belirtmişlerdir. Bunlardan ilki stratejik portföy yatırımlarında sermayenin gelişmekte olan ülkelere mi yoksa gelişmiş ülkelere mi yöneleceği ile ilgilidir. Bu seçimde likidite kriteri büyük bir rol oynamaktadır. Likidite performansın bilinen bir temsilcisi olmamasına rağmen şirketlerin yatırımcıların portföyüne girip girmemesinin likiditeye bağlı olduğu öne

sürülmektedir. Bu durum, gelişmekte olan ülkelerde gelişmiş ülkelere göre kurumsal yönetim kalite göstergelerinin daha iyi yerleştirilmesi ve bununla ilgili verilere daha kolay ulaşılabilmesinden kaynaklanıyor olabilir. Kurumsal yönetim uygulamalarındaki ikinci önemli engel ise Türk şirketlerinin yüksek yoğunluklu sahiplik yapıları ve düşük halka açılma oranlarıdır. Bu iki olgu yabancı yatırımcıların Türk piyasasına girmelerini zorlaştırmaktadır.

Türkiye'nin bugüne kadar 01.05.2012 tarihi itibarıyla 84 ülkeyle imzalamış olduğu Yatırımların Karşılıklı Teşviki ve Korunması (YKTK) Anlaşması mevcuttur. Bu ülkelerin listesi Ek 2'de yer almaktadır.

Genel olarak YKTK Anlaşmaları, kamulaştırma veya devletleştirme halinde yatırımın gerçek bedelinin gecikmeksizin ödenmesi ve transferini, “yabancı yatırımcılara milli muamele” ve “en çok gözetilen ulus” prensipleri çerçevesinde muamele edilmesini, transferlerin gecikmeksizin yapılmasını, savaş veya iç karışıklık hallerinde milli muamele ilkesi çerçevesinde zarar gören yatırımcılara tazminat ödenebilmesini ve yatırımcılarla devlet arasında herhangi bir uyuşmazlığın ortaya çıkması halinde yabancı yatırımcıların daha objektif olduğu ve hızlı işlediği gerekçesiyle tercih ettiği uluslararası tahkim imkanının tanınmasını garanti altına almaktadır.

Yatırım ve ticari ilişkilerimizin yoğun olduğu veya bu yönde potansiyel görülen ve ilişkilerin güçlendirilmesinde yarar görülen ülkelerle imzalanmakta olan YKTK Anlaşmalarının temel amacı, taraf ülkeler arasında sermaye ve teknoloji akımını artırmak ve yatırımlara ev sahipliği yapan ülkenin hukuk düzeni içinde yabancı sermayeli yatırımlara uygulanacak muamelenin şartlarını tespit etmektir. YKTK Anlaşmalarıyla hedeflenen yabancı yatırımcı kitlesi, sermaye ile birlikte teknoloji, bilgi birikimi, yönetim becerisi ve yeni pazar imkanlarını da beraberinde ülkemize getirebilecek olan gelişmiş ülkelerin doğrudan yabancı sermaye yatırımcılarıdır. Ayrıca ülkemizin sermaye ihraç eder hale gelmesinden sonra, yurtdışında yatırımları bulunan girişimcilerimizin bu ülkelerdeki

yatırımlarını güvenceye almak amacıyla da gelişmekte olan bir çok Asya, Afrika ve Latin Amerika lkeleri ile de YKTK Anlaşmaları imzalanmaktadır.

Yabancı yatırımcılar, bir ülkeye yatırım yapma aşamasında girmiş oldukları faaliyetler dolayısıyla, ticari ve ticari olmayan risklerle karşı karşıyadırlar. Ticari riskler, yerli veya yabancı tüm yatırımcıların katlanması gereken riskler iken, ticari olmayan riskler önceden öngörülemeyen ve ticari teşebbüsün faaliyeti ile ilgili olmayan risklerdir. Bunlar, kamulaştırma veya devletleştirme; savaş veya iç karışıklıklar sonucu oluşan zarar ve kayıplar, kar, tasfiye ve satış bedellerinin transfer edilememesi veya transfer edilmesinin geciktirilmesi şeklinde ortaya çıkabilmektedir. Ayrıca yabancı yatırımcı ile yatırımın yapıldığı ev sahibi ülke devleti arasında uyuşmazlık çıkması halinde, başvurulabilecek yargı yolu olarak uluslararası tahkimin tanınıp tanınmaması konusu da yabancı yatırımcıların yatırım kararlarını etkileyen önemli konulardan biri olarak görülmektedir. Yabancı yatırımcıların anılan konulardaki kuşkularını gidermek ve bu risklere güvence sağlamak amacıyla 1950’li yılların sonlarından beri dünya ülkeleri arasında ikili yatırım anlaşmalarının müzakeresi ve imzalanması süreci başlatılmış, bu süreç özellikle 80 ve 90’lı yıllarda büyük hız kazanmıştır (Ekonomi Bakanlığı Teşvik Uygulama ve Yabancı Sermaye Genel Müdürlüğü).

Almanya, yabancı yatırımlar açısından teknolojik gelişmişliğinin yanısıra merkezi coğrafı konumu, gelişmiş altyapısı, güvenilir hukuk sistemi ve kalifiye işgücü gibi özelliklerinden dolayı yabancı yatırımcılar için bir çekim merkezidir. 2000 yılında Almanya’da vergi reformu yapılmış ve hem kurumsal şirketler hem de bireysel girişimciler için vergi yükü önemli bir oranda azalarak uluslararası düzeyde rekabet avantajı elde edilmiştir. Ayrıca, Almanya’ya yatırım kararı alınmasında vasıflı işgücü ön plana çıkmaktadır (Aydın, 2011:23).

Almanya kurumsal yönetim sisteminin ayırt edici özellikleri, şirketlerin sadece hissedar veya firma sahiplerine değil, diğer paydaşlara karşı da sorumlu olması, toplam risk sermayesi arzında hisse senedi piyasasının sınırlı rolünün olması ve

şirketlerdeki müşterek liderlik uygulamalarıdır. Carlsson (2001:62-69) bu özellikleri ve Alman sisteminin dinamiklerini kısaca özetlemiştir. Alman kurumsal yönetim sisteminde şirket paydaşlarından çalışanlara büyük önem verilmektedir ve şirket yönetimine katılmaları teşvik edilmektedir. Örneğin kanunla çalışan sayısı 2000'i geçen şirketlerin denetim kurullarında, çalışanların %50 oranında temsil edilmesi zorunlu kılınmıştır. Alman şirketlerinin gerek yönetim gerekse denetim kurullarında bankaların da temsil edildiği görülmektedir. Bunun nedeni Alman şirketlerinin önemli derecede Alman bankaları tarafından sahip olunmasıdır.

Alman borsaları tüm ölçütlere göre küçük borsalardır denilebilir. Alman endüstrisinde şirketlere finansman ve risk sermayesi sağlama bakımından bankalar, borsalardan daha ön plandadır. Tarihi olarak bankalar kısa ve uzun vadeli kredi ile risk sermayesi sağlama yanında şirketlere danışmanlık, ağ oluşturma ve aktif sahiplik fonksiyonları da sağlamışlardır. Bankaların, şirketler için borsaların sağlam bir ikamesi şeklinde çalışması finansal piyasaların şirketlerin yönetimine müdahale etmesine engel olmuştur.

Şirketlerdeki müşterek liderlik uygulamaları yönetim kurulunun yanı sıra, yönetim kurulunun kendi içinde seçtiği başkanın uluslararası yatırımcılar tarafından yönetim kurulu başkanından ziyade icra kurulu başkanı gibi algılanması nedeniyle karışıklık yaratmıştır. Alman şirketlerinin yönetim kurulları ile ilgili bu karmaşıklık yabancı yatırımcılar için bir soru işareti yaratmaktadır. Alman endüstrisinin aktörleri değişim istese de güçlü statükocu güçler nedeniyle bu değişim çok yavaş olmaktadır.

Küreselleşme yoğunlaştıkça ülkeler enflasyon sorununa hakim olmak ve makroekonomik istikrara ulaşmak zorunda kalmaktadır. Almanya bu konuda en başarılı ülkelerden biri olagelmıştır. Fakat artık ülkeler arasındaki rekabet, belirli ülkelerdeki kaynakları kullanan başarılı ve rekabetçi şirketlerin küresel arenada ne yaptıklarına bağlıdır. Şirketlerin başarısı artık bulundukları ülkenin, en iyi işletme ve ticaret çevresi (kurumsal düzenlemeler, altyapı, kaynakların kalitesi gibi) oluşturma konusundaki konumuna bağlıdır. Almanya makroekonomik istikrar konusundaki başarısını, işletme ve ticaret çevresini avantajlı hale getirmekte de yakalamak için kurumsal yönetim sisteminde reformlar gerçekleştirmeye çalışmaktadır.

Türkiye ve Almanya ekonomileri farklı gelişmişlik düzeyinde olduğu için şüphesiz kurumsal yönetim uygulamaları da farklı genişlikte ve derinliktedir. Bu uygulamaların iş yaşamına ve yatırım ortamına etkisi DYY'ler açısından önemli olmaktadır. İş yapma konusunda Dünya Bankası tarafından her yıl hazırlanan İş Yapma Raporu (Doing Business Report) bu konuda yol gösterici olabilir. Tablo 2'de 2013 raporu kullanılarak hazırlanan Türkiye ve Almanya ile ilgili bilgilere karşılaştırmalı olarak yer verilmiştir.

Tablo 2. Türkiye'de ve Almanya'da İş Yapma Ortamı

	Türkiye	Almanya
Kişibaşı brüt milli gelir (x1000 ABD \$)	10.41	43.98
Nüfus (Milyon)	73.6	81.7
İşyeri kurma		
İşyeri kurmak için gerekli prosedür sayısı	6	9
İşyeri kurmak için gerekli gün sayısı	6	15
Kişibaşı gelir yüzdesi olarak işyeri kurma maliyeti	10.5	4.9
Kişibaşı gelir yüzdesi olarak işyeri kurmak için gerekli en az sermaye	7.2	0
Yapı izni		
Yapı izni için gerekli prosedür sayısı	20	9
Yapı izni için gerekli gün sayısı	180	97
Kişibaşı gelir yüzdesi olarak yapı izni maliyeti	164.3	48.1
Elektrik bağlatma		
Elektrik bağlatmak için gerekli prosedür sayısı	5	3
Elektrik bağlatmak için gerekli gün sayısı	70	17
Kişibaşı gelir yüzdesi olarak elektrik bağlatmanın maliyeti	517.9	48.3
Mülk tescili		
Mülk tescili için gerekli prosedür sayısı	6	5
Mülk tescili için gerekli gün sayısı	6	40
Mülk değerinin yüzdesi olarak tescilin maliyeti	3.3	5.7
Kredi kullanma		
Yasal hakların kuvveti endeksi (0-10)	4	7
Kredi bilgisinin derinliği endeksi (0-6)	5	6
Yatırımcıların korunması		
Açıklık endeksi (0-10)	9	5
Hissedar haklarını kullanma kolaylığı endeksi (0-10)	4	5
Yatırımcıların korunması endeksi (0-10)	5.7	5
Vergi ödeme		
Yıllık ödeme sayısı	15	9
Yıllık vergi ödeme zamanı (saat)	223	207

Karın yüzdesi olarak toplam vergi oranı	41.2	46.8
Sınır ötesi ticaret		
İhracat için gerekli döküman sayısı	7	4
İhracat için gerekli gün sayısı	13	7
Konteyner başına ihracat maliyeti (ABD \$)	990	872
İthalat için gerekli döküman sayısı	7	5
İthalat için gerekli gün sayısı	14	7
Konteyner başına ithalat maliyeti (ABD \$)	1235	937
Sözleşme tatbiki		
Gerekli prosedür sayısı	36	30
Gerekli gün sayısı	420	394
Sözleşme bedelinin yüzdesi olarak maliyet	24.9	14.4
İflas kararı		
İflas kararı için gerekli zaman (yıl)	3.3	1.2
Mülk değerinin yüzdesi olarak iflas kararının maliyeti	15	8

Kaynak: Anderson ve Gonzalez, The World Bank Doing Business Report 2013.

Tablodan açıkça görülmektedir ki Almanya’da iş hayatında birçok işlem daha hızlı ve daha az maliyetli gerçekleştirilebilmektedir. Tablonun sol tarafında yer alan kriterler DYY ile yakından ilişkilidir. Kriterleri daha gelişmiş olan ülkelerdeki yatırım iklimi daha iyi olmakta ve bu ülkelerde iş yapmak daha kolay olduğundan bu ülkelere daha fazla DYY gitmektedir. Ayrıca yerli firmalara ilişkin kriterler açısından bakıldığında, yerli firmalara iyi bir düzenleyici kurumsal çevre yaratan ekonomiler, yabancı yatırımlara da daha iyi kurumsal çevre yaratabilecektir (Anderson ve Gonzalez, 2013:47).

2.2. Ampirik Alan Yazın

Araştırma konusu ile ilgili ulaşılabilen ampirik alan yazın konularına göre gruplandırılmış ve kronolojik olarak sıralanmıştır.

Sahiplik yapısı ile ilgili çalışmalar:

Sahiplik yapısı ile ilgili ulaşılabilen çalışmalardan ilki Demsetz ve Lehn (1985) tarafından yapılan çalışmadır. Demsetz ve Lehn’e göre firmanın ekonomik özellikleri

sahiplik yoğunluğunu belirlemede anlamlı faktörler olmaktadır. Çalışmada ABD’deki şirketlerde ortaklık payının, firmanın nakit akışlarının oynaklığı ve firma büyüklüğü ile pozitif ilişkisi olduğunu bulunmuştur.

Blodgett (1991) ortak girişimlerde tarafların sahiplik paylarına olan etkilerini araştırmıştır. Sahiplik payını şirketin kararları ve süreçleri üzerindeki kontrolün ve tarafların ortak girişimdeki göreceli pozisyonlarının göstergesi olarak kabul eden yazar ABD’nin OECD ülkelerinde, Japonya’da ve Doğu Bloku ülkelerinde yatırım yaptığı 279 adet ortak girişim üzerinde çalışmıştır. Frekans analizi kullanılan çalışmada ortak girişimlerde tarafların çoğunluk pay sahibi olma eğilimi ile tarafların belli özellikleri arasında bir bağlantının varlığı araştırılmıştır. Pay sahipliği kavramı, orijinal sözleşmedeki pay sahipliği ve pay sahipliğindeki değişim olarak ayrı ayrı ele alınmıştır. Sonuç olarak sahiplik yapısının, tarafların ortak girişime sağladıkları kaynakların bir kombinasyonu olduğu belirtilmiştir. 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. Yerel bilgi sahibi olan tarafın genellikle ilk sözleşmede azınlık payına sahip olduğu ve zamanla bu payın azalma eğiliminde olduğu bulunmuştur. Ayrıca yabancı ortak için teknoloji tedarikçisi olmanın şirketin tümünden kontrolü için yeterli olmadığı, yerel hükümet ile ilgili kısıtlamaların ev sahibi tarafa önemli avantajlar sağlayabildiği üzerinde durulmuştur.

Pan (1996) 1979-1992 yılları arasında Çin’e ortak girişim şeklinde gelmiş olan 4223 adet DYY’de ortaklık payını belirleyen faktörleri araştırmıştır. Sahiplik dağılımını ortaklar arasındaki müzakere sürecinin çıktısı olarak tanımlayan Pan, 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. Lojistik regresyon analizinin kullanıldığı çalışmada ulaşılan sonuçlar şu şekilde özetlenebilir:

- Yatırım yapan şirketin kendi satışlarına oranla reklam harcamaları arttıkça şirketin ortak girişim üzerindeki sahiplik payı ve kontrolü artmaktadır.
- Yatırım yapan şirketin sermayeye katkısı arttıkça şirkette çoğunluk paya sahip olma eğilimi azınlık paya sahip olma eğilimine göre artmaktadır.
- Ev sahibi ülkenin ülke riski azaldıkça yatırım yapan şirketlerin ortaklık payı artmaktadır. Fakat bu etki %50 ortaklık payına kadar görülmekte, daha yüksek ortaklık paylarında görülmemektedir.
- Ortak girişim için yapılan toplam yatırım tutarı arttıkça yabancı ortağın sahiplik payı azalmaktadır. Bu bulgu risk paylaşımı ile ilişkilendirilmiştir.
- Ortak girişimin sözleşme süresi arttıkça yabancı yatırımcının pazarlık gücü ile birlikte pay sahipliği artmaktadır.
- Kaynak ülke ve ev sahibi ülke arasındaki kültürel uzaklık arttıkça yabancı yatırımcı pay sahipliği artmaktadır. Bu bulgunun açıklaması, kültürel uzaklık arttıkça yabancı yatırımcının riskini azaltmak için ortaklık üzerinde daha etkili bir kontrol elde etmek amacı şeklinde yapılmıştır.
- Ev sahibi ülkede rekabet yoğunluğu arttıkça yabancı yatırımcının pay sahipliği artmaktadır. Bu bulgunun açıklaması da kültürel uzaklık konusunda olduğu gibi yabancı yatırımcının artan risk karşısında daha etkili bir kontrol elde etmek isteyebileceği şeklinde yapılmıştır.
- Ev sahibi ülkede devletin de pay sahibi olduğu ortak girişimlerde yabancı ortak %50'den az veya %50 pay sahipliğini tercih etmektedir. Devletin pay sahibi olması konusunda her ülkenin farklı yasal düzenlemeleri olduğu belirtilmiştir.
- Ortak girişime yatırım yapan taraflardan hangi ülkenin yatırımcı sayısı daha fazlaysa pazarlık gücünün daha fazla olması nedeniyle o ülke daha fazla paya sahip olmaktadır.
- Son olarak yatırımın yapıldığı bölgenin de ortaklık payı üzerinde etkisinin olduğu bulunmuştur. Çin'in güneyine ve üç büyük kentine yapılan yatırımlarda yabancı ortağın daha fazla paya sahip olduğu görülmüştür.

Çalışmanın sonunda ileride yapılacak çalışmalarda firmaya özgü bilgilerin sahiplik payını açıklamada gerekli olduğu ve araştırılması gerektiği belirtilmiştir.

Erramilli (1996) ve Makino ve Neupert (2000) çalışmalarında kültürel özellik olarak güç mesafesi yüksek olan kaynak ülkelerdeki çokuluslu şirketlerin ortak girişim şeklinde yatırım yapmaktansa şirketin tamamına sahip olacakları yatırımları tercih ettiklerini bulmuştur. Çokuluslu şirketler, yabancı ülkelerde yatırım yaptıklarında, ev sahibi ülke ile ilgili belirsizlik dezavantajını azaltmak için yerel ortaklarla işbirliği arayışına girmektedir. 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 ülkelerden gelen çokuluslu şirketlerin, yerli ortakla işbirliğini bir belirsizlik kaynağı olarak gördüklerini ve ortak firma üzerinde güçlü kontrol sağlayan çoğunluk sahipliğini tercih ettiklerini; böylece yerli ortağın fırsatçılık gibi istenmeyen davranışlarını engelleyebileceklerini düşündüklerini ileri sürmüştür.

1982-1984 yılları arasında A.B.D’de firma yönetiminin ortaklık payını belirleyen faktörleri ve yönetimin ortaklık payının firma performansı ile ilişkisini araştıran Himmelberg vd. (1999) yaklaşık 600 firmaya ait veri kullanmıştır. Panel veri regresyon analizi yapılan çalışmada yönetimin pay sahipliğini belirleyen faktörlerin firmanın risk düzeyi ile gözlenemeyen firma heterojenliği olduğu sonucuna varılmıştır. Ayrıca Tobin Q ile ölçülen firma performansı ile yönetimin pay sahipliği seviyesi arasında ekonometrik olarak anlamlı bir ilişkinin olmadığı ortaya konulmuştur.

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 (firmaların pazarda rekabet üstünlüğü sağlayacak getiriler elde etme yeteneği) ve sahiplik yapısındaki katılıkla açıklamıştır.

Claessens vd. (2000), dokuz Doğu Asya ülkesinde (Hong Kong, Endonezya, Japonya, Güney Kore, Malezya, Filipinler, Singapur, Tayvan ve Tayland) 2980 adet şirket için sahiplik ve kontrolün ayrışmasını araştırmıştır. 1998 yılı verileri kullanılan ve korelasyon analizi yapılan çalışmada ilk olarak tüm ülkelerde piramit sahiplik yapısı

ve çapraz hisse sahipliği sayesinde oy hakkının nakit akışı hakkını geçtiği bulunmuştur. Sahiplik ve kontrolün birbirinden ayrışması en fazla aile şirketlerinde ve küçük ölçekli işletmelerde bildirilmiştir. Tüm şirketlerin üçte ikisinden daha fazlası tek bir firma sahibi tarafından kontrol edilmektedir. Bu şirketlerde firma yöneticileri genellikle bu firma sahibinin akrabaları olmaktadır. Şirket sahiplerinin çoğunlukla kurumsal şirketler, kar amacı gütmeyen vakıflar ve finansal kurumlar olduğu belirlenmiştir. Ayrıca yaşlı işletmelerde genç işletmelere göre aile işletmesi olma durumu daha fazla görülmektedir. Zaman içinde firma sahipliğinin dağıldığı fikrinin böylece geçerli olmadığı görülmektedir. Çalışmada ülkeler arası kontrol yoğunluğu farklılıklarının kanunlardaki farklılıklardan kaynaklanabileceği belirtilmiştir. Genel olarak ülkenin ekonomik kalkınmışlığı arttıkça kontrol yoğunluğunun düştüğü görülmüştür. Son olarak kontrol yoğunluğundaki farkların, firmaya özgü yaş ve büyüklük özellikleri ile ilişkili olduğu belirtilmiştir.

Chang ve Rosenzweig (2001) ABD'ye 1975 - 1992 yılları arasında Avrupa ve Japonya'dan kimya ve elektronik sektörlerine gelmiş olan DYY'lerde piyasaya ilk giriş biçimi ile ardından yapılan yatırımlardaki giriş biçiminin aynı faktörler tarafından belirlenip belirlenmediğini veya ikinci tip giriş biçiminin ilkinden etkilenip etkilenmediğini araştırmışlardır. DYY'lerin üç giriş biçimi olduğunu görmüşlerdir. Bunlar sıfırdan yatırım, satın alma, ortak girişimdir. Bu üç giriş biçiminin de kendi içinde fayda ve maliyetleri vardır ve üçü arasından birinin seçimi ile ilgili karar yatırımcı için yüksek stratejik öneme sahiptir. Chang ve Rosenzweig 119 adet firmanın analiz dönemi içinde ABD'ye 816 adet doğrudan yatırım girişi yaptığını belirlemiş ve örnekleme alt örneklemelere bölerek multinominal probit regresyon analizi ile hipotezlerini test etmişlerdir. Modelde açıklayıcı değişken olarak firma düzeyinde, iş kolu düzeyinde, sektör düzeyinde, kültürel farklılık düzeyinde ve makroekonomik düzeyde çok sayıda değişken kullanılmıştır. Çalışmanın sonucunda ilk giriş biçimini açıklayan değişkenler ile sonraki yatırımlara ilişkin giriş biçimini açıklayan değişkenlerin aynı olmadığı bulunmuştur. İlk giriş biçimini kültürel farklılık, döviz kuru ve ar-ge harcamaları açıklarken sonraki yatırımlarda giriş biçimini ilk giriş biçiminin ne olduğu açıklamaktadır. Başka bir deyişle belirleyici faktör olma durumu zamanla firma dışı faktörlerden firma içi faktörlere kaymıştır. Bu faktörlerden önemlileri deneyim ve öğrenme olmuştur.

Pan (2002) 1979-1996 yılları arasında ABD, Avrupa ve diğer ülkeler tarafından Çin'e yapılan DYY'lerde ortaklık payı konusunu araştırmıştır. Kaynak ülke ile ilgili bazı faktörlerin ortaklık payı üzerindeki etkisini ortaya koymayı amaçlamıştır. 8078 adet ortak girişim üzerinde çalışan Pan, ortaklık payını; ortak girişim üzerindeki genel kontrolün önemli bir parçası olarak değerlendirmiştir. Firmanın ne kadar ortaklık payı elde etmek istediğini, yatırımın geldiği kaynak ülkenin döviz kuru, borç kullanma maliyeti, ihracat kapasitesi ve yeteneği ile yönetim anlayışı gibi özelliklerinin etkisi altında belirlendiğini düşünmüştür. Çalışmanın sonucunda 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.

Van der Elst (2004) altı Avrupa ülkesinde (Almanya, Birleşik Krallık, Belçika, Fransa, İspanya ve İtalya) şirketlerin sahiplik yapısını belirleyen faktörleri araştırmıştır. Anova testi ile sahiplik yoğunluğunun ülkeler arasında farklılıklar gösterdiği bulunmuştur. En belirgin olarak Birleşik Krallık haricindeki ülkelerde sahiplik yoğunluğunun yüksek olduğu gözlenmiştir. Sahiplik yoğunluğunu belirlemede şirketlerin ülkeleri ile ilgili özellikler, sektör ile ilgili özellikler ve firma büyüklüğünün etkisi araştırılmıştır. Altı farklı sektörde faaliyet gösteren 1310 şirketin analiz edildiği çalışmada sonuç olarak ülkelerdeki hukuk yapısı, kurumsal yatırımcıların varlığı ve sosyal güvenlik sistemi gibi özelliklerin sahiplik yoğunluğunu açıklamada, sektörle ilgili özellikler ve firma büyüklüğünden daha etkili olduğu bulunmuştur. Ayrıca rant arayışı içindeki firmalarda sahiplik yoğunluğunu belirlemede firma riski, büyük hissedarın kimliği ve firma yaşı gibi firmayla ilgili özelliklerin sektörle ilgili özelliklerden daha etkili olduğu bulunmuştur.

Tsang (2005) Vietnam'daki ortak girişimlerde yabancı ortağın sahiplik payını belirleyen faktörleri ve aynı zamanda bu yatırımların piyasaya giriş biçimini belirleyen faktörleri araştıran iki parçalı bir araştırma yapmıştır. 1988-2000 yılları arasında Vietnam'a 64 farklı ülke ve bölgeden gelen 1441 DYY'yi göz önüne alan araştırmada açıklayıcı değişken olarak ülkeye özgü faktörler, sektöre özgü faktörler ve ortak

girişime özgü faktörler kullanılmıştır. Multinomial lojistik regresyon analizi yapılmış ve sonuç olarak yabancı ortağın pay sahipliği yüzdesini açıklayan faktörlerin yatırım yapan ülke ile Vietnam arasındaki kültürel uzaklık, yatırımın süresi ve yerel ortak sayısı olduğu bulunmuştur. Giriş biçimini açıklayan faktörlerin ise yatırım miktarı ile yatırımın süresi olduğu; ülke riski, reklam yoğunluğu ve yatırımın yapıldığı şehir faktörlerinin ise giriş biçimini kısmen açıkladığı bulunmuştur.

Leaven ve Levine (2006) 13 Batı Avrupa ülkesinde faaliyet gösteren 1657 adet halka açık şirketin sahiplik yapısını ve tek büyük hissedarı olan, birkaç adet büyük hissedarı olan ve dağınık sahiplik yapısı olan şirketlerin firma değerleri arasındaki farkları araştırmıştır. 1996-1999 döneminde belirli bir noktada ulaşılabilen sahiplik yapısı verileri kullanılmıştır. Büyük hissedar en az %10 oy hakkına sahip hissedar olarak tanımlanmıştır. Örneklemdeki şirketlerin %34'ünün birden fazla büyük hissedarı olduğu gözlenmiştir. Sonuç olarak birden fazla büyük hissedarı olan şirketlerin piyasa değerinin diğer şirketlerden farklılık gösterdiği bulunmuştur. Ayrıca nakit akışı hakkının dağılımı ile firmanın gelecek değerlemesi (Tobin Q ile ölçülmüş) arasında güçlü negatif ilişki bulunmuştur. Bu ilişki, büyük hissedarlar farklı yatırımcı tipinde olduğunda daha belirgin olmaktadır.

Ürdün'de faaliyet gösteren ve Amman Borsası'nda kayıtlı şirketlerde sahiplik yapısı, şirket performansı ve iflas riski arasındaki ilişkileri ortaya koymayı amaçlayan Zeitun ve Tian (2007) 1989- 2002 yılları arasında borsaya kayıtlı, finans dışı sektörlerde faaliyet gösteren 59 şirket üzerinde çalışmıştır. Sahiplik yoğunluğu en büyük paya sahip bir, iki, üç ve beş ortağın pay yüzdesi ve Herfindahl endeksi ile ölçülmüş ve şirketlerdeki sahipler devlet, bireyler, şirketler ve yabancılar olarak gruplandırılmıştır. İflas eden şirketlerde en yüksek ortaklık payına sahip olan grup ortalama %48 ile bireylerdir. Bu grubu %25 ile şirketler, %13 ile devlet ve %6 ile yabancılar takip etmektedir. İflas etmemiş şirketlerde ise pay sahipliği ortalama %45 bireyler, %25 şirketler, %18 devlet ve %11 yabancılar şeklinde dağılım göstermiştir. Çoklu doğrusal regresyon ve panel veri regresyonu analizlerinin yapıldığı çalışmanın sonucunda en büyük paya sahip beş ortağın pay yüzdesi ile özkaynaklar üzerinden karlılık ve toplam varlıklar üzerinden karlılık arasında anlamlı ilişkiler bulunmuştur. Harfindahl endeksi

ile şirket performansı arasında anlamlı bir ilişki bulunamamış ve bu ilişkinin doğrusal olmayan türden bir ilişki olabileceği belirtilmiştir. Ayrıca devletin sahiplik payı arttıkça finansal performans artarken, iflas riskinin azaldığı bulunmuş, özelleştirme reformu hazırlanırken bu faktörün göz önünde bulundurulması gerektiği şeklinde yorum yapılmıştır.

Raff vd. (2007) çokuluslu şirketlerin yabancı ülkelerde ortak girişimde bulunma kararlarını nasıl belirlediklerini araştırmışlardır. Japon şirketleri ile yapılan analizde yabancı yatırımcının tam bilgi sahibi olduğu ve eksik bilgi sahibi olduğu durumlara göre çokuluslu yatırımcının sahiplik payı, talep ve maliyet fonksiyonlarıyla doğrusala yakın bir şekilde modellenmiştir. Regresyon analizinin kullanıldığı çalışmada her bir yerli şirketin varlıklarının dağılımı için ev sahibi ülkedeki ücret düzeyi ve piyasa büyüklüğü verilmişken, modele göre çokuluslu şirketin üretkenliği arttıkça sahiplik payının da arttığı bilinmektedir. Sonuçta çokuluslu şirketlerin ev sahibi ülkedeki şirketlerle, ev sahibi şirket yatırım projesine katkıda bulunabilecek değerli varlıklara sahipse, bu varlıkların değeri hakkında bilgi saklamayacaksa ortak girişimde bulunduğu belirtilmiştir. Ayrıca yatırım yapan çokuluslu şirketin üretkenliği arttıkça sahiplik payını da arttırdığı, en üretken şirketlerin tamamen kendi sahipliklerinde olduğu sonucuna varılmıştır.

Dünya Bankası 2010 Yurtdışı Yatırım Raporunda basit korelasyon analizi yapılmış ve yabancı sermaye sahipliği yüzdesi ile DYY arasında zayıf fakat anlamlı pozitif ilişki bulunmuştur. Yabancı sermaye sahipliği yüzdesi ile ülke büyüklüğü arasında anlamlı negatif ilişki bulunmuş; ayrıca küçük ülkelerin büyük ülkelere göre yabancı sermaye sahipliğine daha az kısıtlama getirdiği belirtilmiştir.

Sahiplik yapısı ile performans ilişkisi ile ilgili çalışmalar:

Thomsen ve Pedersen (1996) Danimarka, Fransa, Almanya, Büyük Britanya, Hollanda ve İsveç'te finansdışı sektörlerde faaliyet gösteren en büyük 100 işletmede sahiplik yapılarını analiz etmiş ve sahiplik yapısı ile finansal performans arasındaki ilişkiyi araştırmıştır. Bu ülkelerin her birindeki en büyük 100 şirkette dağınık sahiplik, baskın

sahiplik, aile sahipliği, yabancı sahipliği, toplu sahiplik ve devlet sahipliği yapılarının hepsinin görüldüğü, hiçbirinin diğerlerine baskın olmadığı görülmüştür. Ülkeler arasında sahiplik yapıları arasındaki dağılımların farklılık gösterdiği görülmüştür. Çalışmada şirket büyüklüğü, sektör ve ülke farklılıklarının sahiplik yapıları üzerindeki etkisi ve sahiplik yapıları arasındaki ekonomik performans farklılıkları da araştırılmıştır. Yapılan doğrusal regresyon analizlerinin sonucu olarak firma büyüklüğü ve sektörün sahiplik yapısını etkilediği bulunmuştur. Ayrıca sahiplik yapısının büyüme ve karlılık ile tanımlanan performans üzerinde bir etkisinin olmadığı bulunmuştur.

Mojen ve Tallman (1997) uluslararası ortak girişimlerde kaynaklar, ortaklık payı, kontrol ve performans arasındaki ilişkileri araştırmıştır. Çalışmada ilk olarak kontrolün boyutları tartışılmış ve ortaklık payı ile bağlantısı ortaya konulmaya çalışılmıştır. Daha sonra pazarlık gücü, işlem maliyeti ve firma kaynakları teorileri ile ortaklık payı ve performans ilişkisi analiz edilmiştir. Norveç'te 37 şirket ile bu şirketlerin ilişkili olduğu 102 ortak girişim konusunda anket çalışması yapılmış ve yapısal eşitlik modeli kullanılmıştır. Çalışmanın sonucunda ana ortak konumundaki şirketlerin kendi stratejik kaynakları, özellikle de bilgi birikimi kaynaklarıyla ilgili kontrol faaliyetleri ile ilgilendiği ve bu kontrol faaliyetleri yoğunlaştıkça şirket performansını daha yüksek algıladıkları bulunmuştur. Ayrıca kontrol faaliyetleri ortaklık payı ile ilişkilendirilmekle beraber, yönetsel kontrol mekanizmasının daha karmaşık bir yapıda olabileceği de belirtilmiştir.

Cho (1998) çalışmasında sahiplik yapısı, yatırım ve kurumsal değer arasındaki ilişkiyi araştırmıştır. Sahiplik yapısının sistem içinde içsellik sorununun test edilmesi için eşzamanlı denklem tahmini yaklaşımı ile regresyon analizi yapılmıştır. Fortune 500 şirketlerinden, 1991 yılı verilerine ulaşılabilen 326 şirketin finansal verileri ile çalışılmıştır. Çalışmanın sonucunda içsellik sorununun varlığı anlamlı bulunmuştur. Buna göre yatırımların kurumsal değeri etkilemekte olduğu ve bunun da sahiplik yapısını etkilediği bulunmuştur. Ters yönde bir ilişkinin olmadığı da belirlenmiştir. Bu sonuç, yöneticileri ortak yapmanın şirket değerini en çok yapacak yatırım kararları vermelerinde iyi bir teşvik unsuru olmayabileceği şeklinde yorumlanmıştır.

Gürsoy (2001) finans dışı sektörlerde faaliyet gösteren Türk şirketlerinde sahiplik yapısını ve sahiplik yapısının finansal performansı nasıl etkilediğini araştırmıştır. Türk şirketlerinin sahiplik yapısının yüksek yoğunluklu olduğunu, şirketlerin genellikle bir veya birkaç aile tarafından yönetildiğini gözlemlemiştir. Yüksek sahiplik yoğunluğu olan şirketlerin muhasebe temelli finansal performansının yüksek, piyasa temelli performansının düşük olduğunu bulmuştur. Ayrıca aile şirketlerinin holding şirketlerden daha düşük performans sergilediğini, devlet tarafından kontrol edilen şirketlerinse muhasebe temelli performansının yüksek, piyasa temelli performansının düşük olduğunu bulmuştur.

Wei vd. (2002) çalışmalarında Çin'de faaliyet gösteren işletmelerin sahiplik karmaşıklığı ile finansal performansları arasındaki ilişkiyi araştırmayı amaçlamışlardır. Bu amaçla Çin'de farklı sektörlerdeki 1036 işletmenin 1993 yılı verilerini analiz etmişlerdir. Finansal performans ölçütleri olarak net kar / satışlar, net kar / toplam varlıklar, satışlar / çalışan sayısı, net kar / çalışan sayısı ve satışlar / toplam varlıklar değişkenlerini kullanmışlardır. Çalışmanın sonucunda devlet sahipliğindeki işletmelerin tutarlı olarak diğer gruplara göre daha az karlı çalıştıkları, karma sahipli işletmelerin ve ortak girişimlerin ise devlet sahipliğindeki işletmelerden ve yabancı sahipli işletmelerden daha üretken çalıştıkları bulunmuştur.

Pedersen ve Thomsen (2003) en büyük Avrupa şirketlerinin ortaklık yapısı ve firma değeri arasındaki ilişkiyi araştırmıştır. Firmalar; aile işletmeleri, finansal kurum sahipli işletmeler, kurumsal sahipli işletmeler ve kamu işletmeleri olarak gruplandırılmış ve üç aşamalı sıradan en küçük kareler tahmincisinin kullanıldığı regresyon analizi ile piyasa değeri / defter değeri ile sahiplik yoğunluğu arasındaki ilişki araştırılmıştır. 1992-1995 yılları arasında kıta Avrupası'nda faaliyet gösteren en büyük 214 işletmenin verileri kullanılmıştır. Çalışmanın sonuçları şu şekildedir:

- Finansal kurum sahipli işletmelerle kurumsal sahipli işletmelerde sahiplik yoğunluğunun piyasa değeri / defter değeri üzerinde anlamlı pozitif etkisi vardır.

- En büyük ortak aile veya birey ise sahiplik yoğunluğunun piyasa değeri / defter değeri üzerinde anlamlı bir etkisi yoktur.
- En büyük ortak devlet ise sahiplik yoğunluğunun piyasa değeri / defter değeri üzerinde anlamlı negatif etkisi vardır.
- Devlet kurumu sahipliğindeki işletmelerin dışındaki işletmelerde piyasada değeri/defter değerinin firma sahiplik yoğunluğu üzerinde pozitif geribildirim etkisi vardır.

Fronningen ve Wijst (2009) Almanya’da faaliyet gösteren en büyük 70 işletmenin sahiplik yapıları ile performansları arasındaki ilişkiyi analiz etmiştir. Geleneksel olarak Alman işletmelerinin yoğunlaştırılmış sahiplik yapısında olduğunu belirten çalışma, son dönemde Amerikan işletmeleri gibi dağınık sahipliğe benzeyen bir yapıya dönen Alman işletmelerinin performanslarının değişip değişmediğini araştırmıştır. 70 adet işletmenin 1990-2006 döneminde 16 yıllık verileri ile çoklu regresyon analizi yapılan çalışmada şu sonuçlara ulaşılmıştır:

- Sahiplik yapıları firma özellikleri ve firma çevresinin özelliklerine göre belirlenmektedir,
- Sahiplik yapısı ile firma performansı arasında güçlü olmayan bir ilişki vardır.

Bhattacharya ve Graham (2009) Finlandiya şirketlerinde kurumsal pay sahipliği ve finansal performansı ilişkisini araştırmışlardır. Araştırmacılar bu iki kavram arasında, literatürde içsellik sorunu olarak anılan, karşılıklı ilişkinin olduğunu varsaymış ve bu çift yönlü ilişkiyi sistem yaklaşımı içinde ortaya koymaya karar vermişlerdir. Daha açık bir ifadeyle sahiplik yapısı performansı etkilerken, performansın da sahiplik yapısını etkilediği düşünülmüştür. 98 adet şirkete ait 2004 verilerinin analiz edildiği ve üç aşamalı en küçük kareler tahmincisinin kullanıldığı çalışmanın sonucunda oy haklarının büyük ortaklar arasında daha eşit dağıtıldıkça finansal performansın daha yüksek olacağı sonucuna ulaşılmıştır. Aynı zamanda finansal performansın da kurumsal yatırımcıların ortaklık payı isteklerini etkiledikleri bulunmuştur.

Kravtsova (2010) 1992-2005 yılları arasında Avusturya'nın dışarıya yapmış olduğu DYY performansına ilişkin eğilimleri araştırmayı amaçlamıştır. Performansın yabancı ülkelerdeki iştirak sayısı, üretkenlik ile lisans ve patent getirisi olmak üzere üç bileşene ayrıldığı çalışmada 13 yıl için 641 imalat ve 452 hizmet işletmesini analiz edilmiştir. Çalışmada SUR Regresyon modeli kullanılmış ve çok sayıda bağımsız değişken ile DYY performansının üç bileşeni açıklanmaya çalışılmıştır. En önemli ilişkiler şu şekilde özetlenebilir. Avusturya'daki ana şirketin büyüklüğü arttıkça yabancı ülkelerdeki iştirak sayısının artma olasılığı da artmaktadır. Ayrıca Avusturya piyasasının küçük bir piyasa oluşu Avusturya şirketlerini yabancı ülkelere yöneltiyor olabilir. Şirket büyüklüğü üretkenlik üzerinde, iştirak sayısı üzerinde olduğu gibi etkili değildir. İştirakteki sermaye miktarı üç performans bileşeni ile birden ilişkilidir.

Ghahdouri vd. (2010) Japonya'da imalat ve hizmet sektörlerinde faaliyet gösteren tamamen ve kısmen yabancı ortaklı şirketlerde sektör, deneyim, ihracat ve çokuluslu şirketlere özgü faktörler arasındaki ilişkileri ortaya koyarak, kaynak ülke, yabancı sahipliği ve yatırımcı şirkete özgü faktörlerin firma performansını nasıl etkilediğini ortaya koymayı amaçlamıştır. Japonya'da 52 farklı ülkeden gelen, 2006 yılına kadar kurulmuş olan 2.500 yabancı ortaklı şirket bulunmuştur. Çalışmada firma performansı varlıkların büyüme oranı ile temsil edilmiş ve bu şirketlerden verilerine ulaşılabilen 293 şirket ile çalışılmıştır. Japonya'ya en çok DYY yapan ülkelerin toplam içinde %45 pay ile Kuzey Amerika ve %40 pay ile Avrupa ülkeleri olduğu görülmüştür. İmalat sektöründe yatırım yapan yabancı ortakların şirketlerin tamamına sahip olmak yerine daha çok ortak girişim şeklinde yatırım yapmayı tercih ettikleri ortaya çıkmıştır. Ayrıca bu şirketlerin hizmet sektörüne göre daha fazla ithalat yaptıkları ve daha fazla sayıda yabancı çalışanları olduğu bulunmuştur. Çalışmada ulaşılan ilginç bir sonuç da hizmet sektöründeki yabancı şirketlerin imalat sektöründeki şirketlere göre daha fazla toplam varlık ile çalışma eğilimi olmuştur. Değinilen değişkenlerin varlıkların büyüme hızı üzerindeki etkilerinin bulunması amacıyla çoklu doğrusal regresyon analizi yapılmış ve sonuçta yabancı pay sahipliği, çokuluslu şirketin ev sahibi ülkedeki deneyimi, kaynak ülke, ihracat, satışlar ve firma büyüklüğünün firma performansını anlamlı olarak etkilediği görülmüştür.

Sahiplik yapısı ve kurumsal yönetim ilişkisi ile ilgili çalışmalar:

Franks ve Mayer (2001) Almanya'daki şirketlerde kurumsal yönetim, sahiplik yapısı ve kurumsal kontrol arasındaki ilişkileri araştırmıştır. Şirkette en az %25 payı olan ortaklar göz önünde bulundurulmuştur. Almanya'daki şirketlerde ABD ve Birleşik Krallık'tan farklı olarak sahiplik yoğunluğunun yüksek olduğu, ayrıca ailelerin ve bankaların şirketlerde önemli derecede doğrudan payının ve bankaların önemli derecede temsili oy hakkının olduğu gözlemlenmiştir. Finans dışı sektörlerde faaliyet gösteren 75 adet şirketin 1989-1994 dönemine ilişkin yönetim kurulu değişim oranı, denetim kurulu değişim oranı, finansal performans ve sahiplik yoğunluğu değişkenleri ile regresyon analizi yapılmıştır. Çalışmanın sonucunda sahiplik ve kontrolün statik ilişkisinin ABD ve Birleşik Krallık'tan çok farklı olmadığı, dinamik ilişkisinde kontrol transferinin farklılık yarattığı bulunmuştur. Bu farklılığın kurumsal yönetimde esnekliğin daha az olmasından kaynaklanabileceği belirtilmiştir.

Bokpin ve Arko (2009) sahiplik yapısı ve kurumsal yönetimin işletmelerin sermaye yapısı üzerindeki etkilerini araştırdıkları çalışmalarında Gana'da faaliyet gösteren 136 şirkete ilişkin 2002 - 2007 dönemi verilerini kullanarak panel veri analizi yapmıştır. Çalışmanın sonucunda yönetim kurulu büyüklüğünün ve yöneticilerin pay sahibi olmasının, uzun vadeli borçla finansmanın özkaynakla finansmana tercih edilmesinde etkili olduğu, fakat yabancıların pay sahipliğinin finansman kararlarında bir etkisinin olmadığı bulunmuştur.

Farooque ve Yarram (2010) 103 farklı ülkeye gelen doğrudan yabancı sermaye yatırımları ve bu ülkelerdeki kurumsal yönetim faaliyetleri arasındaki ilişkiyi araştırmışlardır. “Ev sahibi ülkelerdeki kurumsal yönetim altyapısının sağlam olması mı doğrudan yatırımları artırma yönünde etki yapmakta, yoksa doğrudan yatırımların fazla olması mı ev sahibi ülkelerde kurumsal yönetim altyapısının sağlamlaşması yönünde etki yapmaktadır?” sorusuna cevap aramışlardır. Bu ilişkiyi 2003-2005 dönemi doğrudan yabancı sermaye akımları ve Dünya Bankası 2004 yılı ülkeler kurumsal yönetim endeksi bağımlı değişkenleri ile sistem yaklaşımli regresyon analizi yaparak ortaya çıkarmaya çalışmışlardır. Modelde kullanılan bağımsız değişkenler ise

makroekonomik değişkenler ile uluslararası finansal raporlama standartlarını uygulama durumu olmuştur. Çalışmanın sonucunda ev sahibi ülkelerdeki kurumsal yönetim uygulamalarının gelen doğrudan yabancı sermaye yatırımlarını pozitif yönde etkilediğı bulunmuştur. Tersî yönde bir ilişkinin olmadığı tespit edilmiştir. Bunun nedeni olarak ise kurumsal yönetim mekanizmalarında etkilerin gecikmeli olarak ortaya çıkıyor olabileceğı fikri vurgulanmıştır.

Alba vd. (2011) Japonya'dan ABD'ye yapılan birleşme ve satınalma şeklindeki doğrudan yabancı sermaye yatırımlarının kurumsal yönetim faaliyetleri ile ilişkisini araştırmışlardır. İyi kurumsal yönetim çevresinin kurumsal performansı artırmayı ve şirket değerini yükseltmeyi zorlaştıracığı için birleşme ve satınalma faaliyetlerine olan talebi azaltacağını düşünmüşlerdir. 90'lı yıllarda Doların değer kaybetmiş olmasına rağmen Japonya'nın ABD'ye yapmış olduğu DYY'nin azaldığını belirtmişlerdir. 1987-1994 yılları arasında ABD'de en az bir DYY yapmış olan 147 firmaya ilişkin krediye erişim, göreceli zenginlik, karlılık ve firma büyüklüğü verileri ile çoklu doğrusal regresyon analizi yapmışlardır. Sonuçta birleşme ve satınalma şeklindeki doğrudan yabancı sermaye yatırımlarını belirleyen faktörlerin krediye erişim imkanları, firma karlılığı ve firma büyüklüğü olduğu bulunmuştur. Ayrıca 1992 yılında ABD Menkul Kıymetler ve Borsa Komisyonu (SEC) düzenlemeleri ile gelişen kurumsal yönetim çevresinin ABD'ye gelen DYY üzerinde azaltıcı bir etkisinin olduğu belirtilmiştir.

Konu ile ilgili diğer çalışmalar:

Glasberg ve Schwartz (1983), 1970 sonrası dönemde sosyolojik olarak firmaların sahiplik ve kontrolü ile ilgili ortaya çıkan yaklaşımları ve bunların sonuçlarını tartışmıştır. Bu dönemde bir grup akademisyen işletmeler arasındaki ilişkilere yoğunlaşırken bir grup akademisyen de işletmelerle devlet arasındaki ilişkilere yoğunlaşmıştır. Ortaya dört farklı yaklaşım çıkmıştır. Bunlar kaynak bağımlılığı, sınıf bağıllığı, bankaların kontrolü ve finansal üstünlüktür. Bu yaklaşımlardan faydalanılarak kurumsal güç kavramı birbiriyle çekişen iki kavram etrafında tanımlanmıştır: kurumlar arasındaki yapısal sınırlamalar ve kurumsal liderlerin keyfî karar alma mekanizmaları.

Sethi vd. (2003) 1981-2000 yılları arasında ABD tarafından gerçekleştirilen DYY'leri ele almış ve 560 adet işletmenin yapmış olduğu yatırımların zaman içindeki gelişimini ve değişimini firma stratejisi ve makroekonomik faktörler çerçevesinde incelemiştir. Çoklu doğrusal regresyon yönteminin kullanıldığı çalışmada DYY stoku ve DYY akımı değişkenlerini açıklamak için farklı modeller test edilmiştir. Sonuç olarak 1950'li yıllardan beri dünya DYY yatırımlarının önemli kısmını gerçekleştiren ABD şirketlerinin yatırım yapmak için en çok Batı Avrupa ülkelerini seçmelerinin nedenleri olarak, bu ülkelerin bütünleşmiş altyapı olanaklarının, politik ve ekonomik istikrarlarının ve nispeten yakın kültürlerinin olduğunu bulmuştur. Zamanla artan rekabetin ve azalan kar paylarının ABD şirketlerini daha etkin çalışabilecekleri, düşük ücret düzeylerinin geçerli olduğu Asya ülkelerine yönelttiği belirtilmiştir. Bu yönelimde Asya ülkelerinin daha liberal adımlarının ve altyapılarını geliştirmelerinin etkisi olduğu belirtilmiştir. Gelecek dönemde ise Asya ülkelerinde de rekabet baskılarının artacağı ve doğrudan yatırım yapmak isteyen şirketlerin daha etkin ve daha fazla katma değerle çalışabilecekleri yeni bölgelerin arayışına girecekleri öngörülmüştür.

Carlin vd. (2007) çokuluslu şirketlerde ana ortaklığın yatırımları ile bağlı ortaklığın yatırımları arasındaki ilişkiyi araştırmıştır. Farklı ülkelerde faaliyet gösteren 5000 adet şirketin 1994-2005 yılları arasındaki verileri ile panel oluşturulmuştur. Ana ortaklık, bağlı ortaklıkta en az %50 pay sahipliği ile tanımlanmış ve sonuç olarak ana ortaklığın yatırım fırsatlarında gelişme olduğunda bağlı ortaklığın yatırımlarının olumsuz etkilendiği bulunmuştur. Bu etki bağlı ortaklıktaki sahiplik payı düşük olduğunda, ana ortaklık bağlı ortaklıktan fiziksel olarak uzakta olduğunda ve bağlı ortaklığın faaliyet gösterdiği ülkenin finansal piyasası gelişmiş olduğunda en yüksek olmaktadır.

Huang ve Shiu (2009) Tayvan'da yabancı yatırımcıların, yatırım yaptıkları şirketler üzerindeki yerel etkilerini ve yabancı yatırımcıların yerli yatırımcılar karşısında bilgi avantajına sahip olup olmadıklarını araştırmışlardır. 1994-2001 yılları arasında yabancı ortağı bulunan şirketlerin hisse senedi verileri ve diğer finansal verileri ile yaptıkları çalışmada sayıları yıldan yıla 224 ile 468 arasında değişen ve finans dışı

sektörlerde faaliyet gösteren şirketlerden oluşturulan portföyler analiz edilmiştir. Yöntem olarak üç faktörlü varlık fiyatlandırma modeline momentum faktörünün eklenmesiyle elde edilen dört faktörlü varlık fiyatlandırma modeli kullanılmıştır. Çalışmanın sonucunda yüksek ortaklık payı ile kurumsal yabancı ortağı bulunan şirketlerin hisse senetlerinin, düşük ortaklık payı ile yabancı ortağı bulunan hisse senetlerine kıyasla daha iyi performans sergiledikleri bulunmuştur. Bunun sebebi olarak yüksek ortaklık payı ile kurumsal yabancı ortağı olan şirketlerin finansal performansının daha iyi olması gösterilmiştir. Bu şirketlere ilişkin daha yüksek performansın gerekçesi olarak da daha fazla araştırma geliştirme faaliyetleri yapılması, daha uzun vadeli yatırımlar yapılması ve itibar ve kredibilitenin daha yüksek olması gösterilmiştir.

Kung vd. (2010), Shanghai borsasında kayıtlı şirketlerde sahiplik yapısının kazançlardaki tutuculuk üzerine etkilerini araştırmayı amaçlamıştır. Çin’de devlet, yasal kişiler ve kurumlar ve borsada alım-satım yapabilen yatırımcılar olmak üzere ikili sahiplik yapısının olduğunu açıklamıştır. İlk grubun ikincil piyasada paylarını satamadığı için payların değerinin işletmenin net varlık değeri üzerinden hesaplandığını belirten Kung vd. bu payların el değiştirmesi için alım ve satım yapacak tarafların yönetim kurullarının toplanması gerektiğini ifade etmiştir. Çalışmada ikincil piyasada alım satımı yapılamayan payların oranı ile kazançlardaki tutuculuk arasında ters yönlü bir ilişkinin varlığı araştırılmıştır. Kazançlardaki tutuculuk hisse başı kazancın hisse başı fiyata oranı şeklinde ölçülmüş ve 1994-2003 yılları arasında borsada kayıtlı finans dışı şirketler analize konu edilmiştir. Korelasyon analizi ve çok değişkenli regresyon analizinin kullanıldığı çalışmada, ikincil piyasada el değiştiremeyen payların oranı arttıkça kazançlardaki tutuculuğun azaldığı bulunmuştur. Aynı zamanda daha küçük ölçekli ve daha karlı işletmelerin daha tutucu raporlama yaptıkları bulunmuş ve bulgular işletmelerin farklılaşan bilgi talepleri ile ilişkilendirilmiştir.

Park ve Ghauri (2011) uluslararası ortaklıklarda ortak olan yabancı işletmenin, yabancı piyasalarda ortak olunan küçük ve orta ölçekli yerli işletmenin teknolojik yeterliliklerine katkısının olup olmadığını araştırmışlardır. Kore’de faaliyet gösteren

137 adet işletmenin yanıtladığı bir anketle analiz yapılmış ve analizler sonucunda şu sonuçlara ulaşılmıştır. Yerli işletmenin, yabancı ortak işletmenin teknolojisinden faydalanması için insan kaynaklarının kalitesi ve uluslararası deneyimi yeterli olmamaktadır. Etkili öğrenme için yoğun bir çabanın olması gereklidir. Ayrıca bilgi birikiminin paylaşımında işletmelerin benzer iş geçmişlerinin ve işbirlikçi bir yaklaşımlarının oluşu etkili bir faktördür.

3. Ampirik Analiz

3.1. Yöntem

Bu çalışmada araştırma problemlerine cevap bulmak için elde edilen verilerle nicel yöntemlerden kümeleme analizi ve çoklu doğrusal regresyon analizi yapılmıştır.

3.1.1. Kümeleme analizi

Kümeleme analizi, veri setlerinin göreceli olarak daha küçük sayıdaki birbirine benzeyen ve diğer küme(ler)deki birimlerden bazı şekillerde farklılık gösteren nesne veya özne grupları/kümeleri şeklinde anlamlı olarak özetlenip özetlenemeyeceğini değerlendirmekle ilgilidir (Everitt vd., 2011:14).

Kümeleme analizinin genel amacı, gruplanmamış verileri benzerliklerine göre sınıflandırmak ve araştırmacıya, uygun, işe yarar ve özetleyici bilgiler elde etmede yardımcı olmaktır. Kümeleme analizi verilerin mevcut durumuna ilişkin sonuçlar vermektedir (Tatlídil, 1996:329). Bu kapsamda kümeleme büyük veri setlerini daha kolay anlaşılabilir ve bilgi elde etme ve kullanmanın daha etkin olacağı şekilde organize etmenin uygun bir yöntemi olarak düşünülebilir. Eğer veriler güvenilir biçimde az sayıda gruplar halinde özetlenebilirse, grup etiketleri, verideki benzerlik ve farklılık kalıplarının kısa ve öz tanımı olabilir.

Tatlídil (1996) “küme” kavramını birbirine yakın (benzer) bireylerin çok boyutlu uzayda oluşturdukları bulutlara benzetmiştir. Küme kavramı “benzerlik” ve “uzaklık” kavramlarını içermektedir. “Uzaklık”, benzerlik veya benzemezliğin bir ölçüsü olarak karşımıza çıkmakta ve farklı ölçme kıstasları ile hesaplanabilmektedir.

Bir çok kümeleme araştırmasının başlangıç noktası $n \times n$ boyutlu, elemanları yakınlığın nicel bir ölçüsünü yansıtan bir matristir. Elemanlar arasındaki yakınlık bu bağlamda daha ziyade “uzaklık”, “benzerlik” veya “benzemezlik” olarak

adlandırılmaktadır. İki birim arasında benzemezlik veya uzaklık ne kadar küçükse bu birimler birbirine o kadar yakın olmaktadır. (Everitt vd., 2011:43)

Tüm kayıtlı veriler sürekli ölçekli olduğunda birimler arasındaki yakınlık, benzemezlik ölçüleri (d_{ij}) ile sayısallaştırılmakta ve ij , im ve jm çiftleri için aşağıdaki eşitsizlik sağlanır ise “uzaklık ölçüsü” adını almaktadır.

$$d_{ij} + d_{im} \geq d_{jm}$$

Eğer eşitsizlik tüm üçlüler (i, j, m) için geçerli olursa, $n \times n$ boyutlu, elemanları d_{ij} (tüm i 'ler için $d_{ii} = 0$) olan uzaklık matrisi elde edilir. Farklı çalışmalarda sürekli ölçekli gözlem setlerinden uzaklık matrisi elde etmek için çeşitli ölçüler kullanılmaktadır.³ En sık kullanılan uzaklık ölçüsü “Euclid Uzaklığı”dır:

$$d_{ij} = \left[\sum_{k=1}^p (x_{ik} - x_{jk})^2 \right]^{1/2}$$

x_{ik} ve x_{jk} sırasıyla i ve j birimlerine ilişkin p -boyutlu gözlemlerin k . değişken değeridir. Bu uzaklık ölçüsü, görsel olarak Euclid uzayında p -boyutlu iki nokta olan x_i ve x_j arasındaki fiziksel uzaklık olarak düşünülebilir. Bu çalışmada uzaklık ölçüsü olarak kareli Euclid uzaklığı⁴ kullanılmıştır.

Çoğu kümeleme uygulamasında kümelenecek objeleri betimleyen değişkenlerin ölçü birimleri aynı olmamaktadır. Benzerlik veya uzaklık ölçüsü belirlemede farklı ölçü birimindeki değişkenleri aynı şekilde değerlendirmek doğru olmayacaktır. Tüm

³ Uzaklık ölçüleri ile ilgili detaylı bilgiye Jajuga vd. (2003) ve Everitt vd. (2011) kaynaklarından ulaşılabilir.

⁴ Kareli Euclid Uzaklığı, $d_{ij} = \left[\sum_{k=1}^p (x_{ik} - x_{jk})^2 \right]$

değişkenler sürekli ölçekte olduğu zaman bu problem, tüm değişkenlerin birim varyansa standartlaştırılması⁵ ile aşılabilmektedir.

Kümeleme yöntemleri hiyerarşik ve hiyerarşik olmayan yöntemler⁶ olarak gruplandırılmaktadır. Bu çalışmada hiyerarşik yöntemlerden Ward'ın (1963) yöntemi kullanılmıştır. Bu yöntemde kümeler arasındaki uzaklık, iki kümenin birleşmesi sonrası küme içi hata kareleri toplamındaki artış olarak tanımlanmıştır. Kümelerin birleşmesinin her aşamasında amaç, küme içi hata kareleri toplamındaki artışı en aza indirmek olmaktadır. Bu artış, birleşen kümelerin ağırlık merkezleri (centroid) arasındaki kareli Euclid uzaklığı ile orantılı olmaktadır. Ağırlık merkezi değişken değerlerinin grup ortalaması olmaktadır.

Bu yöntemde verilerin düzey değerlerine ihtiyaç olmaktadır. Ward, geometrik yorumlama için noktaların Euclid uzayında gösterilebileceğini varsaymıştır. Yöntem benzer büyüklükte ve görsel olarak küresel kümeler bulmaya eğilimlidir.

3.1.2. Çoklu doğrusal regresyon analizi

İki açıklayıcı değişkenin yer aldığı çoklu doğrusal regresyon modeli;

$$y_i = \beta_0 + \beta_1 x_1 + \beta_2 x_2 + \varepsilon_i$$

denklemi ile ifade edilebilir. “Doğrusal” ifadesi, denklemin, bilinmeyen parametreler olan β_0 , β_1 ve β_2 parametrelerinin doğrusal bir fonksiyonu olmasından kaynaklanmaktadır. İki açıklayıcı değişkeni olan bu denklem bir düzlem ile gösterilebilir.

Hata terimi olan ε 'un beklenen değerinin sıfır ve tüm gözlemler için sabit standart sapmalı normal dağılıma sahip olduğu varsayılmaktadır. β_0 parametresi regresyon

⁵ Kümeleme analizinde standartlaştırma için farklı değişkenlik ölçüleri kullanılabilir. Kümelenen objelerin tam setinin hesaplanan standart sapmasının kullanıldığı tekniğe “standart skorlama” veya “z-skorlama” denilmektedir. Standartlaştırma işlemi hakkında daha detaylı bilgiye Romesburg (1984:77-93) kaynağından ulaşılabilir.

⁶ Hiyerarşik ve hiyerarşik olmayan kümeleme yöntemleri hakkında detaylı bilgiye Lorr (1983) ve Everitt, vd. (2011) kaynaklarından ulaşılabilir.

düzleminin sabitidir. Eğer veri genişliği $x_1 = x_2 = 0$ eşitliğini kapsıyor ise, $x_1 = x_2 = 0$ iken, β_0 , y 'nin ortalaması olur. Ters durumda β_0 için fiziksel bir gösterim bulunmamaktadır. β_1 parametresi, x_1 değişkenindeki bir birimlik değişmeye karşılık, x_2 sabitken, y değişkenindeki beklenen değişimi göstermektedir. Benzer şekilde β_2 parametresi, x_2 değişkenindeki bir birimlik değişmeye karşılık, x_1 sabitken, y değişkenindeki beklenen değişimi göstermektedir.

Çoklu doğrusal regresyon modelinin genel gösterimi bağımlı değişkenin k adet bağımsız değişkenle ilişkili olabildiği modeldir ve şu şekilde ifade edilebilir:

$$y_i = \beta_0 + \beta_1 x_1 + \beta_2 x_2 + \dots + \beta_k x_k + \varepsilon_i$$

β_j , $j = 0, 1, \dots, k$ parametreleri “regresyon katsayısı” olarak adlandırılır. Bu model x_j açıklayıcı değişkenlerinin k -boyutlu uzayında bir hiperdüzlemi anlatmaktadır.

Çoklu doğrusal regresyon modeli, ampirik model veya benzetim fonksiyonu olarak adlandırılmaktadır; çünkü, bağımlı ve bağımsız değişkenler arasındaki gerçek fonksiyonel ilişki bilinmemekle birlikte, doğrusal regresyon modeli bağımsız değişkenlerin belli aralıktaki değerleri için, bilinmeyen gerçek fonksiyonun yeterli bir benzetimi olmaktadır.

Klasik doğrusal regresyon modeli, sıradan en küçük kareler (EKK) tahmincisinin en uygun tahminci olduğunu kabul eden standart tahmin modelidir. Bu modelde gözlem değerlerinin elde edilmesi ile ilgili aşağıda yer alan beş varsayım bulunmaktadır. Bu beş varsayımın ihlal edilmesi EKK tahmincisinin en iyi tahminci kabul edilemeyeceği farklı tahmin durumlarının oluşmasına neden olmaktadır. Standart durum modeli olan klasik doğrusal regresyon modelinin herhangi varsayımı ile ilgili olarak bir ihlal söz konusu ise EKK tahmincisinin istenen özelliklerinden hangisinin geçersiz hale geldiği tespit edilmeli ve EKK tahmincisinin istenen özellikleri geri kazanıp kazanamayacağı belirlenmelidir. Eğer geri kazanma durumu söz konusu değilse regresyon denkleminin parametre tahmininde EKK yerine alternatif tahmincilerden duruma uygun bir tahminci kullanılmalıdır (Kennedy, 2008: 40-42).

Doğrusal Regresyon Modelinin Beş Temel Varsayımı:

- 1- ε rassal değişkeni x 'in değerlerinden istatistiksel olarak bağımsızdır,
- 2- ε rassal değişkeni normal dağılıma sahiptir,
- 3- ε rassal değişkeni 0 aritmetik ortalamaya sahiptir,
- 4- ε_i ve ε_j gibi birbirinden farklı iki hata istatistiksel olarak birbirinden bağımsızdır,
- 5- ε_i rassal değişkenleri x_i 'lerin tüm değerleri için sabit bir varyansa sahiptir (Er, 2009:166).

EKK tahmincisi ile analiz bir en küçükleme tekniğidir ve bu teknikte gerçek y değerleri ile tahmin sonucu elde edilen y değerleri arasındaki düşey farkların kareleri toplamının en küçüklenmesi sağlanır (Er, 2009:165). EKK tahmincisinin merkezi rolü, diğer tahmincilerle karşılaştırma yapılmasında bir standart görevi görmesi ve alternatif tahmincilerin hesaplanmasında kullanılmasıdır. Bunun sebebi de EKK tahmincisinin olağanüstü derecede popüler olmasıdır. Popülerlik, klasik doğrusal regresyon modelinde, problem doğru şekilde kurulduğunda bu tahmincinin birçok istenen özelliği taşımasından kaynaklanmaktadır. Bu özellikleri sağladığı için EKK tahmincisine en iyi, doğrusal, yansız, etkin (BLUE- best linear unbiased efficient) tahminci denilmekte ve bu teorem Gauss-Markov Teoremi olarak adlandırılmaktadır.

En küçük kareler prensibi, tahmin edilen regresyon modelinde gözlemlenen y_t ile tahmin edilen $\hat{Y}_t$ ler arasındaki farkların karelerini minimum yapan tahmincinin kullanılmasını gerekli kılar (Vogelvang, 2005:55). Bahsi geçen bu farklar “kalıntı” olarak adlandırılmaktadır. $\hat{\beta}_0, \hat{\beta}_1, \dots, \hat{\beta}_K$ tahminleri hesaplandıktan sonra öndeyilen değerler olan $\hat{Y}_t$ değerleri şu şekilde hesaplanmaktadır:

$$\hat{Y}_i = \hat{\beta}_0 + \hat{\beta}_1 X_1 + \dots + \hat{\beta}_K X_K$$

Örneklem regresyon denkleminin kalıntıları olan e_i ler ise şu şekilde hesaplanmaktadır:

$$e_i = y_i - \hat{Y}_i$$

Burada amaç, gözlem değerlerine en iyi uyan modeli kurabilmektir. En iyi uyum, bilinmeyen parametreler için modeldeki kalıntıları olabildiğince küçük yapan tahminciyi kullanarak elde edilmektedir. Kalıntılar parametre tahmininin bir fonksiyonudur ve kalıntıları en küçük yapma sorunu, parametre tahmininin bir fonksiyonu olarak kalıntı kareleri toplamını en küçük yaparak çözülebilir. Kalıntıların toplamı yerine kalıntı karelerinin toplamının kullanılmasının nedeni pozitif ve negatif kalıntıların birbirini yok etmesini engellemektir. Kalıntı kareleri fonksiyonu şu şekilde tanımlanırsa;

$$f(\hat{\beta}_0, \hat{\beta}_1, \dots, \hat{\beta}_K) = \sum_{i=1}^n e_i^2$$

Bu fonksiyonun $\hat{\beta}_0, \hat{\beta}_1, \dots, \hat{\beta}_K$ 'ya göre minimum değeri belirlenmelidir.

Şıklar (2000), çok değişkenli modelin EKK tahmincisi ile çözümünü matris notasyonu kullanılarak şu şekilde göstermiştir:

Çoklu doğrusal regresyon denkleminin matris gösterimi:

$$Y = X\beta + \varepsilon$$

Örneklem regresyon denkleminin matris gösterimi:

$$Y = X\beta + e$$

şeklinde olacaktır.

$Y = n \times 1$ boyutlu yanıt vektörü

$X = n \times (k+1)$ boyutlu bağımsız değişken vektörü

$\beta = (k+1) \times 1$ boyutlu bilinmeyen katsayılar vektörü

$\hat{\beta} = (k+1) \times 1$ boyutlu katsayılar vektörü

$\varepsilon, e = n \times 1$ boyutlu hata vektörü

$$\begin{aligned}
\Sigma e_i^2 &= e'e = (Y - \hat{Y})'(Y - \hat{Y}) \\
&= (Y - X\hat{\beta})'(Y - X\hat{\beta}) \\
&= Y'Y - Y'X\hat{\beta} - \hat{\beta}'X'Y + \hat{\beta}'X'X\hat{\beta}
\end{aligned}$$

$Y'X\hat{\beta} = \hat{\beta}'X'Y$ olduğundan,

$$\Sigma e_i^2 = Y'Y - 2\hat{\beta}'X'Y + \hat{\beta}'X'X\hat{\beta}$$

eşitliğinin $\hat{\beta}$ 'ya göre türevi alınır;

$$\frac{\partial \Sigma e_i^2}{\partial \hat{\beta}} = -2X'Y + 2X'X\hat{\beta} \text{ olacaktır.}$$

$$-2X'Y + 2X'X\hat{\beta} = 0$$

$$X'X\hat{\beta} = X'Y$$

$$\hat{\beta} = (X'X)^{-1}X'Y \text{ olarak bulunur.}^7$$

3.2. Verilerin Elde Edilmesi ve Düzenlenmesi

DYY istatistiklerinin faydalılığı, bu istatistiklerin bazı kalite parametrelerine uygunluğu ile yakından alakalıdır. Bu parametreler OECD (2008:14) 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 araştırmada sahiplik yapısı verileri ile şirketler ile ilgili diğer finansal ve finansal olmayan veriler OSİRİS veri tabanından elde edilmiştir. OSİRİS veri tabanı, Almanya kökenli Bureau van Dijk 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. OSİRİS veri tabanındaki şirketlere ilişkin finansal veriler World'Vest Base ve beş bölgesel uzman veri sağlayıcı (Korea Information Service, Teikoku Databank, Huaxia International Business Credit Consulting Company, Reuters ve Edgar Online) tarafından

⁷ Çoklu doğrusal regresyon hakkında detaylı bilgiye Verbeek (2008) ve Baltagi (2011) kaynaklarından ulaşılabilir.

sağlanmaktadır. Eksik kalan finansal veriler ise Bureau van Dijk Electronic Publishing (Ownership Database), Dow Jones/London Stock Exchange (Industry Classification Benchmark (ICB)), Edgar Online (SEC Filings), Fininfo (Stock data), FitchRatings (Ratings), FactSet/JCF (Earnings Estimates), Moody's (Ratings), Reuters (News) ve Standard and Poor's (Ratings) kaynaklarından tamamlanmaktadır.

OECD ülkeleri Avustralya, Avusturya, Belçika, Kanada, Şili, Çek Cumhuriyeti, Danimarka, Estonya, Finlandiya, Fransa, Almanya, Yunanistan, Macaristan, İzlanda, İrlanda, İsrail, İtalya, Japonya, Kore, Lüksemburg, Meksika, Hollanda, Yeni Zelanda, Norveç, Polonya, Portekiz, Slovakya, Slovenya, İspanya, İsveç, İsviçre, Türkiye, Birleşik Krallık ve ABD'dir. Bu ülkeler içinde 2011 yılı Birleşmiş Milletler sınıflandırmasına göre gelişmekte olan ülkeler Şili, İsrail ve Türkiye'dir. Diğer 31 ülke gelişmiş ülke sınıfına girmektedir.

OECD ülkelerinde kayıtlı işletmelerin sayısı, OECD Yapısal ve Demografik İş İstatistiklerinden derlenerek hazırlanan Tablo 3'te yer almaktadır. Tabloda 30 adet OECD ülkesine ilişkin 2006 ve 2007 yıllarına ait işletme sayıları bulunmaktadır.

Tablo 3. OECD Ülkelerinde Kayıtlı İşletmelerin Sayısı

Ülkeler	İşletme Sayısı, 2006	İşletme Sayısı, 2007
ABD	4.294.740	-
Almanya	1.773.704	1.818.907
Avustralya	1.848.220	-
Avusturya	283.054	287.405
Belçika	401.993	424.558
Birleşik Krallık	1.621.360	1.670.555
Çek Cumhuriyeti	856.559	881.871
Danimarka	876.914	913.076
Finlandiya	203.538	213.769
Fransa	2.332.407	2.569.054
Hollanda	516.880	540.270

İrlanda	92.669	-
İspanya	2.631.698	2.712.387
İsveç	542.395	560.831
İsviçre	-	-
İtalya	3.847.233	3.905.835
İzlanda	32.921	35.669
Japonya	258.473 (i.s.)	258.157 (i.s.)
Kanada	49.259 (2003, i.s.)	-
Kore	119.181 ((i.s.)	-
Lüksemburg	23.434	24.440
Macaristan	543.135	548.662
Meksika	347.578 (2003, i.s.)	-
Norveç	247.149	-
Polonya	1.446.120	1.484.221
Portekiz	861.471	867.034
Slovakya	52.687	59.789
Türkiye	2.316.200	-
Yeni Zelanda	323.709	331.665
Yunanistan	829.025	-

Kaynak: www.sourceoecd.org/industrytrade/9789264072879 (Erişim tarihi: 05.06.2011)

i.s.: yalnızca imalat sektöründe faaliyet gösteren işletmelerin sayısı.

2006 ve 2007 yılı verilerine göre en fazla sayıda işletmenin kayıtlı olduğu ülke A.B.D ve İtalya'dır. Türkiye'de kayıtlı işletmelerin sayısı 2006 yılı için iki milyon üzerindedir. Almanya'da kayıtlı işletmelerin sayısı 2006 yılı için yaklaşık 1.8 milyondur. En az sayıda işletmenin kayıtlı olduğu ülkeler ise Lüksemburg ve İzlanda'dır.

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 aşağıdaki kriterler kullanılarak süzdürülmüştür:

1. OECD üye ülkelerinde ticaret siciline kayıtlı olmak
2. En az %10 ortaklık payına sahip en az bir yabancı ortağı bulunmak
3. Yabancı ortağı uluslararası vergi cenneti merkezlerinde kayıtlı bulunmamak (Uluslararası vergi cenneti merkezleri Ek 3'te yer almaktadır.)
4. Finans dışı sektörlerde faaliyet göstermek

Veri tabanından verilerin alındığı dönem olan Aralık 2011- Mart 2012 tarihleri arasında, OECD genelinde bu kriterlere uygun 2470 adet şirket bulunmaktadır. Örneklem hakkında genel bilgilerin verildiği bölümde bu şirketler hakkında detaylı bilgiler incelenebilir.

Veri tabanında yapılan çalışmalar sonucunda 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.

Ampirik analiz bölümünde, yukarıda bahsi geçen kriterlere sahip, Türkiye'den 63 adet ve Almanya'dan 97 adet şirket örnekleme dahil edilmiştir. Örneklemelerde yer alan şirket isimleri Ek 4'te yer almaktadır. Bu şirketlerin örnekleme dahil edilmesinde izlenen yaklaşım aşağıda açıklanmıştır.

Birden fazla yabancı ortağı olan her şirket için tüm yabancı ortaklar dikkate alınmış ve her bir kaynak ülke için ortaklık paylarının, o ülke bazındaki en büyük üç ortaklık payı

toplamı ile değerlendirilmesine karar verilmiştir. 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. 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.

Türkiye’deki bir şirketin sadece 2010 yılı finansal tabloları bulunduğundan söz konusu şirketin sadece 2010 yılı verileri kullanılmıştır.

3.3. Analizde Kullanılan Değişkenler

OECD ölçütlerine göre bir şirketteki sahiplik payı %10 ve daha fazla olan yabancı ortaklar, şirketin bulunduğu ülkeye DYY yapmış kabul edilmektedir. Örneklemeindeki 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 bulunanlara (göreceli ticaret kolaylığı skoru, firma büyüklüğü, firma yaşı ve piyasa kapitalizasyonu) logaritmik dönüşüm uygulanmıştır. OSİRIS veri tabanında tüm bilanço ve gelir tablosu rakamları bin Amerikan Doları cinsinden ifade edilmiştir.

Yabancı Sahiplik Yoğunluğu: 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: 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 bilgi Ek 5'te yer almaktadır.

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 aşağıdaki şekilde hesaplanmıştır:

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

Sektör: 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 Ek 6'te yer almaktadır. 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.

Firma Büyüklüğü: Firma büyüklüğü çeşitli çalışmalarda farklı şekillerde temsil edilmiştir. Toplam varlıklar üzerinden, toplam satışlar üzerinden ve çalışan sayısı üzerinden firma büyüklüğü hesaplanabilmektedir. Bu alışma kapsamında firma büyüklüğü Laeven ve Woodruff'un (2004) alışmasında olduğu gibi çalışan sayısı üzerinden değerlendirilmiştir. alışan 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 klmemesi adına mevcut olan yılın verisi kullanılmıştır.

Firma Büyüklüğü: alışan sayısı

Finansal Performans: Firma performansı muhasebe temelli ve piyasa temelli olmak üzere değişik şekillerde ifade edilebilmektedir. Bu çalışmada muhasebe temelli finansal performans, zkaynak karlılığı ve satışların karlılığına eşit ağırlık verilerek hesaplanmıştır. Muhasebe temelli performansın göstergesi olarak toplam varlık karlılığını veya zkaynak karlılığını kullanan akademisyenler, varlıkların ve özkaynakların, karşılaştırmalarda satış hasılatından daha istikrarlı bir temel oluşturacağını savunmaktadır. Satışların dış çevrenin etkisiyle yıldan yıla önemli dalgalanmalar gösterebileceğini ne sürmektedirler. Satışlar üzerinden karlılığı kullanan akademisyenlese satışların, parasal olarak varlıklar ve zkaynaklardan daha güncel ifade edildiğini; çünkü, varlıkların uzun zamandır firma bünyesinde olduğunu ve defter değerı ile gösterildiğini ne sürmektedirler (Tallman ve Li, 1996; Brouthers 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 zkaynak 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.

Finansal Performans: (Özkaynak karlılığı + Kar marjı)/2

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

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

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

Finansal Risk: Şirketlerin 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. Çalışmada şirketlerin borç oranlarının 2009 ve 2010 yılları ortalaması kullanılmıştır.

$$\text{Borç Oranı} = \frac{\text{Yabancı Kaynaklar}}{\text{Toplam Varlıklar}} \times 100$$

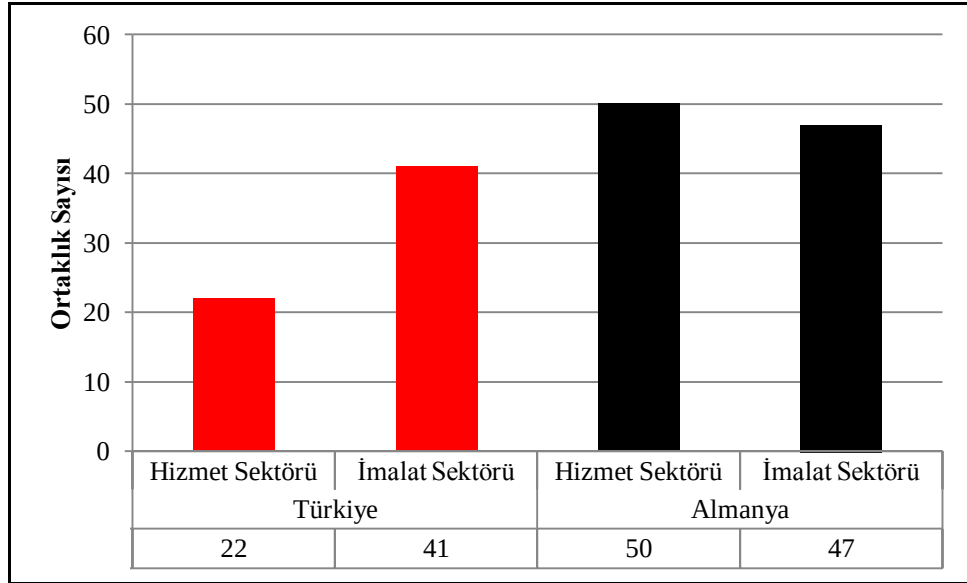
Firma Yaşı: Firma yaşı 2010 yılına göre tanımlanmış firma yaşı olup, alan yazında doğrudan yatırım yapmak isteyen yatırımcılar tarafından önemli bulunan bir değişkendir.

Piyasa Kapitalizasyonu: 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.

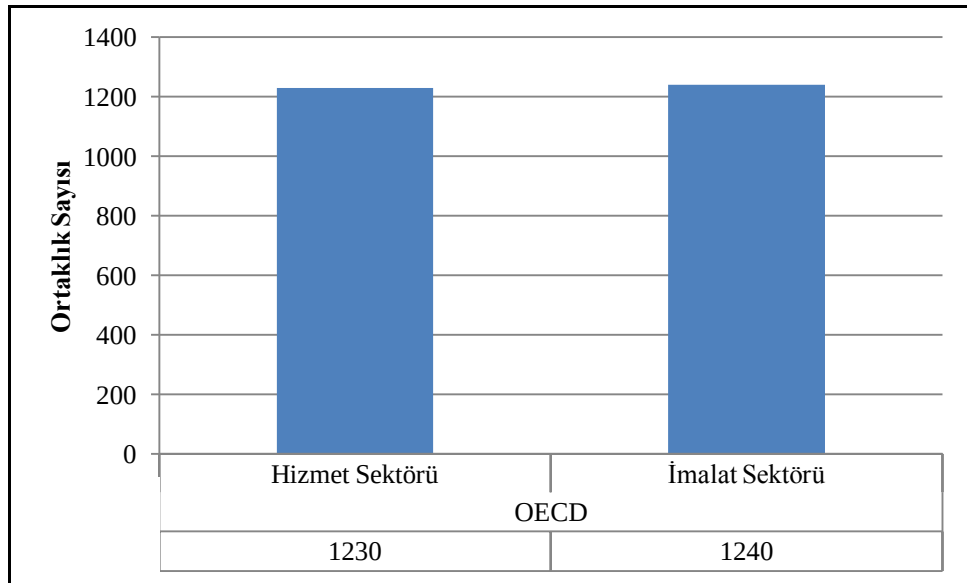
Piyasa Kapitalizasyonu: Hisse Senedi Sayısı x Hisse Senedi Piyasa Değeri

3.4. Örneklem İlişkin Genel Bilgiler

Bu kısımda amaç, OECD’de, Türkiye’de ve Almanya’da faaliyet gösteren ve örneklemde yer alan işletmelere yapılan DYY’lerin genel özelliklerini açıklamaktır. OECD ülkelerinin bir çoğunun Avrupa Birliği (AB) üye ülkeleri olduğu görülmektedir. AB’ye üye ülkeler de kendi içinde eski üyeler ve yeni üyeler olarak gruplandırılabilir. 15 olan üye ülke sayısı Mayıs 2004’te 25 adede çıkmıştır. Kalotay (2006:481-490), DYY giriş-çıkışlarını AB genişlemesi çerçevesinde ele almış ve yeni üye ülkelerin (Çek Cumhuriyeti, Macaristan, Polonya, Slovakya, Kıbrıs, Estonya, Letonya, Litvanya, Malta ve Slovenya) sahip oldukları fırsatlara ve üretkenlik avantajlarına nazaran DYY giriş ve çıkışlarının hem az hem de büyüme hızının yavaş olduğunu belirtmiştir. Bu yavaşlık, belli bir noktaya kadar, bu ülkelerin hizmet sektörüne geç odaklanmasına bağlanmıştır. Yazar adaylık sürecinde oluşturulan olumlu şartların varlığının, otomatik olarak daha fazla DYY anlamına gelmediğini ve bu ülkelerin AB kurucu ülkelerini yakalamak için politika geliştirme anlamında yapmaları gerekenlerin olduğunu göstermiştir. Ayrıca birliğin kurucu ülkeleri ve yeni ülkeleri arasında DYY çekme rekabetinin olduğunu vurgulamıştır. OECD ülkeleri değerlendirilirken ülkelere bir de bu gözle bakmak faydalı olacaktır. Bu kısımda örneklemde yer alan işletmelere ilişkin özellikler karşılaştırma yapmanın kolay olması açısından hazırlanan şekil ve tablolar üzerinden açıklanmaktadır.

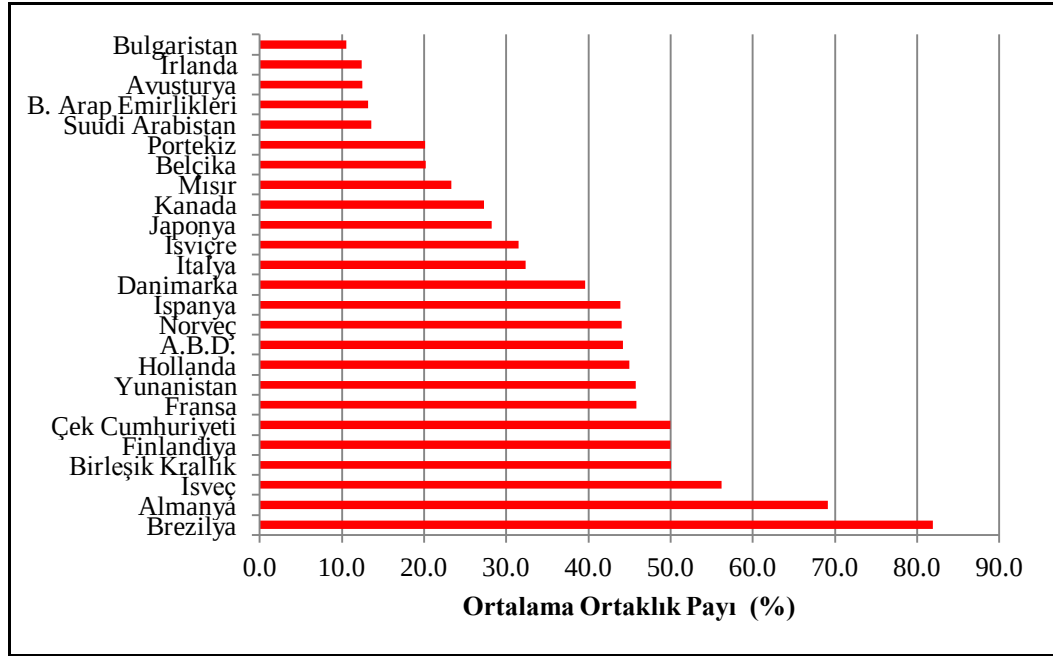


Şekil 7. Türkiye ve Almanya’da Sektörlere Göre DYY Çeken Ortaklık Sayıları



Şekil 8. OECD’de Sektörlere Göre DYY Çeken Ortaklık Sayıları

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 adet ve OECD’de ise 1230’u hizmet 1240’ı imalat sektöründe olmak üzere 2470 adettir.

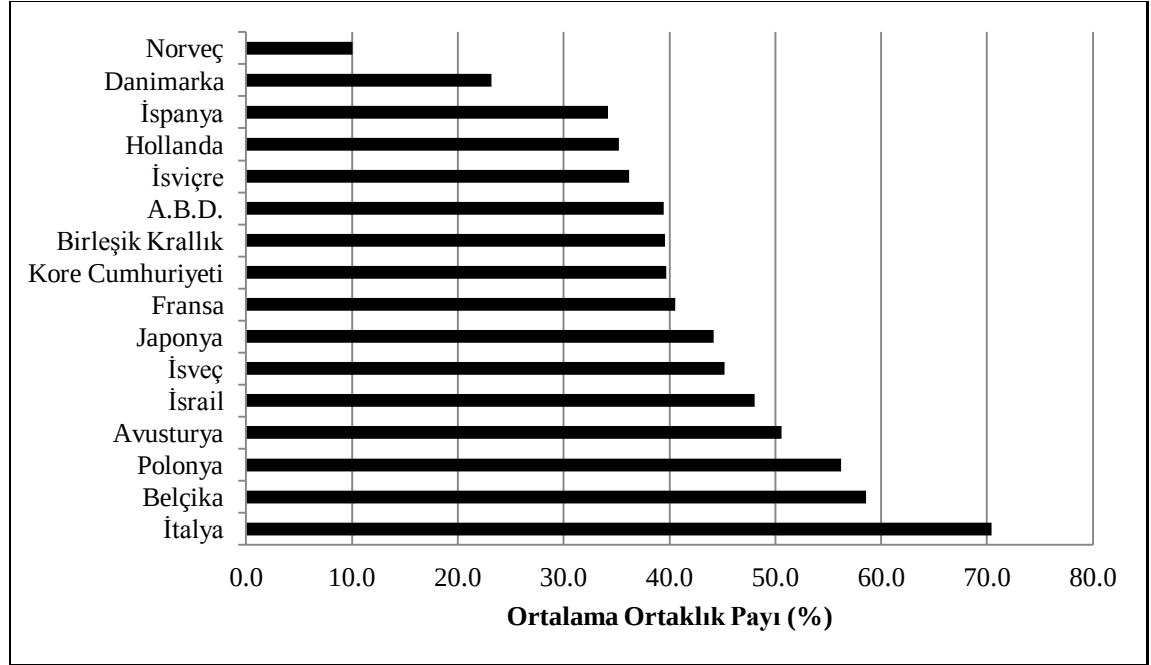


Şekil 9. Türk Şirketlerine Gelen DYY'lerin Kaynak Ülkelere ve Ortalama Ortaklık Paylarına Göre Dağılımı

Tablo 4. Türk Şirketlerine Gelen DYY'lerin Kaynak Ülkelere ve Ortalama Ortaklık Paylarına Göre Dağılımı

Kaynak Ülke	Ortalama Ortaklık Payı (%)	Ortaklık Sayısı
Brezilya	81.9	1
Almanya	69.1	8
İsveç	56.2	1
Birleşik Krallık	50.0	4
Finlandiya	50.0	1
Çek Cumhuriyeti	50.0	1
Fransa	45.8	5
Yunanistan	45.7	3
Hollanda	45.0	13
ABD	44.2	5
Norveç	44.1	1
İspanya	43.9	2
Danimarka	39.6	2
İtalya	32.4	3
İsviçre	31.5	1
Japonya	28.2	2
Kanada	27.3	1

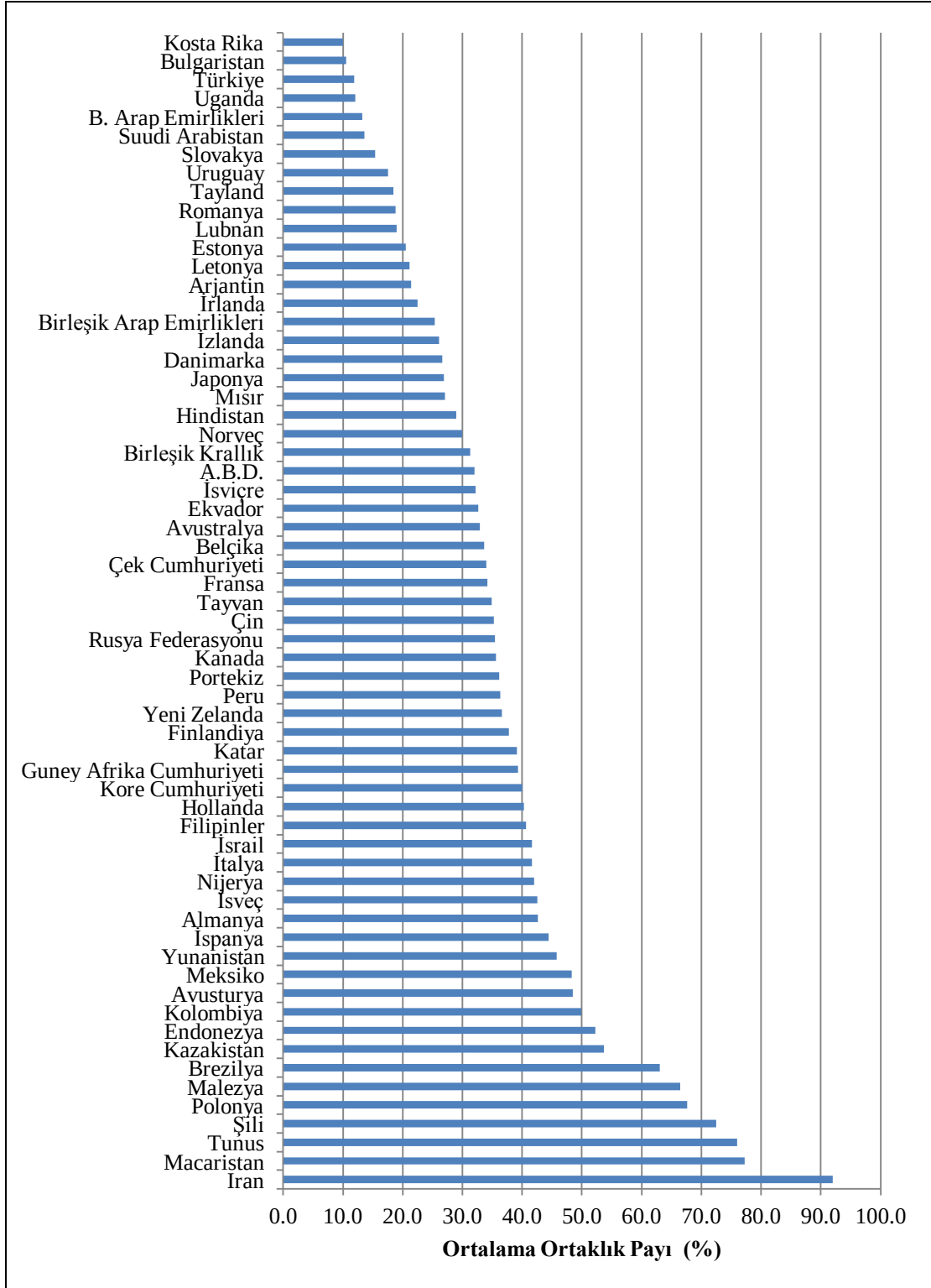
Mısır	23.3	1
Belçika	20.2	2
Portekiz	20.1	1
Suudi Arabistan	13.6	1
B. Arap Emirlikleri	13.2	1
Avusturya	12.5	1
İrlanda	12.4	1
Bulgaristan	10.6	1
Toplam		63



Şekil 10. Alman Şirketlerine Gelen DYY'lerin Kaynak Ülkelere ve Ortalama Ortaklık Paylarına Göre Dağılımı

Tablo 5. Alman Şirketlerine Gelen DYY'lerin Kaynak Ülkelere ve Ortalama Ortaklık Paylarına Göre Dağılımı

Kaynak Ülke	Ortalama Ortaklık Payı (%)	Ortaklık Sayısı
İtalya	70.4	3
Belçika	58.6	4
Polonya	56.2	2
Avusturya	50.6	18
İsrail	48.0	1
İsveç	45.2	2
Fransa	40.6	4
Japonya	44.2	2
Kore		
Cumhuriyeti	39.7	1
Birleşik Krallık	39.6	20
ABD	39.5	10
İsviçre	36.2	20
Hollanda	35.2	5
İspanya	34.2	3
Danimarka	23.2	1
Norveç	10.0	1
Toplam		97



Şekil 11. OECD Şirketlerine Gelen DYY'lerin Kaynak Ülkelere ve Ortalama Ortaklık Paylarına Göre Dağılımı

Tablo 6. OECD Şirketlerine Gelen DYY'lerin Kaynak Ükelere ve Ortalama Ortaklık Paylarına Göre Dağılımı

Kaynak Ülke	Ortalama Ortaklık Payı (%)	Ortaklık Sayısı
İran	92.0	1
Macaristan	77.2	3
Tunus	76.0	1
Şili	72.5	4
Polonya	67.6	4
Malezya	66.5	26
Brezilya	63.1	5
Kazakistan	53.7	2
Endonezya	52.3	3
Kolombiya	49.9	4
Avusturya	48.4	33
Meksika	48.3	7
Yunanistan	45.8	5
İspanya	44.4	54
Almanya	42.6	128
İsveç	42.5	26
Nijerya	42.0	1
İtalya	41.7	32
İsrail	41.6	31
Filipinler	40.6	4
Hollanda	40.2	148
Kore Cumhuriyeti	40.0	60
Güney Afrika Cumhuriyeti	39.3	11
Katar	39.2	6
Finlandiya	37.7	12
Yeni Zelanda	36.6	14
Peru	36.3	2
Portekiz	36.1	3
Kanada	35.6	184
Rusya Federasyonu	35.5	7
Çin	35.3	87
Tayvan	34.9	9
Fransa	34.1	119
Çek Cumhuriyeti	34.0	2
Belçika	33.6	55
Avustralya	32.9	82

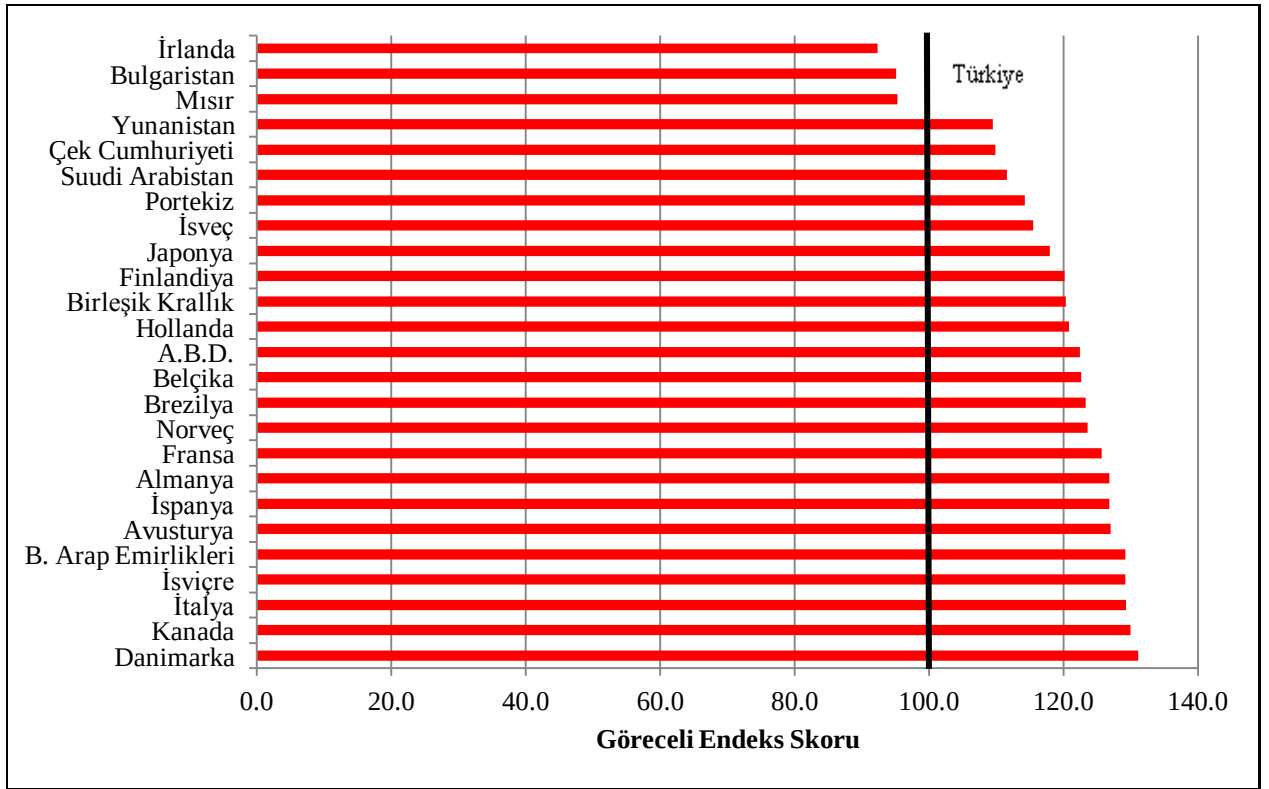
Ekvador	32.6	1
İsviçre	32.2	114
ABD	32.0	596
Birleşik Krallık	31.3	393
Norveç	30.0	23
Hindistan	29.0	17
Mısır	27.1	2
Japonya	26.9	52
Danimarka	26.6	24
İzlanda	26.1	6
Birleşik Arap Emirlikleri	25.4	23
İrlanda	22.5	20
Arjantin	21.4	3
Letonya	21.2	2
Estonya	20.5	1
Lübnan	19.0	5
Romanya	18.8	1
Tayland	18.4	2
Uruguay	17.5	2
Slovakya	15.4	1
Suudi Arabistan	13.6	1
B. Arap Emirlikleri	13.2	1
Uganda	12.1	1
Türkiye	11.9	2
Bulgaristan	10.6	1
Kosta Rika	10.0	1
Toplam		2470

Örneklemdaki Türk şirketlerine 25 farklı ülkeden DYY gelirken Alman şirketlerine 16 farklı ülkeden ve OECD ülkelerine 66 farklı ülkeden DYY gelmiştir. Türk şirketlerine gelen DYY'lerin ortaklık payı ortalaması % 43.4, Alman şirketlerine gelen DYY'lerin ortaklık payı ortalaması % 43.5 ve OECD şirketlerine gelen DYY'lerin ortaklık payı ortalaması %35'tir.

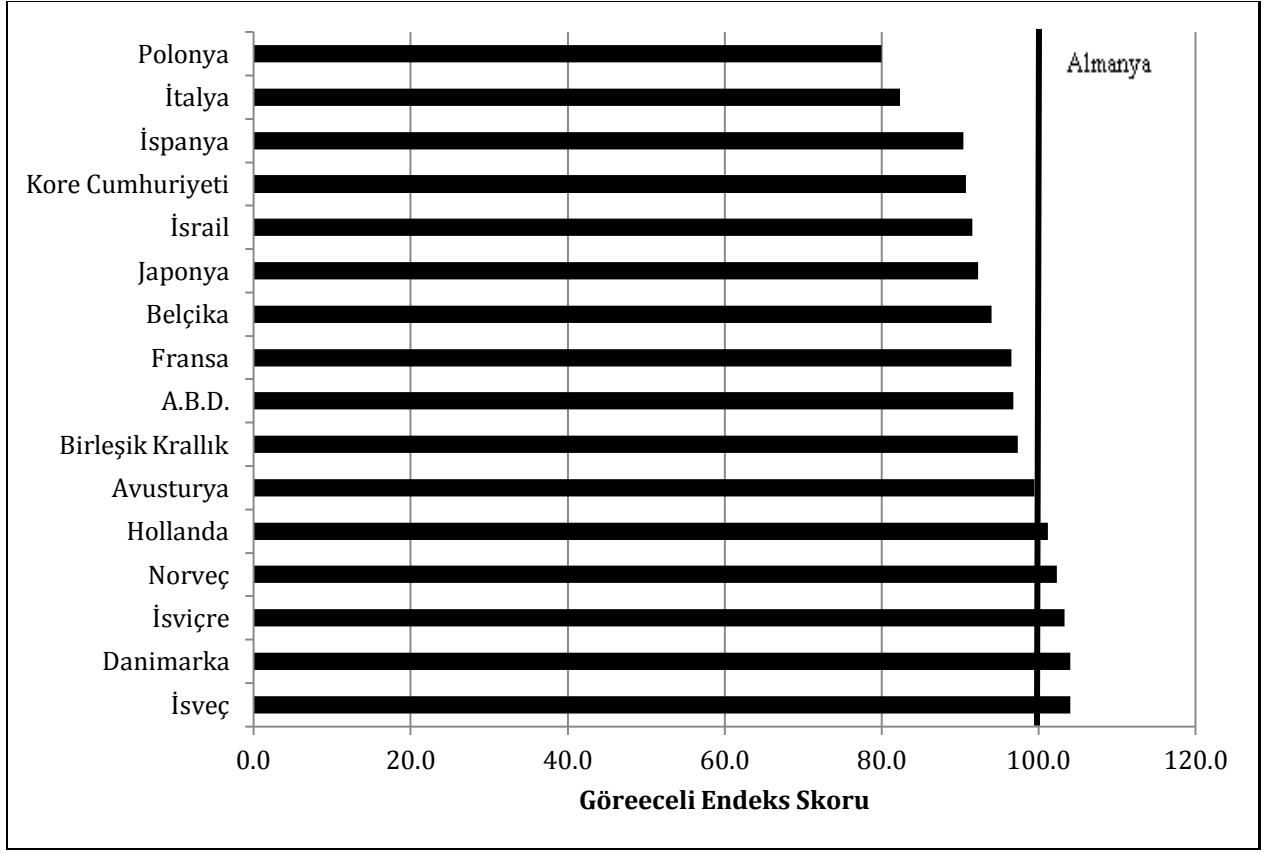
Türk şirketlerine gelen DYY'lerde en fazla ortaklık payına sahip üç yatırımcının Brezilya, Almanya ve İsveç kaynaklı olduğu görülmektedir. Almanya şirketlerine gelen DYY'lerde İtalya, Fransa ve Belçika kaynaklı yatırımcılar en fazla ortaklık payına sahip

oluken, OECD'ye gelen DYY'lerde İran, Macaristan ve Tunus kaynaklı yatırımcılar en fazla ortaklık payına sahiptir.

Türkiye'de en az ortaklık payına sahip üç yatırımcının Bulgaristan, İrlanda ve Avusturya; Almanya'da en az ortaklık payına sahip üç yatırımcının Norveç, Danimarka, İspanya, OECD'de en az ortaklık payına sahip üç yatırımcının ise Kosta Rika, Bulgaristan ve Türkiye kaynaklı olduğu görülmektedir.

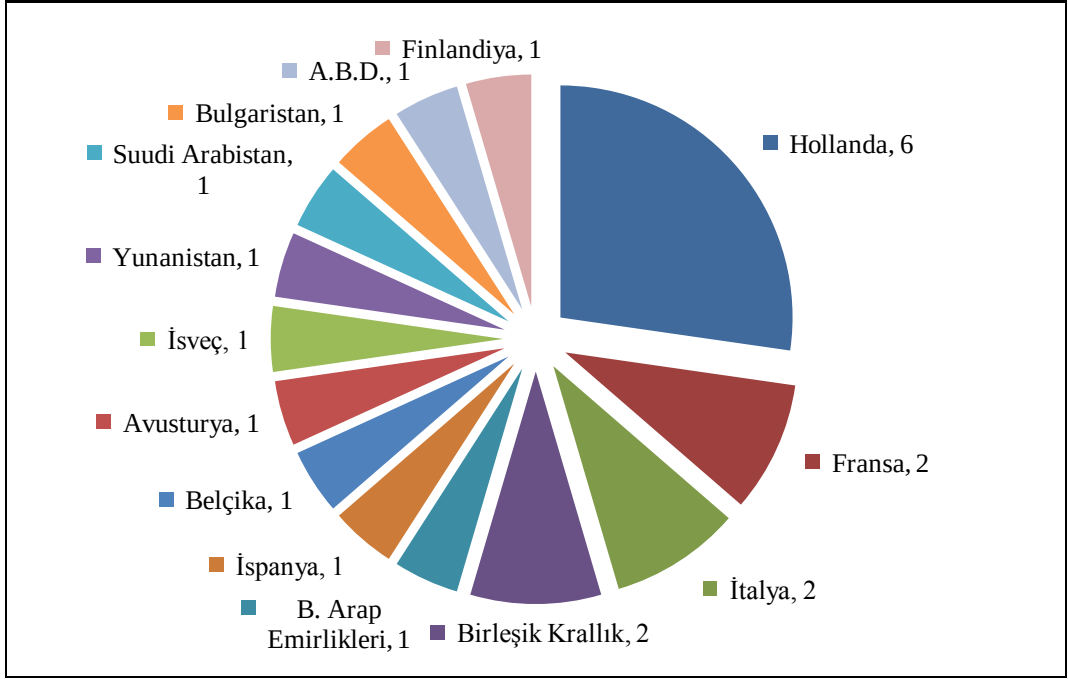


Şekil 12. Türk Şirketlerine Gelen DYY'lerde Kaynak Ülkelerin Göreceli Ticaret Kolaylığı Endeks Skoru

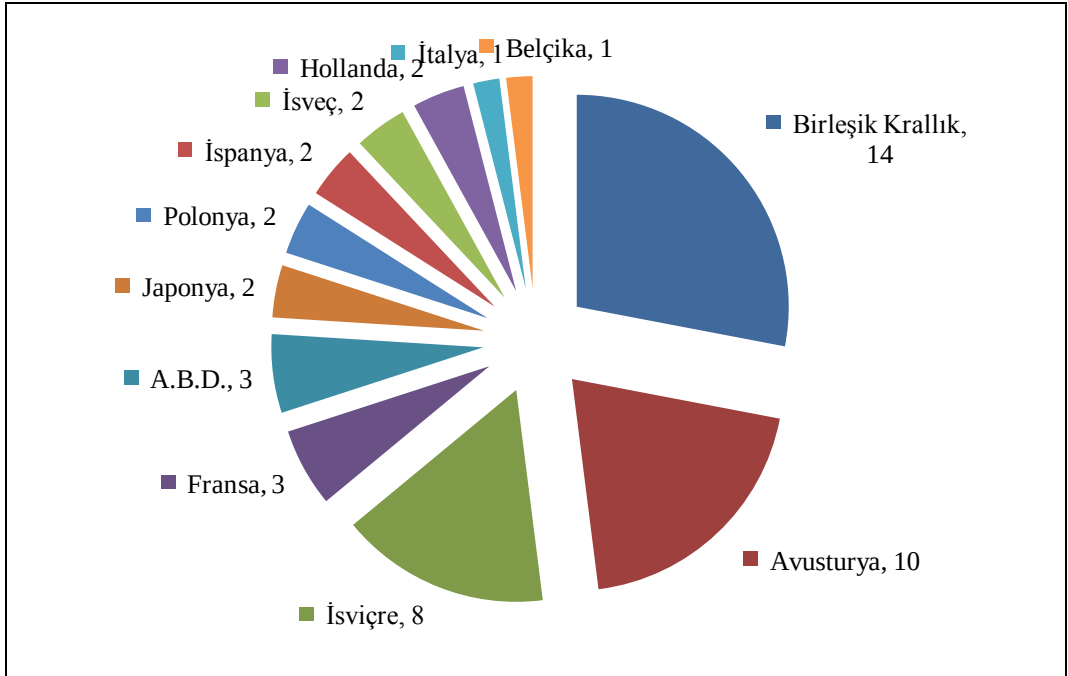


Şekil 13. Alman Şirketlerine Gelen DYY’lerde Kaynak Ülkelerin Göreceli Ticaret Kolaylığı Endeks Skoru

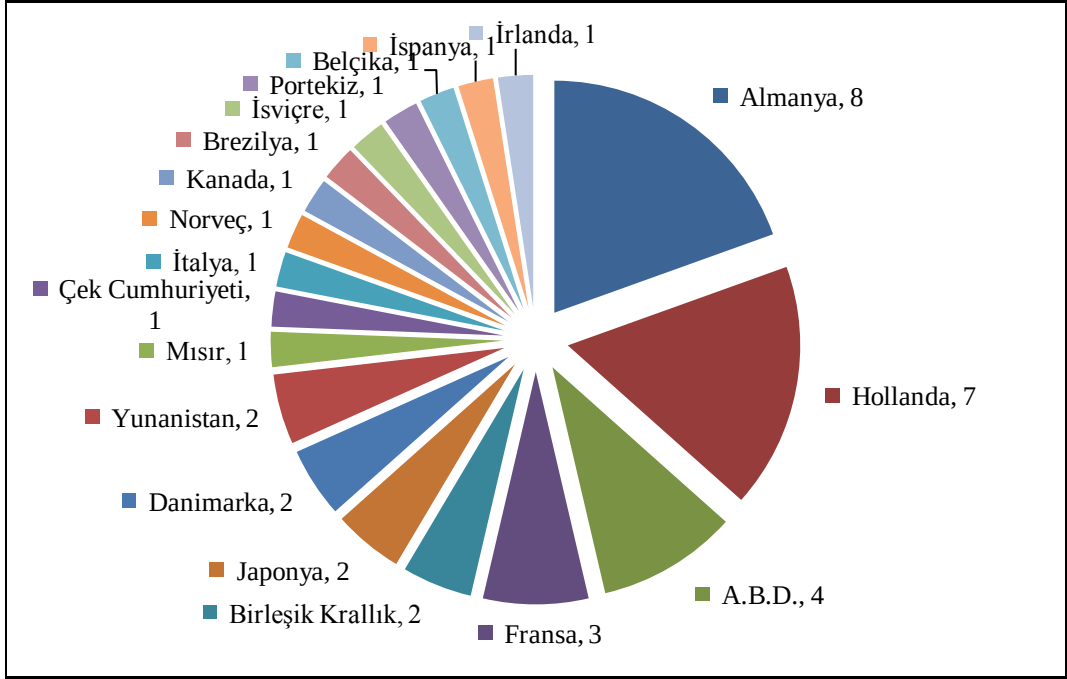
Türk şirketlerine gelen DYY’lerde kaynak ülkelerin göreceli ticaret kolaylığı endeks skorları incelendiğinde Türkiye’ye yatırım yapan yabancı yatırımcıların kaynak ülkelerinin çoğunluğunun skorunun Türkiye’den yüksek olduğu, sadece Mısır, Bulgaristan ve İrlanda’nın skorunun Türkiye’nin skorundan düşük olduğu görülmektedir. Almanya’da ise durum tam tersidir. Almanya’ya yatırım yapan yabancı yatırımcıların kaynak ülkelerinin çoğunluğunun skorunun Almanya’dan düşük olduğu, sadece İsveç, Danimarka, İsviçre, Norveç ve Hollanda’nın skorunun Almanya’nın skorundan yüksek olduğu görülmektedir.



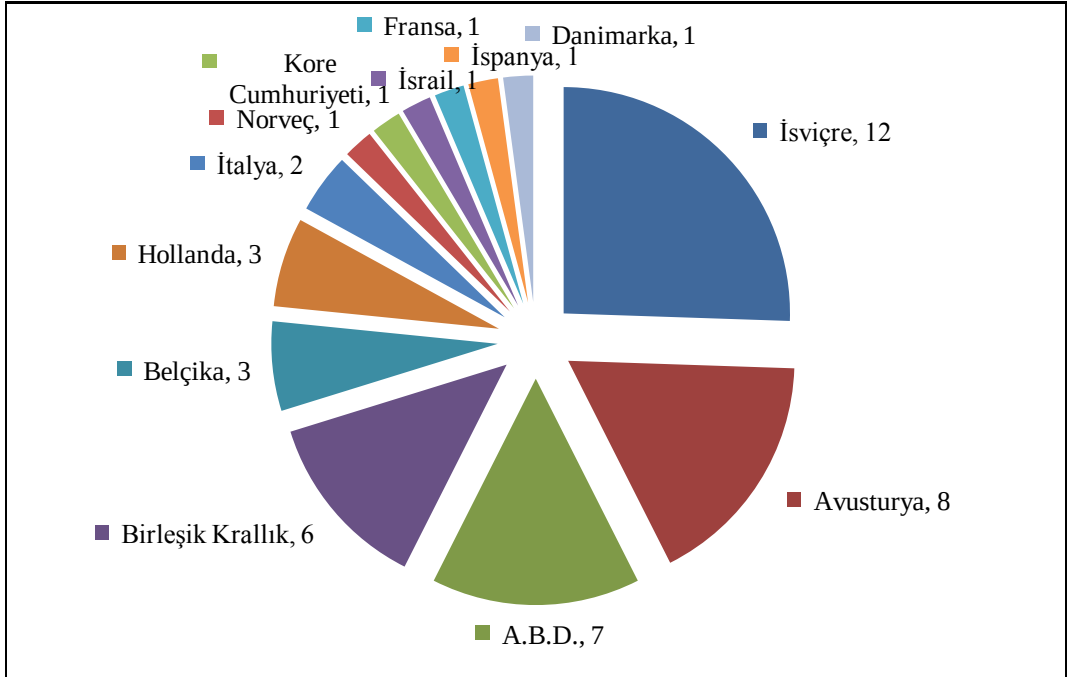
Şekil 14. Türkiye’de Hizmet Sektöründeki DYY’lerin Kaynak Ükelere Göre Dağılımı



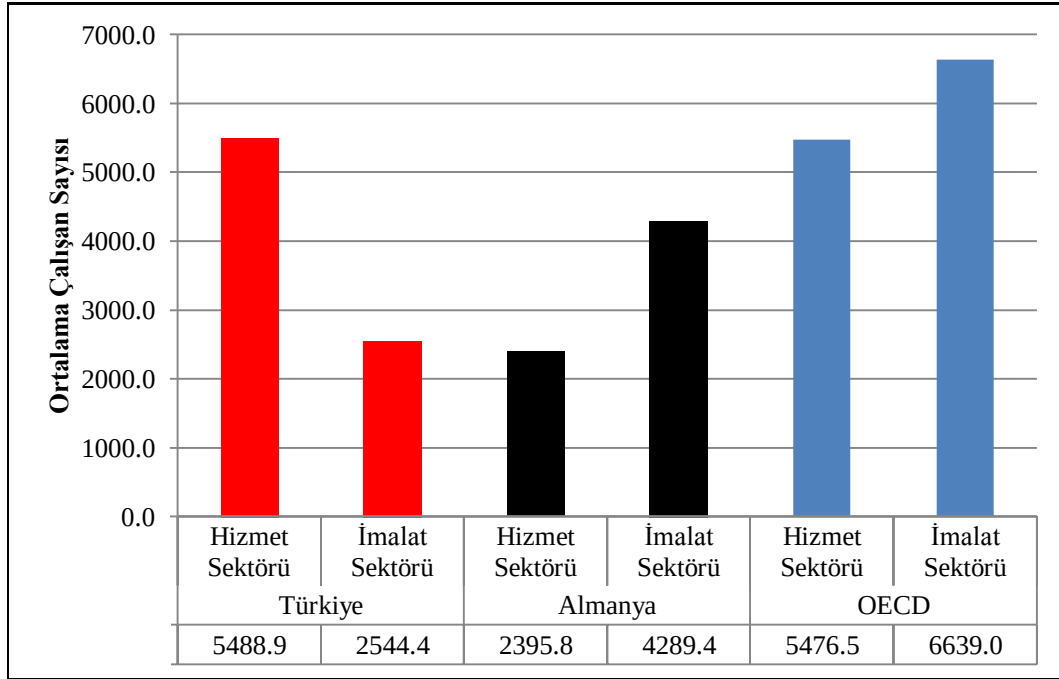
Şekil 15. Almanya’da Hizmet Sektöründeki DYY’lerin Kaynak Ükelere Göre Dağılımı



Şekil 16. Türkiye’de İmalat Sektöründeki DYY’lerin Kaynak Ükelere Göre Dağılımı

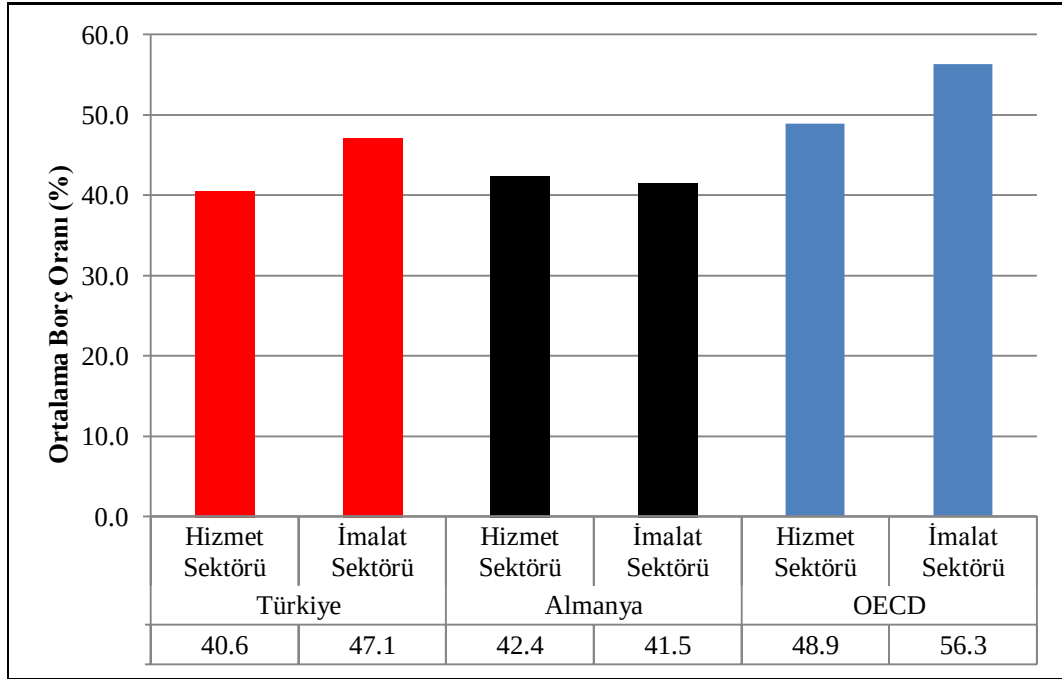


Şekil 17. Almanya’da İmalat Sektöründeki DYY’lerin Kaynak Ükelere Göre Dağılımı



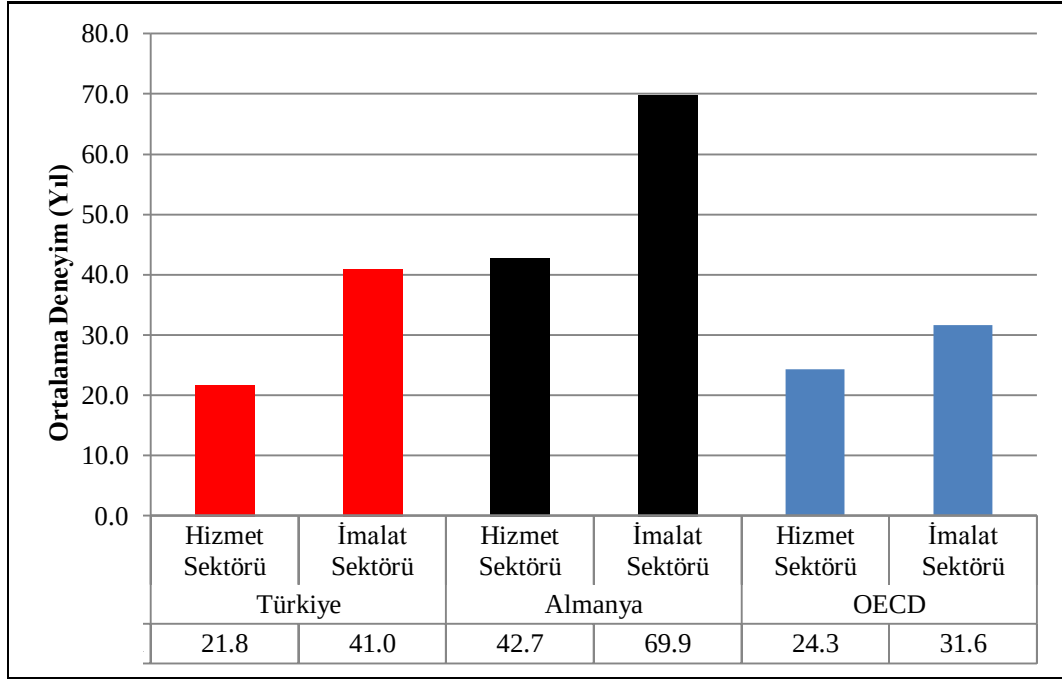
Şekil 18. Türkiye, Almanya ve OECD’de DYY Çeken Şirketlerin Sektörlere Göre Ortalama Çalışan Sayıları (2009-2010)

Şirket büyüklüğünün ölçüsü olarak kullanılan çalışan sayısı sektörlere göre önemli farklılıklar göstermektedir. İlk olarak çalışılan örneklem için Türkiye’de hizmet sektöründeki şirketler imalat sektöründeki şirketlere göre iki kattan daha fazla çalışan sayısına sahiptir. Almanya ve OECD için durum tam tersidir. İmalat sektöründe hizmet sektörüne göre çalışan sayısı daha azdır. Aynı zamanda imalat sektöründe en fazla ortalama çalışan sayısı OECD’de iken hizmet sektöründe çalışan sayısı bakımından Türkiye ve OECD’nin birbirine çok yakın olduğu görülmektedir.



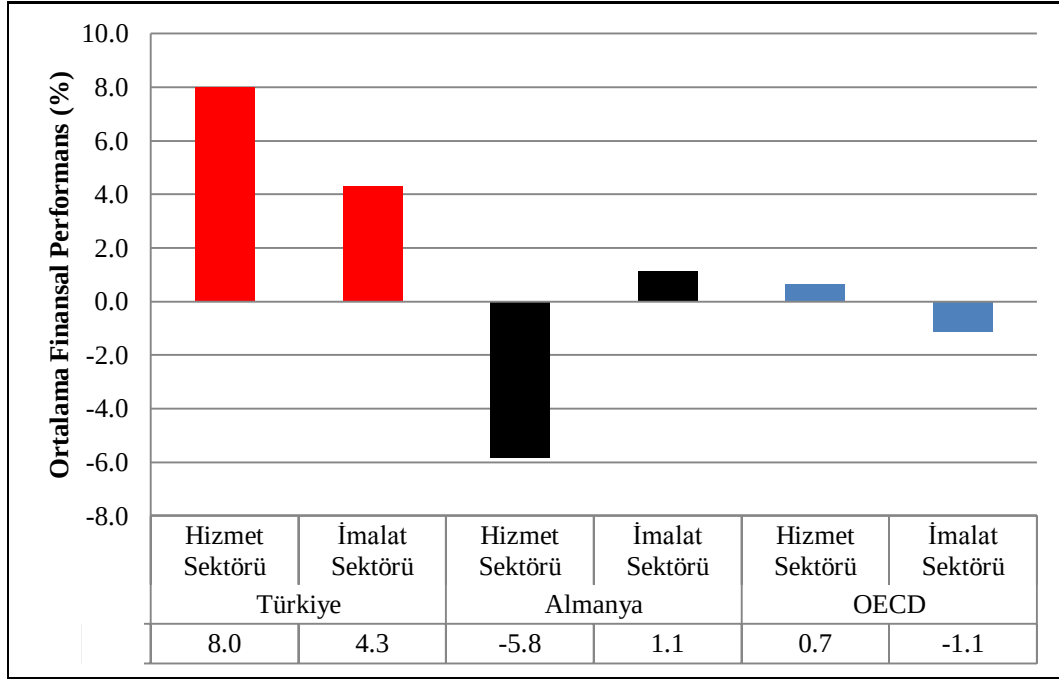
Şekil 19. Türkiye, Almanya ve OECD’de DYY Çeken Şirketlerin Sektörlere Göre Ortalama Borç Oranı (2009-2010)

Sektörlere göre ortalama borç oranları incelendiğinde Türkiye ve OECD’de imalat sektörü şirketlerinin ortalama borç oranının hizmet sektörü şirketlerinden daha yüksek olduğu, Almanya’da ise hizmet sektörü şirketlerinin ortalama borç oranının imalat sektörü şirketlerinden daha yüksek olduğu görülmektedir. Hem imalat hem de hizmet sektörlerinde en çok borç kullanan şirketler OECD’de yer almıştır.



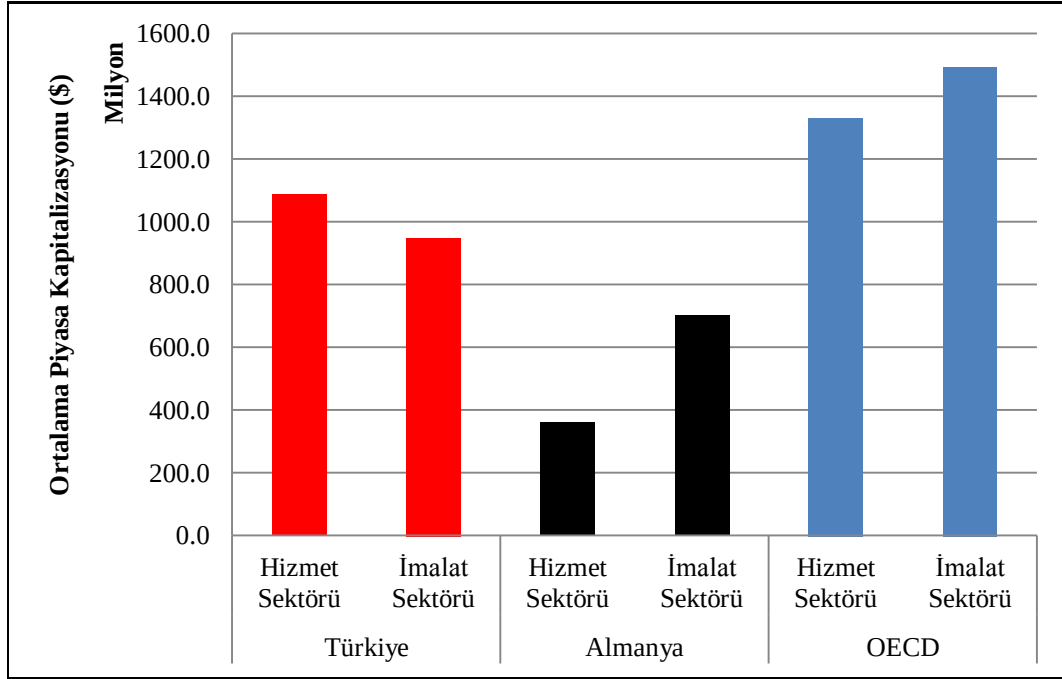
Şekil 20. Türkiye, Almanya ve OECD’de DYY Çeken Şirketlerin Sektörlere Göre Ortalama Deneyimi (2010)

Şirket yaşını gösteren ortalama deneyim 2010 yılına göre hesaplanmıştır. Buna göre örneklemdaki en deneyimli şirketlerin Almanya’da imalat sektörü şirketleri olduğu, en az deneyimli şirketlerin de Türkiye’de hizmet sektörü şirketleri olduğu görülmektedir. Almanya’da hizmet sektörü şirketleri Türkiye’deki hizmet sektörü şirketlerinden yaklaşık iki kat daha fazla deneyimlidir. İmalat sektöründe en az deneyimli şirketlerin ise OECD’de yer aldığı görülmektedir.



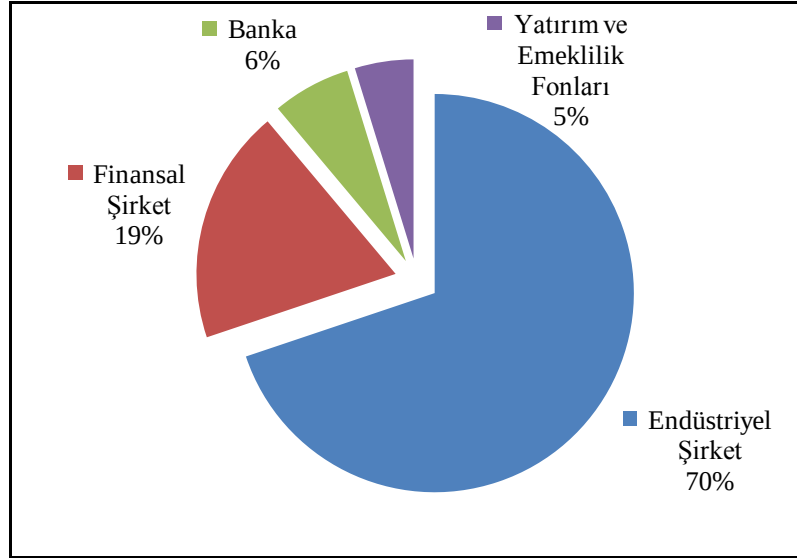
Şekil 21. Türkiye, Almanya ve OECD’de DYY Çeken Şirketlerin Sektörlere Göre 2009-2010 Ortalama Finansal Performansı

Türkiye’de hem hizmet hem de imalat sektörlerinde faaliyet gösteren şirketlerin ortalama finansal performansının Almanya ve OECD’deki şirketlere göre daha iyi gerçekleştiği görülmektedir. Özellikle Almanya’da hizmet sektörü şirketleri satışlar üzerinden karlılık ve özkaynaklar üzerinden karlılık olarak negatif performans göstermiştir. OECD’de imalat sektörü şirketleri de negatif performans göstermiştir. Bu duruma küresel finans krizinden sonra Avrupa ülkelerinin borç krizi ile karşı karşıya gelmesi, Türkiye’nin ise bu döneme göreceli olarak avantajlı konumda girmesi neden olmuş olabilir.



Şekil 22. Türkiye, Almanya ve OECD’de DYY Çeken Şirketlerin Sektörlere Göre 2009-2010 Ortalama Piyasa Kapitalizasyonu

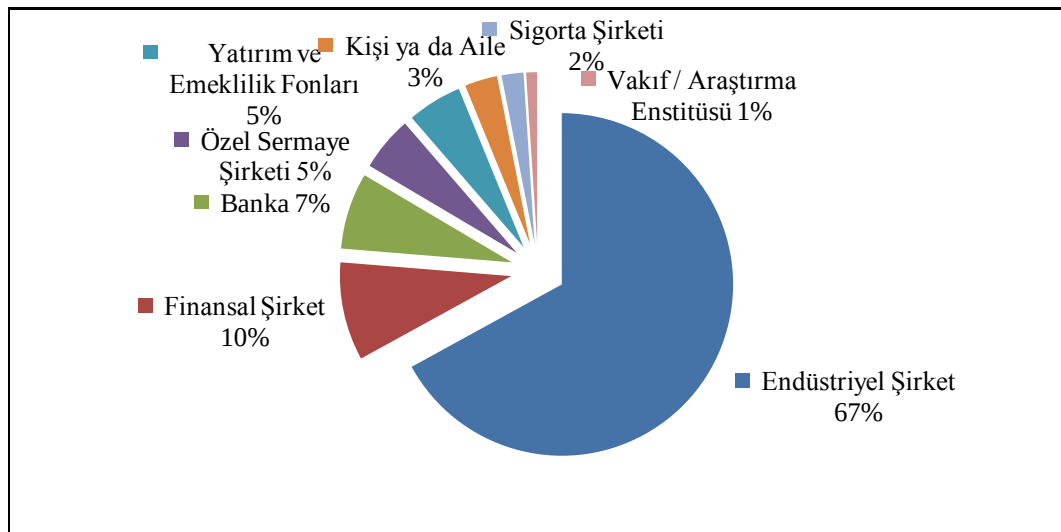
2009-2010 yılında hem hizmet hem de imalat sektöründe en düşük piyasa kapitalizasyonu olan şirketler Almanya’daki şirketler olmuştur. Finansal performans ile birlikte değerlendirildiğinde bu durum çok şaşırtıcı olmamaktadır. Şaşırtıcı olan OECD’de her iki sektördeki şirketlerin düşük finansal performansına karşılık yüksek piyasa kapitalizasyonudur. OECD’de hisse senedi fiyatlarının şirketlerin finansal performanslarını tam olarak yansıtmadığı söylenebilir.



Şekil 23. Türkiye'ye Gelen DYY'lerde Sahiplik Karması

Tablo 7. Türkiye'ye Gelen DYY'lerde Sahiplik Karması

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



Şekil 24. Almanya'ya Gelen DYY'lerde Sahiplik Karması

Tablo 8. Almanya'ya Gelen DYY'lerde Sahiplik Karması

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

Türkiye'ye ve Almanya'ya gelen 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.

DYY'lerde ev sahibi ve kaynak ülkelerin genel makroekonomik durumu son derece önemli olmaktadır. Bu nedenle OECD genelinde son yıllarda önemli göstergelerin nasıl gelişme gösterdiği izlenmelidir. Aşağıdaki bilgiler OECD resmi istatistiklerinden derlenmiştir.

Tüm OECD ülkelerinin gayri safi yurtiçi hasılası (GSYİH) 2004 yılından 2010 yılına doğru artış göstermiştir. GSYİH'si en yüksek olan ülke 2004-2010 döneminde tüm yıllarda ABD olmuştur. Aynı zamanda ABD'nin GSYİH'si OECD toplamının yaklaşık 1/3'ü kadar gerçekleşmiştir. Örneğin 2010 yılında ABD'nin GSYİH'si 14447.1 Milyar Dolar olmuştur. Aynı yıl OECD toplamının GSYİH'sinin tahmini değeri 41853.1 Milyar Dolar olarak gerçekleşmiştir. Tüm yıllarda ABD'yi Japonya ve Almanya takip etmiştir. Almanya'nın 2010 yılı GSYİH'si 3058.6 Milyar Dolar, Türkiye'nin 2010 yılı GSYİH'si 1141.3 Milyar Dolar olarak gerçekleşmiştir.

OECD genelinde 2010 yılı işsizlik oranının %8.6 olduğu görülmektedir. 2010 yılı için OECD genelinde en yüksek işsizlik oranı %20 ile İspanya'da gerçekleşmiştir. İspanya'yı %16.9 ile Estonya ve %14.4 ile Slovakya takip etmiştir. Almanya'da 2010 yılı işsizlik oranı %7.1 olurken Türkiye'de %10.6 olmuştur. OECD genelinde en düşük işsizlik oranı Norveç'te %3.5 ve Kore'de %3.7 olarak kayıtlara geçmiştir.

OECD toplamında 2008 yılına göre 2009 yılında %0.5'lik ve 2009 yılına göre 2010 yılında %1.9'luk bir enflasyon oranı artışı gerçekleşmiştir. Aynı dönemlerde OECD içinde enflasyon konusunda en olumlu gelişme gösteren ülke enflasyon oranında %4.5 azalma ve %0.9 azalma ile İrlanda olmuştur. İrlanda'yı 2009 yılında %1.3 ve 2010 yılında %0.7 azalma ile Japonya takip etmiştir. Enflasyon konusunda en olumsuz gelişmeyi yaşayan ülke 2009 yılında bir önceki yıla göre %12 artış gösteren İzlanda ve 2010 yılında bir önceki yıla göre %8.6 artış gösteren Türkiye olmuştur. Almanya'da ise 2010 yılında bir önceki yıla göre %1.1'lik bir enflasyon oranı artışı yaşanmıştır.

OECD genelinde 2009 yılında kurumlar vergisi GSYİH'nin %2.8'i kadar olmuştur. Norveç %9.3 ile GSYİH'nin yüzdesi olarak en fazla kurumlar vergisi toplanan ülke olurken, Norveç'i %5.6 ile Lüksemburg takip etmiştir. Bu iki ülke diğer yıllarda da en fazla kurumlar vergisi toplanan ülke olmuştur. 2009 yılı için en az kurumlar vergisi toplanan ülkeler ise GSYİH'nin %1.3'ü ile Almanya ve %1.5'i ile Fransa olmuştur. Türkiye'de aynı yıl toplanan kurumlar vergisi GSYİH'nin %1.9'u kadar olmuştur.

2002-2009 yılları arasında OECD ülkeleri toplam mal ticaretlerinin yaklaşık ortalama %70'ini OECD içinde, ticaret partnerleri ile gerçekleştirmiştir. Örneğin 2002 yılında OECD toplamında yapılan mal ticaretinin %75.3'ü OECD içinde ticaret partnerleri ile, %23.7'si OECD dışı ticaret partnerleri ile yapılmıştır. 2002 yılında %75.3 olan bu oran 2009 yılında %68.3'e gerilemiştir. Yine 2009 yılında Almanya'nın ticaret partnerleri ⁸ ile yaptığı mal ticareti, toplam OECD mal

⁸ 2007 OECD verilerine göre mallar için Almanya'nın ithalatta en büyük beş ticaret partneri Fransa, Hollanda, Çin, ABD ve İtalya; ihracatta en büyük beş ticaret partneri Fransa, ABD, Birleşik Krallık, Rusya ve İtalya olmuştur (OECD, 2010).

ticaretinin %9.6'sı kadar olmuştur. Türkiye'nin ticaret partnerleri⁹ ile yaptığı mal ticareti ise toplam OECD mal ticaretinin %0.8'i kadar olabilmektedir.

OECD 2003-2010 yılları arasında tüm yıllar için net ithalatçı konumunda olmuştur. 2009 yılında net ithalatı 477.1 Milyar Dolar olarak gerçekleşmiştir. Mallar için en büyük net ithalatçı ülke tüm yıllar için ABD olmuştur. 2009 yılında ABD.'nin net ithalatı 545.2 Milyar Dolar olmuştur. ABD.'yi 2009 yılı için 132.2 Milyar Dolar net ithalat ile Birleşik Krallık takip etmiştir. 2009 yılında mallar için en büyük net ihracatçı ülke 196.1 Milyar Dolar ile Çin'in ardından, OECD içinde 189.4 Milyar Dolar ile Almanya ve 54.3 Milyar Dolar ile İrlanda olmuştur. Türkiye tüm yıllar için net mal ithalatçısı ülke konumunda olup, 2009 yılı net mal ithalatı 38.8 Milyar Dolar olmuştur.

OECD, toplamda 2003-2010 döneminde tüm yıllarda net hizmet ihracatçısı konumunda olmuştur. Örgütteki ülkelerin 2009 yılı net hizmet ihracatı 337.6 Milyar Dolar olarak gerçekleşmiştir. 2009 yılı için en büyük hizmet ihracatçısı 132 Milyar Dolar ile ABD olurken, ABD'yi 82.1 Milyar Dolar ile Birleşik Krallık takip etmiştir. 2009 yılı en büyük net hizmet ithalatçıları 26.4 Milyar Dolar ile Almanya ve 20.4 Milyar Dolar ile Japonya olmuştur. Türkiye tüm yıllarda net hizmet ihracatçısı konumunda olup, 2009 yılı net hizmet ihracatı 16.7 Milyar Dolar olarak gerçekleşmiştir. (www.oecd-library.org, Erişim tarihi: 08.04.2012)

3.5. Ampirik Bulgular

Bu kısımda ilk olarak Türkiye'ye ve Almanya'ya yapılan DYY'lerin kaynak ülkelerinden belirlenen kriterlere göre anlamlı gruplar oluşturulmaktadır. Daha sonra Türkiye ve Almanya için oluşturulan örneklemelerde yabancı sahiplik yoğunluğunun hangi faktörlerin etkisi altında değiştiği belirlenmektedir.

⁹ 2007 OECD verilerine göre mallar için Türkiye'nin ithalatı en büyük beş ticaret partneri Rusya, Çin, Almanya, İtalya ve ABD; ihracatta en büyük beş ticaret partneri Almanya, Birleşik Krallık, Romanya, Birleşik Arap Emirlikleri ve Hollanda olmuştur (OECD, 2011).

3.5.1. Kümeleme bulguları

Türkiye’de örneklemdaki şirketlere 25, Almanya’daki şirketlere 16 farklı ülkeden DYY gitmektedir. Bu bölümde “Türkiye’ye ve Almanya’ya yapılan DYY’lerden, kaynak ülkelerinin bazı benzer özelliklerine göre anlamlı gruplar oluşturulabilir mi?” sorusuna cevap aranmaktadır. Amaç, eldeki bilgilerin daha kolay anlaşılır ve daha açık hale getirilmesidir.

Regresyon analizinde yabancı sahiplik yoğunluğunu açıklamak üzere kullanılan değişkenlerden uygun olanlar bu bölümde kaynak ülkelerin kümelenmesinde kriter olarak kullanılmıştır. Kriter olarak kullanılan değişkenler ve açıklamaları Tablo 9’da yer almaktadır. Regresyon analizinde kullanılan sektör değişkeni nitel bir değişken olduğu için burada kriter olarak kullanılması uygun bulunmamıştır. Değişkenlerin düzey değerlerinin kaynak ülkelere göre ortalamaları alınmış, daha sonra tüm değişkenlere aynı önemin verilmesi için düzey değerleri standartlaştırılmıştır¹⁰. Bir diğer deyişle, tüm değerler 0 ile 1 arasında olacak şekilde hesaplanmıştır. Değişkenlerde bazı değerler negatiftir. Negatif değerlerin uzaklık olarak etkisinin gösterilebilmesi için uzaklık hesaplamalarında Kareli Euclid Uzaklıkları kullanılmıştır. Kümeleme işleminde dendrogramların¹¹ oluşturulmasında Ward (1963) tekniği kullanılmıştır.

Tablo 9. Kümeleme Analizinde Kullanılan Değişkenler

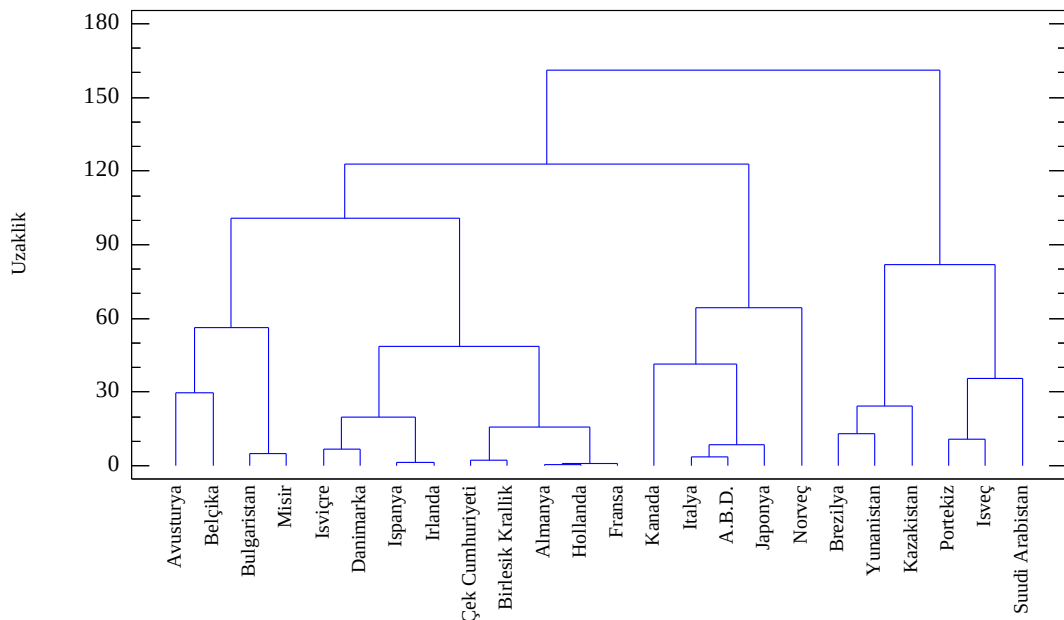
Değişken	Tanım
Yabancı Sahiplik Yoğunluğu	Aynı yabancı ülkeden en büyük üç hissedar tarafından sahip olunan tedavüldeki adi hisse senedi yüzdesi
Göreceli Ticaret Kolaylığı Skoru	Dünya Ekonomik Forumu tarafından yıllık olarak hazırlanan Ticaret Kolaylığı Endeksinin kaynak ülke ve ev sahibi ülkeler arasında göreceli hesaplanmış hali
Firma Büyüklüğü	Şirkette çalışan sayısı

¹⁰ Standartlaştırma işlemi, her bir değişkenin örneklem ortalamasından çıkarılıp, örneklem standart sapmasına bölünmesi ile gerçekleştirilmiştir.

¹¹ Dendrogram, kümelerin ağırlık merkezlerinin birbirine olan mesafesini görsel olarak açıklayan bir tür şekildir.

Finansal Performans	Özkaynak karlılığı ve kar marjının ortalaması
Finansal Risk	Toplam borç oranı
Firma Yaşı	Firmanın kuruluş yılından 2010 yılına kadar geçen yıl sayısı
Piyasa Kapitalizasyonu	Hisse senedi sayısı x hisse senedi piyasa değeri

Şekil 25 ve Şekil 26’da Türkiye’ye ve Almanya’ya gelen DYY’lerin kaynak ülkelerine ilişkin dendrogramlar yer almaktadır. Dendrogramlar kaynak ülkelerin ağırlık merkezlerinin (centroid) birbirine olan kareli Euclid uzaklıklarını göstermektedir. Oluşturulan kümeler ve bu kümelerin alt kümeleri ile diğer küme ve alt kümelerin ağırlık merkezlerinin birbirine olan uzaklıkları dendrogramlardan görülebilmektedir. Ağırlık merkezleri arasındaki mesafe en kısa olan ülke kümeleri, aynı kapsayan kümede birleşmektedir. Daha sonra bu kümeler aynı kritere göre birleşerek tüm kümeler tek küme tarafından kapsanmaktadır.



Şekil 25. Türkiye'ye Gelen DYY'lerin Kaynak Ülkelerine İlişkin Dendrogram

Türkiye'ye gelen DYY kaynak ülkeleri iki büyük kümeye ayrılmıştır. İlk kümede yer alan ülkeler Avusturya, Belçika, Bulgaristan, Mısır, İsviçre, Danimarka, İspanya, İrlanda, Çek Cumhuriyeti, Birleşik Krallık, Almanya, Hollanda, Fransa, Kanada, İtalya, ABD, Japonya ve Norveçtir. Bu küme kendi içinde üç alt kümeye ayrılmıştır.

Tablo 10'da küme ve alt kümelerdeki ülkeler ile kriterlerin ülke ve küme ortalamaları yer almaktadır. Bu tabloya bakılarak ülkelerin hangi özelliklerle gruplandığı belirlenebilir. Örneğin ilk alt kümede yer alan Avusturya, Belçika, Bulgaristan ve Mısır'daki yatırımcıların küme ortalamalarına bakıldığında finansal riskin ve muhasebe temelli performansın diğer kümelerin ortalamasına göre düşük olduğu görülmektedir. Buna göre bu alt kümede yer alan yatırımcıların en belirgin özelliği, düşük finansal risk ile çalışan ve düşük muhasebe temelli performans gösteren şirketlere yatırım yapmalarıdır. İkinci alt kümede yer alan İsveç, Danimarka, İspanya, İrlanda, Çek Cumhuriyeti, Birleşik Krallık, Almanya, Hollanda ve Fransa'daki yatırımcıların en belirgin ortak özelliği yatırım yaptıkları şirkete yüksek payla ortak olmalarıdır. Son alt kümede yer alan Kanada, İtalya, ABD, Japonya ve Norveç'teki yatırımcıların en göze çarpan ortak özelliklerinin yüksek piyasa temelli performans gösteren şirketlere yatırım yapmalarıdır.

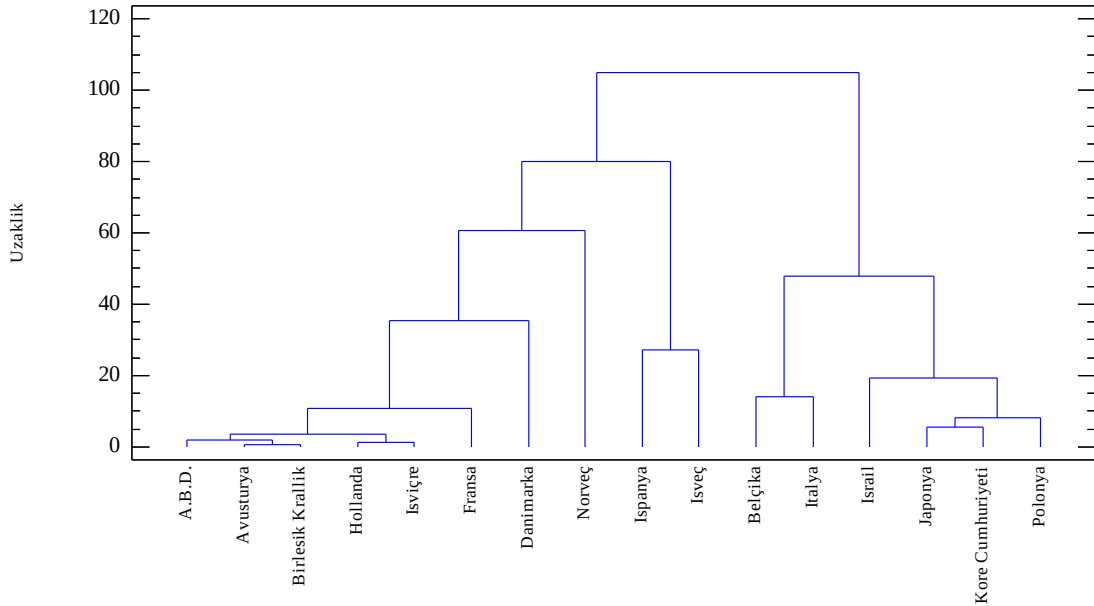
İkinci kümede yer alan ülkeler Suudi Arabistan, İsveç, Portekiz, Kazakistan, Yunanistan ve Brezilya'dır. Bu kümenin belirgin özelliği yatırım yapmak için yüksek finansal riskle çalışan ve yüksek muhasebe temelli performans gösteren şirketleri seçmeleridir. Birleşik Arap Emirlikleri'nden Türkiye'ye gelen yatırımın piyasa kapitalizasyon bilgisi olmadığı için kümelemeye dahil edilememiştir.

Tablo 10. Kümeleme Kriterlerinin Ülke ve Küme Ortalamaları, Türkiye

		Yabancı Sahiplik Yoğunluğu	Ticaret Kolaylığı Skoru	Firma Büyüklüğü	Finansal Performans	Finansal Risk	Firma Yaşı	Piyasa Kapitalizasyonu	
1. Küme	1. Alt Küme	Avusturya	12.45	127.03	43.00	-8.47	19.72	14.00	51453.24
		Belçika	50.00	120.15	2.00	9.09	0.27	15.00	68494.13
		Bulgaristan	10.57	95.09	9.00	2.32	3.97	32.00	82594.78
		Mısır	23.33	95.33	382.00	2.39	28.04	44.00	329276.70
		1. Alt Küme Ortalamaları	24.09	109.40	109.00	1.33	13.00	26.25	132954.71
	2. Alt Küme	İsviçre	56.00	131.94	45.00	2.76	2.90	52.00	407053.38
		Çek Cumhuriyeti	50.00	109.83	4013.00	-0.23	56.03	21.00	519423.23
		Almanya	54.85	127.76	920.13	2.42	51.57	30.88	521868.65
		Danimarka	41.01	132.92	1452.00	9.07	31.87	49.00	235625.27
		Hollanda	53.63	129.27	3225.21	5.64	41.86	32.50	550034.78
		İspanya	54.14	115.48	4898.33	-4.03	46.36	52.67	504436.24
		Fransa	49.50	123.34	2055.80	4.05	33.59	36.20	956669.21
		Birleşik Krallık	46.32	124.32	7650.25	-0.63	58.53	30.25	743821.20
		İrlanda	51.00	123.59	1590.00	-1.75	41.34	54.00	61990.45
		2. Alt Küme Ortalamaları	50.72	124.27	2872.19	1.92	40.45	39.83	500102.49
	3. Alt Küme	İtalya	35.73	105.16	2324.00	8.90	38.78	38.50	3209563.02
		Japonya	28.19	117.94	1134.50	1.00	42.53	33.00	1511259.40
		Norveç	49.22	130.71	14806.00	8.98	44.12	43.00	5040301.64
		ABD	32.58	123.44	5355.80	7.53	46.23	42.80	3189025.94
		Kanada	27.29	129.98	1145.00	7.11	54.11	66.00	5170635.18

2. Küme	3. Alt Küme Ortalamaları	34.60	121.44	4953.06	6.70	45.15	44.66	3624157.04
	Portekiz	20.09	114.25	8628.00	8.83	54.60	24.00	191617.11
	Suudi Arabistan	13.60	111.55	15216.00	32.61	64.12	15.00	314439.67
	İsveç	13.00	132.92	14536.00	12.24	36.69	17.00	89074.39
	Brezilya	12.44	92.38	1590.00	13.64	69.32	41.00	24642.24
	Kazakistan	40.00	91.89	27.00	2.33	81.21	13.00	292150.70
	Yunanistan	30.23	102.46	310.50	24.24	83.06	24.50	19134.62
	2. Küme Ortalamaları	21.56	107.58	6717.92	15.65	64.83	22.42	155176.45

Aralarında en az Kareli Euclid mesafesi olan ve dolayısıyla kümeleme kriterleri bakımından birbirine en yakın özellikler gösterdiği çıkarımı yapılabilen ülkelerin Almanya, Fransa ve Hollanda olduğu görülmektedir. Bu ülkelerin fiziksel olarak da birbirine yakın olması ve kültürlerinin birbirine çok yakın özellikler göstermesi dikkat çekicidir. Bir diğer ilgi çekici örnek de aynı kümede yer alan Suudi Arabistan ve İsveç'tir. Bu iki ülke kültürü birbirine çok uzak olmakla birlikte iki ülkede de ekonomiye yön veren şirketler büyük aile şirketleridir. Aile şirketlerinin merkezi karar alma eğilimi gibi bazı özelliklerinden dolayı yatırım kültürlerinin benzer özellikler gösterdiği düşünülebilir.



Şekil 26. Almanya'ya Gelen DYY'lerin Kaynak Ülkelerine İlişkin Dendrogram

Almanya'ya gelen DYY kaynak ülkelerinin oluşturduğu ilk kümede yer alan ülkeler ABD, Avusturya, Birleşik Krallık, Hollanda, İsviçre, Fransa, Danimarka, Norveç, İspanya ve İsveç'tir. Tablo 11'de küme ve alt kümelerdeki ülkeler ile kriterlerin ülke ve küme ortalamaları yer almaktadır. Bu tabloya bakılarak ülkelerin hangi özelliklerle gruplandığı belirlenebilir.

Birinci kümenin ilk alt kümesi olan ABD., Avusturya, Birleşik Krallık, Hollanda, İsviçre, Fransa, Danimarka ve Norveç'in en belirgin ortak özelliği yüksek finansal riskle

alışan ve yüksek finansal performans gösteren şirketlere yatırım yapmalarıdır. Alman şirketleri 2009-2010 yıllarında borç krizi yaşadıkları için bu şirketlerin büyük bölümü bu dönemde zarar etmiştir. Fakat bu kümede yer alan ülkelerdeki yatırımcıların yatırım yaptığı şirketler grup içinde en az zarar eden şirketler olmuştur. İkinci alt kümeyi oluşturan İspanya ve İsveç'in belirgin özelliği ise yatırım yaptıkları şirketlerin muhasebe temelli performansının düşük, buna karşılık piyasa temelli performansının yüksek olmasıdır.

İkinci kümede yer alan lkeler Belçika, İtalya, İsrail, Japonya, Kore Cumhuriyeti ve Polonya'dır. Bu ülkelerin belirgin özelliği, yaptıkları yatırımlarda yüksek ortaklık payına sahip olmalarıdır. Ayrıca bu ülkeler yatırım yapmak için genç şirketleri tercih etmektedir.

Aralarında en az Kareli Euclid mesafesi olan ve Almanya'ya yaptıkları yatırımlara ilişkin özellikleri birbirine en yakın olan ülkelerin Avusturya, Birleşik Krallık ve ABD ile Japonya ve Kore Cumhuriyeti olduğu görülmektedir. Bu lkelerden Birleşik Krallık ve ABD kültürel olarak birbirine yakın ülkelerdir. Benzer şekilde Japonya ve Kore Cumhuriyeti ikinci kümenin aynı kümesinde yer almaktadır. Bu iki ülkenin de kültürünün birbirine çok yakın olduğu söylenebilir.

Tablo 11. Kümeleme Kriterlerinin Ülke ve Küme Ortalamaları, Almanya

		Yabancı Sahiplik Yoğunluğu	Ticaret Kolaylığı Skoru	Firma Büyüklüğü	Finansal Performans	Finansal Risk	Firma Yaşı	Piyasa Kapitalizasyonu
1. Küme	ABD	39.45	96.73	3224.20	12.56	41.58	50.30	933053.89
	Avusturya	50.60	99.42	3598.24	-2.69	46.51	59.83	485491.85
	Norveç	10.02	102.31	770.00	29.85	86.02	17.00	640049.06
	Birleşik Krallık	39.59	97.31	2565.75	-3.85	38.79	62.60	504297.48
	Danimarka	23.20	104.04	126.00	-33.51	29.87	5.00	73633.74
	Fransa	40.60	96.54	6310.25	-1.03	32.18	71.50	1359194.21
	Hollanda	35.19	101.15	1105.40	-16.13	37.00	51.00	195012.57
	İsviçre	36.21	103.27	1391.79	8.13	46.27	62.95	206747.81
	1. Alt Küme Ortalamaları	34.36	100.10	2386.45	-0.83	44.78	47.52	549685.08
	2. Alt Küme							
	İspanya	34.20	90.38	23683.33	-34.81	20.10	57.67	1983887.42
2. Küme	İsveç	45.22	104.04	15170.50	17.59	63.26	68.50	1657977.45
	2. Alt Küme Ortalamaları	39.71	97.21	19426.92	-8.61	41.68	63.08	1820932.43
	İtalya	70.40	82.31	2972.67	-20.43	45.12	63.33	455731.25
	Japonya	44.20	92.31	293.00	-9.05	24.64	16.00	72158.38
	Kore Cumhuriyeti	39.69	90.77	791.00	9.71	55.50	25.00	78141.92
	Polonya	56.19	80.00	290.00	9.82	38.12	7.50	35006.73
	İsrail	48.03	91.54	75.00	59.21	8.67	12.00	13649.88
	Belçika	58.59	94.04	356.00	-62.87	43.42	46.25	141582.64
	2. Küme Ortalamaları	52.85	88.49	796.28	-2.27	35.91	28.35	132711.80

3.5.2. Regresyon bulguları

Türkiye'ye ve Almanya'ya gelen DYY'lerde yabancı sahiplik yoğunluğunun hangi faktörlerin etkisi altında değiştiğinin belirlenmesi amacıyla her iki ülke için ayrı ayrı aşağıdaki regresyon modeli test edilmiştir.

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

β = regresyon parametresi

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

n = örneklem büyüklüğü

ε = hata terimi

Tablo 12'de regresyon modelinde yer alan değişkenlerin kısaca açıklamaları yer almaktadır.

Tablo 12. Regresyon Modelindeki Değişkenler

<i>Değişken (kısaltma)</i>	<i>Değişken</i>	<i>Tanım</i>
YSY	Yabancı Sahiplik Yoğunluğu	Aynı yabancı ülkeden en büyük üç hissedar tarafından sahip olunan tedavüldeki adi hisse senedi yüzdesi
TKS	Göreceli Ticaret Kolaylığı Skoru (ln)	Dünya Ekonomik Forumu tarafından yıllık olarak hazırlanan Ticaret Kolaylığı Endeksinin kaynak ülke ve ev sahibi ülkeler arasında göreceli hesaplanmış hali
SEK	Sektör (nitel değişken)	Şirket hizmet sektöründe faaliyet gösteriyorsa 1, imalat sektöründe faaliyet gösteriyorsa 0 değerini alır
BUY	Firma Büyüklüğü (ln)	Şirkette çalışan sayısı
PERF	Finansal Performans	Özkaynak karlılığı ve kar marjının ortalaması

RISK	Finansal Risk	Toplam borç oranı
YAS	Firma yaşı (ln)	Firmanın kuruluş yılından 2010 yılına kadar geçen yıl sayısı
KAP	Piyasa Kapitalizasyonu (ln)	Hisse senedi sayısı x hisse senedi piyasa değeri

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, firma büyüklüğü, finansal risk ve firma yaşı ise kontrol değişkenleridir. Bu değişkenlerden ticaret kolaylığı skoru, firma büyüklüğü, firma yaşı ve piyasa kapitalizasyonuna logaritmik dönüşüm uygulanmıştır. Diğer değişkenlerse oransal ifadelerdir.

Tablo 13 ve Tablo 14’te Türkiye’deki ve Almanya için kurulan modellerdeki değişkenlere ilişkin betimleyici istatistikler yer almaktadır.

Tablo 13. Türkiye İçin Kurulan Modeldeki Değişkenlerin Betimleyici İstatistikleri

<i>Değişkenler</i>	<i>Örneklem</i>		<i>Standart</i>			
	<i>Büyüküğü</i>	<i>Ortalama</i>	<i>Ortanca</i>	<i>Sapma</i>	<i>En Büyük</i>	<i>En Küçük</i>
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

Tablo 14. Almanya İçin Kurulan Modeldeki Değişkenlerin Betimleyici İstatistikleri

Değişkenler	Örneklem			Standart		
	Büyüklüğü	Ortalama	Ortanca	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

Modellerdeki β parametreleri sıradan en küçük kareler tahmincisi ile tahmin edilmiştir. Çoklu doğrusal regresyon modeli, açıklayıcı değişkenler arasında doğrusal bir ilişkinin olmadığını varsaymaktadır. 15 ve 16 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 firma büyüklüğü arasındadır. Jung vd. (1988'den aktaran Şıklar, E. 2000), çoklu doğrusal bağıntı sorunu için değişkenler arasında %80'den daha yüksek korelasyonu kritik olarak değerlendirmiştir. Bu nedenle bu korelasyon ihmal edilmiş ve bununla ilgili bir değişiklik yapılmamaya karar verilmiştir.

Tablo 15. Türkiye için kurulan modeldeki değişkenler arasındaki korelasyonlar

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

Tablo 16. Almanya için kurulan modeldeki değişkenler arasındaki korelasyonlar

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

Türkiye ve Almanya'ya ilişkin kurulan modellerin parametre tahminleri Tablo 17'de yer almaktadır. Hem Türkiye hem de Almanya için kurulan modeller binde beş düzeyinde istatistiksel olarak anlamlıdır. Modellerdeki parametre tahminlerinin istatistiksel olarak anlamlılığı, % 95 güven aralığında değerlendirilmiştir.

Tablo 17. Doğrusal Regresyon Bulguları

Değişkenler	Türkiye	Almanya
Sabit Terim	-400.32 (-2.52) [0.015]**	678.00 (2.99) [0.004]****
Göreceli Ticaret Kolaylığı Skoru	73.55 (2.24) [0.030]**	-141.37 (-2.82) [0.006]***
Sektör	4.65 (0.59) [0.558]	-9.40 (-1.65) [0.104]
Firma Büyüklüğü	-3.69 (-2.23) [0.030]**	-3.55 (-1.41) [0.161]
Finansal Performans	-0.57 (-1.66) [0.104]	0.19 (2.68) [0.009]***

Finansal Risk	0.27 (1.66) [0.103]	0.02 (0.14) [0.89]
Firma Yaşı	14.12 (1.94) [0.058]*	6.35 (2.24) [0.028]**
Piyasa Kapitalizasyonu	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 [0.002]****	3.17 [0.005]****
Örneklem Büyüklüğü (n)	61	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 değerleridir.

Türkiye ve Almanya modellerinde bağımlı değişken yabancı sahiplik yoğunluğudur.

Ticaret kolaylığı skorunun Türkiye'ye gelen 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 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 gelen 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/değerinin firma sahiplik yoğunluğu üzerinde pozitif etkisinin olduğunu bulmuştur.

Firma büyüklüğünün Türkiye'ye gelen 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 firma büyüklüğü ile ilişkili olduğunu bulmuştur.

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

Almanya'ya gelen 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 örtüşmese 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 gelen 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 sahiptir. Alan yazında Zeitun ve Tian (2007) Ürdün'deki şirketler için en büyük paya sahip beş ortağın pay yüzdesi ile özkaynaklar 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 gelen yabancı yatırımlarda firma 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, firmaya özgü yaş ve büyüklük özellikleri ile ilişkili olduğunu bulmuştur.

Almanya'ya gelen DYY'lerde piyasa kapitalizasyonunun, sektörün, finansal riskin ve firma 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.

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 firma 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 firma yaşına göre çok daha etkili olduğu söylenebilir.

Türkiye'ye ilişkin tahmin edilen model:

$$YSY = -400.32 + 73.55 * TKS + 4.65 * SEK - 3.69 * BUY - 0.57 * PERF + 0.27 * RISK + 14.12 * YAS + 4.54 * KAP$$

Almanya'ya ilişkin tahmin edilen model:

$$YSY = 678.00 - 141.37 * TKS - 9.40 * SEK - 3.55 * BUY + 0.19 * PERF + 0.02 * RISK + 6.35 * YAS + 1.42 * KAP$$

Türkiye için kurulan modelde R-kare ve düzeltilmiş R-kare değerleri sırasıyla %33 ve %24, Almanya için kurulan modelde ise R-kare ve düzeltilmiş R-kare değerleri sırasıyla %20 ve %14'tür. İlk bakışta uyum iyilikleri biraz düşük gibi görünse de, bu çalışmanın konusuna ve uygulamasına yakın olan yayınlanmış makale ve doktora tezi çalışmalarındaki regresyon R-kare değerlerine bakıldığında, bu çalışmada bulunan R-kare değerlerinin çok düşük olmadığı anlaşılabılır. Tablo 18'de bu çalışmaların yazarları, yayın yılları ve çalışmalarda kurulan regresyonlara ilişkin raporlanan uyum iyiliği bilgileri yer almaktadır.

Tablo 18. Ampirik Alan yazındaki Regresyon Modellerinin Uyum İyiliği Bilgileri

No	Yazar(lar)	Yayın yılı	R-kare	Düz. R-kare
1	Thomsen ve Pedersen	1996	0.45	
2	Gedajlovic ve Shapiro	1998		0.26
3	Cho	1998		0.17
4	Welbourne ve Cyr	1999	0.31	
5	Gürsoy	2001	0.08	
6	Wei vd.	2002	0.14	
7	Yiu ve Makino	2002	0.45	
8	Sethi vd.	2003		0.15
9	Pedersen ve Thomsen	2003	0.22	
10	Mardanov	2003	0.22	
11	Singh ve Nejadmalayeri	2004		0.16
12	Tsang	2005	0.19	0.18

13	Gleason vd	2006	0.12	
14	Shen vd.	2006	0.16	
15	Raff vd.	2007		0.15
16	Zeitun ve Tian	2007		0.72
17	Bokpin ve Arko	2009	0.53	
18	Bhattacharya ve Graham	2009		0.13
19	Farrooque ve Yarram	2010		0.11
20	Ghahdouri vd.	2010	0.28	0.17
21	Kung vd.	2010		0.19
22	Kravtsova	2010	0.73	

Not: Tablodaki çalışmaların bazılarında birden fazla regresyon modeli test edilmiştir. Bu çalışmalar için bu tabloda en yüksek uyum iyiliğine sahip veya değişkenleri bu çalışmaya en yakın olan modelin istatistiğine yer verilmiştir.

Belirlilik katsayısı R^2 , bağımlı değişkendeki açıklanan değişimi ölçtüğü için, değişken tanımına duyarlıdır. Örneğin ücret düzeyini açıklamak, ücret düzeyinin logaritmasını açıklamaktan farklı olacak ve bu iki modelin R^2 'leri birbirinden farklı olacaktır. Şu açıktır ki değişimin bazı kaynaklarının açıklanması diğerlerine göre daha zordur. Örneğin bir ülkenin toplam tüketiminin zaman içindeki değişimini açıklamak, bireysel hane halkının tüketiminin yatay kesit değişimini açıklamaktan daha kolaydır. Konu grubun homojenliği ile ilgili olup, homojenlik azaldıkça uyum iyiliği düşebilmektedir. Yatay kesit verilerde her bir gözlem birimi bir diğerinden farklılık göstermektedir. Fakat zaman serisi verisinde tek bir gözlem biriminde gözlenen değerler söz konusudur. Buna bağlı olarak yatay kesit verilerde zaman serisi verilerine göre homojenlik düşük olduğu için uyum iyiliği daha düşük olabilmektedir. Bu çalışmada kurulan regresyon modellerine ilişkin uyum iyiliklerinin düşük olmasının kaynaklarından birinin, yatay kesit veri ile çalışılmasından ve her şirketin ve her yatırımcının karar alma mekanizmasının bir diğerinden büyük farklılıklar göstermesi olduğu düşünülmektedir.

Bunun yanı sıra, R^2 değerinin yüksek veya düşük olması ile ilgili kesin bir kıstas yoktur. Bazı alanlardaki uygulamalarda 0.20 yüksek bir uyum iyiliği olarak değerlendirilirken, bazı alanlardaki uygulamalarda 0.95 düşük bir uyum iyiliği olarak değerlendirilebilmektedir (Boumans, 2007; Baltagi, 2011). Bu çalışmanın konusunun özü itibarıyla durumsallık yaklaşımı gerekli olduğundan, kurulan modellerde çok yüksek uyum iyiliği beklememek gerekmektedir.

Ayrıca bazı durumlarda R^2 istatistiksel modelin kalitesini ölçer olarak gösterilmektedir; fakat, aslında doğrusal benzetimin kalitesini ölçmektedir. Eğer aynı konuya ilişkin birden fazla istatistiksel olarak anlamlı regresyon modeli kurulmuşsa, modeller arasında seçim yapmak için R^2 kullanılabilir.

Ampirik modeller bir olguyu niteliksel olarak açıklamak veya o olgu için niceliksel öngörü yapmak amacıyla kurulmaktadır. Model kurmadaki amacın ne olduğuna bağlı olarak kurulan modele yaklaşım da değişebilmektedir (Boumans, 2007:321). Esasen uyum iyiliği, bağımsız değişkenin gözlem değerleri (y_t) ve tahmin edilen değerleri ($\hat{Y}_t$) arasındaki örneklem korelasyonudur. Örneklem gözlemleri ile R^2 değerinin iyi öngörüldüğü durumlarda, y_t nin örneklem dışı değerleri de doğru olarak öngörülebilecektir (Doran, 1989:40). Bu çalışmanın amacı örneklem dışı gözlemlerin öngörülmesinden ziyade yabancı sahiplik yoğunluğu olgusunu açıklamak olduğundan uyum iyiliğinin çok yüksek olması birincil amaç olarak belirlenmemiştir. Kurulan regresyon modelinin varsayımlarının geçerli olup olmadığına öncelik verilmiştir çünkü bu varsayımların geçerliliği, katsayıların “blue” (en iyi-doğrusal-yansız-etkin) tahminci ile tahmin edildiğinin göstergesi olmaktadır.

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.

Regresyon analizinde Türkiye’ye ve Almanya’ya gelen DYY’lerde yabancı sahiplik yoğunluğununa ilişkin anlamlı ve yatay kesit verilere ilişkin varsayımların geçerli olduğu iki model kurulmuştur. Bulgularla ilgili yorumlar çalışmanın “Sonuç, Tartışma ve Öneriler” bölümünde yer almaktadır.

4. Sonuç, Tartışma ve Öneriler

Küresel boyutta DYY ve çokuluslu şirketlerin heterojen yapıda oluşu, bu kavramlarla ilgili çalışmaların durumsal yaklaşım gerektirmesi ve belki de kurumsallığın en üst seviyede olduğu düşünülen çokuluslu şirketlerde bile kararların insan faktörü tarafından alınmasından kaynaklanan öznellik, bu çalışmanın sonuçlarının ortaya konulmasında bir çerçeve oluşturmaktadır.

DYY'ler 2007 yılının son çeyreğinde başlayan küresel finans krizinden önemli derecede etkilenmiştir. Küresel DYY akımları 2008'de %16 ve 2009'da %37 gerilemiştir. Türkiye'ye gelen DYY akımları küresel düşüşe paralel olarak 2008 yılında %17 ve 2009 yılında %54 azalmıştır. UNCTAD bu düşüşü uluslararası birleşme ve satın alma faaliyetlerindeki azalmayla ve ihracata dayalı sektörlerdeki daralmayla ilişkilendirilmiştir. 2010 yılından itibaren yatırımlarda düzelme hareketleri başlamıştır.

Bazı ülkeler politik, ekonomik, güvenlikle ilgili, kültürel veya diğer nedenlerle bazı sektörlerde yabancı sermaye sahipliğini kısıtlamaktadır. Dünya Bankası 2010 Yurtdışı Yatırımlar Raporunda ülkelerin yaklaşık %90'ının bu kısıtlamaları uyguladığına yer verilmiştir. Kısıtlamaların yapı, turizm ve perakende gibi temel sektörlerde ve imalat sektöründe daha az; medya, ulaşım ve elektrik gibi hizmet sektörlerinde daha katı olduğu görülmektedir. Bölgesel olarak bakıldığında Doğu Avrupa, Merkez Asya, Latin Amerika ve yüksek gelirli OECD ülkelerinin yabancı sermaye sahipliğine Doğu Asya, Pasifik ülkeleri ile Orta Doğu ve Kuzey Afrika ülkelerinden daha az kısıtlama getirdiği görülmektedir.

Bu tür kısıtlamaların çok yaşanmadığı Türkiye'ye ve Almanya'ya farklı bölgelerdeki kaynak ülkelerden doğrudan yatırım gelmektedir. Bu çalışmada kümeleme analizi ile bu iki ülkede örneklemdeki kaynak ülkeler benzerliklerine göre gruplara ayrılmıştır. Türkiye ve Almanya'nın kümeleme analizi sonucunda kümeleme kriterleri ile ilgili öne çıkan ortak özelliklerinin benzer olduğu görülmektedir. Bu özelliklere göre yabancı yatırımcılar üç gruba ayrılmaktadır:

- i. Yatırımlarında yüksek ortaklık payına sahip olanlar,
- ii. Yatırımlarında yüksek piyasa kapitalizasyonu olan şirketleri tercih edenler,
- iii. Yatırımlarında yüksek finansal riske karşılık yüksek muhasebe temelli performansı olan ve düşük finansal riske karşılık düşük muhasebe temelli performansı olan şirketleri tercih edenler.

Yüksek ortaklık payı tercihi, yatırımcının yatırım yapılan şirketin faaliyetleri ile ilgili karar alma sürecini ne derecede kontrol etmek ve yatırım yapılan şirketin varlıkları ile bu sürece ne derecede katılmasını istediğiyle ilgilidir. Aynı zamanda yatırım yapılan şirketin artık kazançları üzerinde ne derece tahsis hakkı elde etmek istediğiyle de ilgilidir. Bazı durumlarda yabancı yatırımcılar yatırım yaptıkları şirketin faaliyetleriyle ilgili yüksek risk aldığını düşündüğünde ortaklık payını artırarak şirket yönetimine katılmak istemektedir. Bazı durumlarda da yatırım yapılan şirketin karlılığının yüksek olması yatırımcının ortaklık payı iştahını artırabilmektedir. Yatırım çeken şirket potansiyel veya mevcut yabancı yatırımcısı ile ilişkisini yönetirken karşı tarafın ortaklık payını artırma isteğine vereceği karşılığın kendi avantajında olması için karşı tarafı bu seçeneklerden istediğine yönlendirebilir. İlk grupta Türkiye'ye yatırım yapan ülkelerden İsveç, Danimarka, İspanya, İrlanda, Çek C., Birleşik Krallık, Almanya, Hollanda ve Fransa bulunmaktadır. Almanya'ya yatırım yapan ülkelere Belçika, İtalya, İsrail, Japonya, Kore Cumhuriyeti ve Polonya bulunmaktadır.

Piyasa kapitalizasyonu, piyasanın şirketin değeri hakkındaki görüşünü yansıtmakta ve bu araştırmada piyasa temelli performansın bir göstergesi olarak düşünülmektedir. Yüksek piyasa temelli performans doğrudan yatırımcıdan ziyade kısa vadeli yatırım ufku olan portföy yatırımcısının daha çok dikkat ettiği bir göstergedir. Bu nedenle yatırımlarında yüksek piyasa temelli performansı olan şirketleri tercih edenler şirketin hisse senedi fiyatı düştüğünde yatırımından çekilme olasılığının yüksek olduğu düşünülebilir. Halbuki doğrudan yatırım çekmek isteyen şirketlerin amacı yatırımcının şirkette ortaklığının uzun vadeli olmasıdır. Bunu sağlamak için yatırımcı şirketle sadece kısa vadede karlılığı artıracak iş ilişkileri kurmak yetersiz kalacak, stratejik işbirlikleri oluşturmak ve yatırımcıya uzun vadede katma değer yaratacak fırsatlar sağlamak gerekecektir. İkinci grupta Türkiye'ye yatırım yapan ülkelere Kanada, İtalya, ABD,

Japonya ve Norveç bulunmaktadır. Almanya'ya yatırım yapan ülkelerdense İspanya ve İsveç bulunmaktadır.

Rasyonel yatırımcılar yüksek riske karşılık yüksek getiri talep edecek ve düşük riske karşılık düşük getiriye razı olacaktır. Yabancı yatırımcıların düşük riskle çalışan ve düşük performans sergileyen şirketlere yatırım yapması yatırım yaptıkları şirketin borçlarını ödeme gücünün düşük olmasını istemediklerini göstermektedir. Kaldıraç etkisinden faydalanamayan bu şirketlerin özkaynak karlılığı ve kar marjı da düşük olmaktadır. Tersine, kaldıraç etkisinden faydalanan şirketlere yatırım yapan yatırımcılar yüksek finansal performans talep etmektedir. Yatırım çekmek isteyen şirketler pazarlık sürecinde karşı tarafın riske karşı tutumunu anlamaya çalışmalı ve stratejisini ona göre belirlemelidir. Üçüncü grupta Türkiye'ye yatırım yapan ülkelere Avusturya, Belçika, Bulgaristan ve Mısır'daki yatırımcılar; Almanya'ya yatırım yapan ülkelere İspanya ve İsveç'teki yatırımcılar düşük finansal riske karşılık düşük muhasebe temelli performans tercih etmektedir. Yine Almanya'ya yatırım yapan ülkelere ABD, Avusturya, Birleşik Krallık, Hollanda, İsviçre, Fransa, Danimarka ve Norveç'teki yatırımcılar yüksek finansal riske karşılık yüksek finansal performans tercih etmektedir.

Yukarıdaki bilgilerin ışığında teklif sahibi yatırımcının bu tip özelliklerinden pazarlık sürecinde kullanılabilecek ipuçları yakalanabilir. Örneğin yabancı yatırım arayışı içinde bulunan ve piyasa kapitalizasyonu yüksek olan bir Türk firması kaynak ülkesi ABD olan potansiyel bir yatırımcı ile yapacağı görüşmede bu özelliğini vurgulayarak prim ödemesini yükseltebilir. Ya da başka bir Türk firmasının karşısında kaynak ülkesi Fransa olan teklif sahibi bir yatırımcı varsa pazarlık sürecinde firma, vereceği ortaklık payını düşürmeye çalışmak yerine alacağı primi yükseltmeye çalışırsa daha iyi sonuçlar alacağını düşünebilir. Genelleme yapmak her yatırımcı için çok mümkün olmasa da bu bilgiler yatırımcılar hakkında izlenim edinmek ve yaklaşım geliştirmek amacıyla kullanılabilir.

Kümeleme analizi sonuçlarına göre aralarında en az mesafe olan, başka bir deyişle yaptıkları yatırımlarla ilgili özellikler bakımından birbirine en çok benzeyen ülkelerin, kültürel olarak birbirine yakın olan ülkeler olduğu bulunmuştur. Bu durumun sahiplik stratejisi oluşturma konusundaki yaklaşımlardan biri olan kültür yaklaşımına uygun

olduğu görülmektedir. Bu yaklaşıma göre kültürel olarak birbirine benzeyen ülkelerin benzer sahiplik yapısı tercihleri vardır.

Regresyon analizi ile Türkiye ve Almanya'daki örneklemelerde yer alan şirketlerde yabancı sahiplik yoğunluğunun hangi faktörlerin etkisi altında değiştiği ortaya konulmuştur. Ev sahibi ülkelere kıyasla kaynak ülkelerdeki ticaret hayatı ile ilgili faktörler ve DYY çeken şirketlere özgü faktörler dikkate alınmıştır. Modelde yer alan açıklayıcı değişkenler işletme içi ve işletme dışı faktörlerden oluşmaktadır. Örneklem sayısı ve değişken sayısının uyumu için değişken sayısının olabildiğince az olması gerekmiş ve işletme dışı faktörler “ticaret kolaylığı skoru” değişkeni ile temsil edilmiştir. İşletme içi faktörler için benzer bir birleştirme uygun olmamıştır.

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. Buradan anlaşılabılır ki 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) işletme çevresini; demografik, sosyo-kültürel, politik-yasal, teknolojik, ekonomik ve küresel elemanları içeren genel çevre ve Porter'in piyasaya yeni girişler, alıcıların rekabet gücü, tedarikçilerin rekabet gücü, ikame ürün ve hizmetler ve rekabet yoğunluğu elemanlarını içeren rekabetçi çevre olmak üzere iki boyutta ele almıştır. İşletmelerin faaliyet gösterdiği sektördeki rekabet yapısının ve işletmelerin karlılığının bu faktörlerden yoğun olarak etkilendiğine yer vermiştir. Ticaret kolaylığı, genel çevre elemanları kapsamında değerlendirilebilir.

İşletme stratejileri genel çevre elemanlarından önemli derecede etkilenmekle birlikte, işletmelerin genel çevredeki trendleri tahmin etme yeteneği az olmakta, çevrede meydana gelen gelişmeler üzerinde kontrolü ise daha da az olmaktadır. 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: 40-44).

Araştırmanın örnekleminde yer alan şirketlerin yabancı yatırımcılarının yatırım kararları üzerinde, firmaya özgü özelliklerden daha çok ülkede ticaret yapmanın kolaylığı, kurumsal yönetim prensiplerinin uygulanabilirliği ve işletme çevresinin iş yapmaya elverişliliği etkili olmaktadır. Bu konuda Van der Elst (2004) altı Avrupa ülkesine gelen yatırımlarla ilgili olarak ev sahibi ülkelerdeki hukuk yapısı, kurumsal yatırımcıların varlığı ve sosyal güvenlik sistemi gibi özelliklerin sahiplik yoğunluğunu açıklamada, sektörle ilgili özellikler ve firma büyüklüğünden daha etkili olduğunu bulmuştur. Chang ve Rosenzweig (2001) ise ABD'ye gelen yatırımlarda giriş biçimini belirleyen faktörlerin zaman içinde firma dışı faktörlerden, deneyim ve öğrenme gibi firma içi faktörlere kaydığını 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.

Kendi ülkesinde ticaret yapmanın göreceli olarak daha kolay ve az maliyetli olduğu yatırımcıların, Türkiye'de yapmış oldukları yatırımlarında ortaklık payının daha yüksek olduğu bulunmuştur. Buna karşılık kendi ülkesinde ticaret yapmanın daha kolay ve az maliyetli olduğu yatırımcıların Almanya'da yapmış oldukları yatırımlarında ortaklık payının daha düşük olduğu bulunmuştur. Bunun nedeni Türkiye'nin ticaret hayatının, gelen yatırımların kaynak ülkelerinin ticaret hayatından genel olarak daha düşük olması, Almanya'nın ticaret hayatınınsa 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.

Regresyon analizinden çıkarılacak bir diğer sonuç, 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 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 sorun 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 gelen DYY'lerden örneklemdaki 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 gelen DYY'lerden örneklemdaki 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 özkaynak 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 ettikleri düşünülebilir.

Firma büyüklüğünün Türkiye'ye gelen 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. Bu durum sahiplik stratejisi ile ilgili yaklaşımlardan “pazarlık gücü yaklaşımı”na uymaktadır. Daha büyük firmaların yabancı yatırımcının karşısında pazarlık gücü daha yüksek olduğu için ortaklık payı küçük firmalara nazaran daha yüksek olmaktadır diye düşünülebilir.

Almanya'ya gelen yabancı yatırımlarda firma yaşı 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. Bu durum ise sahiplik stratejisi ile ilgili yaklaşımlardan “örgütsel yeterlilikler yaklaşımı” ile ilişkilendirilebilir. Deneyimli yerli

firmaların 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 görüşmede yöneticilerden konu hakkında Ek 7’de yer alan sorular çerçevesinde fikir alınmıştır. 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, firma ile ilgili kararlara seçtikleri yöneticiler aracılığıyla katılmaktadır. Üç şirkette de yabancı ortaktan 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 insiyatifinde 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 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 firma 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 firmaya 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.

Birçok ülkede yabancı sermaye katılımına açıklığın faydaları, yabancı sermaye sahipliğinin kısıtlanmasını gölgede bırakmaktadır. Yabancı sermaye sahipliğini yasaklayan veya sınırlayan her ülkeye karşılık, benzer özelliklere sahip daha çok sayıda ülke yabancı sermaye sahipliğinin önündeki sınırları kaldırmıştır. Yine de bilinmelidir ki açık bir ekonomi, kurumları iyi işleyen, ekonomik ve politik istikrarı olan, hukukun egemen olduğu ve yatırımın yatırım ortamı temelleri güçlü olan iyi düzenlenmiş bir ekonominin ikamesi olamaz (The World Bank, Investing Across Borders 2010:9-10).

DYY çekmek isteyen ülkeler gelen DYY'lerin daha nitelikli ve uzun vadeli olması için yukarıda belirtilen özellikleri dikkate almalıdır. Özellikle regreson analizinin sonucunda Türkiye'ye gelen DYY'lerin yatırımlarını kısa vadeli portföy yatırımı gibi değerlendirdikleri dikkate alındığında, Türk politika yapıcıların bu bakışı değiştirmek için neler yapabileceği ortaya çıkmaktadır. Dünya Bankası 2010 Yurtdışı Yatırımlar Raporunda üzerinde durulan noktalar; yabancı sermaye sahipliğindeki kısıtlamaların kaldırılması, yerli ve yabancı yatırımcılara eşit muamele edilmesi, firma kurulum sürecinin basit ve şeffaf olması, yerli ve yabancı firmalara eşit ve adil muamele

sağlayan açık kanunların olması, arazi ve arsalarla ilgili bilginin erişebilir olması, arazi satın alma prosedürlerinin etkili olması, tahkim uygulamalarıyla uyumlu ve olabilecek değişmelere hazır tahkim kanunlarının olması, yerel idari mahkemelerin destekleyici olması ve uluslararası anlaşmalara bağlı davranılmasıdır.

Bu araştırma konusu ile ilgili ileride yapılabilecek bazı çalışmalar farklı yatırımcı tiplerinin ortaklık paylarının firma performansı ile ilişkilendirilmesi, DYY’lerde kaynak ülkelerin ve ev sahibi ülkelerin firma 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 örneklendirilebilir.

Ekler Listesi

Ek 1. OECD Ülkelerine Doğrudan Yabancı Yatırım Girişleri	151
Ek 2. Türkiye'nin Taraf Olduğu Yatırımların Karşılıklı Teşviki ve Korunması	
Anlaşmaları	153
Ek 3. Uluslararası Vergi Cenneti Merkezleri	155
Ek 4. Örneklerde Yer Alan Şirketler.....	156
Ek 5. Ticaret Kolaylığı Endeksi Hakkında Bilgi.....	160
Ek 6. Üç Haneli Standart Uluslararası Sektör Kodları	164
Ek 7. Yöneticiler ile Yapılan Görüşmeye İlişkin Soru Formu	171

Ek 1. OECD Ülkelerine Doğrudan Yabancı Yatırım Girişleri**2000-2010, (Milyon A.B.D Doları)**

Ülkeler/ Yıllar	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Avustralya	9415	42472	-24184	31070	45530	46801	26701	35240	65294	56712
Almanya	32398	-10195	47411	55657	80223	8093	22461	57432	48982	6550
Amerika Birleşik Devletleri	63751	145966	112638	243151	221166	310091	150443	205831	233988	174680
Avusturya	6201	3187	10778	7936	31159	6845	9304	838	11390	6301
Belçika	33508	43583	34351	58926	93448	193575	60966	85682	103376	-1610
Birleşik Krallık	27502	57178	177868	156218	200068	88678	76375	50587	51133	62652
Çek Cumhuriyeti	2109	4975	11654	5465	10446	6449	2929	6147	2323	10613
Danimarka	2711	-10447	12873	2715	11815	1827	3942	-11549	12712	1051
Estonya	928	958	2869	1797	2725	1729	1839	1600	257	1467
Finlandiya	3322	2828	4747	7656	12455	-1142	718	6525	2688	-1802
Fransa	42538	32579	84898	71888	96240	64060	24216	30634	40982	62236
Hollanda	28424	12459	39023	13984	119406	4541	38612	-7366	17195	-244
İrlanda	22803	-10614	-31670	-5545	24712	-16421	25717	42807	11478	29254
İspanya	25844	24775	25005	30819	64277	76843	10406	39875	26841	27689
İsrail	3323	2947	4819	15296	8798	10877	4438	5510	11080	10415
İsveç	4981	12218	11627	27521	28849	36855	10034	-64	9262	13722
İsviçre	16505	933	-949	43740	32446	15137	28945	32556	11805	3604
İtalya	16430	16824	19960	39259	40209	-10814	20078	9179	29086	8759
İzlanda	332	737	3086	3858	6822	917	86	246	1108	511
Japonya	2993	7818	2778	-6503	22548	24417	11938	-1251	-1758	2100
Kanada	7486	-445	25693	59765	114642	57147	21438	23412	41695	45338
Kore	3526	9246	6309	3586	1784	3311	2249	1094	4661	4999
Lüksemburg	2916	5195	5976	31803	-28265	11195	20667	27677	14407	58498

Macaristan	2137	4508	7711	7021	5447	6313	1997	2165	5771	13523
Meksika	18668	24855	24449	20292	31380	27853	16561	21372	21504	12659
Norveç	3472	2544	2181	10524	7993	10237	16637	16823	18224	12791
Polonya	4588	12898	10299	19599	23582	14833	12936	13879	18943	3362
Portekiz	7155	1936	3927	10914	3063	4656	2707	2646	11160	8896
Şili	4307	7173	6984	7298	12534	15150	12911	14244	22096	29296
Slovakya	2161	3033	2427	4700	3583	4685	-50	526	2145	3194
Slovenya	313	829	588	644	1515	1944	-653	359	1000	143
Türkiye	1702	2785	10031	20185	22047	19504	8409	9038	16049	12420
Yeni Zelanda	2363	2425	1524	4689	3440	4984	-1293	636	4312	2921
Yunanistan	1276	2103	623	5358	2112	4490	2435	330	1144	2938
Avrupa Birliği	258009	213715	486547	561507	856720	538375	359791	367298	430566	323767
G20 Ülkeleri	297202	429866	672965	915770	1194508	1045213	644162	786423	970467	873382
OECD - Toplam	408089	460266	658303	1011286	1358195	1055656	647098	724659	872330	685641
Dünya	568416	696590	1010527	1474371	2009640	1765304	1142732	1389141	1664005	1414026

Kaynak: OECD Foreign Direct Investment Statistics: Main Aggregates. 23 Mayıs 2013, 22:05.

Ek 2. Türkiye'nin Taraf Olduğu Yatırımların Karşılıklı Teşviki ve Korunması Anlaşmaları

Türkiye'nin bugüne kadar 84 ülkeyle imzalamış olduğu YKTK Anlaşması yabancı yatırımlar için büyük önem taşıyan, yabancı yatırımcıya ev sahibi ülke tarafından uygulanacak muamelenin sınırlarının belirlenmesi, kar transferlerinin güvence altına alınması ve ev sahibi devletçe yapılması muhtemel kamulaştırma işlemlerinin şartlarının belirlenmesi ve yatırımcı ile ev sahibi devlet arasında uyuşmazlık çıkması halinde uyuşmazlığın çözülmesi için yatırımcıya uluslararası tahkime başvurma hakkı verilmesi gibi “olmazsa olmaz” hükümler içeren temel nitelikte bir anlaşmadır. YTYK Anlaşmamız bulunan ülkeler:

- | | | |
|--------------------------------|-----------------|---------------------|
| 1. Afganistan | 29. Gürcistan | 57. Mısır |
| 2. Almanya | 30. Hırvatistan | 58. Moğolistan |
| 3. Amerika Birleşik Devletleri | 31. Hindistan | 59. Moldova |
| 4. Arjantin | 32. Hollanda | 60. Nijerya |
| 5. Arnavutluk | 33. İngiltere | 61. Oman |
| 6. Avusturya | 34. İran | 62. Özbekistan |
| 7. Avustralya | 35. İspanya | 63. Pakistan |
| 8. Azerbaycan | 36. İsrail | 64. Polonya |
| 9. Bahreyn | 37. İsveç | 65. Portekiz |
| 10. Birleşik Arap Emirlikleri | 38. İsviçre | 66. Romanya |
| 11. Bangladeş | 39. İtalya | 67. Rusya |
| 12. Belarus | 40. Japonya | 68. Senegal |
| 13. Belçika-Lüksemburg | 41. Kamerun | 69. Sırbistan |
| 14. Bosna-Hersek | 42. Karadağ | 70. Singapur |
| 15. Bulgaristan | 43. Katar | 71. Slovakya |
| 16. Cezayir | 44. Kazakistan | 72. Slovenya |
| 17. Çek Cumhuriyeti | 45. Kırgızistan | 73. Sudan |
| 18. Çin Halk Cumhuriyeti | 46. Kosova | 74. Suriye |
| 19. Danimarka | 47. Kuveyt | 75. Suudi Arabistan |
| 20. Endonezya | 48. Küba | 76. Tacikistan |
| 21. Estonya | 49. Letonya | 77. Tanzanya |
| 22. Etyopya | 50. Libya | 78. Tayland |
| 23. Fas | 51. Litvanya | 79. Tunus |
| 24. Filipinler | 52. Lübnan | 80. Türkmenistan |
| 25. Finlandiya | 53. Macaristan | 81. Ukrayna |
| 26. Fransa | 54. Makedonya | 82. Ürdün |
| 27. Güney Afrika Cumhuriyeti | 55. Malezya | 83. Yemen |
| 28. Güney Kore | 56. Malta | 84. Yunanistan |

Kaynak: Ekonomi Bakanlığı Teşvik Uygulama ve Yabancı Sermaye Genel Müdürlüğü

Not: Halen yürürlükte YKTK Anlaşmamız bulunan Azerbaycan, Bangladeş, Kuveyt ve Slovakya ile yeniden müzakere edilen anlaşmalar ve Hırvatistan ile mevcut anlaşmayı tadil eden bir Ek Protokol imzalanmış olup, bunlar henüz yürürlüğe girmemiştir.

Ek 3. Uluslararası Vergi Cenneti Merkezleri

- | | | |
|--------------------|------------------------|-----------------------------|
| 1. Alderney | 12. Cook Adaları | 23. Lüksemburg |
| 2. Anguilla | 13. Dubai | 24. Malta |
| 3. Antigua | 14. Dublin | 25. Man Adası |
| 4. Aruba | 15. Gibraltar | 26. Maritus |
| 5. Bahamalar | 16. Hollanda Antilleri | 27. Monako |
| 6. Bahreyn | 17. Hong Kong | 28. Montserrat |
| 7. Barbados | 18. İsviçre | 29. Panama |
| 8. Batı Samoa | 19. Jersey ve Guernsey | 30. Singapur |
| 9. Belize | 20. Kıbrıs | 31. Turks ve Caicos Adaları |
| 10. Bermuda | 21. Labuan | 32. Vanuatu |
| 11. Cayman Adaları | 22. Lihtenştayn | 33. Virgin Adaları |

Kaynak: Uluslararası Para Fonu (IMF)

Ek 4. Örneklemlerde Yer Alan Şirketler

Türkiye’deki Şirketler:

ADEL KALEMCILIK TICARET VE SANAYI A.S.
AFYON ÇİMENTO SANAYI T.A.S.
AKÇANSA ÇİMENTO SANAYI VE TICARET A.S.
AKENERJİ ELEKTRİK ÜRETİM A.S.
AKMERKEZ GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI A.S.
ALARKO CARRIER SANAYİ VE TICARET A.S.
ALARKO GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI A.S.
ALCATEL LUCENT TELETAS TELEKOMÜNİKASYON A.S.
ANADOLU ISUZU OTOMOTİV SANAYİ VE TICARET A.S.
AYGAZ A.S.
BOSCH FREN SİSTEMLERİ SANAYİ VE TICARET A.S.
BRISA BRIDGESTONE SABANCI LASTİK SANAYİ VE TICARET A.S.
BSH EV ALETLERİ SANAYİ VE TICARET A.S.
CARREFOURSA CARREFOUR SABANCI TICARET MERKEZİ A.S.
CARREFOURSA CARREFOUR SABANCI TICARET MERKEZİ A.S.
COCA COLA İÇECEK A.S.
DENİZ YATIRIM ORTAKLIĞI A.S.
DESPEC BİLGİSAYAR PAZARLAMA VE TICARET A S
DOĞAN BURDA DERGİ YAYINCILIK VE PAZARLAMA A.S.
ENKA İNŞAAT VE SANAYİ A.S.
EREĞLİ DEMİR VE ÇELİK FABRİKALARI T.A.S.
FORD OTOMOTİV SANAYİ A.S.
GOODYEAR LASTİKLERİ T.A.S.
GÖLTAS GÖLLER BÖLGESİ ÇİMENTO SANAYİ VE TICARET A.S.
GÖLTAS GÖLLER BÖLGESİ ÇİMENTO SANAYİ VE TICARET A.S.
KAPLAMIN AMBALAJ SANAYİ VE TICARET A.S.
KENT GIDA MADDELERİ SANAYİİ VE TICARET A.S.
KENT GIDA MADDELERİ SANAYİİ VE TICARET A.S.
KENT GIDA MADDELERİ SANAYİİ VE TICARET A.S.
KLİMASAN KLİMA SANAYİ VE TICARET A.S.
KONFRUT GIDA SANAYİ VE TICARET A.S.
KONYA ÇİMENTO SANAYİİ A.S.
MARSHALL BOYA VE VERNİK SANAYİİ A.S.
MONDI TIRE KUTSAN KAGIT VE AMBALAJ SANAYİİ A.S.
MONDI TIRE KUTSAN KAGIT VE AMBALAJ SANAYİİ A.S.
NORTEL NETWORKS NETAS TELEKOMÜNİKASYON A.S.
PENGÜEN GIDA SANAYİ A.S.
SEKER FİNANSAL KİRALAMA A S
T.DEMİR DÖKÜM FABRİKALARI A.S.
T.DEMİR DÖKÜM FABRİKALARI A.S.
TAV HAVALİMANLARI HOLDİNG A.S.
TESCO KİPA KİTLE PAZARLAMA TICARET GIDA SANAYİ A.S.
TOFAS TÜRK OTOMOBİL FABRİKASI A.S.
TÜRK TELEKOMÜNİKASYON A.S.

TURKCELL İLETİSİM HİZMETLERİ A.S.
TURKCELL İLETİSİM HİZMETLERİ A.S.
TURKCELL İLETİSİM HİZMETLERİ A.S.
TÜRK PRYSMIAN KABLO VE SİSTEMLERİ A.S.
TÜRK TRAKTÖR VE ZİRAAT MAKİNALARI A.S.
TÜRK TRAKTÖR VE ZİRAAT MAKİNALARI A.S.
USAS UÇAK SERVİSİ A.S.
USAS UÇAK SERVİSİ A.S.
VESTEL BEYAZ ESYA SANAYİ VE TİCARET A.S
VESTEL ELEKTRONİK SANAYİ VE TİCARET A.S.
YAPI KREDİ B TİPİ YATIRIM ORTAKLIĞI A.S.
YAPI KREDİ KORAY GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI A.S.
MERKO GIDA SANAYİ VE TİCARET A.S.
İNDEKS BİLGİSAYAR SİSTEMLERİ MÜHENDİSLİK SANAYİ VE TİCARET A.S
TAT KONSERVE SANAYİİ A.S.
BATIÇIM BATI ANADOLU ÇİMENTO SANAYİİ A.S.
BİM BİRLİK MAGAZALAR AŞ
ÜLKER BİSKÜVİ SANAYİ VE TİCARET A.S.
BİZİM TOPTAN SATIŞ MAGAZALARI A.S.

Almanya'daki Şirketler:

ADCAPITAL AG
ADLER REAL ESTATE AG
ADVA AG OPTICAL NETWORKING
ALBIS LEASING AG
ALL FOR ONE MIDMARKET AG
ALLGEMEINE GOLD UND
SILBERSCHNEIDANSTALT AG
ANDREA-NORIS ZAHN AG
ARAGON AG
ARTNET AG
ASIAN BAMBOO AG
ASKNET AG
B+S BANKSYSTEME
AKTIENGESSELLSCHAFT
BALDA AG
BAYWA AG
BEATE UHSE AG
BET-AT-HOME.COM AG
BIEN-ZENKER AG
BIOGAS NORD AG
BIO-GATE AG
BRILLIANT AG
CENTROSOLAR GROUP AG

COLEXON ENERGY AG
COMPUTEC MEDIA AG
CONET TECHNOLOGIES AG
CREATON AG
CURANUM AG
DEUTSCHE STEINZEUG CREMER &
BREUER AG
DEUTSCHE TECHNOLOGIE
BETEILIGUNGEN AG
DEUTZ AG
DYCKERHOFF AG
FERNHEIZWERK NEUKOELLN AG
FRANCOTYP-POSTALIA HOLDING AG
GEA GROUP AG
GRAMMER AG
GRAPHIT KROPFMÜHL AG
GWB IMMOBILIEN AKTIENGESELLSCHAFT
HANSA GROUP AG
HANSEN SICHERHEITSTECHNIK AG
HOCHTIEF AG
HORNBAACH HOLDING AG
HUGO BOSS AG
HUMANOPTICS AG
IFA HOTELS & TOURISTIK AG
IFM IMMOBILIEN AG
INTEGRALIS AG
INTERSHOP COMMUNICATIONS AG
IVG IMMOBILIEN AG
JENOPTIK AG
JETTER AG
KOENIG UND BAUER AG
KONTRON AG
LANXESS AG
LEWAG HOLDING AG
LOEWE AG
MAGNAT REAL ESTATE AG
MIM MONDO IGEL MEDIA AG
MTU AERO ENGINES HOLDINGS AG
NESCHEN AG
NET MOBILE AG
NORMA GROUP AG
OVB HOLDING AG
PETROTEC AG
PIXELPARK AG
PRIVATE ASSETS AG

RALOS NEW ENERGIES AG
REALQUADRAT IMMOBILIEN AG
RHOEN-KLINIKUM AG
ROTH & RAU AG
SAINT-GOBAIN OBERLAND AG
SARTORIUS AG
SCHRAMM HOLDING AG
SCHUMAG AG
SFC ENERGY AG
SKY DEUTSCHLAND AG
SQS SOFTWARE QUALITY SYSTEMS AG
STINAG STUTTGART INVEST AG
STRABAG AG
SUDZUCKER AG
SUNWAYS AG
SWARCO TRAFFIC HOLDING AG
SYMRISE AG
SYZYGY AG
TAG IMMOBILIEN AG
TDS INFORMATIONSTECHNOLOGIE AG
TELEGATE AG
TOM TAILOR HOLDING AG
TRIPLAN AG
VBH HOLDING AKTIENGESELLSCHAFT
VERSIKO AG
VK MÜHLEN AG
WASHTEC AG
WESTAG & GETALIT AG
WILEX AG
WMF WÜRTTEMBERGISCHE
METALLWARENFABRIK AG
YOUR FAMILY ENTERTAINMENT AG
ZAPF CREATION AG
ZOOPLUS AG

Ek 5. Ticaret Kolaylığı Endeksi Hakkında Bilgi

Ticaret kolaylığı endeksi Dünya Ekonomik Forumu tarafından yıllık olarak hazırlanan, 2010 yılı raporunda 125 ülkeyi kapsayan, dört alt endeksten oluşan bir endekstir. Dört alt endeks farklı yapısal bloklardan ve her yapısal blok çok sayıda değişkenden oluşmaktadır. Veri seti hem rakamlardan oluşan verileri hem de Dünya Ekonomik Forumu tarafından yapılan “Executive Opinion Survey” anket verilerini içermektedir.

Rakamlardan oluşan veriler Dünya Bankası, Dünya Ticaret Örgütü, Uluslararası Ticaret Merkezi, ve UNCTAD gibi kamuya açık kaynaklardan ve uluslararası kuruluşlardan elde edilmiştir. Anket verileri büyük ölçüde Dünya Ekonomik Forumu tarafından yapılan, yedili ölçekli “Executive Opinion Survey” ve Dünya Bankası tarafından yapılan “Logistics Performance Survey” anketlerinden elde edilen cevaplardır. Dünya Ekonomik Forumu anketi, endekste yer alan tüm ülkelerdeki üst düzey yöneticilere yıllık olarak yapılmaktadır. Ticaret Kolaylığı Endeksinin hesaplanmasında kullanılan tüm verilere raporun resmi web sitesinden (www.weforum.org/getr) ulaşılabilir.

Rakamlardan oluşan veriler ile “Logistics Performance Survey” anket verileri ilk olarak “Executive Opinion Survey” anketi verileriyle uygun olması için yedili ölçeğe normalize edilmiştir.¹² Daha sonra her bir yapısal blok, bileşen değişkenlerin ağırlıklandırılmamış ortalaması alınarak hesaplanmıştır. Her bir alt endeks de içerdiği yapısal blokların ağırlıklandırılmamış ortalaması alınarak hesaplanmıştır. Ticaret Kolaylığı Endeksi ise dört alt endeksin ağırlıklandırılmamış ortalaması alınarak hesaplanmıştır. Alt endeksler, yapısal bloklar ve yapısal blokları oluşturan değişkenler aşağıda listelenmiştir. Rakamlardan oluşan verilerden oluşan değişkenlerin yanına “ * ” işareti konulmuştur.

Alt endeks A: Pazarlara Erişim

Yapısal Blok 1: Yerli ve yabancı pazarlara erişim

A. Yerli pazarlara erişim

Gümrük vergisi oranı *

¹² Normalize etme işlemi, $(6 \times \left(\frac{\text{ülke skoru} - \text{örneklem minimumu}}{\text{örneklem maksimumu} - \text{örneklem minimumu}} \right) + 1)$ formülü kullanılarak gerçekleştirilmiştir.

Tarife dışı ölçüler *

Gümrük vergilerinin karmaşıklığı *

Tarife dağılımı *

Tarife üst sınırı*

Özel tarifeler *

Müstakil tarifeler *

Vergisiz ithalat oranı *

B. Yabancı pazarlara erişim

Gümrük vergisi *

Gidilecek pazarda öncelik marjı *

Alt endeks B: Gümrük Yönetimi

Yapısal Blok 2: Gümrük yönetiminin etkinliği

Gümrük prosedürlerinin yükü

Gümrük hizmetleri endeksi *

Yapısal Blok 3: İthalat - ihracat prosedürlerinin etkinliği

Ödeme sürecinin etkinliği

İthalat için gerekli zaman *

İthalat için gerekli dökümanlar *

İthalat maliyeti *

İhracat için gerekli zaman *

İhracat için gerekli dökümanlar *

İhracat maliyeti *

Yapısal Blok 4: Gümrük yönetiminin şeffaflığı

İthalat ve ihracatta düzensiz ödemeler

Yolsuzluk algılaması endeksi *

Alt endeks C: Ulaşım ve İletişim Altyapısı

Yapısal Blok 5: Ulaşım altyapısının ulaşılabilirliği ve kalitesi

A. Ulaşım altyapısının ulaşılabilirliği

Havaalanı yoğunluğu *

Aktarma bağlantı endeksi *

Asfaltla kaplanmış yollar *

B. Ulaşım altyapısının kalitesi

Hava ulaşımı altyapısının kalitesi

Demiryolu altyapısının kalitesi

Yolların kalitesi

Liman altyapısının kalitesi

Yapısal Blok 6: Ulaşım hizmetlerinin ulaşılabilirliği ve kalitesi

Layner taşımacılığı bağlantı endeksi *

Sevkiyat kolaylığı ve finansal olarak karşılanabilirliği

Lojistik yeterlilik

İzleme ve gözetleme yeterliliği

Sevkiyatın zamanlılığı

Posta hizmetleri etkinliği

Ulaşım sektöründe Hizmet Ticareti Genel Anlaşması (GATS) yükümlülükleri *

Yapısal Blok 7: Bilişim ve iletişim teknolojileri ulaşımı ve kullanımı

Kurumsal internet kullanım genişliği

Mobil telefon kayıt sayısı *

Geniş bat internet kayıt sayısı *

İnternet kullanıcıları *

Sabit telefon hatları *

Hükümet elektronik hizmetleri endeksi *

Alt endeks D: İşletme Çevresi

Yapısal Blok 8: Düzenleyici çevre

Mülkiyet hakları

Etik ve yolsuzluk

Haksız nüfuz kullanımı

Hükümetin etkinliği

Yurtiçi rekabet

Finansal piyasanın etkinliği

Yabancı katılımına açıklık

Yabancı personel alımının kolaylığı

Yabancı sahipliği yaygınlığı

DYY kanunlarının işletmelere etkisi

Uluslararası sermaye akışlarına uygulanan kısıtlamalar

Çok taraflı ticaret kanunlarına açıklık *

Yapısal Blok 9: Fiziksek güvenlik

Polis hizmetlerinin güvenilirliği

Suç ve şiddetin işletmelere maliyeti

Terörün işletmelere maliyeti

Ek 6. Üç Haneli Standart Uluslararası Sektör Kodları

Sektör Kodu	İmalat / Hizmet	Sektör Adı
011	İ	Hububat
013	İ	Hububat dışı ekinler
017	İ	Meyve ve ağaç çekirdeği
018	İ	Bahçe aletleri
019	İ	Çiftçilik
021	İ	Mandracılık ve kümes hayvancılığı harici hayvancılık
024	İ	Mandracılık
025	İ	Kümes hayvancılığı ve yumurtacılık
027	İ	Hayvan aletleri
072	İ	Ekincilik hizmetleri
075	H	Veterinerlik harici hayvancılık hizmetleri
078	H	Çevre ve bahçe hizmetleri
081	İ	Doğramacılık alanı
083	İ	Ormancılık ve orman ürünleri
085	H	Ormancılık hizmetleri
091	İ	Ticari balıkçılık
092	İ	Balık yetiştiriciliği ve saklamacılığı
101	İ	Demir cevheri
102	İ	Bakır cevheri
103	İ	Kurşun ve çinko cevheri
104	İ	Altın ve gümüş cevheri
106	İ	Vanadyum hariç demir alaşım cevheri
108	H	Metal madencilik hizmetleri
109	İ	Çeşitli metal cevheri
122	İ	Taşkömürü ve linyit madenciliği
124	H	Kömür madenciliği hizmetleri
131	İ	Ham petrol ve doğalgaz
132	İ	Doğalgaz likitleri
138	H	Petrol ve gaz alan hizmetleri
141	İ	Kesme taş
142	İ	Ezilmiş ve kırılmış taş
144	İ	Kum ve çakıl
145	İ	Kil, sramik ve refrakter mineraller
147	İ	Kimyasal ve suni gübre madenciliği
149	İ	Çeşitli metal olmayan mineraller, yakıt hariç
152	İ	Genel müteahhitlik ve konut inşaatı
153	H	Yapı işçiliği
154	İ	Konut dışı inşaat müteahhitliği
161	İ	Karayolu ve cade yapımı, yükseltilmiş karayolu harici
162	İ	Ağır yapı işleri, karayolu ve cadde yapımı hariç
173	H	Elektrik işleri
174	H	Duvar, taş işleri, fayans döşeme ve sıva işleri
177	H	Beton işleri
179	H	Çeşitli özel ticaret yükleniciliği

201	İ	Et ürünleri
202	İ	Süt ürünleri
203	İ	Konserve, dondurulmuş ve kurutulmuş meyve, sebze ve gıdalar
204	İ	Hububat ürünleri
205	İ	Pastane ürünleri
206	İ	Şeker ve şekerleme ürünleri
207	İ	Yağ ve gaz
208	İ	Meşrubat
209	İ	Çeşitli yemek hazırlık ürünleri
211	İ	Tütün ürünleri
221	İ	Dokuma kumaş makineleri ve pamuk
224	İ	Tuhafiye makineleri
228	İ	İplik ve yumak makineleri
229	İ	Çeşitli tekstil ürünleri
231	İ	Erkek hazır giyim
232	İ	Erkek iş giyimi
233	İ	Kadın dış hazır giyim
234	İ	Kadın ve çocuk iç giyim
236	İ	Çocuk dış hazır giyim
238	İ	Çeşitli aksesuarlar
239	İ	Çeşitli işlenmiş tekstil ürünleri
241	İ	Tomrukçuluk
242	İ	Bıçkı ve planya makineleri
243	İ	Kaplama, kontraplak ve yapısal ahşap elemanları
244	İ	Ahşap konteyner
245	İ	Ahşap binalar ve mobil evler
249	İ	Çeşitli ahşap ürünler
251	İ	Ev mobilyası
252	İ	Ofis mobilyası
254	İ	Magaza mobilyası
259	İ	Çeşitli mobilya ve fikstürler
261	İ	Talaş presleme makineleri
262	İ	Kağıt makineleri
265	İ	Kağıt konteyner ve kutuları
267	İ	Dönüştürülmüş kağıt ve kağıt ürünleri
271	İ	Gazeteler: basılı
272	İ	Sürelî yayınlar: basılı
273	İ	Kitap
274	İ	Çeşitli basılı yayınlar
275	İ	Ticari amaçlı basılı yayınlar
277	İ	Kutlama kartları
281	İ	Endüstriyel inorganik kimyasallar
282	İ	Plastik meteryaller ve cam harici sentetikler
283	İ	İlaç
284	İ	Sabun, deterjan, temizlik ürünleri, parfüm ve kozmetik
285	İ	Boya, cila, lake ve bezeri ürünler
286	İ	Endüstriyel organik kimyasallar

287	İ	Zirai kimyasallar
289	İ	Çeşitli kimyasal ürünler
291	İ	Petrol rafinerisi
299	İ	Çeşitli petrol ve kömür ürünleri
301	İ	Araç lastiği imalatı
302	İ	Kauçuk ve plastik ayakkabıcılık
306	İ	İşlenmiş kauçuk ürünleri
308	İ	Çeşitli plastik ürünler
311	İ	Dericilik
314	İ	Kauçuk harici ayakkabıcılık
316	İ	Valiz
319	İ	Deri ürünler
321	İ	Düz cam imalatı
322	İ	Sıkıştırılmış veya üflenmiş cam
323	İ	Cam ürünler
324	İ	Çimento
325	İ	Yapısal kil ürünleri
326	İ	Çömlekçilik
327	İ	Beton, alçı ve plaster ürünler
329	İ	Aşındırıcı, asbestli ve metal olmayan mineral ürünler
331	H	Çelik işleme ve haddeleme
332	H	Demir ve çelik dökümcülüğü
333	H	Demirdışı metal rafinerisi
335	H	Demirdışı metal işleme, çekme ve haddeleme
336	H	İçinde demir olmayan metal dökümcülüğü
339	İ	Çeşitli metal hammaddeleri
341	İ	Metal depo ve taşıma konteynerleri
342	İ	Çatal bıçak ve el aletleri
343	İ	Isıtma elemanları, elektrik, sıcak hava ve su hariç
344	İ	İşlenmiş yapısal metal ürünleri
346	İ	Dövme ve kalıp metal
347	H	Kaplama, gravür gibi hizmetler
348	İ	Savaş gereçleri, taşıt ve güdümlü füzeler hariç
349	İ	Çeşitli işlenmiş metal ürünler
351	İ	Motor ve tiribün
352	İ	Çiftlik ve bahçe makine ve ekipmanları
353	İ	Yapı, madencilik ve iş makineleri ve ekipmanları
354	İ	Metal iş makineleri ve ekipmanları
355	İ	Özel endüstriyel makineler
356	İ	Genel endüstriyel makine ve ekipmanları
357	İ	Bilgisayar ve ofis ekipmanları
358	İ	Soğutma ve hizmet sektörü makineleri
359	İ	Çeşitli endüstriyel ve ticari makine ve ekipmanlar
361	İ	Elektrik dağıtım ekipmanları
362	İ	Elektrikli endüstriyel aparatlar
363	İ	Ev aletleri
364	İ	Elektrikli aydınlatma ve kablo ekipmanları
365	İ	Ev ses ve video ekipmanları

366	İ	İletişim ekipmanları
367	İ	Elektronik bileşen aksesuarlar
369	İ	Çeşitli elektrikli makine, ekipman ve teçhizatlar
371	İ	Motorlu taşıtlar ve ekipmanları
372	İ	Uçak motoru ve parçaları
373	İ	Gemi ve bot yapımı ve onarımı
375	İ	Motorsiklet, bisiklet ve parçaları
379	İ	Çeşitli ulaşım ekipmanları
381	İ	Havacılık ve denizcilik sistemleri ve ekipmanları
382	İ	Laboratuar aletleri ve analitik, optik,ölçüm ve kontrol aletleri
384	İ	Ameliyat, medikal ve dişçilik araçları
385	İ	Gözcülük malzemeleri
386	İ	Fotoğraf ekipmanları ve araçları
387	İ	Saat ve saat parçaları
391	İ	Mücevherat, gümüş eşya ve tabaklar
393	İ	Müzik aletleri
394	İ	Oyuncak, oyunlar ve spor-atletik ürünleri
395	İ	Kalem ve diğer sanat malzemeleri
399	İ	Çeşitli imalat endüstrisi
401	İ	Demiryolları
411	H	Yerel ve kırsal yolcu taşımacılığı
412	H	Taksicilik
413	H	Şehiriçi otobüs taşımacılığı
415	İ	Okul otobüsleri
421	H	Kamyonet ve taşıma hizmetleri(hava yolu hariç)
422	H	Kamusal depolama
441	H	Açık deniz taşımacılığı
444	H	Başka yerde belirtilmeyen su nakliyeciliği
448	H	Deniz yoluyla yolcu taşımacılığı
449	H	Deniz ulaşımına ilişkin hizmetler
451	H	Programlanmış hava ulaşımı ve taşıma hizmetleri
452	H	Programlanmamış hava ulaşımı ve taşıma hizmetleri
458	H	Hava alanları, uçuş bölgeleri ve havaalanı terminal hizmetleri
461	İ	Doğal gaz hariç boru hatları
472	H	Yolcu ulaştırma düzenlemeleri
473	H	Nakliye ve kargo ulaştırma düzenlemeleri
478	H	Ulaştırmaya ilişkin çeşitli hizmetler
481	H	Telefonla iletişim
482	H	Telegraf ve diğer mesajlarla iletişim
483	H	Radıyo ve televizyon istasyonları
484	H	Kablolu yayın ve diğer ücretli televizyon hizmetleri
489	H	Başka yerde belirtilmeyen iletişim hizmetleri
491	H	Elektrik hizmetleri
492	H	Gaz imalatı ve dağıtımı
493	H	Elektrik ve gaz kombinasyonu ve diğer kullanım hizmetleri

494	H	Su tedariği
495	H	Temizlik hizmetleri
496	H	Buhar ve klima tedariği
497	İ	Sulama sistemleri
501	H	Motorlu araçlar ve motorlu araç parçaları toptancılığı
502	H	Mobilya ve ev eşyası toptancılığı
503	H	Kereste ve diğer yapı malzemeleri toptancılığı
504	H	Profesyonel ve ticari ekipman toptancılığı
505	H	Petrol harici metal ve mineral toptancılığı
506	H	Elektrikli ürün toptancılığı
507	H	Donanım, tesisat ve ısıtma ekipmanları toptancılığı
508	H	Makine, ekipman ve tedarik toptancılığı
509	H	Çeşitli dayanıklı ürünler toptancılığı
511	H	Kağıt ve kağıt ürünleri toptancılığı
512	H	İlaç toptancılığı
513	H	Konfeksiyon, parça ürün ve manüfatura toptancılığı
514	H	Sebze-meyve ve ilgili ürünler toptancılığı
515	H	Çiftlik ürünü hammaddesi toptancılığı
516	H	Kimyasallar ve benzer ürünler toptancılığı
517	H	Petrol ve petrol ürünleri toptancılığı
518	H	Bira, şarap ve alkollü içecek toptancılığı
521	H	Kereste ve diğer yapı malzemeleri aracılığı
531	H	Süpermarketler
533	H	Ucuzluk marketleri
539	H	Çeşitli genel malların dükkânı
541	H	Sebze-meyve dükkânı
545	H	Şarküteri
549	H	Çeşitli yiyecekler dükkânı
551	H	Yeni ve kullanılmış motorlu araç galericiliği
552	H	Kullanılmış motorlu araç aracılığı
553	H	Oto ve ev gereçleri mağazası
557	H	Motorsiklet galericiliği
559	H	Başka yerde belirtilmemiş otomotiv aracılığı
561	H	Erkek ve erkek çocuk giyim ve aksesuar mağazası
562	H	Kadın giyim mağazası
564	H	Çocuk ve bebek giyim mağazası
565	H	Aile giyim mağazası
566	H	Ayakkabı mağazası
569	H	Çeşitli konfeksiyon ve aksesuar mağazası
571	H	Ev mobilyası mağazası
572	H	Ev gereçleri mağazası
573	H	Radyo, televizyon, elektronik gereçler ve müzik mağazası
581	H	Yeme içme yerleri
591	H	İlaç ve markalı mal mağazası
593	H	Kullanılmış mallar mağazası
594	H	Çeşitli alışveriş ürünleri mağazası
596	H	Mağaza dışı perakendecilik

598	H	Yakıt aracılığı
599	H	Başka yerde belirtilmemiş perakende mağazalar
602	H	Ticari bankacılık
609	H	Mevduat bankacılığı
614	H	Bireysel kredi kurumları
615	H	Kurumsal kredi kurumları
616	H	Mortgage bankacılığı ve aracılığı
621	H	Menkul kıymet aracılığı ve tahvil şirketleri
622	H	Emtia kontratı aracılığı
623	H	Menkul kıymet ve emtia borsaları
628	H	Menkul kıymet ve emtia borsalarına ilişkin hizmetler
632	H	Kaza ve sağlık sigortacılığı ile sağlık hizmet planlama
635	H	Kefalet sigortacılığı
637	H	Emeklilik, sağlık ve sosyal yardım fonları
639	H	Başka yerde belirtilmemiş sigorta taşıyıcılığı
641	H	Sigorta acenteleri, aracıları ve hizmeti
651	H	Emlakçılık
655	H	Arazi parselciliği
671	H	Holding ofisleri
672	H	Yatırım ofisleri
673	H	Vakıflar
679	H	Çeşitli yatırım hizmetleri
701	H	Otel ve moteller
702	H	Pansiyonlar
703	H	Kamplar ve karavan parkları
720	H	Kişisel hizmetler
		Çamaşır yıkama, kuru temizleme ve giysi tamir
721	H	hizmetleri
726	H	Cenaze hizmetleri ve krematoryum
729	H	Çeşitli kişisel hizmetler
731	H	Reklamcılık
732	H	Tüketici kredi raporlama acenteciliği
733	H	Ticari görseller ve fotoğrafçılık hizmetleri
734	H	Konut ve diğer binalarla ilgili hizmetler
735	H	Çeşitli ekipman kiralama ve leasing
736	H	Personel tedarik hizmetleri
		Bilgisayar programlama, veri işleme bilgisayarla ilgili
737	H	diğer hizmetler
738	H	Çeşitli iş hizmetleri
751	H	Şoförsüz otomobil kiralama ve leasing
752	H	Otopark hizmeti
754	H	Onarım hariç otomotiv hizmetleri
769	H	Çeşitli onarım dükkanları ve ilgili hizmetler
781	H	Film yapımı ve ilgili hizmetler
782	H	Film dağıtımı ve ilgili hizmetler
783	H	Film setleri
784	H	Video kaset kiralama
793	H	Bowling merkezleri

794	H	Ticari sporlar
799	H	Çeşitli eğlence ve dinlence hizmetleri
801	H	Tıp doktoru ofis ve klinikleri
804	H	Diğer sağlık personeli ofis ve klinikleri
805	H	Hasta bakım ve kişisel bakım yerleşkeleri
806	H	Hastaneler
807	H	Sağlık ve dış laboratuvarları
808	H	Ev sağlık hizmetleri
809	H	Başka yerde belirtilmemiş çeşitli sağlık hizmetleri
811	H	Hukuk hizmetleri
824	H	Meslek okulları
829	H	Başka yerde belirtilmemiş okullar ve eğitim hizmetleri
833	H	İş eğitimi ve mesleki rehabilitasyon hizmetleri
871	H	Mühendislik, mimarlık ve anket hizmetleri
872	H	Muhasebe, denetim ve defter tutma hizmetleri
873	H	Araştırma, geliştirme ve test hizmetleri
874	H	Yönetim ve halkla ilişkiler hizmetleri
899	H	Başka yerde belirtilmemiş hizmetler
940	H	İnsan kaynakları yönetimi programları
951	H	Çevresel kalite yönetimi programları
972	H	Uluslararası ilişkiler
999	H	Sınıflandırılmayan kuruluşlar

Not: Örnekleme yer alan şirketlerin imalat / hizmet sektörlerinin hangisinde yer aldığı, sektör açıklamalarına göre karar verilmiştir. Toptancılık ve perakendecilik ile ilgili sektörler hizmet sektörü olarak değerlendirilmiştir.

Ek 7. Yöneticiler ile Yapılan Görüşmeye İlişkin Soru Formu



ANADOLU ÜNİVERSİTESİ

“DOĞRUDAN YABANCI YATIRIMLARDA SAHİPLİK YAPISININ ANALİZİ”

KONULU DOKTORA TEZİNE İLİŞKİN GÖRÜŞME SORULARI

Danışman: Prof. Dr. Nurhan Aydın

Hazırlayan: Araş. Gör. Gülşah Kulalı

- 1- Şirketinizde sahipler yönetim kademelerinde aktif rol almakta mıdır?
- 2- Şirketinizin yabancı ortağından genel olarak memnuniyet duyuyor musunuz? Şirket sahiplerinin ve yöneticilerinin bu konuda görüş birliğinde oldukları ve görüş ayrılığında oldukları konular varsa nelerdir?
- 3- Şirketinizin yabancı ortağı olmasının avantajları nelerdir?
- 4- Şirketinizin yabancı ortağı olmasının dezavantajları/zorlukları nelerdir?
- 5- Yabancı ortağın ortaklık payı yüzdesinin şirket sahipleri ve yöneticileri için önemi nedir? Bu yüzdenin yüksek olması mı istenen bir durumdur, düşük olması mı?
- 6- Yabancı ortağın ortaklık payının % 49 veya %51 olması arasında önemli bir fark var mıdır?
- 7- Yabancı ortağınızın şirketteki ortaklık payını hangi faktörler etkilemektedir? Bu konudaki pazarlık sürecinde yabancı ortak için ve şirketiniz için hangi noktalar önem teşkil etmektedir?
- 8- Yabancı ortağınızın şirketin yönetimine katılma düzeyi nedir? Hangi konularda daha çok yönetim ve kontrol faaliyetlerine katılmaktadır?
- 9- Yabancı ortağınızın şirkete koymuş olduğu sermayenin yanında başka ne gibi katkıları olmaktadır? (deneyim, bilgi birikimi, ar-ge ve teknoloji aktarımı v.s.)
- 10- Şirketinize mevcut yabancı ortağınızdan farklı bir ülkeden yeni bir yabancı ortak daha katılmak istese karar sürecinde dikkate alacağınız konular neler olur?

Bu araştırma TC Anadolu Üniversitesi 1110E1156 no.lu Bilimsel Araştırma Projesi olup, Anadolu Üniversitesi Proje Destek Birimi tarafından finansal olarak desteklenmektedir.

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), 1-28.
- Akimova, I. ve Schwödiauer, G. (2004). Ownership structure, corporate governance and enterprise performance: empirical results for Ukraine. *International Advances in Economic Research*, 10 (1), 28-42.
- Alba, J.; Park, D. ve Wang, P. (2009). Corporate governance and merger and acquisition FDI: Firm-level evidence from Japanese FDI into US. *Journal of Multinational Financial Management*, 19(1), 1-11.
- Alchian, A. A. ve Demsetz, H. (1972). Production, information costs, and economic organization. *The American economic review*, 62(5), 777-795.
- Anderson, J. ve Gonzalez, A. (2013). *Doing business 2013* (10th edition). Washington: Copublication of The World Bank and International Finance Corporation.
- Andrews, K. R. (1971). *The concept of corporate strategy*. Illinois: Dow Jones-Irvin Homewood.
- Arnold, J. M. ve Javorcik, B. S. (2009). Gifted kids or pushy parents?: Foreign direct investment and plant productivity in Indonesia. *Journal of International Economics*, 79 (1), 42-53.
- 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.; Başar, M. ve Coşkun, M. (2010). *Finansal yönetim* (1. baskı). İstanbul: Detay Yayıncılık.
- Aydın, N. (Proje Yürütücüsü) (2011). *Almanya’da faaliyet gösteren Türk sermayeli şirketlerle Alman sermayeli şirketlerin finansal performanslarının ve etkinliklerinin karşılaştırmalı analizi*. Tübitak projesi, Proje no:109K145.
- Baltagi, B. H. (2011). *Econometrics* (5th edition). Berlin: Springer Science+Business Media.
- Bebchuk, L. A. ve Zingales, L. (2000). *Ownership structures and the decision to go public. Concentrated corporate ownership* (Ed: Randall K. Morck). Chicago: The University of Chicago Press, 2. Ünite.
- 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.
- Blair, M. M. (1995). *Ownership and control: Rethinking corporate governance for the twenty-first century*. Washington, DC: The Brookings Institution.
- Blodgett, L. L. (1991). Partner contributions as predictors of equity share in international joint ventures. *Journal of International Business Studies*, 22(1), 63-78.
- Bokpin, G. A. ve Arko, A. C. (2009). Ownership structure, corporate governance and capital structure decisions of firms: Empirical evidence from Ghana. *Studies in Economics and Finance*, 26(4), 246-256.
- Boumans, M. (2007). *Measurement in economics: A handbook*. UK: Academic Press Elsevier.

- Brouthers, K. D. (2002). Institutional, cultural and transaction cost influences on entry mode choice and performance. *Journal of International Business Studies*, 33(2), 203-221.
- 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.
- Cadbury, A. (2000). *Corporate governance: A framework for implementation*. Washington: The World Bank Publication.
- Carlin, W.; Charlton, A. ve Mayer, C. (2007). *Multinational ownership and subsidiary investment*. London: University College London Discussion Papers in Economics, Discussion Paper 06-03.
- Carlsson, R. H. (2001). *Ownership and value creation: Strategic corporate governance in the new economy*. Chichester, England: John Wiley & Sons Ltd.
- Chan, M. C. (2002). *Institutional perspective of foreign direct investment strategy: The case of Japanese multinational corporations*. A Thesis Submitted in Partial Fulfillment of the Requirements for the Degree of Doctoral of Philosophy. 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.
- Chen, S. F. ve Hennart, J. F. (2002). Japanese investors choice of joint ventures versus wholly-owned subsidiaries in the US: The role of market barriers and firm capabilities. *Journal of International Business Studies*, 33(1), 1-18.
- Cho, M. H. (1998). Ownership structure, investment, and the corporate value: An empirical analysis. *Journal of Financial Economics*, 47(1), 103-121.

- 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), 81-112.
- Clarke, T. (2007). International corporate management: A comparative approach. Canada: Routledge.
- Cohen, S. D. (2007). *Multinational corporations and foreign direct investment: avoiding simplicity, embracing complexity*. New York: Oxford University Press.
- Criscuolo, C. ve Martin, R. (2009). Multinationals and US productivity leadership: evidence from Great Britain. *The Review of Economics and Statistics*, 91(2), 263-281.
- Daniels, R. J. ve Iacobucci, E. M. (2000). *Ownership structures and the decision to go public. Concentrated corporate ownership* (Ed: Randall K. Morck). Chicago: The University of Chicago Press, 3. Ünite.
- Demtsetz, H. ve Lehn K. (1985). Managerial ownership of voting rights: Causes and consequences. *Journal of Political Economy*, 93(6), 1155-1177.
- DePamphilis, D. (2011). *Mergers and acquisitions basics: Negotiation and deal structuring*. MA,USA: Elsevier Academic Press.
- 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 Aisner, A. B. (2008). *Strategic management: Text and cases* (4th edition). China: McGraw-Hill Irwin.

- Doran, H. E. (1989). *Applied regression analysis in econometrics. Statistics textbooks and monographs series* (vol.102). New York: Marcal Dekker Inc.
- Dunning, J. (1988). *Explaining international production*. London: Unwin Hyman.
- Ellis, C. J. ve Fausten, D. (2002). FDI and industrial ownership structure. *The Canadian Journal of Economics*, 35(3), 476-494.
- Er, F. (2009). *Biyoistatistik* (Ed: Harun Sönmez). Eskişehir: Anadolu Üniversitesi Yayını No:1932.
- Erramilli, M. K. (1996). Nationality and subsidiary ownership patterns in multinational corporations. *Journal of International Business Studies*, 27(2), 225-248.
- Everitt, B.S.; Landau, S.; Leese, M. ve Stahl, D. (2011). *Cluster analysis*. (5th edition). United Kingdom: John Wiley & Sons, Ltd.
- Facio, M. ve Lang, L. H. P. (2002). The ultimate ownership of Western European corporations. *Journal of Financial Economics*. 65(1), 365-395.
- Fama, E. F. ve Jensen, M. C. (1983). Separation of ownership and control. *Journal of Law and Economics*, 26(2), 301-325.
- Farooque, O. ve Yarram, S. R. (2010). Corporate governance and foreign direct investment inflows: Cross-sectional international evidence. *American Journal of Finance and Accounting*, 2(1), 1-15.
- Franks, J. ve Mayer, C. (2001). Ownership and control of German companies. *The Review of Financial Studies*, 14(4), 943-977.
- Fronningen, L. ve Van der Wijst, N. (2009). Ownership structure and performance of the largest German companies. *Erişim: SSRN 1341615*.

- Gedajlovic, E. R. ve Shapiro, D. M. (1998). Management and ownership effects: Evidence from five countries. *Strategic Management Journal*, 19(6), 533-553.
- Ghahdouri, M. R.; Turnbull, S. ve Hoshino, Y. (2010). Asset growth, foreign ownership and type of industry in multinational companies. *International Business Research*, 3(4), 244-259.
- Ghoshal, S. ve Moran, P. (1996). Bad for practice: a critique of the transaction cost theory. *Academy of Management Review*, 21 (1), 13-47.
- Glasberg, D. S. ve Schwartz, M. (1983). Ownership and control of corporations. *Annual Review of Sociology*, 9, 311- 332.
- Gleason, K. C.; Madura, J. ve Wiggernhorn, J. (2006). Operating characteristics, risk, and performance of born-global firms. *International Journal of Managerial Finance*, 2(2), 96-120.
- Globerman, S.; D. Shapiro ve Y. Tang (2006). Foreign direct investment in emerging and transition European countries. *Emerging European financial markets: Independence and integration post-enlargement*. (Ed: Batten J. A. ve Kearney, C.). USA: Emerald Group Publishing Limited, ss.431-459.
- Gomes-Casseres, B. (1989). Ownership structures of foreign subsidiaries: Theory and evidence. *Journal of Economic Behavior & Organization*, 11(1), 1-25.
- Guadalupe M.; Kuzmina, O. ve Thomas, C. (2010). Innovation and foreign ownership. National Bureau of Economic Research Series, Working Paper: 16573.
- Guillen, M. F. ve Garcia-Canal, E. (2010). The new multinationals: Spanish firms in a global context. New York: Cambridge University Press.

- Gürsoy, Güner (2001). *Equity ownership structure and its consequences: An empirical investigation in Turkish firms*. Thesis for Doctor of Philosophy in Business Administration. Ankara: Bilkent University.
- Hansmann, H. (1996). *The ownership of enterprise*. London: The Belknap Press of Harvard University Press.
- Hart, S. (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.
- Hennart, J. F. ve Larimo, J. (1998). The impact of culture on the strategy of multinational enterprises: Does national origin affect ownership decisions? *Journal of International Business Studies*, 29(3), 515-538.
- Hill, C. V. 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. National Bureau of Economic Research Working Paper Series, Working Paper: 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.; Crossner, 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.
- Holmstorm, B. (1982). Moral hazard in teams. *Bell Journal of Economics*, 13(2), 324-340.
- Hooke, J. C. (1997). Mergers and acquisitions: A practical guide to doing the deal. New York: John Wiley & Sons, Inc.
- Horaguchi, H. ve B. Toyne (1990). Setting the record straight: Hymer, internalization theory and transaction cost economics. *Journal of International Business Studies*, 21(3), 487-494.
- Huang, R. D. ve Shiu, C. Y. (2009). Local effects of foreign ownership in an emerging financial market: evidence from qualified foreign institutional investors in Taiwan. *Financial Management*, 38(3), s.567-602.
- Hymer, S. (1960). *The international operations of national firms: Study of direct foreign investment*. Cambridge, MA: The MIT Press.
- Jajuga, K.; Walesiak, M. ve Bak, A. (2003). *Exploratory data analysis in empirical research*. Berlin, Heidelberg: Springer.
- Jung, J. C. (2007). *The varying patterns of ownership strategy of MNEs: A Japan- US comparison*. Dissertation for the degree of doctor of philosophy. Ontario: University of Western Ontario, Richard Ivey School of Business.
- Kalotay, K. (2006). The impact of EU enlargement on FDI flows. *Emerging European financial markets: Independence and integration post-enlargement* (Ed: Batten, J. A. ve Kearney, C.). USA: Emerald Group Publishing Limited, ss.473-499.

- Kalotay, K. ve Hunya, G. (2000). Privatization and FDI in Central and Eastern Europe. *Transnational Corporations*, 9(1), 40-66.
- Kennedy, P. (2008). *A guide to econometrics*. (6th Edition). USA: Blackwell Publishing.
- Kim, W. C. ve Hwang, P. (1992). Global strategy and multinationals' entry mode choice. *Journal of International Business Studies*, 23(1), 29-53.
- Klein, W. A. ve Coffee Jr, J. C. (2007). *Business organization and finance: Legal and economic principles* (10th Edition). New York: Foundation Press.
- Kravtsova, V. (2010). Identifying patterns of outward foreign direct investments: Some empirical evidence. *Journal of Multinational Financial Management*. 20(1), 1-13.
- Kung, F. H.; Cheng, C. L. ve James, K. (2010). Effects of corporate ownership Structure on earnings conservatism. *Asian Journal of Finance & Accounting*, 2(1).
- 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. ve Vishny, R. (1999). Corporate ownership around the world. *Journal of Finance*, 54(2), s.471-517.
- Laeven, L. ve Woodruff, C. (2004). *The quality of the legal system, firm ownership, and firm size*. World Bank Policy Research Paper 3246.
- Leaven L. ve Levine, R. (2006). *Complex ownership structures and corporate valuations*. National Bureau of Economic Research Working Paper Series, Working Paper: 12675.

- Lazarides, T.; Drimpetas, E. ve Dimitros, K. (2009). Ownership structure in Greece: Impact of corporate governance. *The UIP Journal of Corporate Governance*, 8(3-4), 75-90.
- Lorr, M. (1983). *Cluster analysis for social scientists* (1th edition). USA: Jossey-Bass Publishers.
- 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.
- 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.
- 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.
- Mallin, C. A. (2006). *Handbook on international corporate governance: Country analysis*. UK: Edward Elgar Publishing Limited.
- Mardanov, I. Tukhtaevich (2003). *A theoretical development and test of the foreign market entry strategy process model: An integration using an example of the Eastern European and former Soviet countries*. A Dissertation for the degree of doctor of philosophy. Mississippi: Mississippi State University.
- Markusen, J. R. ve Venables, A. J. (2000). The theory of endowment, intra-industry and multi-national trade. *Journal of international Economics*, 52(2), 209-234.

- Moffett, M.; Stonehill, A. ve Eiteman, D. (2009). *Fundamentals of multinational finance* (3rd edition). USA: Prentice Hall Pearson Education Inc.
- Mojen, H. ve Tallman, S. (1997). Control and performance in international joint ventures. *Organization Science*, 8(3), 257-274.
- Moosa, I. A. ve Cardak, B. A. (2006). The determinants of foreign direct investment: an extreme bound analysis. *Journal of Multinational Financial Management*, 16(2), 199-211.
- Morck, R. K. (2000). *Concentrated corporate ownership*. Chicago: The University of Chicago Press.
- Navaretti, B. G. ve A. J. Venables (2004). *Multinational firms in the world economy*. Princeton, NJ: Princeton University Press.
- OECD (2008). *OECD benchmark definition of foreign direct investment*. (4t edition). OECD Publishing.
- OECD (2010). *International trade by commodity statistics: Greece, Hungary, Luxembourg, Norway, Portugal, Sweden, Turkey* (Issue 4). OECD Publishing.
- OECD (2011). *International trade by commodity statistics: Canada, France, Germany, Japan, Switzerland, United Kingdom, United States* (Volume 1). OECD Publishing.
- OECD (2012). *OECD international direct investment statistics*. OECD Publishing.
- Özkalp, E. (2011). *Sosyolojiye giriş* (19. baskı). Bursa: Ekin Basım Yayın Dağıtım.
- 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.
- Park, B. II ve Ghauri, P. N. (2011). Key factors affecting acquisition of technological capabilities from foreign acquiring firms by small and medium sized local firms. *Journal of World Business*, 46(1), 116-125.
- 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.; Madden, E. K. ve Foster, R. M. (2010). Forms of business ownership: A primer for commercial lenders. *Comercial Lending Review*, 25(6), 27-55.
- Raff, H.; Ryan, M. ve Stahler, F. (2007). *Whole versus shared ownership of foreign affiliates*. Christian Albrechts Universitat Kiel Economics Working Paper No: 2007-18.
- Ramondo, N. (2009). Foreign plants and industry productivity: evidence from Chile. *Scandinavian Journal of Economics*, 111(4), 789-809.
- Razin, A. ve Sadka, E. (2007). *Foreign direct investment: Analysis of aggregate flows*. Princeton, NJ: Princeton University Press.
- Rindfleisch, A. ve Heide, J. B. (1997). Transaction cost analysis: past, present, and future applications. *The Journal of Marketing*, 61(4), 30-54.
- Romesburg, H. C. (1984). *Cluster analysis for researchers*. Belmont, California: Lifetime Learning Publications.

- Root, R. F. (1994). *Entry strategies for international markets*. San Francisco, California: Jossey-Bass, Inc. Publishers.
- Russ, K. N. (2009). The new theory of foreign direct Investment: Merging trade and capital flows. *International Finance*, 12(1), 107-119.
- Schmid, F. A. ve Wahrenburg, M. (2002). *Mergers and acquisitions in Germany*. St. Louis: Federal Reserve Bank of St. Louis Working Paper: 2002-027A.
- Sethi, D., Guisinger, S. E., Phelan, S. E. ve Berg, D. M. (2003). Trends in foreign direct investment flows: A theoretical and empirical analysis. *Journal of International Business Studies*, 34(4), 315-326.
- Seyidoğlu, H. (2003). *Uluslararası finans*. (4. baskı). İstanbul: Güzem Can Yayınları No:19.
- Shen, M.; Hsu, C. ve Chen, M. C. (2006). A study of ownership structures and firm values under corporate governance: The case of listed and OTC companies in Taiwans Finance Industry. *Journal of American Academy of Business*, 8(1), 184.
- 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.
- Singh, M. ve Nejadmalayeri, A. (2004). Internationalization, capital structure, and cost of capital: evidence from French corporations. *Journal of Multinational Financial Management*, 14(2), 153-169.
- Stiebale, J. ve Reize, F. (2010). The impact of FDI on innovation in target firms. *International Journal of Industrial Organization*, 29(2), 155-167.

- Şıklar, E. (2000). *Regresyon analizine giriş*. Eskişehir: Anadolu Üniversitesi Yayını No: 1255.
- 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.
- Tatlıdil, H. (1996). *Uygulamalı çok değişkenli istatistiksel analiz*. Ankara: Akademi Matbaası.
- 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.
- UNCTAD (2012). *World investment report 2012: Towards a new Ggeneration of investment policies*. 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.
- Welbourne, T. M. ve Cyr, L. A. (1999). Using ownership as an incentive: Does the “too many chiefs” rule apply in entrepreneurial firms? *Group and Organization Management*, 24(4), 438-460.
- Verbeek, M. (2008). *A guide to modern econometrics* (3rd edition). USA: John Wiley & Sons, Inc.
- Vibert, C. (2004). *Theories of macro organizational behavior*. New York: M. E. Sharpe, Inc.
- Vogelvang, B. (2005). *Econometrics: Theory and applications with E-Views*. UK: Pearson Education Limited.
- Ward, J. H. (1963). Hierarchical grouping to optimize an objective function. *Journal of the American Statistical Association*, 58(301), 236-244.
- Wei, Z.; Varela, O. ve Hassan, M. K. (2002). Ownership and performance in Chinese manufacturing industry. *Journal of Multinational Financial Management*. 12(1), 61-78.
- 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.

Yiu, D. ve Makino, S. (2002). The choice between joint venture and wholly owned subsidiary: An institutional perspective. *Organization science*, 13(6), 667-683.

Zeitun, R. ve Tian, G. G. (2007). Does ownership affect a firm's performance and default risk in Jordan? *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.

İnternet kaynakları:

<http://www.ekonomi.gov.tr/index.cfm?sayfa=index&CFID=8798939&CFTOKEN=71604631> (Erişim tarihi: 03.04.2013)

<http://www.imf.org/external/index.htm> (Erişim tarihi: 20.12.2012)

<http://www.oecd-ilibrary.org> (Erişim tarihi: 27.08.2012)

<http://www.sourceoecd.org> (Erişim tarihi: 05.06.2011)

<http://unctad.org/en/pages/PublicationWebflyer.aspx?publicationid=381> (Erişim tarihi: 24.05.2013)

<http://www.weforum.org/getr> (Erişim tarihi: 15.03.2011)