**DOĞRUDAN YABANCI YATIRIM KARARLARININ BELİRLEYİCİLERİ: FİRMA DÜZEYİNDE TÜRKİYE UYGULAMASI**

**İlker SAKINÇ[[1]](#footnote-1)**

***ÖZET***

*Doğrudan yabancı yatırım, gelişmekte olan ülke hükümetleri tarafından teşvik edilen önemli bir ekonomik kavramdır. Makroekonomik değişkenler yanında firma düzeyindeki bilgiler de doğrudan yabancı yatırım kararlarında önemli rol oynar. Bu çalışma yabancı yatırımcıların yatırım kararlarına etki eden firma düzeyindeki bilgilere odaklanmaktadır. Bu çalışmanın dört amacı vardır. Bunlar; “yabancıların hissedar olduğu firmalar” ile “yüzde yüz yerli firmalar” arasındaki farklılıkları ortaya koymak; yabancıların yerli firmalar ile ortaklık yapmasına etki eden faktörleri belirlemek; yabancıların şirket kontrolünü elinde tuttuğu firmalarla yerli ortakların firma kontrolünü elinde tuttuğu firmalar arasındaki farklılıkları tespit etmek ve yabancıların şirket kontrolünü elinde tutmasına etki eden faktörleri belirlemektir. Bu amaç doğrultusunda İstanbul Sanayi Odası’nın 2012 yılında yaptırmış olduğu “Birinci 500 Büyük Sanayi Firma” sıralamasına giren verisi eksiksiz 339 firma çalışma kapsamına alınmış olup ANOVA ve lojistik regresyon modeli kullanılmıştır. Çalışmanın sonuçlarına göre, yabancılar ihracat performansı yüksek, çalışanların yarattığı brüt katma değeri fazla olan ve büyük firmaları ortak olarak tercih etmektedirler. Ayrıca çalışmada, yabancıların ortaklık yaptığı firmalarda kontrolünü elinde tutmasına finansal performans pozitif yönde etkili olurken, borçla finansmanın kontrolü elde tutmaya negatif yönde etki ettiği tespit edilmiştir.*

***Anahtar Kelimeler****: Doğrudan Yabancı Yatırım, ISO, Lojistik Regresyon Analizi, ANOVA.*

**DETERMINANTS OF FOREIGN DIRECT INVESTMENT DECISION: TURKISH CASE AT FIRM LEVEL**

***ABSTRACT***

*"Foreign direct investment" (FDI)****,*** *which is promoted by the governments of developing countries****,*** *is an important economic concept. Variables at firm level play an important role in FDI decisions besides the well-recognized macroeconomic factors. This study focuses on variables at firm level affecting the investment decision of foreign investors. There are four separate goals of this study. These are; to reveal the differences between “the companies which have foreign shareholders” and “the companies which the shareholders are all native”; to determine the factors that play role in partnership decision with foreigners; to identify the differences between companies controlled by foreigners and natives; to reveal the factors affecting the control decision by foreigners. For this purpose, the data from 339 firms with complete information out of 500 companies listed as “The First 500 Largest Industrial Companies” by İstanbul Chamber of Industry (ISO) in 2012, is analyzed with ANOVA and logistic regression analysis. According to the results, foreigners prefer the companies which have high export performance, more gross value added created by employees and large companies as a partner. It is also determined that financial performance affects the control decision positively; however, debt financing affects the control decision by foreigners negatively.*

***Keywords****: Foreign Direct Investment, ISO, Logistic Regression Analysis, ANOVA.*

**1. GİRİŞ**

1980’li yıllardan günümüze doğrudan yabancı yatırım akımı, gelişmekte olan ülkelere doğru giderek artmaktadır. Diğer sermaye akımlarıyla kıyaslandığında gelişmekte olan ülkelere akan kaynaklar içerisinde en fazla tutar doğrudan yabancı yatırımdır. Gelişmekte olan ülkelerin hükümetleri ekonomik gelişmenin en önemli aracı olarak bu yatırım türünü görmektedir. Bunun için finansal liberizasyon adına gerekli düzenlemeleri yapmaktadırlar. Sermayeyi ülkeye çekebilmek için gerek vergi avantajları gerekse de doğrudan teşvik uygulamalarına yönelmektedirler. Sonuç olarak gelişmekte olan ülkelerin finansal liberizasyonunda doğrudan yabancı yatırım önemli bir neden olmaktadır (Aitken ve Harrison, 1999, Dumludağ, 2009).

Yabancı yatırımı ülkeye çekmeyi başarmak finansal liberizasyonu uygulayan hükümetlerin başarısı olmakla birlikte özel müteşebbislerin de bu başarıda büyük payı vardır. Özellikle gelişmekte olan ülkelerde yatırımcının korunması hususunda sıkıntılar olabilmektedir. Kendisini güvende hissetmeyen yabancı yatırımcı yatırım konusunda ürkek davranmaktadır. Yatırımcının korunması konusundaki yasal boşluklar yabancı yatırımcıyı alternatif korunma yöntemlerine itmektedir. Bu alternatiflerin başında yatırım yapılacak ülkedeki güçlü bir şirketle ortak girişim kurmak (joint venture) gelmektedir. Yabancı yatırımcı yatırım yaptığı ülkedeki güçlü bir şirketle ortaklık yaptığı takdirde yatırım yapmaya ikna olmaktadır. Bundaki amaç güçlü yerel ortağın yatırımcının korunması hususundaki yasal boşlukları dolduracak olmasıdır. La Porta vd., (2000) bu yöntemin hukuk ile korunma yönteminden daha iyi olabileceğini vurgulamaktadır.

Yerli firma ile ortaklık kuran yabancı yatırımcı beraberinde ülkeye bazı avantajlar da getirmektedir. Bunların başında teknoloji transferi, know-how, pazarlama teknikleri ve yönetim becerileri gelmektedir. Yerli firmaya olacak pozitif etki çeşitli kanallar vasıtasıyla olmaktadır. Özellikle, yabancı bir firmanın yeni bir ürün ve üretim sürecini piyasaya sokması yerli firmayı hızlı bir şekilde olumlu etkilemektedir (Javorcik, 2004; Karagöz ve Karagöz; 2006; Konings, 2001; Oksay, 1998). Ancak, bu olumlu etki sürekli olmamaktadır. Denge mekanizması nedeniyle gerek yabancı firmada çalışan işçi transferi ve gerekse de üretilen ürünün taklit edilmesi pozitif etki sürecini azaltmaktadır (Glass ve Saggi, 1998). Hatta yabancı yatırımın yerli ülkedeki varlığı taklit etme maliyetlerini düşürmektedir (Glass ve Saggi, 2002).

Doğrudan yabancı yatırımın yerli firmaya pozitif katkısının olduğu çalışmaların yanında bunun aksini iddia eden çalışmalar da mevcuttur. Aitken ve Harrison (1999) Venezüella’da faaliyet gösteren işletmeler üzerine yaptığı araştırmada doğrudan yabancı yatırımın tamamıyla yerli olan firmanın verimliliğini ters yönde etkilediğini ileri sürmektedir. Yine aynı şekilde, Germidis (1977) gelişmekte olan 12 ülkede faaliyet gösteren 65 yabancı şirketin yerli firmalara neredeyse hiç teknoloji transferi gerçekleştirmediğini iddia etmektedir. Bunun nedeni olarak; yerel ülkede faaliyet gösteren yabancı şirketlerdeki üst yöneticilerin yerli çalışanlardan olmaması, yerli firma ile yabancı firma arasında işçi hareketliliğinin (mobility, transfer) az olması, taşeron firma olarak yerli firmaların sınırlı kullanılması, yabancı firmalarda araştırma geliştirme faaliyetlerinin yerli ülkede olmamasını göstermektedir.

Doğrudan yabancı yatırım üzerine yapılan yerli çalışmalarda genellikle makroekonomik değişkenler ile olan ilişkiler dikkate alınmıştır (Açıkalın, 2009; Kar ve Tatlısöz, 2008; Vergil ve Çeştepe, 2005; Yapraklı, 2006; Bilgili vd., 2007). Ancak, doğrudan yabancı yatırıma etki eden firma bazında faktörler üzerine akademik çalışmalar sınırlıdır. Yapılan literatür araştırmasında sadece Kandır'ın (2008) 2000-2004 yılları arasında yapmış olduğu yabancı yatırımcıların Türkiye’deki yatırım tercihleri üzerine yaptığı araştırmaya rastlanmıştır. Araştırmada bu tercihlere etki eden firma bazında finansal faktörler incelemeye tabi tutulmuştur. Ancak konuyla ilgili yapılması ve değerlendirilmesi gereken farklı çalışmalara ihtiyaç vardır. Bu çalışma ile diğer çalışmalarda ele alınan firma bazında finansal faktörlere ek olarak yeni faktörler ve farklı yöntemler değerlendirmeye çalışılacaktır. Diğer taraftan, Kandır (2008) ile Gündüz ve Tatoğlu'nun (2003) çalışmalarında ele aldıkları yerli yabancı firma farklılıkları bu çalışmanın da amacı olmaktadır.

Çalışmanın bundan sonraki bölümünde literatür özeti verilecektir. Üçüncü bölümde araştırmada kullanılan veriler ve hipotezler aktarılacak olup dördüncü bölümde kısaca yöntem anlatılacaktır. Beşinci bölümde bulgular, son bölümde ise çalışmanın sonuçları aktarılacaktır.

**2. LİTERATÜR ÖZETİ**

Literatüre hakim olan görüş yabancı firmaların yerli firmalara göre daha iyi bir performans sergiledikleri yönündedir. Barbosa ve Louri (2002); Boardman vd., (1997); Douma vd., (2006); Grant (1987); Notta ve Vlachvei (2008) çalışmalarında yerli firmaların kârlılık göstergeleri, yerli firmalara göre yüksek olup istatistiksel olarak anlamlıdır.

Aydın vd., (2007) İstanbul Menkul Kıymetler Borsası’na (İMKB) kayıtlı 346 işletme üzerinde yaptığı çalışmada 2003-2004 yılları arasında faaliyet gösteren yerli ve yabancı firmaları incelemişlerdir. Çalışmalarında kârlılık performansı kriterleri olan aktiflerin getirisi (ROA), özsermayenin getirisi (ROE) ve faaliyet kâr marjı (OPM) oranlarını kullanmışlardır. Yöntem olarak seçtikleri t-testi sonuçlarına göre sadece aktiflerin getirisi (ROA) istatistiksel olarak anlamlıdır. Diğer iki değişken anlamlı değildir. Bu sonuca göre, yabancılar, işletme varlıklarından daha fazla getiri sağlamaktadır.

Gündüz ve Tatoğlu (2003) İMKB’de faaliyet gösteren 202 reel sektör firmasını analize tabi tutmuştur. Bu firmalardan 34’üne yabancılar, 168’ine ise yerli yatırımcılar sahiptir. ANOVA analizi yöntemiyle 1999 yılı verilerini değerlendirmeye tabi tutan yazarlar Aydın vd., (2007) çalışmasında olduğu gibi sadece aktiflerin getirisi değişkeninde yabancı firmalar lehine istatistiksel olarak anlamlı bir farklılık tespit etmişlerdir.

Notta ve Vlachvei (2008) çalışmasında, Yunanistan’da faaliyet gösteren 177 firmanın 1995-2000 yılları arasındaki verilerini analiz etmişlerdir. Yabancı ve yerli firmaların farklılıklarını t-testi yöntemiyle incelemişler ve aktiflerin getirisi, çalışan başına düşen getiri, büyüklük, yaş ve etkinlik performansı kriterleri açısından yabancı firmalar lehine istatistiksel olarak anlamlı farklılıklar bulmuşlardır.

Kandır (2008) İstanbul Sanayi Odası’nın hazırladığı (İSO) ilk ve ikinci büyük 500 kuruluşun içerisinde yer alan yerli ve yabancı firmaları incelemiştir. Çalışmanın amacı yabancı yatırımcıların Türkiye’deki yatırım tercihlerinin araştırılması olup 2000-2004 yılları analize konu olmuştur. Analiz sonuçlarına göre yabancı yatırımcının tercihlerini; firmaların satış hacmi, kârlılık ölçütleri ve ihracat gelirleri etkilemektedir. Yazara göre; büyüklük, dışa açıklık ve finansal performans ölçütleri yabancı yatırımcıların önem verdikleri kriterlerdir.

Yukarıdaki çalışmaların aksine yerli firmaların performansının yabancı firmalardan daha iyi olduğu üzerine çalışmalar da mevcuttur. Kim ve Lyn'ın (1990) firma bazında finansal verilere dayanarak yaptıkları çalışmalarında, ABD’de faaliyet gösteren çok uluslu şirketlerin tesadüfi olarak seçilmiş ABD’li firmalara göre daha az kârlı oldukları sonucu ortaya çıkmıştır. Çalışmanın sonuçlarına göre çok uluslu firmalar araştırma geliştirmeye daha çok harcama yapmakta ancak reklam harcamalarını daha az tutmaktadır. Bununla birlikte, bu firmaların borç seviyeleri ve likiditeleri daha yüksektir.

**3. ARAŞTIRMADA KULLANILAN VERİLER VE HİPOTEZLER**

Çalışmada örneklem olarak İstanbul Sanayi Odası’nın 2012 yılında hazırladığı Türkiye’nin Birinci 500 Büyük Sanayi Kuruluşu alınmıştır. Ancak, bu 500 firma içerisinde verileri eksik olan 161 firma analiz dışında tutularak 339 firma ile çalışmaya devam edilmiştir. Çalışmanın amacı doğrultusunda 14 değişken kullanılmıştır. Bu değişkenlerin neler olduğu ve hesaplanma şekilleri aşağıdaki çizelgede açıklanmaya çalışılmıştır.

**Çizelge 1. Araştırmada Kullanılan Değişkenler ve Hesaplanma Şekilleri**

|  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- |
| **Değişkenler** | **Simge** | **Açıklaması** | **Hesaplanma Şekli** |
| Yabancı Ortak | FOR | Yabancıların hissedar olduğu firmalar | Hissedarlar içerisinde yabancıların ortaklığı bulunmuyorsa 0 bulunuyorsa 1 |
| Yabancı Hakim Ortak | FOR%50 | Yabancıların şirket kontrolünü elinde tutmaya yetecek hisse oranı | Yabancıların hissedar payı % 50’nin altında ise 0, % 50 ve üzeri ise 1 |
| Yerli Hakim Ortak | DOM%51 | Yerli ortakların şirket kontrolünü elinde tutmaya yetecek hisse oranı | Yerli hissedarların hissedar payı % 50’nin altında ise 0, % 50 üzeri ise 1 |
| Yerli Firma | DOM%100 | Yüzde yüz yerli ortakların olduğu, yabancıların ortak olmadığı firma | Ortakları arasında yabancı ortak bulunuyorsa 0, bulunmuyorsa 1 |
| Finansal Performans | ROA | Aktiflerin getirisi | Net Kâr / Toplam Aktifler |
| ROE | Özsermayenin getirisi | Net Kâr / Özsermaye |
| İhracat Performansı | lnEXPO | İhracat tutarı | İhracat tutarının doğal logaritması |
| EXPSL | Satışlar içindeki ihracat oranı | İhracat Tutarı / Satış Hasılatı |
| Büyüklük | lnASSET | Aktif toplamı | Toplam Aktiflerin doğal logaritması |
| lnEQ | Özsermaye toplamı | Toplam Özsermayenin doğal logaritması |
| lnSALE | Satış hasılatı | Satış hasılatının doğal logaritması |
| lnWRK | Çalışan sayısı | Toplam çalışan sayısının doğal logaritması |
| Çalışan Performansı | lnGVAL | Bir çalışanın yarattığı katma değer | (Brüt Katma Değer / Toplam Çalışan) oranının doğal logaritması |
| lnEXPWO | Bir çalışana düşen ihracat tutarı | (İhracat Tutarı / Toplam Çalışan) oranının doğal logaritması |
| Finansal Yapı | LEV | Toplam borcun Özsermayeye oranı | Toplam Borçlar / Özsermaye |
| DEBT | Pasifler içerisindeki borç oranı | Toplam Borçlar / Toplam Pasif |

Çalışmada iki ayrı modelde iki ayrı bağımlı değişken kullanılmıştır. Bunlardan birincisi, yabancıların ortak olup olmadığını gösteren FOR kukla değişkenidir. Bu değişken yabancıların ortaklığı bulunan bir firma ise 1 değerini, yüzde yüz yerli firma ise 0 değerini almaktadır. Bunun anlamı, yabancılar yerli bir firmada hissedar olarak yer alıyorlarsa doğrudan yabancı yatırımcı sıfatına sahip olmaktadır. İkinci bağımlı değişken ise yine bir kukla değişken olan FOR % 50 değişkenidir. Yabancıların ortaklığı olan firmalarda yabancı ortağın payı yüzde 50 ve üzeri ise 1, yüzde 50’nin altında olduğu durumlarda sıfır değerini almaktadır.

Bu çalışmanın dört temel amacı vardır: Birincisi, yabancıların hissedar olduğu firmalar (FOR) ile yüzde yüz yerli firmalar (DOM % 100) arasındaki farklılıkları tespit etmek. İkincisi, yabancıların yerli firmalar ile ortaklık yapmasına etki eden faktörleri ortaya koymak. Üçüncüsü, yabancıların % 50 ve üzeri hissedar olduğu firmalar (FOR % 50) ile % 50’nin altında hissedar olduğu firmalar (DOM % 51) arasındaki farklılıkları tespit etmek. Dördüncüsü, yabancıların hissedar olduğu firmalarda yabancı payının % 50 ve üzeri olmasına etki eden faktörleri belirlemektir.

Birinci amacı gerçekleştirmek için aşağıdaki hipotezler test edilecektir.

H1a: Yabancıların hissedar olduğu firmalar (FOR) ile yüzde yüz yerli firmalar (DOM % 100) arasında finansal performans değişkenleri (ROA ve ROE) açısından istatistiksel olarak anlamlı fark vardır.

H1b: FOR firmalar ile DOM % 100 firmalar arasında ihracat performansı değişkenleri (lnEXPO ve EXPSL) açısından istatistiksel olarak anlamlı fark vardır.

H1c: FOR ile DOM % 100 firmalar arasında büyüklük değişkenleri (lnASSET, lnEQ, lnSALE ve lnWRK) açısından istatistiksel olarak anlamlı fark vardır.

H1d: FOR ile DOM % 100 firmalar arasında çalışan performansı değişkenleri (lnGVAL ve lnEXPWO) açısından istatistiksel olarak anlamlı fark vardır.

H1e: FOR ile DOM % 100 firmalar arasında finansal yapı değişkenleri (LEV ve DEBT) açısından istatistiksel olarak anlamlı fark vardır.

İkinci amacı gerçekleştirmek için aşağıdaki hipotezler test edilecektir.

H2a: Yabancıların yerli firma ile ortaklık içerisinde yer alma olasılığını aktiflerin getirisi (ROA) kriteri etkilemektedir.

H2b: Yabancıların yerli firma ile ortaklık içerisinde yer alma olasılığını satışlar içerisindeki ihracat oranı (EXPSL) kriteri etkilemektedir.

H2c: Yabancıların yerli firma ile ortaklık içerisinde yer alma olasılığını aktif toplamı (lnASSET) kriteri etkilemektedir.

H2d: Yabancıların yerli firma ile ortaklık içerisinde yer alma olasılığını çalışan başına düşen brüt katma değer (lnGVAL) kriteri etkilemektedir.

H2e: Yabancıların yerli firma ile ortaklık içerisinde yer alma olasılığını kaldıraç oranı (LEV) kriteri etkilemektedir.

Üçüncü amacı gerçekleştirmek için aşağıdaki hipotezler test edilecektir.

H3a: FOR % 50 firmalar ile DOM % 51 firmalar arasında finansal performans (ROA ve ROE) değişkenleri açısından istatistiksel olarak anlamlı fark vardır.

H3b: FOR % 50 firmalar ile DOM % 51 firmalar arasında ihracat performansı (lnEXPO ve EXPSL) değişkenleri açısından istatistiksel olarak anlamlı fark vardır.

H3c: FOR % 50 firmalar ile DOM % 51 firmalar arasında büyüklük (lnASSET, lnEQ, lnSALE ve lnWRK) değişkenleri açısından istatistiksel olarak anlamlı fark vardır.

H3d: FOR % 50 firmalar ile DOM % 51 firmalar arasında çalışan performansı (lnGVAL ve lnEXPWO) değişkenleri açısından istatistiksel olarak anlamlı fark vardır.

H4d: FOR % 50 firmalar ile DOM % 51 firmalar arasında finansal yapı (LEV ve DEBT) değişkenleri açısından istatistiksel olarak anlamlı fark vardır.

Dördüncü amacı gerçekleştirmek için aşağıdaki hipotezler test edilecektir.

H4a: Yabancıların hissedar olduğu firmalarda yabancı payının % 50 ve üzeri olma olasılığını aktiflerin getirisi (ROA) değişkeni etkilemektedir.

H4b: Yabancıların hissedar olduğu firmalarda yabancı payının % 50 ve üzeri olma olasılığını ihracat oranı (EXPSL) değişkeni etkilemektedir.

H4c: Yabancıların hissedar olduğu firmalarda yabancı payının % 50 ve üzeri olma olasılığını aktif toplamı (lnASSET) değişkeni etkilemektedir.

H4d: Yabancıların hissedar olduğu firmalarda yabancı payının % 50 ve üzeri olma olasılığını çalışan başına düşen brüt katma değer (lnGVAL) değişkeni etkilemektedir.

H4e: Yabancıların hissedar olduğu firmalarda yabancı payının % 50 ve üzeri olma olasılığını kaldıraç oranı (LEV) değişkeni etkilemektedir.

**4. YÖNTEM**

Çalışmada H1 ve H3 hipotezlerini test etmek amacıyla ANOVA, H2 ve H4 hipotezlerini test etmek içinse lojistik regresyon analizi kullanılmıştır.

H1 ve H3 hipotezlerini test etmek için ANOVA analizinin kullanılmasının sebebi, iki grup (FOR ve DOM % 100 firmalar) için ölçülen değişkenlerin aritmetik ortalamaları arasındaki farklılıkları ortaya koymaktır. ANOVA analizi sadece iki grubun değil birkaç grubun ortalamalarının birbirine eşit olup olmadığını sınamak için kullanılan istatistiksel bir sınamadır. Kısaca, ANOVA çıkarımsal parametrik bir istatistiksel bir metot olup anakütle ortalamaları arasında fark olup olmadığını sınamak için kullanılır.

Çalışmada H1 ve H3 hipotezlerini test etmek amacıyla performans kriterleri olarak finansal, ihracat, büyüklük ve işçi performans kriterleri kullanılmıştır. Literatürle paralellik arz etmesi için finansal performans değişkenleri olarak aktiflerin getirisi (ROA) ve özsermayenin getirisi (ROE) bağımsız değişkenleri kullanılmıştır (Aydın vd., 2007; Gündüz ve Tatoğlu 2003; Kandır, 2008; Notta ve Vlachvei, 2008; Valsamis vd., 2011). Satışlar içerisindeki ihracat tutarı (EXPSL) ve ihracat tutarının doğal logaritması (lnEXPO) ile ihracat performansı ölçülmüştür (Kandır, 2008; Willmore, 1986). Bir çalışanın yarattığı brüt katma değerin doğal logaritması (lnGVAL) ve bir çalışana düşen ihracat tutarının doğal logaritması (lnEXPWO) ise işçi performansını ortaya koymaktadır (Willmore, 1976; Willmore, 1986).

Çalışmada ayrıca büyüklük ve finansal yapı oranları kontrol değişkenleri olarak kullanılmıştır. Firmalar arasındaki büyüklük farklılıklarının etkisini aktif toplamı (lnASSET), özsermaye toplamı (lnEQ), satış hasılatı (lnSALE) ve çalışan sayısının (lnWRK) doğal logaritmaları göstermektedir. Firmalar arasındaki finansal yapı farklılıklarının etkisi ise borç (DEBT) ve kaldıraç (LEV) oranları ile değerlendirilmiştir (Gündüz ve Tatoğlu, 2003; Kandır, 2008; Notta ve Vlachvei, 2008; Pfaffermayr ve Bellak, 2000; Willmore, 1986).

H2 hipotezlerini test etmek için (1), H4 hipotezlerini test etmek içinse (2) numaralı lojistik regresyon modeli kullanılmıştır.

FORi= αi + β1ROAi + β2EXPSLi + β3lnASSETi + β4lnGVALi + β5LEVi + εi….(1)

Birinci modelde yabancıların doğrudan yatırım yapma olasılığına etki eden faktörleri açıklamak için:

FOR = ”0” , (firmada yabancılara ait hisse bulunmuyorsa diğer bir deyişle yüzde yüz yerli firma ise)

FOR= “1”, (firmada yabancılara ait hisse bulunuyorsa)

FOR % 50i= α + β1ROAi + β2EXPSLi + β3lnASSETi + β4lnGVALi + β5LEVi + εi…….(2)

İkinci modelde yabancıların şirket kontrolünü elinde tutma olasılığına etki eden faktörleri açıklamak için:

FOR % 50 = “0”, (firmada yabancıların tek başına kontrolü elinde tutmasına yetecek hisse yoksa diğer bir deyişle yabancılara ait hisse oranı % 50’nin altında ise)

FOR % 50 =”1”, (firmada yabancıların tek başına kontrolü elinde tutmasına yetecek hisse varsa diğer bir deyişle yabancılara ait hisse oranı % 50 ve üzeri ise)

H2 ve H4 hipotezlerini test etmek için lojistik regresyon analizi kullanılacak olmasının nedeni bağımlı değişkenlerin, FOR ve FOR % 50, ikili kategorik değişkenler olmasıdır. Lojistik regresyon yönteminde bağımlı değişken kategorik olduğunda bağımsız değişken kümesi ile arasındaki ilişki doğrusal regresyon modeli ile aynıdır. Lojistik ve doğrusal regresyon modelleri arasındaki en ayırt edici fark lojistik regresyon modelinde bağımlı değişkenin ikili sonucu olan kesikli değişken olmasıdır (Ege ve Bayrakdaroğlu, 2012; Sakınç ve Uğurlu, 2013).

Yabancıların doğrudan yatırım yapma olasılığına ve şirket kontrolünü tek başına elinde tutmasına etki ettiği bağımsız değişkenler olarak; finansal performansı temsilen aktiflerin getirisi (ROA), ihracat performansını temsilen satışlar içerisindeki ihracat tutarı (EXPSL), çalışan performansını temsilen ise bir çalışanın yarattığı brüt katma değer (lnGVAL) değişkenleri kullanılmıştır. Büyüklük (lnASSET) ve finansal kaldıraç (LEV) kontrol değişkenleri olarak modelde yer almaktadır.

Maddala (1991) gruplar arasında örneklem popülasyonu açısından uygunluk olmaması durumunda lojistik regresyon yönteminin en uygun yöntem olduğunu ifade etmektedir. Yazar, iki grup arasında açıklayıcı değişkenlerin açıklama katsayılarının gruplar arasındaki eşitsizlikten olumsuz yönde etkilenmeyeceğini, sadece sabit terimin etkileneceğini vurgulamaktadır. Böylece, çalışmada gruplar arasındaki firma sayısı farklılıklarının modele olumsuz yönde etkilemeyeceği ifade edilebilir.

**5. BULGULAR**

Çizelge 2, 2012 yılına ait FOR firmalar ile DOM % 100 firmalar aralarındaki performans farklılıklarını gösteren ANOVA analizi çizelgesidir. Buna göre, 254 DOM % 100 firma bulunurken 85 adet FOR firma faaliyet göstermektedir. Performans değişkenleri; finansal (ROA ve ROE), büyüklük (lnASSET, lnEQ, lnSALE ve lnWRK), ihracat (lnEXPO ve EXPSL), çalışan (lnGVAL ve lnEXPWO) ve finansal yapı (LEV ve DEBT) kriterlerinden oluşmaktadır.

**Çizelge 2. Yabancıların Hissedar Olduğu Firmalar İle Yüzde Yüz Yerli Firmalar Arasındaki Performans Farklılıklarını Gösteren Anova Analizi Sonuçları**

|  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| **Değişkenler** |  | **N** | **Ortalama** | **S. Sapma** | **F** |
| ROA | DOM % 100 | 254 | 0,06686556 | ,10648016 | 0,53 |
|  | FOR | 85 | 007635223 | ,09625684 |  |
| ROE | DOM % 100 | 254 | 016662996 | ,24261448 | 1,19 |
|  | FOR | 85 | 013563321 | ,1679995 |  |
| lnEXPO | DOM % 100 | 254 | 95230861 | 3,6167647 | 3,36\* |
|  | FOR | 85 | 10,335667 | 3,2971301 |  |
| EXPSL | DOM % 100 | 254 | 0,27628406 | ,25621151 | 1,53 |
|  | FOR | 85 | 0,31727413 | ,28843943 |  |
| lnASSET | DOM % 100 | 254 | 19,74603 | 1,0424196 | 9,75\*\*\* |
|  | FOR | 85 | 20,142451 | ,92059735 |  |
| lnEQ | DOM % 100 | 253 | 18,806487 | 1,2791554 | 12,79\*\*\* |
|  | FOR | 84 | 19,354905 | 1,0083827 |  |
| lnSALE | DOM % 100 | 254 | 19,92678 | ,86499855 | 7,45\*\*\* |
|  | FOR | 85 | 20,229711 | ,94574238 |  |
| lnWRK | DOM % 100 | 254 | 6,5312998 | 1,0868403 | 3,79\* |
|  | FOR | 85 | 6,7896327 | ,97287749 |  |
| lnGVAL | DOM % 100 | 252 | 11,465934 | ,95434455 | 8,24\*\*\* |
|  | FOR | 84 | 11,840803 | 1,2535395 |  |
| lnEXPWO | DOM % 100 | 254 | 10,481757 | 3,6531848 | 1,58 |
|  | FOR | 85 | 11,036005 | 3,0809775 |  |
| LEV | DOM % 100 | 254 | 2,1459559 | 2,8049447 | 5,45\*\* |
|  | FOR | 85 | 1,3615623 | 2,2723684 |  |
| DEBT | DOM % 100 | 254 | 0,54876245 | ,22876471 | 2,37 |
|  | FOR | 85 | 0,50489964 | ,22294294 |  |

*Not: \*,\*\*,\*\*\* sırasıyla 10 %, 5 % ve 1 % düzeyinde istatiksel olarak anlamlılıkları göstermektedir.*

Aktiflerin getirisi (ROA) açısından, FOR firmalar DOM % 100 firmalara göre, özsermayenin getirisi açısından ise DOM % 100 firmalar FOR firmalara göre daha iyi bir performans sergilemektedir. Ancak, bu üstünlükler istatistiksel olarak anlamlı değildir. Dolayısıyla, FOR firmalar ile DOM%100 firma arasında finansal performans açısından istatistiksel olarak anlamlı fark vardır H1a hipotezi reddedilmiştir. Bu durumu şu şekilde yorumlanabilir: Daha önceki çalışmalarda (Aydın vd., 2007; Gündüz ve Tatoğlu, 2003).

FOR firmaların ihracat cirosu (lnEXPO) ve satışları içerisinde ihracat payı (EXPSL) DOM % 100 firmalara göre ortalama değerler açısından daha fazladır. Ancak, istatistiksel olarak lnEXPO % 10 anlamlılık düzeyinde anlamlıyken EXPSL anlamlı değildir. Dolayısıyla, FOR firmalar ile DOM % 100 firmalar arasında ihracat performansı açısından istatistiksel olarak anlamlı fark vardır. H1b hipotezi lnEXPO değişkenine göre kabul edilmiş ancak EXPSL değişkenine göre reddedilmiştir. Bu durum şu şekilde yorumlanabilir: Yabancı firmaların başka bir ülkede faaliyette bulunmasının yegane amacı pazar payını arttırmaktır. İhracat cirosunun yerli firmaya göre büyük olmasının aşağıda açıklanacağı üzere kendi fiziksel kapasitesinin büyüklüğü ile yakından alakalıdır. Ancak satışlar içerisinde ihracat tutarının istatistiksel olarak anlamlı çıkmaması yerli firmaların da sadece iç piyasaya yönelik değil yabancı rakipleri gibi dış piyasalara yöneldiklerinin göstergesidir. Yerli firmaların da yabancı firmalar gibi dış ticaret politikalarının paralellik arz ettiği söylenebilir.

FOR firmaların aktiflerinin (lnASSET), özsermayelerinin (lnEQ), satışlarının (lnSALE) ve çalışan sayılarının (lnWRK) ortalama değeri DOM % 100 firmalara göre daha büyüktür. İstatistiksel olarak hepsi anlamlıdır. Dolayısıyla, FOR firmalar ile yüzde DOM % 100 firmalar arasında büyüklük açısından anlamlı fark vardır. H1c hipotezi kabul edilmiştir. Bu durum şu şekilde yorumlanabilir: Yerli yabancı firma arasındaki en büyük ayrım büyüklük kriterlerinde kendini göstermektedir. Yabancıların görece üstün oldukları büyük yatırım tutarları, güçlü özsermaye imkanları, satış hacimlerinin çapı ve çalışan sayılarındaki nitelik ve niceliksel üstünlükler bu çalışmada da kendini göstermiştir. Yerli firmaların hâlâ bu imkanlarla rekabet edebilecek yeterli kapasiteye sahip olmadığı söylenebilir. Ancak bu duruma, hükümetler tarafından yabancı yatırımcıya tanınan dolaylı ve/veya doğrudan teşvik uygulamalarının da etkisinin olduğu yadsınamaz.

FOR firmalarda çalışanların yarattığı brüt katma değer (lnGVAL) DOM % 100 firmalara göre ortalama olarak daha fazla ve istatistiksel olarak anlamlıdır. Bu sonuç Notta ve Vlachvei'nin (2008) çalışması ile örtüşmektedir. Çalışan başına düşen ihracat tutarına (lnEXPWO) göre FOR firmalar DOM % 100 firmalardan daha iyi bir performans sergilemesine rağmen istatistiksel olarak anlamlı değildir. Dolayısıyla, FOR firmalar ile DOM % 100 firma arasında çalışan performansı açısından istatistiksel olarak anlamlı fark vardır. H1c hipotezi lnGVAL değişkenine göre kabul edilmiş ancak lnEXPWO değişkenine göre reddedilmiştir. Bu durum şu şekilde yorumlanabilir: Yabancı firmalarda çalışanların performansları yerli firmalara göre daha fazladır. Yabancı firmaların kendi ülkelerindeki insan kaynakları yönetim tecrübesi yatırım yaptığı ülkede de kendini göstermektedir. Dolayısıyla, bu firmalarda çalışanların yarattığı katma değer yerel firmaya göre daha fazladır.

DOM % 100 firmalar, aktiflerin finansmanında FOR firmalara göre ortalama olarak daha fazla borç kullanmıştır. Finansal yapıyı temsil eden LEV ve DEBT değişkenlerinde bu durum net bir şekilde görülmektedir. Ancak istatistiksel açıdan sadece LEV değişkeni anlamlıdır. Dolayısıyla, FOR firmalar ile DOM % 100 firma arasında finansal yapı performansı açısından istatistiksel olarak anlamlı fark vardır. H1d hipotezi LEV değişkenine göre kabul edilmiş ancak DEBT değişkenine göre reddedilmiştir. Bu durum şu şekilde yorumlanabilir: Çalışmada yerli firmaların yabancı rakiplerine göre daha fazla borç kullandıkları görülmektedir. Bunun iki türlü açıklaması olabilir. Birincisi, finansal yapısı içerisinde yerli firmaların yetersiz özsermaye kompozisyonları. İkincisi, yerli firmaların finansman temininde sermaye piyasalarının yerine para piyasalarını daha fazla tercih etmesi. Her iki durumda da uzun vadede yerel firmaların riskini artırma ihtimali yüksek olacaktır.

Çizelge 3, 2012 yılına ait FOR % 50 firmalar ile DOM % 51 firmalar aralarındaki performans farklılıklarını gösteren ANOVA analizi çizelgesidir. Buna göre, 45 adet FOR % 50 firma bulunurken 40 adet DOM % 51 firma faaliyet göstermektedir. Performans değişkenleri; finansal (ROA ve ROE), büyüklük (lnASSET, lnEQ, lnSALE ve lnWRK), ihracat (lnEXPO ve EXPSL), çalışan (lnGVAL ve lnEXPWO) ve finansal yapı (LEV ve DEBT) kriterlerinden oluşmaktadır.

**Çizelge 3. Yabancı Hissedar Payı % 50 ve Üzeri Olan Firmalar İle Yerli Hissedar Payı % 50 üzeri olan Firma Performans Farklılıklarını Gösteren ANOVA Analizi Sonuçları**

|  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| **Değişkenler** |  | **N** | **Ortalama** | **S. Sapma** | **F** |
| ROA | DOM % 51 firma | 40 | 0,04776907 | ,0670142 | 7,15\*\*\* |
|  | FOR % 50 firma | 45 | 0,10175948 | ,1109277 |  |
| ROE | DOM % 51 firma | 40 | 0,10062957 | ,16689828 | 3,37\* |
|  | FOR % 50 firma | 45 | 0,16674757 | ,16458492 |  |
| lnEXPO | DOM % 51 firma | 40 | 10,078962 | 4,0795215 | 0,46 |
|  | FOR % 50 firma | 45 | 10,563849 | 2,4268074 |  |
| EXPSL | DOM % 51 firma | 40 | 0,26683566 | ,24802693 | 2,35 |
|  | FOR % 50 firma | 45 | 0,36210832 | ,31612643 |  |
| lnASSET | DOM % 51 firma | 40 | 20,498255 | ,96131445 | 12,88\*\*\* |
|  | FOR % 50 firma | 45 | 19,826181 | ,7625317 |  |
| lnEQ | DOM % 51 firma | 39 | 19,661064 | 1,0141493 | 7,21\*\*\* |
|  | FOR % 50 firma | 45 | 19,089567 | ,93530034 |  |
| lnSALE | DOM % 51 firma | 40 | 20,427809 | 1,1064785 | 3,41\* |
|  | FOR % 50 firma | 45 | 20,053623 | ,7449752 |  |
| lnWRK | DOM % 51 firma | 40 | 6,8896289 | ,92053877 | 0,80 |
|  | FOR % 50 firma | 45 | 6,7007472 | 1,0191512 |  |
| lnGVAL | DOM % 51 firma | 39 | 11,869866 | 1,0998879 | 0,04 |
|  | FOR % 50 firma | 45 | 11,815615 | 1,3849094 |  |
| lnEXPWO | DOM % 51 firma | 40 | 10,679304 | 3,6763454 | 1,01 |
|  | FOR % 50 firma | 45 | 11,353073 | 2,4338754 |  |
| LEV | DOM % 51 firma | 40 | 1,2562973 | 2,7828468 | 0.16 |
|  | FOR % 50 firma | 45 | 1,4551313 | 1,724719 |  |
| DEBT | DOM % 51 firma | 40 | 0,55352447 | ,20460843 | 3,71\* |
|  | FOR % 50 firma | 45 | 0,46167758 | ,23177856 |  |

*Not: \*,\*\*,\*\*\* sırasıyla 10 %, 5 % ve 1 % düzeyinde istatiksel olarak anlamlılıkları göstermektedir*.

Performans değişkenleri ROA ve ROE’ye göre FOR % 50 firmalar DOM % 51 firmalara göre ortalama olarak daha iyi performans sergilemektedir. Her iki değişken de istatistiksel olarak anlamlıdır. Dolayısıyla, FOR % 50 firmalar ile DOM % 51 firmalara arasında finansal performans açısından istatistiksel olarak anlamlı fark vardır. H3a hipotezi kabul edilmiştir. Bu durum şu şekilde yorumlanabilir: Firmalarda yabancıların hisse oranı şirket kontrolünü elinde tutmaya yetecek orana geldiğinde işletmenin kârlılık performansı artış göstermektedir. Yabancıların hakim ortak olması kendilerine hareket serbestisi tanıması açısından önemlidir. Yönetimi, yerli ortaklarla paylaşmamak özellikle bilgi birikiminin bir başka deyişle fikri mülkiyet haklarının korunmasını sağlayacaktır. Bu durum rakipleri karşısında yabancı hakimiyeti olan firmaların finansal performansına lehte yansımıştır.

FOR % 50 firmalar ile DOM % 51 firmaların ihracat performansı incelendiğinde lnEXPO ve EXPLS değişkenlerine göre FOR % 50 firmalar ortalama olarak daha yüksek bir performans sergilemektedir. Ancak her iki değişken de istatistiksel olarak anlamlı değildir. Dolayısıyla, FOR % 50 firmalar ile DOM % 51 firmalar arasında ihracat performansı açısından istatistiksel olarak anlamlı fark vardır. H3b hipotezi reddedilmiştir. Bu durum şu şekilde yorumlanabilir: İhracat performansı yabancıların hakim ortak olması açısından önemli bir farklılık yaratmamaktadır. Yabancıların hakim ortak olduğu firmalar ile yerlilerin hakim ortak olduğu firmalarda ihracat politikaları değişmemektedir. Göreceli üstünlük sağlanmamaktadır.

DOM % 51 firmaların aktifleri (lnASSET), özsermayesi (lnEQ), satışları (lnSALE) ve çalışan sayılarının (lnWRK) ortalaması FOR % 50 firmalara göre daha büyüktür. İstatistiksel olarak çalışan sayıları değişkeni haricinde hepsi anlamlıdır. Dolayısıyla, FOR % 50 firmalar ile DOM % 51 firmalar arasında büyüklük performansı H3c hipotezi lnASSET, lnEQ ve lnSALE değişkenlerine göre kabul edilmiş ancak lnWRK değişkenine göre reddedilmiştir. Bu durum şu şekilde yorumlanabilir: Yabancıların hakim ortak olduğu firmalar büyük firmalardır. Yabancı bir ülkede yatırım yapmak için büyük olmanın avantajını kullanmak istemektedirler. Büyük bir yatırımla yabancı bir ülkeye yatırım yapıldıktan sonra şirket kontrolünü yerli bir ortağa devretmek istemeyişleri anlaşılır bir sebeptir. Risk alarak farklı bir ülkede yatırım yapılmasının getireceği risklere kendi başlarına katılmak en doğal haklarıdır.

Finansal yapı performansı incelendiğinde DOM % 51 firmaların aktiflerinin finansmanında ortalama olarak daha fazla borç (DEBT) kullandığı görülmektedir. İstatistiksel olarak da anlamlıdır. Kaldıraç (LEV) değişkenine göre DOM % 51 firmalar FOR % 50 firmalara göre ortalama olarak daha fazladır. Ancak istatistiksel olarak anlamlı değildir. Dolayısıyla, FOR % 50 firmalar ile DOM % 51 firmalar arasında finansal yapı performansı H3d hipotezi DEBT değişkenine göre kabul edilmiş ancak LEV değişkenine göre reddedilmiştir. Bu durum şu şekilde yorumlanabilir: Hakim ortak ister yabancı ister yerli olsun kaldıraçtan yararlanma konusunda farklılık olmamaktadır. Ancak hakim ortağın yerli olması aktiflerin finansmanında borca daha fazla yer verdiğini göstermektedir. Bunun birçok nedeni olabilir. En fazla etkenin yerli ortakların borsaya açılma konusunda isteksizliği ve borç temininin özsermaye temininden daha kolay olmasıdır.

**Çizelge 4. Yabancı Yatırımcıların Doğrudan Yatırım Yapmayı Tercih Ettikleri Firmalara Ait Özellikleri Gösteren Lojistik Regresyon Modeli Sonuçları**

|  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- |
| **Bağımlı Değişken: FOR** | | | | |
| **Değişkenler** | **Katsayı** | **Std. Sapma** | **Z İstatistik** | **Olasılık (P)** |
| ROA | -,6660481 | 1,356006 | -0,49 | 0,623 |
| EXPSL | 1,029844 | ,4986827 | 2,07 | 0,039 |
| lnASSET | ,2520659 | ,1371545 | 1,84 | 0,066 |
| lnGVAL | ,3203226 | ,1580134 | 2,03 | 0,043 |
| LEV | -,1471828 | ,0675738 | -2,18 | 0,029 |
| Sabit | -9,862461 | 2,645756 | -3,73 | 0,000 |
|  | | | | |
| Gözlem Sayısı = 336 | | | | |
| LR chi2(5) = 21,52 | | | | |
| Prob > chi2 = 0,0006 | | | | |
| Log likelihood = -178,18681 | | | | |
| Pseudo R2 = 0,0569 | | | | |

Çizelge 4 yabancı yatırımcıların doğrudan yatırım yapmayı tercih ettikleri firmalara ait özellikleri içeren lojistik regresyon modeli sonuçlarını göstermektedir. Doğrudan yatırımdan kasıt, yabancıların yerli bir firmada hissedar olarak yer alması durumudur. Model olabilirlik istatistiğine göre % 1 düzeyinde (Prob > chi2 = 0,0006) istatistiksel olarak anlamlıdır. Modelin açıklama gücü % 6 civarındadır (Pseudo R2= 0,0569). Bu istatistik 0-1 arasında bir değer almaktadır. Doğrusal regresyon modelindeki R^2 ile aynı şekilde yorumlanmaktadır. Bu değer çalışmamızda modele dahil edilen değişkenlerin yabancıların doğrudan yabancı yatırım yapma olasılıklarını açıklamada yeterli olduğunu göstermektedir.

Model sonuçlarına göre, yabancıların doğrudan yatırım yapma olasılığını etkileyen faktörlerin başında EXPSL değişkeni gelmektedir. EXPSL değişkeni % 5 düzeyinde istatistiksel olarak anlamlıdır. Bu değişkenin katsayısı pozitif değer almıştır. Bu durumda satışlar içerisinde ihracat tutarının artması yabancıların bu tür firmalara yatırım yapma olasılığında artış olacağı anlamına gelmektedir. Diğer bir ifade ile yabancılar hissedar olarak yerli firmaya doğrudan yatırım yapacak demektir.

Konu ile ilgili birtakım değerlendirmeler yapıldığında bu sonucun çıkmasının mantıklı olduğu görülmektedir. Yabancıların doğrudan yatırım yapma amaçlarının başında farklı pazarlara açılma isteği gelmektedir. Belki de dışa açılmanın yegâne amacı firmaların yeni pazarlar bularak ihracat gelirlerini artırmak düşüncesidir. Hükümetlerin de firmaları ihracata teşvik amacı ihracatın sadece firmalara değil aynı zamanda ülkelerin menfaatine sonuçlar da yaratmasıdır. Satışları içerisinde ihracat oranı yüksek olan firmalar yabancıların ortaklık yapacağı potansiyel firmalardır. Ayrıca bu bulgu Kandır'ın (2008) çalışmasıyla örtüşmektedir.

Çalışmada lnASSET değişkeninin yabancıların doğrudan yatırım yapma olasılığını etkilediği görülmektedir. İstatistiksel olarak % 10 düzeyinde anlamlıdır. Değişkenin katsayısı pozitiftir. Bu durum, firmanın büyük olması yabancı yatırımcıların doğrudan yatırım yapma olasılığını arttıracağı şeklinde yorumlanabilir. Yabancıların aktifleri büyük firmaları tercih etmesi beklenen bir durumdur. Türkiye’de devamlılığını sağlayan büyük firmalar sektörde öncü ve pazar payı yüksek firmalardır. Dolayısıyla, yabancılar bu büyük firmalar ile stratejik ortaklık yolunu tercih etmesi pazara girişte kendisine rahatlık sağlayacaktır. Büyüklük ile ilgili bulduğumuz bu sonuç Kandır'ın (2008) çalışmasıyla paralellik arz etmektedir.

Modelde çalışan başına düşen katma değer (lnGVAL) değişkeninin yabancıların yatırım yapma olasılığını pozitif yönde etkilediği görülmektedir. Ayrıca değişken istatistiksel olarak % 5 düzeyinde anlamlıdır. Bu durum, yabancıların yatırım yapacakları firmada çalışan başına yüksek bir katma değer bekledikleri şeklinde yorumlanabilir. Çalışan başına yüksek katma değere sahip firmalar çalışanlardan yeterli ölçüde yararlanabilen firmalardır. Dolayısıyla yabancıların tercih edeceği firmalar arasında çalışanların performansları yüksek firmalar önem kazanmaktadır. Gereğinden fazla çalışanı olan firmalarda söz konusu oran düşeceğinden optimum çalışanı olan firmalara yabancıların yatırım yapma konusunda sıcak baktığı görülmektedir.

Modelde finansal yapıyı temsil eden kaldıraç (LEV) değişkeninin yatırımcıların yatırım yapma olasılığını etkilediği görülmektedir. İstatistiksel olarak anlamlıdır ancak değişkenin işareti negatiftir. Bu durumda yabancılar aktiflerinin finansmanında daha az borç, daha çok özsermaye kullanan firmaları tercih ettiği sonucu çıkmaktadır. Diğer bir deyişle, yabancı yatırımcıların kaldıracın pozitif etkisinden ziyade artan borçtan kaynaklanan risk ihtimalini dikkate aldığı söylenebilir.

Modelde kullanılan finansal performans değişkeninin (ROA) yabancı yatırım olasılığını olumsuz yönde etkilediği sonucu çıkmıştır. Bu beklenen bir durum değildir. Ancak bu negatif sonuç zaten istatistiksel olarak da anlamlı çıkmamıştır.

**Çizelge 5. Yabancıların Hakim Ortak Olmasına Etki Eden Faktörleri Açıklayan Lojistik Regresyon Modeli Sonuçları**

|  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- |
| **Bağımlı Değişken: FOR % 50** | | | | |
| **Değişkenler** | **Katsayı** | **Std. Sapma** | **Z İstatistik** | **Olasılık (P)** |
| ROA | 8,875054 | 4,056131 | 2.,19 | 0,029 |
| EXPSL | 1,445676 | ,9756312 | 1,48 | 0,138 |
| lnASSET | -1,187661 | ,3615465 | -3,28 | 0,001 |
| lnGVAL | ,2298128 | ,2460923 | 0,93 | 0,350 |
| LEV | ,1845407 | ,1534561 | 1,20 | 0,229 |
| Sabit | 19,97829 | 6,751471 | 2,96 | 0,003 |
|  | | | | |
| Gözlem Sayısı = 84 | | | | |
| LR chi2(5) = 23,82 | | | | |
| Prob > chi2 = 0,0002 | | | | |
| Log likelihood = -46,098277 | | | | |
| Pseudo R2 = 0,2053 | | | | |

Çizelge 5 yabancıların hâkim ortak (kontrolü elinde tutmaya yetecek hisse miktarına sahip ortak) olmasına etki eden faktörleri açıklayan lojistik regresyon modeli sonuçlarını göstermektedir. Model olabilirlik istatistiğine göre % 1 düzeyinde (Prob > chi2 = 0,0002) anlamlıdır. Modelin açıklama gücü % 21 (Pseudo R2 = 0,2053) civarındadır. Bu değer, çalışmamızda modele dahil edilen değişkenlerin yabancıların firma kontrolünü elinde tutma olasılıklarını açıklamada yeterli olduğunu göstermektedir.

Model sonuçlarına göre, yabancıların firma kontrolünü elinde tutacak % 50 ve üzeri hisseye sahip olmasını etkileyen en önemli faktör ROA değişkenidir. Değişken istatistiksel olarak % 5 düzeyinde anlamlıdır. Ayrıca katsayı pozitiftir. Bu durumda, yabancıların firma kontrolünü tutma isteğini aktiflerden elde edeceği yüksek getiri belirleyecektir. Firma ne kadar çok getiri elde ederse firmanın kontrolünü elinde tutma olasılığı o ölçüde artacaktır. Dolayısıyla, firma yönetimini belirleyen en önemli faktör aktiflerden elde edilen getiri olacaktır. Yerli ortak veya ortaklarla yönetimi paylaşmamasının altında yatan söz konusu bu durum yabancıların kârlılık konusundaki hassasiyetini de göstermektedir. Bu durum işletmenin amaçları açısından mantıklı bir durumdur. Firmanın kârlılık performansının yüksek olması, yabancıların firma kontrolünü elinde tutmasının ana kaynağı şeklinde yorumlanabilir.

Yabancıların firma kontrolünü elinde tutmasının diğer bir nedeni de firmanın büyüklüğüdür. Firmanın büyük olması yabancıların hakim ortak olma olasılığını azaltmaktadır. Diğer bir deyişle, firmanın büyük olması yabancıların firma kontrolünü yerli ortaklara bırakması anlamına gelmektedir. Bu durum yabancıların stratejik ve mali açıdan büyük olan yatırımlarda yönetimi yerli firmalarla paylaşma yolunu tercih ettiği şeklinde yorumlanabilir. Büyük yatırımlar yabancıların portföy riskinin dağıtmasının nedeni olabilir. Geleceğin belirsizliğini yatırım yaptığı ülkedeki yerli güçlü bir ortakla gidermek rasyonel gelmektedir.

**6. SONUÇ**

Bu çalışmada; yabancıların ortaklığı bulunduğu firmalar ile yüzde yüz yerli firmalar arasındaki farklılıklar, yabancıların hakim ortak olduğu firmalar ile yerli ortakların hakim olduğu firmalar arasındaki farklılıklar, yabancıların yerli firmalara yatırım yapmasına etki eden faktörler ve yabancıların yatırım yaptığı firmada hakim ortak olmasına etki eden faktörler incelenmiştir.

Yabancıların ortaklığı olduğu firmalar ile yüzde yüz yerli firmalar arasında ihracat, büyüklük, çalışan ve finansal yapı performansı arasında farklılıklar görülürken finansal performans açısından iki grup arasında anlamlı bir farklılık görülmemiştir.

Hakim ortağın yabancılar olduğu firmalar ile yerli ortakların hakim ortak olduğu firmalar arasında en önemli fark firmanın finansal performansı olmaktadır. Diğer fark ise firmanın büyüklük kriterlerinde söz konusu olmaktadır.

Doğrudan yabancı yatırım gelişmekte olan ülkeler için önemli bir ekonomik faaliyettir. Hükümetlerin bu konuda uyguladıkları doğrudan ve dolaylı teşvikler, yabancı yatırımın artmasına neden olacaktır. Hükümetlerin makroekonomideki bu teşviklerin yanı sıra yerli ortaklarla doğrudan yatırım yapacak yabancıların yatırım yapacakları firmalara ait bazı özelliklerin var olması gerekmektedir. Doğrudan yabancı yatırımların firmaya özgü belirleyicilerini bulmaya yönelik bu çalışmada ihracat performansı, firma büyüklüğü ve çalışanların yarattığı brüt katma değerin yabancıların ortaklık yaptığı firmalarda aradıkları özellikler olduğu sonucunu ortaya çıkarmıştır. Bu özelliklerin artması yabancıların yatırım yapma olasılığını arttırmaktadır. Aralarındaki ilişki pozitiftir. Yabancı yatırımı etkileyen faktörlerden bir diğeri de firmaların sermaye yapısı içerisindeki borç durumudur. Borç ile yabancı yatırım arasındaki ilişki negatiftir. Fazla borç kullanan firmalara ortaklık açısından yabancı yatırımcılar sıcak bakmamaktadır. Yabancı yatırımcının yatırım yaptığı firmada finansman tercihi özsermayedir.

Çalışmanın son amacı yabancıların ortaklığı olduğu firmalarda kontrolü elinde tutacak hisse oranını etkileyen etmenleri ortaya koymaktır. Çalışmada, yabancıların yönetimi belirleyecek hisse oranına sahip olmasına neden olan en önemli etmenin firmanın finansal performansı yani kârlılık olduğu sonucu çıkmıştır. Yabancıların ortaklığı olduğu firmalarda kârlılığın artması firmadaki hakim ortağın yabancılar olma olasılığının artacağı anlamına gelmektedir.

Yabancı ortaklıklarda araştırma geliştirme harcamalarının yerli firmalar ile kıyaslanması, bu giderlere yapılan yatırımların firmaların performansına etkisinin ölçümü ve İSO 500 firmaları arasında yapılan bu çalışmanın kapsamına Borsa İstanbul’da faaliyet gösteren şirketlerin de dahil edilmesi gelecek çalışmalar açısından yararlı olacaktır.

**KAYNAKÇA**

* AÇIKALIN, S., (2009), **Türkiye’de Doğrudan Yabancı Yatırımlar (DYY) ve Yurtiçi Yatırımlar Arasındaki Nedensellik İlişkisi,** Hitit Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*,* 2.
* AITKEN, B. J. & HARRISON, A. E., (1999), **Do domestic firms benefit from direct foreign investment?** Evidence from Venezuela, American Economic Review**,** 605-618.
* AYDIN, N., SAYIM, M. & YALAMA, A., (2007), **Foreign ownership and firm performance: Evidence from Turkey**,International Research Journal of Finance and Economics*,* 11**,** 103-111.
* BARBOSA, N. & LOURI, H., (2002), **On the determinants of multinationals’ ownership preferences: Evidence from Greece and Portugal,** International Journal of Industrial Organization*,* 20**,** 493-515.
* BİLGİLİ, F., DÜZGÜN, R. & UĞURLU, E., (2007), **Büyüme, Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımları ve Yurtiçi Yatırımlar Arasındaki Etkileşim**, Erciyes Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 23 (2)***,** 127-152.
* BOARDMAN, A. E., SHAPIRO, D. M. & VINING, A. R., (1997), **The role of agency costs in explaining the superior performance of foreign MNE subsidiaries**, International Business Review*,* 6**,** 295-317.
* DOUMA, S., GEORGE, R. & KABIR, R., (2006), **Foreign and domestic ownership, business groups, and firm performance: Evidence from a large emerging market**, Strategic Management Journal*,* 27**,** 637-657.
* DUMLUDAG, D., (2009), **An analysis of the determinants of foreign direct investment in Turkey: The role of the institutional context**, Journal of Business Economics and Management**,** 10**,** 15-30.
* EGE, İ. & BAYRAKDAROĞLU, A., (2012), **İMKB Şirketlerinin Hisse Senedi Getiri Başarılarının Lojistik Regresyon Tekniği İle Analizi,** Uluslararası Yönetim İktisat ve İşletme Dergisi*,* 5**,** 139-158.
* GERMIDIS, D., (1977), **Transfer of technology by multinational corporations and absorptive capacity of the developing countries: A synthesis**, Transfer of Technology by Multinational Corporations*,* 1**,** 9-43.
* GLASS, A. J. & SAGGI, K., (1998), **International technology transfer and the technology gap**, Journal of Development Economics*,* 55**,** 369-398.
* GLASS, A. J. & SAGGI, K., (2002), **Licensing versus direct investment: Implications for economic growth**, Journal of International Economics*,* 56**,** 131-153.
* GRANT, R. M., (1987), **Multinationality and performance among British manufacturing companies**, Journal of International Business Studies**,** 79-89.
* GÜNDÜZ, L. & TATOĞLU, E., (2003), **A comparison of the financial characteristics of group affiliated and independent firms in Turkey**, European Business Review*,* 15**,** 48-54.
* JAVORCIK, B. S., (2004), **Does foreign direct investment increase the productivity of domestic firms?** In search of spillovers through backward linkages**,** American Economic Review**,** 605-627.
* KANDIR, S. Y., (2008), **Yabancı Yatırımcıların Türkiye’deki Yatırım Tercihlerinin Araştırılması,** Muhasebe ve Finansman Dergisi*,* 38**,** 199-209.
* KAR, M. & TATLISÖZ, F., (2008), **Türkiye’de Doğrudan Yabancı Sermaye Hareketlerini Belirleyen Faktörlerin Ekonometrik Analizi,** KMU İİBF Dergisi*,* 10.
* KARAGÖZ, M. & KARAGÖZ, K., (2006), **Türk Ekonomisinde İhracat ve Doğrudan Yabancı Yatırım İlişkisi: Bir Zaman Serisi Analizi**, AİBÜ-İİBF Ekonomik ve Sosyal Araştırmalar Dergisi**.**
* KIM, W. S. & LYN, E. O., (1990), **FDI Theories and the Performance of Foreign Multinationals Operating in the US**, Journal of International Business Studies**,** 41-54.
* KONINGS, J., (2001), **The effects of foreign direct investment on domestic firms,** Economics of Transition*,* 9**,** 619-633.
* LA PORTA, R., LOPEZ-DE-SILANES, F., SHLEIFER, A. & VISHNY, R., (2000), **Investor protection and corporate governance,** Journal of Financial Economics*,* 58**,** 3-27.
* MADDALA, G. S., (1991), **A perspective on the use of limited-dependent and qualitative variables models in accounting research,** Accounting Review*,* 66**,** 788-807.
* NOTTA, O. & VLACHVEI, A., (2008), **Foreign–Owned Versus Domestically-Oowned Firms: Evidence from Greece**, New Medit*,* 4**,** 17-18.
* OKSAY, S., (1998), **Çokuluslu Şirketler Teorileri Çerçevesinde, Yabancı Sermaye Yatırımlarının İncelenerek Değerlendirilmesi,** Dış Ticaret Dergisi, Dış Ticaret Müsteşarlığı*, (Ocak)*.
* PFAFFERMAYR, M. & BELLAK, C., (2000), **Why foreign-owned firms are different: A conceptual framework and empirical evidence for Austria**, HWWA discussion paper.
* SAKINC, I. & UGURLU, E., (2013), **A Logistic Regression Analysis to Examine Factors Affecting Gender Diversity on the Boardroom: ISE Case,** International Journal of Business and Social Science4**,** 57-61.
* VALSAMIS, D., KATSAITI, M.-S. & PETRAKIS, P., (2011), **Discrepancies in Financial Performance between Domestic and Foreign Owned Enterprises: The case of Greece,** International Journal of Economics and Finance*,* 3**,** 76-85.
* VERGIL, H. & ÇEŞTEPE, H., (2005), **Döviz Kuru Değişkenliği ve Yabancı Doğrudan Yatırım Akımları: Türkiye Örneği,** İktisat Fakültesi Mecmuası*,* 55**,** 975-986.
* WILLMORE, L., (1976), **Direct foreign investment in Central American manufacturing,** World Development*,* 4**,** 499-517.
* WILLMORE, L. N., (1986), **The comparative performance of foreign and domestic firms in Brazil**, World Development**,** 14**,** 489-502.
* YAPRAKLI, S., (2006), **Türkiye’de Doğrudan Yabancı Yatırımların Ekonomik Belirleyicileri Üzerine Ekonometrik Bir Analiz**, Dokuz Eylül Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*,* 21.

1. ***İlker SAKINÇ,*** *Yrd. Doç. Dr., Hitit Üniversitesi, İİBF, Bankacılık ve Finans Bölümü.* [↑](#footnote-ref-1)