

SINIR-ÖTESİ ŞİRKET SATIN ALMALARINDA SATIN ALMA ORANI İLE HEDEF ŞİRKETİN HALKA AÇIK OLMASI ARASINDAKİ İLİŞKİ: TÜRKİYE ÖRNEĞİ

THE RELATIONSHIP BETWEEN EQUITY PARTICIPATION AND PUBLIC TARGET STATUS: CROSS-BORDER ACQUISITION IN TURKEY

Arş. Gör. Sibel AYAS

Gaziantep Üniversitesi, İİBF, İşletme Bölümü
sibelayas@gantep.edu.tr

Yrd. Doç. Dr. Özlem YAŞAR UĞURLU

Gaziantep Üniversitesi, İİBF, İşletme Bölümü
yasar@gantep.edu.tr

Öz

Sınır-ötesi gerçekleştirilen satın almalarda hedef şirketin yüzde kaçının satın alınması gerektiği konusu kritik bir karardır. Ne oranda satın alma yapıldığının hem riskleri hem de getirileri vardır. Dolayısıyla firmaların başarılarını ve hayatta kalmalarını etkiler. Bu çalışmanın amacı ise, hedef şirketin halka açık olmasının satın alma oranı üzerindeki etkisini incelemektir. Buna göre, 2006-2015 yılları arasında 23 farklı ülkeden alıcı firmanın Türkiye’de gerçekleştirdiği şirket satın alma faaliyetleri incelenmiştir. Bu bağlamda 113 satın alma faaliyeti belirlenmiş ve hedef şirket halka açık ise daha az oranda satın alma yapıldığı görülmüştür.

Anahtar Kelimeler: Sınır-ötesi Şirket Satın Almaları, Halka Açık Şirketler.

Jel Kodları: G30, G34.

Abstract

The question of what percentage of the target company should be acquired in cross-border acquisitions is a critical decision. The percentage of equity sought has both risks and returns. Therefore, it affects the success and survival of the companies. The purpose of this study is to examine the impact of the target company's public status on the percentage of equity sought. According to this, acquisition activities between 2006 and 2015 performed by companies from 23 different countries in Turkey were examined. In this context, 113 acquisition activities have been identified. If the target company has public status, acquirer companies prefer buying partial acquisition to full acquisition.

Keywords: Cross-border Acquisitions, Public Target Companies.

Jel Codes: G30, G34.

1. GİRİŞ

Küreselleşmeyle birlikte bütünleşen dünyada toplumsal bağlamın, özellikle uluslararası şirket birleşme ve satın alma faaliyetlerini şekillendirdiği yadsınamaz bir gerçektir. Şirket satın almaları sadece ülkenin kendi içinde değil uluslararası bağlamda da oldukça önemlidir. Dünya yatırım raporu (2016) verilerine göre bir ülkeye yapılan yatırımın büyük bir kısmını sınır-ötesi şirket birleşme ve satın alma işlemleri oluşturmaktadır. Örneğin, gelişen Asya bölgesi içerisinde değerlendirilen Türkiye en fazla yatırımcı çeken beşinci ülke konumundadır.

Örgütler rekabet avantajı elde edebilmek ve kısıtlı kaynaklara daha kolay erişebilmek için diğer şirketlerle birleşirler ya da onları satın alırlar. Ancak pratikte sonuç her zaman yüzde yüz oranında satın alma ile sonuçlanmayabilir. Bazı satın almalarda alıcı şirketler hedef şirketin azınlık hissesini alırken bazı satın almalarda çoğunluk hissesini ya da tamamını almaya yönelebilirler. Bu durum özellikle farklı bir ülkeden bir firmayla birleşmeye gidildiğinde daha da dikkat çekici hale gelmektedir.

Sınır-ötesi şirket satın alma ve birleşmelerinin tüm dünyada bu kadar ilgi çekmesinin çeşitli nedenleri olabilir. Küreselleşme, özelleştirme, liberalleşen ekonomiler ve teknolojik gelişmeler şirketleri birleşme ve satın almaya iten önemli unsurlar olarak kabul edilmektedir (Shimizu vd., 2004). Ulusal düzeyde yapılan birleşmelerde uluslararası düzeyde yapılan birleşmelerin dinamikleri birbirine oldukça benzerdir. Sınır-ötesi şirket satın almaları, yeni ve kazançlı pazarlara erişim ve pazar genişletme için kullanılabilir. Tedarikçiler uluslararası büyümede genellikle müşterilerini satın almaya çalışırlar (Martin vd., 1998). Bu stratejik hamlenin en önemli nedeni, uluslararası müşterileri satın aldıkları zaman yerel tedarikçilerin kendilerini tehdit altında hissetmeleri olabilir. Böylelikle, uluslararası birleşme ve satın alma yeni bir fırsat yaratmak ya da gelecek tehditleri önlemek için yapılabilir.

Şirket satın almalarında önemli olan sadece alıcı şirketin finansal gücü değil aynı zamanda hedef şirketin içsel faktörleri de önemlidir. Bu bağlamda bu çalışma ile hedef şirketin halka açık olup olmamasının alıcı şirketin yaptığı satın alma oranını etkileyip etkilemediği incelenmiştir. Başka bir ifadeyle, tarafların farklı ülkelerden olduğu satın alma faaliyetlerinde, hedef firmanın borsada işlem görmesinin alıcı firmanın satın alacağı hisse oranı üzerindeki etkisi araştırılacaktır.

2. TEORİK ÇERÇEVE

İşletmeler rekabet üstünlüğü sağlamak veya büyümek için birleşme ve satın alma stratejileri uygularlar. En basit ifadeyle; iki şirketin eski kimlik ve tüzel kişiliklerini sona erdirerek, sahip oldukları tüm varlıkları birleştirmek suretiyle genellikle yeni bir isim altında bağımsız yeni bir işletme olarak faaliyete geçmelerine birleşme (merger) denilmektedir (Sarıkamış, 2003). Şirket satın almaları (acquisition) ise bir işletmenin tamamını ya da belli bir kısmını satın alarak o işletmenin yönetiminde hak sahibi olmasıdır (Sarıkamış, 2003). Burada birleşmede olduğu gibi alıcı şirket ve hedef şirketin kimlik ve tüzel kişiliği sona ermez. Sadece satın alan işletmenin tam veya kısmi hisselerinin mülkiyetinin sahipliği ve dolayısıyla yönetim alıcı şirketin kontrolüne geçer. Şirket birleşme ve satın alma alanında yapılan çalışmalara bakıldığında, genellikle satın almaların belirli periyodlarla yapıldığı ve bu süre içinde de belirli sektörlerin kümeleştiği dikkat çekmektedir (Moresini ve Pezzi, 2014).

Birleşme ve satın almalar genellikle yatay, dikey, farklı sektörler arası ve sınır-ötesi birleşme ve satın almalar olarak gerçekleştirilir. *Yatay birleşme ve satın almalar*, aynı sektörde faaliyet gösteren iki rakibin bir araya gelmesi ve birinin diğerini satın alması olarak tanımlanabilir (Gaughan, 2015). Örneğin, 1998 yılında gerçekleştirilen Exxon ve Mobil isimli iki petrol devinin 78.9 milyar dolara birleşmesi örnek gösterilebilir. Bir başka örnek olarak, 2009'da Pfizer ile Wyeth

arasında 68 milyar dolara gerçekleşen mega birleşme gösterilebilir. Yatay birleşen firmaların pazar güçlerini arttırdığı için ve dolayısıyla tekelciliğe neden olabileceği düşüncesiyle bazı ülkelerde kısıtlayıcı politikalar uygulanabilmektedir. Kurumlar, firmaların satın alma sonrası fiyatları tek taraflı olarak arttırıp arttırmadığına bakarken aynı zamanda pazardaki diğer firmalarla danışıklı dövüş yapıp yapmadıklarını incelemektedir (Morresi ve Pezzi, 2014).

Örneğin, Türkiye’de rekabet kurumu 2012 yılında YKM ve BOYNER birleşmesine izin verirken; Beta Marina Liman ve Çekek İşletmesi AŞ ve Pendik Turizm Marina Yat ve Çekek İşletmesi AŞ'nin hisselerinin tamamının Koç Holding’e ait Setur Servis Turistik AŞ tarafından devralınmasına izin vermedi. Rekabet kurumları bazı satın almalara engel olurken aynı zamanda şirket birleşme ve satın alma işlemi daha önce gerçekleşmiş bazı birleşmelerin çözülmesini de isteyebilir. Örneğin, İngiltere Rekabet Otoritesi, atık geri dönüşümü pazarında faaliyet gösteren Stericycle ve Ecowaste arasındaki birleşme işleminin yerel pazardaki hizmet kalitesinin düşmesine ve fiyatların yükselmesine neden olduğu için çözülmesi gerektiğine karar verdi.

Dikey birleşme ve satın almalar alıcı-satıcı ilişkisine sahip firmalar arası gerçekleştirilen birleşmeler olarak tanımlanmaktadır (Gaughan, 2015). Tedarikçisini satın alan firmalar geri doğru dikey satın alma, müşterisini satın alan firma ise ileriye doğru dikey satın alma gerçekleştirmiştir. Firmalar aynı zamanda dikey birleşme ve satın almalarla değer zincirini kontrol edebilmek ve pazar gücünü arttırmak isterler (Morresi ve Pezzi, 2014). Bunun yanı sıra önemli bir tedarikçiyi satın alarak hammadde temini, zamanında teslimat ve yüksek kaliteli ürünlere erişimi kolaylaştırmaktadır. Özellikle tedarikçi sayısının az olduğu durumlarda bu faydalar artabilir. Tedarikçilerle çalışmanın pahalı, problematik ve bazen mümkün olmadığı düşünüldüğünde, dikey satın alma işlem maliyetlerini hızlı bir şekilde düşmesini sağlar. Aynı zamanda tedarik maliyetlerini daha kolay tahmin edilebilmesini sağlar. Fakat dikey satın almalarda en önemli problem, firma büyüklüğünün artmasıyla birlikte yönetmenin daha zor olmasıdır. Dikey satın almalara en güzel örnek, Amerika gözlük sektöründe yaşanmıştır. İtalyan bir şirket olan Luxottica satın almalarla Amerikan pazarında büyümek istiyordu. Bunun için gözlük perakende sektöründe faaliyet gösteren Ray-Ban ve Oakley gibi firmaları satın aldı (Gaughan, 2015). Dikey satın almalar yatay satın almalar kadar fiyatları etkileme noktasında çok fazla bir etkiye sahip olmadıkları için rekabet kurumları tarafından aşırı düzenlemeye tabi değildir.

Farklı sektörler arasında gerçekleşen birleşme ve satın almalarda ise firmalar ne rakiplerini ne de tedarik zincirindeki bir firmayı satın alır (Gaughan, 2015). İlişkisiz satın almalar sermaye maliyetlerini ve giderleri azaltırken verimliliği artırır. Çünkü firmalar iki bağımsız piyasada yer alır ve dolayısıyla birbirlerinin rakipleri değildir. Firmaları farklı sektörlerde satın almalara iten en önemli nedenler yeni pazarlara erişim ve büyüme, sistematik olmayan riski azaltmak ve sinerji yaratmak olarak sıralanabilir (Moresini ve Pezzi, 2014). Örneğin, ünlü Sigara şirketi Philip Morris, 1985 yılında 5,6 milyar dolara General Foods’ u, 1988 de 13,44 milyar dolara Kraft’ı, ve 2000 yılında 18,9 milyar dolara Nabisco’yu satın almıştı. Ancak ilginç bir şekilde, ilerleyen yıllarda Philip Morris daha fazla gıda sektöründe faaliyet gösterirken tütün sektöründeki faaliyetlerini azaltmıştır. Bunun en önemli nedeni ise dünyada artmasına rağmen, Amerika’da tütün sektörünün her yıl %2 düzeyinde azalması olabilir.

Satın alma faaliyetindeki taraf şirketler farklı ülkelerden ise buna *sınır-ötesi şirket birleşme/satın almaları* (Cross-border Merger and Acquisition) denilmektedir (Shimizu vd. 2004). Son yıllarda giderek artan sınır-ötesi birleşme ve satın almalar uluslararası şirketlerin büyümesi için stratejik bir araç olarak görülmektedir (Cartwright ve Cooper, 1993). Dünya yatırım raporuna göre (2014, 2016) sınır-ötesi şirket birleşmeleri yıllar itibariyle giderek artan bir eğilim göstermektedir. 2008’de ki küresel kriz ile birlikte satınalma sayısı azalmasına rağmen, sınır-ötesi satın alma değeri 2014 yılında 432 milyar dolardan 2015 yılında 721 milyar dolara ulaşmıştır. Bu raporda Batı Asya’da en fazla yatırım yapılan ülke olarak görülen Türkiye’nin yerine bakacak olursak 2015 yılı

içinde yapılan satın alma ve birleşme değeri 17 milyar dolara çıkmış ve bir önceki yıla göre %36 artmıştır. Bu durum Türkiye’yi geliştirmekte olan Asya bölgesi içinde en fazla yatırım yapılan beşinci ülke konumuna getirmiştir. Dolayısıyla örgütlerin bu kadar fazla ilgi gösterdikleri bir alan olan şirket birleşme ve satın alma faaliyetlerini etkileyen faktörleri araştırmak çalışmanın konusunu oluşturmaktadır. Özellikle şirketlerin uluslararasılaşması ve yurtdışında yatırım yapma yöntemi olarak gördükleri sınır-ötesi satın alma uygulamaları bu çalışmanın ana odağını oluşturmaktadır.

Sınır-ötesi şirket birleşmeleri, özellikle çok uluslu şirketlerin büyümesi için stratejik bir araç olarak görülmektedir (Morosini vd., 1998). Birbirine benzer olsa da sınır-ötesi birleşmeler ile satın almalar farklılaşmaktadır. Sınır-ötesi birleşmeler eşit şartlar altında farklı ülkelerde faaliyet gösteren iki şirketin entegre olması anlamına gelmektedir (Hitt vd., 2001). Operasyonlarını harmanlayan şirketler sahip oldukları yetenekleri bir araya getirerek özellikle küresel pazarda başarılı olmak için rekabet avantajı elde etmeye çalışırlar (Hitt, Ireland, ve Hoskisson, 2012). Sınır-ötesi yapılan satın almalar ise yabancı bir ülkede yer alan bir şirketin tamamını veya bir kısmını satın alması olarak tanımlanabilir (Hitt vd., 2001). Satın alınan şirket genellikle satın alan şirketin portföyünde bulunan bir iş birimi haline gelir. Genel olarak, satın alınan firmadaki yöneticiler, satın alan firmanın yönetimine rapor verirler (Barkema ve Vermeulen, 1998). Bu çalışmanın amacı doğrultusunda sadece sınır-ötesi satın almalar üzerine durulacaktır.

Sınır-ötesi şirket birleşme ve satın almalar, uluslararasılaşmak isteyen işletmelerin tercih ettiği yollardan birisidir. Kendi ülkelerinde başarılı bir şekilde faaliyetlerini sürdüren şirketler daha fazla kar ve gelir için sınır-ötesi şirket birleşme ve satın alma yapabilirler. Kendi ülkelerinde büyümeye gitmekten ziyade, şirketler sınır-ötesi satın alma yaparak başka bir pazara erişim imkânı elde ederler. Alıcı şirket yaptığı sınır-ötesi işlemlerde, hedef şirketin ülkesine ait spesifik bilgilerini (know-how), mevcut çalışanı ve dağıtım ağını kullanabilir.

Avrupa ortak pazarın oluşturulmasıyla, ülkeler arası engeller azalmış ve bu durum Avrupa’da gerçekleştirilen şirket birleşme ve satın alma sayısının artmasını sağlamıştır. Ancak bazı Asya ülkeleri hala yabancı yatırımcılara soğuk bakmaktadır. Yerel işlemlerin aksine sınır-ötesi gerçekleştirilen yatırımların farklı zorlukları vardır. Bir iş modeli bir ülkede çok iyi çalışırken başka bir ülke için geçerli olamayabilir. Örneğin, perakendecilik sektöründe faaliyet gösteren ve ülkesinde başarılı olan Target isimli Amerikan şirketi, Kanada’da 133 mağaza açmış ancak iki yılın sonunda iflasını açıklarak hepsini kapatmak zorunda kalmıştır. Örneğin dil farklılıkları, hem satın alma müzakereleri yapılırken hem de satın alma sonrasında firmaların karşısına çıkan önemli bir zorluk olarak kabul edilmektedir (Ahern vd. 2012).

Geçmiş çalışmalara bakıldığında sınır-ötesi yatırımcının halka açık şirketlere de yatırım yaptıkları görülmüştür (Weston vd., 2004). Halka açık şirketin tanımı ülkeden ülkeye değişiklik gösterse de genel olarak benzer özellikler göstermektedir. Borsa İstanbul (2016) tarafından hazırlanan bir raporda, halka arz “Sermaye Piyasası araçlarının satın alınması için her türlü yoldan yapılan genel bir çağrıyı ve bu çağrının devamında gerçekleştirilen pay satışı” olarak tanımlanmaktadır. Şirketleri halka açılmaya iten bazı önemli nedenler vardır. Örneğin, şirketler halka arzı finansal kaynak olarak görebilirler. Eğer şirketin rakipleri halka açılmışsa eşbiçimlilik dolayısıyla ya da meşruiyet kazanmak için kendileri de halka açılabilirler. Ayrıca halka açık şirketlerin hem ekonomik açıdan hem de medya açısından daha bilinir olmasından dolayı şirketler halka arz yapabilirler (Borsa İstanbul, 2016).

Halka açık şirketler genel olarak halka açık olmayanlara göre daha büyüktür (Dikova vd., 2010; Malhotra vd., 2016). Satın alma süreci uzun bir dönemi kapsadığı düşünüldüğünde halka açık şirketlerde bu süreç daha kurumsal işleyecektir. Yapılan bir çalışmada halka açık olan şirketlerin satın alımlarında sürecin devamlı ertelemelere maruz kaldığı görülmüştür (Weston vd., 2004). Dolayısıyla halka açık olmayan bir şirketi yüksek oranda satın almak alıcı firma için daha makul

olabilir (Malhotra, 2012; Malhotra vd., 2016). Malhotra ve Gaur (2014) 2002-2008 yılları arasında gerçekleştirilen 10181 satın alma işlemini incelemiş ve 52 hedef ülke ve 61 alıcı ülkenin yer aldığı bir örneklemede tobit regresyon yaparak halka açık hedef şirketlerin olduğu satın almalarda satın alma oranının düştüğünü tespit etmişlerdir.

Satın alma oranı genellikle stratejik ve finansal nedenlerden dolayı değişebilir (Haleblian vd., 2006). Ancak yüksek oranda yapılan satın almalar genellikle stratejik nedenlere bağlanmaktadır (Muehlfeld vd., 2007). Dolayısıyla stratejik açıdan yapılan satın almalar başka bir ifadeyle yüksek yüzdeli satın almalar tamamlanma ihtimali daha yüksek olan ve bunun için daha fazla gayret gösterilen birleşmelerdir (Muehlfeld vd., 2007). Bununla beraber, Dikova vd. tarafından yapılan çalışmada satın alma oranı iki şirketin birleşme ihtimalini arttıran önemli bir faktör olarak kabul edilmektedir.

Malhotra, Lin ve Farrell (2016) ise Amerika Birleşik Devletleri ve Latin Amerika ülkeleri bağlamında yaptığı çalışmasında 1996-2013 yılları arasında gerçekleşen 9011 tane tamamlanmış satın alma işlemini incelemiş ve hedef şirketin halka açık olması durumunda şirketin tamamını almak yerine daha düşük oranda satın alma yönünde karar verildiği bulgusuna ulaşmıştır. Benzer şekilde Malhotra (2012) tarafından yapılan bir başka çalışmada ise, Amerikalı şirketlerin 62 farklı ülkede 1990-2008 yılları arasında gerçekleştirdikleri 9222 tane satın alma faaliyeti incelenmiş ve hedef şirketin halka açık olması ile satın alma oranı arasında negatif ilişki bulunmuştur.

Bunun en önemli nedeni, halka açık olmayan şirketlerle karşılaştırıldığında, halka açık şirketlerin satın alınmasının daha maliyetli olması olabilir (Malhotra ve Gaur, 2014). Genellikle halka açık şirketin özel şirketlere oranla daha büyük ve dolayısıyla daha değerli olması satın alma oranı üzerinde etkili olabilir (Malhotra vd., 2016). Dolayısıyla satın alma oranı halka açık hedef şirketler için düşebilir. Dolayısıyla aşağıdaki hipotez üretilmiştir.

H1. Hedef şirketin halka açık olmasının satın alma oranı üzerinde negatif etkisi vardır.

3. YÖNTEM

3.1. Araştırmanın Evreni ve Örnekleme

Örneklem Ernst&Young şirketinin her yıl yayınladığı Birleşme ve Satın Alma İşlemleri Raporundan elde edilmiştir. Bu çalışmanın örneklemini, 2006-2015 yılları arasında yapılan sınır-ötesi satın alma faaliyetleri oluşturmaktadır. Firmalar aşağıdaki kriterlere göre seçilmiştir;

- Şirket satın alma sürecinin tamamlanmış olması
- Alıcı şirketin yabancı ve hedef şirketin Türk olması
- Sadece tek bir şirket ya da tek bir ülke tarafından satın alınmış olması
- Ülke bilgisinin açıklanmış olması
- Alıcı şirket isminin açıklanmış olması

Bu kriterler sonucunda 113 firma belirlenmiştir. Aynı zamanda verilerine ulaşılamayan firmalar ve özelleştirmeler örneklemden çıkarılmıştır.

3.2. Araştırmada Kullanılan Veri Seti ve Değişkenler

Satın alma ile ilgili tüm veriler Ernst&Young tarafından her yıl yayınlanan şirket birleşme ve satın alma raporlarından elde edilmiştir. Bu raporlar Türkiye’de gerçekleştirilen ve kamuoyuna

açıklanan şirket birleşme ve satın alma faaliyetleri ile ilgili detaylı bilgiler içermektedir. Örneğin; hedef şirket adı, satın alan şirket adı ve ülkesi, sektörleri, satın alma oranı, satın alma işlem değeri ve satın alma tarihi gibi bilgiler yer almaktadır. Gizli yapılan ya da kamuoyuna açıklanmayan şirket birleşme ve satın almaları bu çalışmanın örnekleminde yer almamaktadır. Aynı zamanda hedef şirketin halka açık olup olmaması ile ilgili bilgiler hedef şirketin satın alındığı dönemde borsada işlem görüp görmediğine göre incelenmiştir. Buna göre bu veriler ise Borsa İstanbul tarafından her yıl yayınlanan listelerden ve Kamu Aydınlatma Platformu web sitesinden elde edilmiştir.

Satın alma oranı alıcı şirketin hedef şirketin yüzde kaçını satın aldığı ile ilgilidir. 0,1 ile 100 arasında değişmektedir. Literatürde satın alma kararları ile ilgili yapılan çalışmalarda sıklıkla kullanılan bir ölçüttür. Satın alma oranı genellikle stratejik ve finansal nedenlerden dolayı değişebilir (Haleblian, Kim, ve Rajagopalan, 2006). Ancak yüksek oranda yapılan satın almalar genellikle stratejik nedenlere bağlanmaktadır (Muehlfeld vd., 2007). Dolayısıyla stratejik açıdan yapılan satın almalar başka bir ifadeyle yüksek yüzdeli satın almalar tamamlanma ihtimali daha yüksek olan ve bunun için daha fazla gayret gösterilen birleşmelerdir (Muehlfeld vd., 2007). Bununla beraber, Dikova vd. tarafından yapılan çalışmada satın alma oranı iki şirketin birleşme ihtimalini arttıran önemli bir faktör olarak kabul edilmektedir.

Halka açık şirketler genel olarak halka açık olmayanlara göre daha büyüktür (Dikova vd., 2010; Malhotra vd., 2016). Satın alma süreci uzun bir dönemi kapsadığı düşünüldüğünde halka açık şirketlerde bu süreç daha kurumsal işleyecektir. Yapılan bir çalışmada halka açık olan şirketlerin satın alımlarında sürecin devamlı ertelemelere maruz kaldığı görülmüştür (Weston, Mitchell, ve Mulherin, 2004). Dolayısıyla halka açık olmayan bir şirketi yüksek oranda satın almak alıcı firma için daha makul olabilir (Malhotra, 2012; Malhotra vd., 2016). Hedef şirket halka açık değilse 0 halka açık ise 1 olarak kodlanmıştır. Veriler Borsa İstanbul ve Kamuyu Aydınlatma Platformu'ndan elde edilmiştir.

3.3. Örneklem Özellikleri ve Hipotez Testi

Bu çalışma kapsamında toplam 23 ülkeden 113 satın alma faaliyeti incelenmiştir. Bu satın almalarından yaklaşık %30'u halka açık iken %70'i borsada işlem görmemektedir.

Tablo 1: Örneklemde Yer Alan Alıcı Ülkeler ve Hedef Ülkeler

| | | Sıklık | Yüzde |
|----|------------|--------|-------|
| 1 | Almanya | 12 | 10,6 |
| 2 | Amerika | 10 | 8,8 |
| 3 | Avusturya | 5 | 4,4 |
| 4 | Belçika | 4 | 3,5 |
| 5 | Brezilya | 1 | ,9 |
| 6 | Danimarka | 1 | ,9 |
| 7 | Finlandiya | 2 | 1,8 |
| 8 | Fransa | 7 | 6,2 |
| 9 | Güney Kore | 1 | ,9 |
| 10 | Hollanda | 12 | 10,6 |
| 11 | İngiltere | 21 | 18,6 |
| 12 | İspanya | 5 | 4,4 |
| 13 | İsrail | 1 | ,9 |
| 14 | İsveç | 2 | 1,8 |
| 15 | İtalya | 5 | 4,4 |
| 16 | Japonya | 6 | 5,3 |
| 17 | Kanada | 3 | 2,7 |
| 18 | Malezya | 2 | 1,8 |
| 19 | Meksika | 1 | ,9 |

| | | | |
|----|---------------|-----|-------|
| 20 | Norveç | 1 | ,9 |
| 21 | Portekiz | 3 | 2,7 |
| 22 | Singapur | 1 | ,9 |
| 23 | Yunanistan | 7 | 6,2 |
| | Toplam | 113 | 100,0 |

Tablo 1’de görüldüğü gibi, Türkiye’ye yatırım yapan ülkeler açısından bakıldığında toplamda 23 farklı ülke örnekleme yer almaktadır. Türkiye’ye en fazla yatırım yapan ülke İngiltere’dir (%18,6). Aynı zamanda Avrupa’dan en fazla yatırım yapan ülkeler İngiltere’den sonra sırasıyla Hollanda (%10,6) ve Almanya’dır (%10,6). Bunun dışında ise Avrupa kıtası dışında yapılan yatırımlara bakıldığında Amerikalı şirketlerin Türkiye’den 12 satın alma işlemi gerçekleştirdikleri görülmektedir.

Tablo 2: Hedef Şirket Sektörü

| | |
|---------------|------------|
| Madencilik | 9 |
| İnşaat | 1 |
| Üretim | 40 |
| Ulaşım | 19 |
| Toptan Satış | 3 |
| Perakende | 4 |
| Finans | 25 |
| Hizmet | 12 |
| Toplam | 113 |

Tablo 2’de belirtildiği üzere, satın alınan şirketin faaliyet gösterdiği sektörlere bakıldığında, üretim sektörü 40 tane satın alma ile en fazla yatırım yapılan sektör olarak göze çarpmaktadır. Buna karşın inşaat sektörü sadece 1 tane olarak göze çarpmaktadır. Finans sektöründe toplam 25 satın alma yapılmasına rağmen, toptan satış ve perakende sektöründe toplam 7 satın alma işlemi gerçekleştirilmiştir.

Tablo 3: Yıllara göre satın alma sayısı

| | Sıklık | Yüzde |
|--------------|---------------|--------------|
| 2006 | 15 | 13,3 |
| 2007 | 20 | 17,7 |
| 2008 | 15 | 13,3 |
| 2009 | 7 | 6,2 |
| 2010 | 6 | 5,3 |
| 2011 | 14 | 12,4 |
| 2012 | 14 | 12,4 |
| 2013 | 9 | 8,0 |
| 2014 | 8 | 7,1 |
| 2015 | 5 | 4,4 |
| Total | 113 | 100,0 |

Tablo 3’de belirtildiği gibi, satın alma sayısının yıllara göre dağılımına bakıldığında en fazla satın alma işleminin kriz öncesi 2007 yılında gerçekleştiği (%17,7) görülmektedir. Kriz sonrası satın alma sayısı azalmış gibi gözükse de 2011 ve 2012 yılları arasında artan bir eğilim vardır. Ancak 2013 yılından itibaren yine azalan bir trend göze çarpmaktadır. Tüm yıllar değerlendirildiğinde en az satın alma yapılan yılın 5 tane ile 2015 yılı olduğu görülmektedir.

Tablo 4: Doğrusal Regresyon Analizi

| | Standardize edilmemiş | | Standardize edilmiş | t | p |
|----------------------------------|-----------------------|-----------|---------------------|--------|------|
| | B | Std. hata | Beta | | |
| Sabit | 69,093 | 3,124 | | 22,119 | ,000 |
| Hedef şirketin halka açık olması | -31,559 | 6,924 | -,397 | -4,558 | ,000 |

R²:15,80
F: 20,774
p<0.01

Tablo 4’te yer aldığı gibi, hipotezi test etmek için doğrusal regresyon analizi uygulanmıştır. Birinci hipotez halka açık şirketlerde satın alma oranının düşeceğini varsaymaktadır. Elde edilen bulgular göstermektedir ki; hedef şirketin halka açık olması ile satın alma oranı arasında negatif bir ilişki vardır (β :-.39, $p<0.01$). Dolayısıyla Hipotez 1 desteklenmiştir.

4. SONUÇ

Sınır-ötesi gerçekleştirilen satın almalarda hedef şirketin yüzde kaçının satın alınması gerektiği konusu kritik bir karardır (Yang, 2015). Ne oranda satın alma yapıldığının hem riskleri hem de getirileri vardır. Dolayısıyla firmaların başarılarını ve hayatta kalmalarını etkiler (Chari ve Chang, 2009; Contractor vd., 2014; Delios ve Beamish, 2001). Özellikle ne oranda satın alma yapılacağı konusunda yanlış kararlar vermek hedef şirket ile alıcı şirket arasındaki bütünleşmeyi etkileyebilir (Lahiri vd., 2014). Aynı şekilde alıcı firma ne kadar yüksek oranda satın alma yaparsa o kadar fazla değer kazanacağı yapılan çalışmalarda gösterilmiştir (Yang, 2015). Sonuç olarak sınır-ötesi şirket satın alma faaliyetlerinde satın alma oranını belirleyen faktörlerin incelenmesi önem arz etmektedir.

Bu bağlamda çalışmanın amacı, hedef şirketin halka açık olup olmamasının sınır ötesi şirket satın alma oranı üzerindeki etkisini araştırmaktır. Özellikle Türkiye bağlamında daha önce böyle bir çalışma olmaması bu araştırmayı önemli kılmaktadır. Bu çalışma kapsamında; 23 farklı ülkeden 113 firmanın Türkiye’de gerçekleştirdikleri satın alma faaliyetleri incelenmiştir. Buna göre, hedef şirket halka açık ise satın alma oranının düştüğü görülmüştür. Başka bir ifadeyle, yatırımcı firma halka açık hedef şirket satın alırken daha az cesur davranarak daha düşük oranda satın alma yapmaktadır. Araştırma sonuçları geçmiş çalışma sonuçları ile paralellik göstermektedir (Malhotra vd., 2016).

Bunun en önemli nedeni, halka açık şirketlerin daha kurumsal olması olabilir. Yapılan her işlemin kayıt altına alınma zorunluluğu alıcı şirket açısından negatif olarak algılanabilir. Satın alma süreci daha kurumsal işleyecek ve dolayısıyla daha uzun sürebilecektir. Yapılan bir çalışmada halka açık olan şirketlerin satın alımlarında sürecin devamlı ertelemelere maruz kaldığı görülmüştür (Weston, Mitchell ve Mulherin, 2004). Dolayısıyla halka açık olmayan bir şirketi yüksek oranda satın almak alıcı firma için daha makul olabilir (Malhotra, 2012; Malhotra vd., 2016). Aynı zamanda halka açık şirketlerin aktif büyüklüğünü diğer şirketlere oranla daha büyük olması alıcı şirketi hedef şirketin tamamını alma noktasında finansal açıdan zorlayabilir (Dikova vd., 2010; Malhotra vd., 2016).

KAYNAKÇA

- AHERN, K. R., DAMINELLI, D. and FRACASSI, C. (2015). "Lost in Translation? The Effect of Cultural Values on Mergers around the World". *Journal of Financial Economics*. 117(1):165-189.
- BARKEMA, H. G. and VERMEULEN, F. (1998). "International Expansion Through Start-Up or Acquisition: A Learning Perspective". *Academy of Management Journal*. 41(1):7-26.
- BORSA ISTANBUL (2016). *Halka Arz ve Borsa İstanbul'da İşlem Görme*, Borsa İstanbul: İstanbul.
- CARTWRIGHT, S. and COOPER, C. L. (1993). "The Role of Culture Compatibility in Successful Organizational Marriage". *The Academy of Management Executive*,7(2): 57-70.
- CHARI, M. D. and CHANG, K. (2009). "Determinants of the Share of Equity Sought in Cross-Border Acquisitions". *Journal of International Business Studies*, 40(8): 1277-1297.
- CONTRACTOR, F. J., LAHIRI, S., ELANGO, B. and KUNDU, S. K. (2014). "Institutional, Cultural and Industry Related Determinants of Ownership Choices in Emerging Market FDI Acquisitions". *International Business Review*, 23(5): 931-941.
- DELIOS, A. and BEAMISH, P. W. (2001). "Survival and Profitability: The Roles of Experience and Intangible Assets in Foreign Subsidiary Performance". *Academy of Management Journal*, 44(5):1028-1038.
- DIKOVA, D., SAHIB, P. R. and VAN WITTELOOSTUIJN, A. (2010). "Cross-Border Acquisition Abandonment and Completion: The Effect of Institutional Differences and Organizational Learning in the International Business Service Industry, 1981–2001". *Journal of International Business Studies*, 41(2):223-245.
- DÜNYA YATIRIM RAPORU (2014). *Investing in the SDG's: An Action Plan*. http://unctad.org/en/PublicationsLibrary/wir2014_en.pdf. (21.09.2016).
- DÜNYA YATIRIM RAPORU (2016). *Investor Nationality: Policy Challenges*<http://unctad.org/en/pages/PublicationWebflyer.aspx?publicationid=1555>. (02.10.2016).
- GAUGHAN, P. A. (2015). *Mergers, Acquisitions, and Corporate Restructurings*. John Wiley & Sons, USA.
- HALEBLIAN, J. J., KIM, J. Y. J. and RAJAGOPALAN, N. (2006). "The Influence of Acquisition Experience and Performance on Acquisition Behaviour: Evidence from the US Commercial Banking Industry". *Academy of Management Journal*, 49(2): 357-370.
- HITT, M.A., HARRISON, J.S. and IRELAND, R.D. (2001). *Mergers and Acquisitions: A Guide to Creating Value for Stakeholders*. Oxford Univ. Press, New York.
- HITT, M. A., IRELAND, R. D. and HOSKISSON, R. E. (2012). *Strategic Management Cases: Competitiveness and Globalization*. Cengage Learning, USA.
- LAHIRI, S., ELANGO, B. and KUNDU, S. K. (2014). "Cross-Border Acquisition in Services: Comparing Ownership Choice of Developed and Emerging Economy MNEs in India". *Journal of World Business*, 49(3):409-420.
- MALHOTRA, S., LIN, X. and FARRELL, C. (2016). "Cross-National Uncertainty and Level of Control in Cross-Border Acquisitions: A Comparison of Latin American and US Multinationals". *Journal of Business Research*, 69(6):1993-2004.

- MALHOTRA, S. and GAUR, A. S. (2014). "Spatial geography and control in foreign acquisitions". *Journal of International Business Studies*, 45(2):191-210.
- MALHOTRA, S. (2012). "Geographic Distance as a Moderator of Curvilinear Relationship Between Cultural Distance and Shared Ownership". *Canadian Journal of Administrative Sciences/Revue Canadienne des Sciences de l'Administration*, 29(3):218-230.
- MARTIN, X., SWAMINATHAN, A. and MITCHELL, W. (1998). "Organizational Evolution in the Interorganizational Environment: Incentives and Constraints on International Expansion Strategy". *Administrative Science Quarterly*. 43:566-601.
- MORRESI, O. and PEZZI, A. (2014). *Cross-Border Mergers and Acquisitions: Theory and Empirical Evidence*. Palgrave, USA.
- MOROSINI, P., SHANE, S. and SINGH, H. (1998). "National Cultural Distance and Cross-Border Acquisition Performance". *Journal of International Business Studies*, 29(1): 137-158.
- MUEHLFELD, K., SAHIB, P. R. and VAN WITTELOOSTUIJN, A. (2007). "Completion or Abandonment of Mergers and Acquisitions: Evidence from the Newspaper Industry, 1981–2000". *Journal of Media Economics*, 20(2): 107-137.
- SARIKAMIŞ, C. (2003). *Satın Almalar ve Yeniden Yapılanma Şirket Birleşmeleri*. Avcıol Basım Yayım, İstanbul.
- SHIMIZU, K., HITT, M. A., VAIDYANATH, D. and PISANO, V. (2004). "Theoretical Foundations of Cross-Border Mergers and Acquisitions: A Review of Current Research and Recommendations for the Future". *Journal of International Management*, 10(3): 307-353.
- WESTON, J.F., MITCHELL, M.L. and MULHERIN, J.H. (2004). *Takeovers, Restructuring, and Corporate Governance*. Pearson Prentice-Hall, Upper Saddle River, NJ.
- YANG, M. (2015). "Ownership Participation of Cross-border Mergers and Acquisitions by Emerging Market Firms: Antecedents and Performance". *Management Decision*, 53(1):221-246.