

ŞİRKET KONTROLÜ VE YATIRIM FINANSMANI SEÇİMİ: ŞİRKET SATIN-ALMALARI VAKASI:¹

Çev. Dr. Müge İŞERİ*
Arş. Gör. Altan MASUN**

ÖZET

Barada, şirket kontrolü düşüncesinin yatırım finansmanı araçlarını yönlendirmesi nakit (veya borç) veya hisse senedi önerisi test edilecektir. Kontrole önem veren şirket içindekiler (corporate inciders) ellerindeki hisse senedi miktarını sulandıracak ve kontrolü kaybetme riskini yükseltecek yeni hisse senedi çıkartılmasından ziyade nakit veya borç yoluyla yatırımların finansmanı şeklini tercih edeceklerdir. Bizim (ampirik) deneysel sonuçlarımız bu hipotezi desteklemektedir: şirket satın-almalarında, satın alıcı firmanın yönetimdeki söz hakkı ne kadar fazlaysa, nakit finansmanı kullanımı o derece yüksektir. Ayrıca, hisse senedi finansmanı ile ilişkili anormal kazançlar sağlayan olumsuz teklif vericiler (negative giders, fiyat düşürücü) esas olarak yönetimde düşük düzeyde söz hakkı firmalar tarafından yapılan satın almalarda yer alırlar.

Finans yatırımlarında firmaların tercihi nedir? Modigliani ve Miller'in (1958) tarifindeki vergilerin olmadığı mükemmel pazarda, yatırımların nasıl finanse edildiğinin, firmanın toplam değeri ile hiçbir ilgisi yoktur. Miller(1977)'de vergileri de işin içine katarak olayı daha da genişletmiştir. Ancak gözlemlendiğinde, firmaların, finanslama araçlarını birbirinden anlaşılmıştır. Örneğin pek çok firma farksız görmedikleri yatırımlarını yeni hisse senedi ihracından çok, iç kaynaklarla ya da borçlanma yoluyla yapmayı tercih etmektedir. Dolayısıyla bu tür finanslama tercihlerine ve sonuçta ortaya çıkan sermaye yapılarına bir açıklama aranmalıdır. Konuya yönelik pek çok açıklama yapılmıştır. Örneğin De Angelo ve Masulis (1980), firmaların farklı sabit yükümlülüklerden dolayı karşılaştıkları, farklı vergi oranları varsa, yatırımları finanse etmek için kullanılan araçların, yararlı olduğunu göstermişlerdir. Ayrıca finanslama tercihlerinin borçla ilgili olan acenta maliyetlerinden

(Örneğin Barnea, Haugen, and Senbet (1981)) veya yöneticilerle dışardan yatırım yapanlar arasındaki bilgi akışının paralel olmamasından (Myers, Majluf (1984)) kaynaklandığı tartışılmaktadır.

Yakın geçmişte, Harris ve Raviv (1988) ve Stulz (1988), şirketteki kontrolü ellerinde tutmak için yöneticilerin içgüdüsel davranışlarının da finanslama tercihlerine etki ettiği hakkında bir görüş ortaya atmışlardır. Örneğin, sermaye yapısında borç oranını artırıp, bununla halkın dinde olan hisseleri geri almak, firma sahipleri veya yöneticilerin kontrolü ellerinde bulundurma olasılıklarını artırır.

Hisse senedi ihracıyla finans edilmiş şirket birleşmelerindeki, negatif hisse fiati olgusu, yönetimin söz hakkının düşük olduğu (%5'in altında) firmalar için geçerlidir. Bu da, yöneticinin, işletmenin kontrolünü elinde tuttuğu işletmeler tarafından uygulanan finansal politikaların, hessedarların servetlerini maksimize etme amaçlarına uygun politikalar olduğunun işaretidir. Daha önceki bulgulardan anlaşıldığı gibi yönetimde kontrolü elinde tutan idareciler kendi güçlerini kaybetme riskiyle karşılaşmamak için hisse senedi ihracı yoluyla kaynak yaratmak istemezler. Bu da bizi hissedarlarla yöneticilerin çıkarlarının çakışması sonucuna götürür. Yöneticinin az miktarda hisse sahibi olduğu işletmelerde bu çıkar çatışması daha da büyük bir problem haline gelir, çünkü yöneticiler hissedarların servatini maksimize edecek türde politikalar izlemezler. Bunun yerine daha çok kendi çıkarlarına yönelik şekilde, firma riskini azaltan birleşmelere veya firmalarını büyütme yoluna giderler. (Amihud ve Ley (1981)) Hisse senedi ihracı yoluyla finanse edilmiş birleşmelerde

Sonuçlar

Şirket kontrolü ile büyük bir yatırımı şirket satın alma finanse etme araçları arasındaki

¹ Yakov Amihud, Baruch Lev ve Nicholaos G. Trawlas The Journal of Finance Vol. XLV, No:2, June 1990.

* M.Ü. İİBF, İşletme Bölümü, Öğretim Görevlisi.

** M.Ü. İİBF, İşletme Bölümü, Araştırma Görevlisi

ilişkiyi inceledik özellikle, yatırımları Finanse etmek için hisse senedi ihraç etmi yoluna gitmenin, kontrole değer veren ve firmalarının hissesinin önemli bir (arayı) elde tutan yöneticiler için elde tuttıkları hisseleri sulandırmada ve kontrolü kaybetme riskiyle karşılaşmada isteksizlik doğuracağına dair hipotez (Harris ve Raviv (1988) ve Stulz (1988)'u takip ederek) daha ileri götürülmüştür. Daha büyük olasılıkla yeni yatırımları nakit veya harç yoluyla finanse edeceklerdir.

Bu hipotez, başka firmaları satan alan şirketlerdeki yönetsel sahiplik derecesiyle, bu satın almaların finanse edilme yolları arasındaki ilişki incelenerek test edilmiştir. Bulunan sonuçlar hipotezi desteklemektedir. Bulunan sonuçlara göre, satın alan şirketteki yönetsel sahiplik oranı ne kadar büyük olursa, satın alma finansmanının borsaya arz yolundan ziyade, nakit yoluyla gerçekleşme olasılığı daha büyüktür. Bu bulgular, şirket içindekiler ile bilgi alamamış dışardaki yatırımcılar arasındaki bilgi asimetrisini temel alarak ispatlanabilir. Şayet şirket içindekiler, hisse senetlerinin değerlerinin altında olduğunu düşündükleri için sözkonusu şirket ihses senetlerinin önemli bir miktarını elde tutuyorlarsa, satınalma finanse etmek için yeni hisse senedi çıkartmak konusunda daha az istekli olacaklardır.

Ayrıca, satın alma ilanında teklifçilerin hisse senedi fiyatı reaksiyonlarına yansıdığı gibi, yönetsel sahiplikle bağlantılı olarak satın alma finansmanının enformasyon(bilgi) etkisi de incelenmiştir. Bulunan sonuçlara göre hisse senedi ihracından doğan maliyetlerin ydüşük yönetsel sahipliği olan firmalarda görülmüştür. Hisse senedi finansmanda arttığı kontrolü kaybetmek gibi daha büyük bir potansiyel maliyeti gözönüne alınca, yöneticilerin hala bu ödeme yöntemini uygulaması yatırımcılar için satın almaların değeri düşürücü olmadığı işaretini verebilir. Hisse senedi finansmanının nisbeten yüksek yönetsel sahipliği olan firmalardaki önemli ihraç maliyetleriyle ilgili olmadığına dair bulgumuz, genellikle, hisse senedi ihraç ilanlarının ihraç liderleriyle tutarlı olduğuna dair belirtiler ışığında görülmelidir. Yeni hisse senedi ihracı ilan eden firmalardaki yönetsel sahiplik derecesinin bu maliyetleri etkilemesi mümkündür.

Bu çalışma, yönetsel sahiplikle firmaların yatırımlarını finanse etmek için seçtikleri araçlar arasındaki ilişkiyi doğrudan ispatlamaktadır. daha genel sermaye yapısı politikalarının zaman zaman şirket kontrol düşüncesi tarafından etkilenebileceğini öne sürmektedir.

REFERANSLAR

- Agrawal, A. and G. Mandelker, 1987, Managerial incentives and corporate investment and financing decisions, *Journal of Finance* 42, 823-837.
- Amihud, Y., 1989, Leveraged management buyouts and shareholders wealth, in Y. Amihud, ed: *Leveraged Management Buyouts* (Dow Jones-Irwin, Homewood, IL).
- _____, P. Dod, and M. Weinstein, 1986 Conglomerate mergers, managerial motive and stockholders wealth, *Journal of Banking and Finance* 10, 401-410.
- _____, and B. Lev, 1981, Risk reduction as a managerial motive for conglomerate merger, *Bell Journal of Economics* 12, 605-617.
- Auerbach, A.J. and D. Reishus, 1988, The impact of taxation on mergers and acquisitions, in A. Auerbach, ed.: *Mergers and Acquisitions* (University of Chicago Press, Chicago, IL).
- Bernea, A., R. Haugen, and L. Senbet, 1981, An equilibrium analysis of debt financing under costly tax arbitrage and L. Senbet, 1981, An equilibrium analysis of debt financing under costly tax arbitrage and agency problems, *Journal of Finance* 36, 569-581.
- Carleton, W., D. Guilkey, R. Harris, and J. Stewart, 1983, An empirical analysis of the role of the medium of exchange in mergers, *Journal of Finance* 38, 813-826.
- De Angelo, H. and R. Masulis, 1980, Optimal capital structure under corporate and personal taxation, *Journal of Financial Economics* 8, 3-30.

Öneri, C.1, S.3

- Demsetz, H. and K. Lehn, 1985, The structure of corporate ownership: Causes and consequences, *Journal of political Economy* 93, 1155-1177.
- Eckbo, B.E., R. Giammarino, and R. Heinkel, 1988, Asymmetric information and the medium of exchange in takeovers: Theory and evidence, Working Paper, University of British Columbia.
- Fishman, M.J., 1989, Preemptive bidding and the role of the medium of exchange in acquisitions, *Journal of Finance* 44, 41-57.
- Franks, J., R.S. Harris, and C. Mayer, 1988, Means of payment in takeovers: Results for the U.K. and the U.S., in A. Aurbach, ed: *Mergers and Acquisitions* (University of Chicago Press, Chicago, IL).
- Friend, I. and J. Hasbrouck, 1987, Determinants of capital structure, in A. Chen, ed: *Research in Finance*, Vol. 7 (JAI Press, Inc., Greenwich, CT).
- _____, and L. Lang, 1988, An empirical test of the impact of managerial self interest on corporate capital structure, *Journal of Finance* 43, 271-281.
- Hansen, R.G., 1984 Information asymmetry and the means of payment in auction, Working Paper, Amos Tuck School of Business, Dartmouth College.
- _____, 1987, A theory for the choice of exchange medium in mergers and acquisitions, *Journal of Business* 60, 75-95.
- Harris, M. and A. Raviv, 1988, Corporate control contests and capital structure, *Journal of Financial Economics* 20, 55-86.
- Huang, Y.S. and R.A. Walking, 1987, Target abnormal returns associated with acquisition announcements, *Journal of Financial Economics* 19, 329-349.
- Kim, W. S. and E. Sorensen, 1986, Evidence on the impact of the agency costs of debt on corporate debt policy, *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 21, 131-144.

