

**ÇUKUROVA ÜNİVERSİTESİ  
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ  
İŞLETME ANABİLİM DALI**

**İŞLETME GRUBU İLİŞKİSİNİN FİRMA PERFORMANSINA ETKİSİ:  
İMKB'DE BİR UYGULAMA**

**Emin Hüseyin ÇETENAK**

**DOKTORA TEZİ**

**ADANA / 2012**

**ÇUKUROVA ÜNİVERSİTESİ  
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ  
İŞLETME ANABİLİM DALI**

**İŞLETME GRUBU İLİŞKİSİNİN FİRMA PERFORMANSINA ETKİSİ:  
İMKB'DE BİR UYGULAMA**

**Emin Hüseyin ÇETENAK**

**DANIŞMAN: Prof. Dr. Hatice DOĞUKANLI**

**DOKTORA TEZİ**

**ADANA / 2012**

**Çukurova Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Müdürlüğüne,**

Bu çalışma, jürimiz tarafından **İŞLETME** Anabilim Dalında **DOKTORA TEZİ** olarak kabul edilmiştir.

Başkan : Prof. Dr. Hatice DOĞUKANLI  
(Danışman)

Üye : Prof. Dr. Yıldırım Beyazıt ÖNAL

Üye : Doç. Dr. Mehmet ÖZMEN

Üye : Doç. Dr. Ayşe Gül YILGÖR

Üye : Yrd. Doç. Dr. İbrahim Halil EKŞİ

**ONAY**

Yukarıdaki imzaların, adı geçen öğretim elemanlarına ait olduklarını onaylarım.

...../...../.....

Prof. Dr. Azmi YALÇIN

Enstitü Müdürü

Not:Bu tezde kullanılan özgün ve başka kaynaktan yapılan bildirişlerin, çizelge, şekil ve fotoğrafların kaynak gösterilmeden kullanımı, 5846 Sayılı Fikir ve Sanat Eserleri Kanunu'ndaki hükümlere tabidir.

## ÖZET

### İŞLETME GRUBU İLİŞKİSİNİN FİRMA PERFORMANSINA ETKİSİ: İMKB'DE BİR UYGULAMA

**Emin Hüseyin ÇETENAK**

**Doktora Tezi, İşletme Anabilim Dalı**

**Danışman: Prof. Dr. Hatice DOĞUKANLI**

**Nisan 2012, 132 Sayfa**

İşletme grupları hem gelişmiş hem de gelişmekte olan ülke piyasalarında görülen piyasa ile firma arası kompleks yapılardır. Bu çalışma Türkiye’de işletme grubu ilişkisinin firma performansı üzerine etkisini çeşitli performans ölçütleri (ROA, ROIC, Tobin Q vb.) kullanarak ölçmeyi amaçlamaktadır. Çalışmada kullanılan örneklem 2002-2009 yılları arasında İMKB’de hisse senetleri işlem gören 82 sanayi işletmesinden oluşmaktadır. Çalışmanın amacına uygun olarak örneklemdaki firmalar üç ana gruba ayrılmıştır. Bu gruplar; büyük işletme gruplarının oluşturduğu grup, küçük işletme gruplarının oluşturduğu grup ve herhangi bir gruba bağlı faaliyet göstermeyen bağımsız şirketlerin oluşturduğu gruplardır. Analiz sonuçlarına göre, büyük bir işletme grubuna bağlı şirketler daha iyi performans göstermekte, küçük ve bağımsız şirketler ise hemen hemen aynı oranda performans göstermektedir.

**Anahtar Kelimeler:** Firma Performansı, Performans Ölçütleri, İşletme Grupları, Holdingler, Dinamik Panel Veri Analizi

**ABSTRACT****THE EFFECT OF BUSINESS GROUP AFFILIATION ON FIRM  
PERFORMANCE: A STUDY ON ISE****Emin Hüseyin ÇETENAK****PhD. Thesis, Division of Business Administration****Supervisor: Prof. Dr. Hatice DOĞUKANLI****2012 April, 132 Pages**

Business groups are example of a complex business structure that exist in many countries. This study is an empirical examination of the impact of business groups affiliation on various measures (ROA, ROIC, Tobin Q etc.) of firm performance in a emerging economy Turkey. A panel sample of 82 companies was constructed for the period 2002 to 2009, based on information obtained from ISE. For the purpose of this study, all firms are divided into three main subgroups: big business groups (powerfull private business groups), small business groups (weak private business groups) and non-affiliated independent companies. Our analysis indicates that affiliation with a big business group increase performance. On the other hand affiliation with a small business groups does not contribute to performance of firms.

**Key Words:** Firm Performance, Performance Proxies, Business Groups, Holding Companies, Dynamic Panel Data Analysis

## ÖNSÖZ

İşletme grupları ya da holdingler, Türkiye’deki iş ortamının belirgin özelliklerini yansıtan, çok dalda faaliyet gösteren, Türkiye Ekonomisi’nin önde gelen kuruluşlarıdır. Genellikle holding şeklinde yapılanmış olan bu örgütler, toplumun ayrılmaz bir parçası olmakla beraber tüm dünyada olduğu gibi Türkiye’de de girişimciliğin, toplumsal ve siyasal çevrenin de belirgin özelliklerini taşımaktadır.

Bu çalışmada temel olarak, literatürde ihmal edilmiş bu yapıların avantajları ve bağlı şirketlerinin performansına katkıları üzerinde durulacaktır. Yapının sahip olduğu avantajlar nedeniyle finans literatüründe firma düzeyinde yapılacak sonraki çalışmalarda da işletme grubu ilişkisinin ihmal edilmemesi gerektiği düşünülmektedir.

Bu çalışmanın ortaya çıkmasında, değerli görüşleri ile bana yol gösteren ve her aşamada desteğini sunan tez danışmanım Sayın Prof. Dr. Hatice DOĞUKANLI’ya tez jürimde yer alan Sayın Prof. Dr. Yıldırım Beyazıt ÖNAL’a, Sayın Doç. Dr. Mehmet ÖZMEN’e, Sayın Doç. Dr. Ayşe Gül YILGÖR’e, Sayın Yard. Doç. Dr. İbrahim Halil EKŞİ’ye ayrıca yardımlarını ve değerli katkılarını esirgemeyen arkadaşlarım İler ÜNLÜKAPLAN, Özlem ÖZTÜRK, Bilge AKÇA ve Bahattin KARADEMİR’e teşekkürlerimi sunarım. Son olarak her zaman yanımda olan sevgili aileme, anlayışları ve fedakarlıkları için saygı ve sevgilerimi sunmayı borç bilirim.

İİBF2009D1 nolu bu araştırma projesi Çukurova Üniversitesi Rektörlüğü Bilimsel Araştırma Projeleri Birimi tarafından desteklenmiştir.

**Emin Hüseyin ÇETENAK**

**Nisan 2012, Adana**

## İÇİNDEKİLER

	<b><u>Sayfa</u></b>
ÖZET. ....	i
ABSTRACT.....	ii
ÖNSÖZ.....	iii
TABLolar LİSTESİ.....	vii
ŞEKİLLER LİSTESİ.....	viii
EKLER LİSTESİ.....	ix

### BÖLÜM I

#### GİRİŞ

1.1. Çalışmanın Amacı.....	2
1.2. Çalışmanın Önemi .....	3
1.3. Çalışmanın Kısıtları .....	4
1.4. Araştırma Planı .....	5

### BÖLÜM II

#### İŞLETMELERDE PERFORMANS KAVRAMI VE ÖLÇÜMÜ

2.1. Tanım.....	8
2.2. Finansal Performans Ölçütleri .....	10
2.2.1. Karlılık oranları.....	12
2.2.1.1. Öz sermaye Karlılığı ( Return on Equity - ROE).....	13
2.2.1.2. Aktif Karlılığı (Return on Assets – ROA) .....	14
2.2.1.3. Net Kar Marjı (Net Margin-NM) .....	15
2.2.1.4. Hisse Başına Kazanç ( Earnings Per Share - EPS) .....	16
2.2.1.5. Yatırılan Sermayenin Getirisi (Return On Invested Capital – ROIC) ...	17
2.2.2. Nakit Akışları (Cash Flows) .....	17
2.2.3. Piyasa Temelli Performans Ölçütleri .....	19

2.2.3.1. Piyasa Değeri/Defter Değeri Oranı (PD/DD) .....	20
2.2.3.2. Fiyat/Kazanç Oranı .....	21
2.2.3.3. Tobin Q Oranı .....	22
2.2.3.4. Toplam Hissedar Getirisi (Total Shareholders Return – TSR).....	23
2.2.4. Değer Tabanlı Finansal Performans Ölçütleri.....	23
2.2.4.1. Net Bugünkü Değer Yöntemi (Net Present Value - NPV) .....	24
2.2.4.2. Ekonomik Katma Değer (Economic Value Added- EVA).....	25
2.2.4.3. Piyasa katma değeri (MVA) .....	26
2.3. Finansal Olmayan Performans Ölçütleri.....	27

## **BÖLÜM III**

### **İŞLETME GRUPLARI: TEORİLER VE LİTERATÜR**

3.1. Tanım ve Kavramsal Çerçeve.....	32
3.2. İşletme Grupları Yazını .....	36
3.2.1. İşletme Grupları ve İçsel Sermaye Piyasaları .....	41
3.2.2. Politika ve İşletme Grupları .....	42
3.2.3. Hortumlama (Tunneling) Davranışı, Piramit Yapılar ve İşletme Grupları .....	43
3.2.4. İşletme Gruplarının Oluşması .....	44
3.3. Türkiye’de İşletme Grupları .....	48
3.3.1. Türkiye’de İşletme Gruplarını Ortaya Çıkaran Nedenler .....	49
3.3.1.1. Tarihi Arka Plan.....	49
3.3.1.2. Ulusal ve Kurumsal Nedenler .....	53
3.3.2. Türk İşletme Gruplarının Örgütlenme Şekilleri.....	56
3.3.3. Türkiye’de İşletme Grupları Literatürün Gelişimi ve Kavramsal Dönüşüm ...	57
3.4. İşletme Grupları ve Performans.....	61
3.4.1. Gruba Bağlı Faaliyet Göstermenin Muhtemel Olumlu Etkilerinin Nedenleri ..	68
3.4.2. Gruba Bağlı Faaliyet Göstermenin Muhtemel Olumsuz Etkilerinin Nedenleri	71
3.4.3. İşletme Gruplarında Değer Yaratma Mekanizması.....	72



## BÖLÜM IV

### İŞLETME GRUBU İLİŞKİSİNİN PERFORMANS ÜZERİNDEKİ ETKİSİNİN BELİRLENMESİ: İMKB'YE KOTE EDİLMİŞ SANAYİ ŞİRKETLERİ ÜZERİNE BİR UYGULAMA

4.1. Araştırmanın Amacı ve Konusu .....	75
4.2. Veri Seti .....	76
4.2.1. Panel Veri Setinin Yapısı .....	77
4.2.2. Araştırmada Kullanılan Veri Setinin Hesaplanma Yöntemleri.....	79
4.2.3. Grup İlişkisinin Belirlenmesi .....	82
4.3. Tanımlayıcı İstatistikler ve Ön-Test Sonuçları.....	85
4.4. Ampirik Yöntem .....	98
4.4.1. Dinamik Panel Veri Modelleri .....	99
4.5. Ampirik Bulgular .....	103
4.6. Bulguların Değerlendirilmesi .....	110

## BÖLÜM V

### SONUÇ VE ÖNERİLER

5.1. Sonuç .....	111
5.2. Öneriler .....	116
<b>KAYNAKÇA</b> .....	117
<b>EK 1:</b> .....	130
<b>EK 2:</b> .....	131
<b>ÖZGEÇMİŞ</b> .....	132

## TABLOLAR LİSTESİ

### Sayfa

<b>Tablo 1:</b> SPK Tarafından Hazırlanması İstenilen Nakit Akım Tablosu Formatı.....	19
<b>Tablo 2:</b> Grup Literatüründe Bazı Araştırma Konuları ve Teorileri.....	38
<b>Tablo 3:</b> İşletme Gruplarının Ülkeler İtibariyle Temelleri .....	45
<b>Tablo 4:</b> Panel Veri Seti .....	78
<b>Tablo 5:</b> Çalışmada Kullanılan Değişkenler .....	79
<b>Tablo 6:</b> Büyük Gruplara Ait Şirketlerin Dağılımı .....	85
<b>Tablo 7:</b> Bazı Değişkenlere Ait Tanımlayıcı İstatistikler .....	85
<b>Tablo 8:</b> Bazı Değişkenler Arasındaki Korelasyon .....	86
<b>Tablo 9:</b> ANOVA Testi Sonuçları .....	87
<b>Tablo 10:</b> Büyük Grupların Karlılığı (ROA2) .....	91
<b>Tablo 11:</b> Büyük Grupların Karlılığı (ROA3) .....	92
<b>Tablo 12:</b> Büyük Grupların Tobin Q Oranları .....	93
<b>Tablo 13:</b> Büyük Gruplar Bazında Verimlilik Skorları (DEA) .....	95
<b>Tablo 14:</b> Büyük Gruplar Bazında Diğer Bazı Önemli Değişkenler .....	96
<b>Tablo 15:</b> Büyük Grupların Değişim Katsayıları.....	96
<b>Tablo 16:</b> Karlılık ve Grup İlişkisi.....	106
<b>Tablo 17:</b> Piyasa Performansı Ve Grup İlişkisi .....	108
<b>Tablo 18:</b> Grup İlişkisi ve Etkinlik .....	109
<b>Tablo 19:</b> Panel Veri Analiz Sonuçlarının Özeti .....	110

**ŞEKİLLER LİSTESİ**

	<b><u>Sayfa</u></b>
<b>Şekil 1:</b> Finansal Ölçütlerin Evrimi.....	11
<b>Şekil 2:</b> Grupların Oluşma Süreci .....	47
<b>Şekil 3:</b> İşletme Gruplarında Değer Yaratma Mekanizması,Grup Performans İlişkisi..	74
<b>Şekil 4:</b> Grup Algoritması .....	84
<b>Şekil 5:</b> Büyük Grupların Karlılığı (ROA2).....	91
<b>Şekil 6:</b> Büyük Grupların Karlılığı (ROA3).....	92
<b>Şekil 7:</b> Büyük Grupların Piyasa Performansı (Tobin Q) .....	93
<b>Şekil 8:</b> Büyük Grupların Piyasa Değeri (LNMV).....	94

**EKLER LİSTESİ**

	<b><u>Sayfa</u></b>
<b>EK 1:</b> Büyük Gruplara Bağlı Şirketlerin Listesi .....	130
<b>EK 2:</b> ROA3 Karlılık Oranının İstikrarlılığı .....	131

## I. BÖLÜM

### GİRİŞ

Bir girişimci önderliğinde bir araya getirilen, birbirlerine ekonomik ve sosyal bağlarla bağlı, ortak bir grup kimliğine sahip, birbiriyle uyumlu hareket eden ve yasal olarak bağımsız şirketlerin oluşturduğu bir üst yapı olan ve sadece Türkiye’de değil tüm dünyada ekonomik ve sosyal hayatın önemli bir parçasını teşkil eden işletme grupları, son yıllarda finans, yönetim ve ekonomi yazınında yoğun olarak çalışılmaktadır. Her ne kadar aralarında çeşitli farklılıklar olsa da işletme grupları, Japonya’da “*keiretsu*”, Güney Kore’de “*chaebol*”, Çin’de “*qiyejituan*” Hindistan’da “*Business House*”, Latin Amerika’da “*Grupos*”, Türkiye’de ise “*aile holdingleri*” şeklinde adlandırılmakta ve hemen hemen aynı kavramsal çerçeve içerisinde yer almaktadır.

Yapı olarak birbirinden farklı olsa da (örneğin *keiretsu*’lar genellikle bir ana bankanın *chaebol*’lar bir ailenin sıkı denetimi altında faaliyet gösterirler) işletme grupları ABD’de görülen çok yönlü çeşitlendirilmiş *conglomerate* işletmelerinden ayrılırlar. Çünkü *conglomerate* işletmeleri tek bir firmanın farklı iş dallarında faaliyet göstermesi durumunu temsil ederken, işletme grupları farklı firmaların ortak bir çatı altında toplanması durumunu ifade ederler. Aynı kavramsal çerçeve içerisinde yer almasına rağmen, içerisinde bulunduğu toplumun ekonomik, kültürel ve sosyal özelliklerini büyük oranda yansıtan işletme gruplarının incelendiği bu tez çalışmasında, Türkiye’de görülen örneklerin bağlı şirketlere bir avantaj sunup sunmadığı, performans ölçütlerine bakılarak ortaya konulmaya çalışılacaktır.

İşletme grupları ya da holdingler, Türkiye’deki iş ortamının belirgin özelliklerini yansıtan, çok dalda faaliyet gösteren, Türkiye Ekonomisi’nin önde gelen kuruluşlarıdır. Genellikle holding şeklinde yapılanmış olan bu örgütler, toplumun ayrılmaz bir parçası olmakla beraber tüm dünyada olduğu gibi Türkiye’de de girişimciliğin, toplumsal ve siyasal çevrenin de belirgin özelliklerini taşımaktadır (Buğra, 2005, s.241).

Ülkemizde ilk örnekleri 1960’lı yıllardan sonra görülen bu yapıların, istihdam, ihracat, kalkınma ve hatta siyaset üzerindeki ağırlığı söz konusu organizasyonların önemini artırmaktadır. Bu tez çalışmasında Türkiye’deki işletme gruplarına bağlı firmaların performans davranışı üzerinde durularak bu alandaki literatüre katkı yapmak amaçlanmaktadır.

### 1.1. Çalışmanın Amacı

90'lı yıllarla birlikte giderek yoğun olarak çalışılan İşletme grupları performans ilişkisi, literatürde farklı teorik perspektiflerden ele alınmış ve gruba bağlı firmaların performansları daha çok gelişmekte olan ülkelerin sahip olduğu karakteristikler gözetilerek açıklanmaya çalışılmıştır.

Hakim görüşe göre, etkin olmayan sermaye ve emek piyasalarının bir sonucu olarak ortaya çıkan işletme grupları (Khanna ve Palepu, 1997) bağlı şirketler arasında işlemlerin içselleştirilmesine, bilgi ve kaynak akışındaki etkinliğin artırılmasına olanak sağladığı için bağlı firma performansı üzerinde etkili olmaktadır. Özellikle nitelikli işgücünün grup içi paylaşımı, grup şirketlerini daha verimli hale getirmekte, bu da nitelikli işgücünün büyük öneme sahip olduğu gelişmekte olan ülkelerde gruba bağlı şirketleri diğer şirketlere göre daha avantajlı hale getirmektedir(Chang ve Hong, 2000, s.432). Ayrıca grupların sahip olduğu ağlar, resmi ve gayri resmi bilgilerin elde edilmesinde kolaylık sağladığından, grup şirketlerine risklerin azaltılması, sözleşme gücü ve fırsatların daha kolay belirlenmesi gibi ek avantajlar da sunmaktadır.

Ancak, bağlı şirketlere çeşitli avantajlar sunan işletme gruplarında, bazı durumlarda grubu kontrol eden ortağın yada ortakların amaçları doğrultusunda kar etme hedefinden uzaklaşabilmekte ve bireysel olarak bağlı firmaların karlılığı yerine grubun karlılığı hedefi ön planda tutulabilmektedir. Bu olguyu açıklamak için yapılan vekalet teorisi temelli çalışmalarda işletme grupları, hakim ailenin yada topluluğun kişisel faydalarını artırmak için kullandıkları bir çeşit taktiksel araç, dolayısıyla da potansiyel bir vekalet maliyeti kaynağı olarak görülmektedir (Kim, Hoskisson ve Wan 2004; Morck vd. 2005). Bir diğer görüşe göre ise işletme gruplarının asıl amacı karı maksimize etmek değil, grup firmalarını kararlı ve istikrarlı hale getirmektedir (Gerlach, 1992).

Bu tartışmalardan hareketle bu tez çalışmasında, Türk iş dünyasında grup şirketlerinin performans açısından bağımsız işletmelere göre üstün olup olmadığının belirlenmesi amaçlanmaktadır. Diğer bir ifade ile bu çalışmada Türkiye'de faaliyet gösteren işletme gruplarının bağlı şirketlerine bir avantaj sağlayıp sağlayamadığı bir başka deyişle grup şirketlerinin grup olmayan şirketlere göre daha iyi performans gösterip göstermediği ortaya konulmaya çalışılacaktır. Bu amaç doğrultusunda çalışmada, 2002-2009 yılları arasında İMKB'de faaliyet gösteren sanayi işletmelerine ait verilerden yararlanılarak, grup ilişkisini temsil eden değişkenler ile performans ölçütlerinin arasındaki ilişki ortaya konulmaya çalışılacaktır.

## 1.2. Çalışmanın Önemi

Türkiye örneği tarihi arka plan göz önünde bulundurulduğunda ilginç bir deneyim olarak karşımıza çıkmaktadır. Belirli ailelere ait holdinglerin yanında OYAK ve İş Bankası gibi grupların başarısı ve ekonomik hayat içerisindeki payları ve bu unsurların söz konusu yapıları en çok tercih edilen örgütlenme modellerinden biri yapmış olması konunun önemini artırmaktadır.

Türkiye'nin sahip olduğu tarihi arka plan, ekonomik hayatta yaşanan gelişmeler, bazı piyasaların oligopolistik yapısı, başta sermaye piyasaları olmak üzere yeterince gelişmemiş piyasaların varlığı, bilgi akışının bölünmüş yapısı, zayıf hukuk sistemi ve bu sistemin düşük yaptırım gücü, hızlı büyüyen ekonomi, artan nüfus, yaşanan politik ve sosyal dönüşümler grupların oluşmasına ve grup şirketlerinin üstün performans göstermesine zemin hazırlamıştır.

Ancak piyasa boşlukları nedeniyle belediyelere ait şirketler veya TOKİ gibi kamu kurumlarının bile en büyük işletmeler arasına girebiliyor olmaları, Türkiye'de belirli ailelere ait holdinglerin veya OYAK gibi grupların başarısını normalleştirmektedir. Yine de işletme gruplarının önemi, ekonomik hayat içerisindeki payları ve bazı avantajları doğal olarak bu yapıların her geçen gün daha çok tercih edilmesine neden olmaktadır.

Sınırlı sermaye ile bir çok şirketin, bir grup veya topluluk (aile, kurum, cemaat vb.) tarafından kontrol edilmesine ve yönetilmesine olanak sağlayan bu yapıların tercih edilmesinde, söz konusu formun sunduğu rekabet avantajlarının yanında, bu yapının hakim gruba sunduğu, ekonomik güç oluşturma ve benzeri fırsatlar tüm dünyada olduğu gibi Türkiye'de de önemli rol oynamaktadır. İşletme gruplarının, vekalet problemlerini işaret eden bu tartışmalı ve sakıncalı uygulamalarına örnek olarak yurtdışında yaşayan Türk vatandaşlarının tasarruflarıyla kurulan başarısız holding uygulamalarını ve Uzan grubunu göstermek mümkündür. Bunlara ek olarak aşağıda sunulan örneğin risk iştahı ve kanunların izin verdiği koşullar nedeniyle ortaya çıkan bu olumsuz uygulamalar hakkında fikir verebileceği düşünülmektedir:

“Sancaktar ailesi, 100 milyon Lira sermayeli Sancaktar Boya Sanayii A.Ş.'nin %51 hissesine, yani 51 milyon Lira nominal değerinde 51.000 hisseye sahiptir. Bu 51 milyon Lira nominal değerdeki hisse senetlerine mahkeme kanalıyla değer biçildiğini ve bu değerın 102 milyon Lira olduğunu kabul edelim. Sancaktar ailesi 200 milyon Lira sermayeli Sancaktar Holding'i kurarak 102 milyon Lira

değer biçilen Sancaktar Boya Sanayi A.Ş.'nin hisse senetlerini Holdinge alır. Holdingin geri kalan %49 hissesini halka satar; halktan aldığı 98 milyon Lira ile 192 milyon Lira sermayeli Sancaktar Vernik ve Reçine Sanayi A.Ş.'ni kurar ve %51 hissesini Holdingin portföyüne koyar. Yeni şirketin geri kalan 94 milyonluk hisselerini piyasadan tanıdığı diğer müteşebbislere, diğer holdinglere veya halka satar. Böylece, Sancaktar ailesi cebinden bir kuruluş yeni yatırım yapmadan iki şirket ve bir holdingin sahibi ve hakimi olur (Karşlı, 2003, s.95).”

Bir taraftan başarılı bir model olarak sunulan, yüceltilen ve teşvik edilen, diğer taraftan ise ciddi vekalet problemleri kaynağı olabilen söz konusu yapılar, araştırılmaya değer bir konu olarak karşımıza çıkmaktadır. Bu çalışmada, bu alanda sınırlı olan işletme grupları yazınına öncelikli olarak işletme grubu performans ilişkisi temelinde katkı yapmak amaçlanmış, vekalet maliyetleri ile ilgili tartışılarsa kısmen dikkate alınmıştır.

### 1.3. Çalışmanın Kısıtları

Bir gruba bağlı olarak faaliyet göstermenin firma performansına etkisinin incelendiği bu çalışmada her çalışmada olduğu gibi bazı kısıtlar mevcuttur. Bu kısıtları şu şekilde sıralamak mümkündür:

- Verileri ulaşılabilir olduğu için örneklem olarak seçilen İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'na hisse senetleri kote edilmiş sanayi şirketleri, tez çalışmasını belirli oranda yanlı hale getirmektedir. Buna neden olan faktörlerin ilki bazı işletme gruplarının onlarca şirketi bünyesinde barındırmasına rağmen bunlardan sadece hisse senetleri halka arz edilmiş olanların çalışmaya dahil edilmesi gösterilebilir. Böyle bir durumda örnekleme dahil edilen şirketlerin grubun diğer şirketleri ile benzer özellikler taşıyıp taşımadığını tespit etmek mümkün değildir. İkinci olarak halka arz davranışının arkasında şirketin yeterince karlı olmaması, faaliyet gösterdiği sektörde büyümenin durmuş olması vb. nedenler de yer alabilir.
- Tezin uygulama kısmında, İMKB'de işlem gören, sanayi sektöründe faaliyet gösteren, 2002-2009 yılları arasında süreklilik arz eden ve söz konusu dönemde ortaklık yapısı değişmeyen şirketler ele alınmıştır. Ayrıca finansal şirketler, hizmet ve perakende işletmeleri, iflas, birleşme veya herhangi bir nedenle İMKB kotasyonundan çıkarılan şirketler ile devralma, birleşme gibi nedenlerle hakim ortağın değiştiği şirketler de süreklilik kısıtını sağlayamadığından araştırmaya



dahil edilmemiştir. Bunun sonucunda geriye kalan şirketler için sağlıklı bir sektörel ayırım yapılamadığından test edilen modellere sektör değişkeni eklenememiştir.

- Çalışmada işletme grupları belirli bir algoritmaya göre büyük grup ve küçük grup olmak üzere iki gruba ayrılmıştır (Bkz. Şekil 4). Bazı grupların ya da holdinglerin toplam varlıklarının kesin değerinin belirlenmesinde yaşanan güçlük ve küçük ve büyük gruplara bağlı şirketlerin oluşturduğu iki örneklem arasındaki benzerliğin ortadan kaldırılması amacıyla, toplam varlıkları yaklaşık 2-3 milyar Dolar olan şirketler de bu aşamada örneklemden çıkarılmıştır. Ancak ideal olarak her bir grubun sahip olduğu toplam varlıkların, çalışan sayılarının ve/veya iştirak sayılarının çeşitli istatistiki sınıflandırma yöntemleri kullanılarak yapılması gereken bu gruplandırma, bu konudaki verilere ulaşmanın mümkün olmaması nedeniyle gerçekleştirilememiştir.

#### **1.4. Çalışmanın Planı**

Türk İşletme Gruplarının finansal performansının incelendiği ampirik çalışma, giriş ve sonuç bölümleri dışında iki teorik bir de uygulamaya yönelik olmak üzere toplam üç bölümden oluşmaktadır. Çalışmanın giriş bölümü tez konusunun içeriğinin yer aldığı çalışmanın amacının ve öneminin ortaya konulduğu bölümdür.

Çalışmanın ikinci bölümünde işletmelerde performans kavramına yer verilmiştir. Bu bölümde temel olarak finansal olan ve olmayan şeklinde sınıflandırılan performans ölçütleri çalışmanın amacı doğrultusunda açıklanmıştır.

Çalışmanın üçüncü bölümünde işletme grupları ile ilgili literatüre yer verilmiştir. Bu konudaki temel kavramlar ve tanımlar aktarıldıktan sonra işletme grupları yazını kapsamlı olarak açıklanmıştır. Bu bölümde ayrıca grup olgusunu açıklamaya çalışan teoriler ışığında bazı araştırma konularına kısaca değinilmiştir. Türkiye'deki işletme grupları ve işletme grupları performans ilişkisi bu bölümde ayrıntılı olarak ele alınmıştır.

Uygulama bölümünden oluşan dördüncü bölümde ise öncelikle veri seti, model tanıtılmış ve önemli görülen bazı değişkenlerin tanımlayıcı istatistiklerine yer verilmiştir. Daha sonra 2002-2009 yılları arasında İMKB'de faaliyet gösteren sanayi işletmeleri için, grup ilişkisini temsil eden değişkenler ile finansal performans ölçütleri arasındaki ilişki dinamik panel veri analizi kullanılarak belirlenmeye çalışılmıştır.

Çalışmanın sonuç ve değerlendirme bölümünde de çalışmanın teorik ve uygulamalı araştırmaları çerçevesinde ortaya çıkan sonuçlarla ilgili değerlendirmeler ve yorumlar yapılmış ve gelecek çalışmalar için önerilere yer verilmiştir.

## II. BÖLÜM

### İŞLETMELERDE PERFORMANS KAVRAMI VE ÖLÇÜMÜ

Türk Dil Kurumu sözlüğünde “başarım” şeklinde tanımlanan performans, hem gündelik hayatta hem de işletme yazınında sıklıkla kullanılan bir kavram olarak karşımıza çıkmaktadır. Son yıllarda, birbirinden farklı alanlarda yoğun olarak çalışılan bu kavram, tüm disiplinlerde doğal olarak farklı şekilde tanımlanmış ve yorumlanmıştır. Ancak yapılan tüm bu çalışmalara rağmen hem kavramın tanımı ve kapsamı hem de ölçülmesi konusunda, anlamlı, güvenilir ve karşılaştırılabilir sonuçlar önerilemediği için, bir görüş birliğine varılamamış ve performans ile ilgili tartışmalar da son bulmamıştır.

Özellikle 90’lı yıllarla birlikte hızla genişleyen performans yazını, hareket noktasını, muhasebe kriterlerine dayanan geleneksel performans ölçme sistemlerinin yetersizliği argümanı üzerine oturtmuş ve daha iyi ölçümler sağlayacak sistemler ya da kriterler belirleme çabaları içerisine girmiştir. Bu motivasyonla hareket eden çalışmaları iki gruba ayırmak mümkündür:

İlk grupta yer alan genellikle yönetim ve yönetim muhasebesi temelli çalışmalarda (Eccles,1991; Kaplan ve Norton, 1992; İttner ve Larcker,1998) finansal ölçütlerin işletme performansını ölçmede yetersiz kaldığı görüşü ileri sürülmüş ve işletmelerin finansal olmayan performans ölçütlerini daha fazla kullanmaları gerekliliğine ve bunun işletmelere sağlayacağı faydalara vurgu yapılmıştır. Söz konusu yazarlara göre kalite, etkinlik, müşteri ilişkileri gibi finansal olmayan faktörler de şirket performansı hakkında önemli ipuçları vermektedir ve bu yüzden şirket performansını belirlerken mutlaka dikkate alınmaları gerekir. Bu tür çalışmalarda söz konusu faktörleri dikkate alan ve işletmelerin performansını bir bütün olarak değerlendiren dengeli sonuç kartı (Balanced Scorecard) gibi yöntemler ya da performans sistemleri önerilmiştir.

İkinci gruptaki çalışmalar ise çoğunlukla finans alanında gerçekleştirilmiştir. Finans literatüründe 1960’lı yıllarla beraber, firma amacının "*hissedar değerinin en çoklanması*" şeklinde kabul edilmesi, finansal performansın ölçülmesinde “*değer*” kavramının ön plana çıkmasına neden olmuştur (Gökbulut, 2009, s.1). Bunun sonucunda ilgili literatürde, finansal performansın ölçülmesinde sıklıkla kullanılan Aktif Karlılığı, Özsermaye Karlılığı, Hisse Başına Kazanç, gibi finansal ölçütlerin daha çok kısa vadeli hedefleri kapsadığı ve maliyet odaklı olduğu görüşleri ileri sürülmüş, bunun sonucunda,

modern ölçütler olarak da adlandırılan EVA, MVA, CVA ve CFROI gibi değere dayalı performans ölçütleri geliştirilmiş ve şirketlere daha çok değer yaratan faaliyetler üzerinde yoğunlaşmaları yönünde tavsiyelerde bulunulmuştur (Hall ve Brummer, 1999, s.3).

Çalışmanın bundan sonraki bölümlerinde tez çalışmasının amacına uygun olarak öncelikle farklı performans tanımlarına yer verilecek, daha sonra finansal olmayan performans ölçütlerine kısaca değinilecektir. Sonraki bölümlerde ise araştırmanın uygulama kısmı ile doğrudan ilgili olan finansal performans ölçütleri kapsamlı bir şekilde açıklanacaktır.

## 2.1. Tanım

Şirketler, yaşamlarını sürdürebilmek için, sahip oldukları varlıkları kullanarak, kendilerinden beklenen ekonomik değer ve yararı yaratmak zorundadır. Bu zorunluluk, beraberinde, şirket faaliyetlerinin ölçülme ve değerlendirilme ihtiyacını ortaya çıkarır. İşte bu noktada karşımıza çıkan performans kavramı, "Bir işletmenin, belirli bir dönemde gerçekleştirdiği faaliyetlerin sonucu" şeklinde çok yalın bir şekilde tanımlanabilir.

Yukarıda yapılan tanımdan farklı olarak söz konusu kavram ilgili literatürde çeşitli şekillerde tanımlanmış ve yorumlanmıştır. Bu çeşitliliğin temel nedeni konunun, farklı disiplinlerde, farklı "faaliyet sonuçları" gözetilerek incelenmiş olmasından kaynaklanmaktadır. Aşağıda bu tanımlardan bazılarına yer verilmiştir.

Türkçe literatürde en çok atıf yapılan tanıma göre: "Performans, amaçlı ve planlanmış bir etkinlik sonucunda elde edileni, nicel ya da nitel olarak belirleyen bir kavramdır" (Akal, 1992, s.1).

Dicle (1982)'ye göre ise performans "görevin önceden belirlenen ölçütlere uygun olarak yerine getirilme derecesi, başka bir deyişle amacın gerçekleştirilme oranı" şeklinde tanımlanmaktadır (Dicle, 1982, s.5).

Daha kapsamlı bir tanıma göre performans: iş yapan bireyin ya da işletmenin amaçlanan hedefe yönelik olarak nereye varabildiği, başka bir anlatımla neyi sağlayabildiğinin nicel ve nitel olarak anlatımıdır. Yine aynı yazara göre performans, işletme amaçlarının gerçekleştirilmesi için gösterilen tüm çabaların değerlendirilmesidir (Kenger, 2001, s.38).

Literatürde yapılan diğer bazı tanımlar da ise işletme performansı, etkinlik, etkenlik, verimlilik gibi iç içe geçmiş ve bazen de hatalı bir şekilde birbirinin yerine kullanılan kavramlarla farklı şekillerde açıklanmaya çalışılmıştır.

Tez çalışmasının amacına uygun olarak performans kavramını *“bir firmanın kazanç yada değer yaratmak amacıyla yürüttüğü ekonomik faaliyetlerinde, varlıklarını iyi kullanma becerisi”* şeklinde tanımlamak yerinde olacaktır. Performans ölçütlerini ise *“söz konusu yetenek hakkında ipuçları veren kriterler seti”* olarak tanımlamak mümkündür. Araştırmanın uygulama kısmında işletme grupları için bu soruya cevap aranacaktır.

Yukarıdaki tanımlarda da belirtildiği üzere faaliyetlerin sonucunun ölçülmesini ve değerlendirilmesini ifade eden performans, şirketlerin yada iş birimlerinin başarılı olup olmadığını belirlemek, alınan kararların ve yürütülen faaliyetlerin hedeflerle ne kadar örtüştüğünü görmek, sorunlu alanları ortaya çıkarmak veya gelişme olabilecek alanları belirlemek konularında yol gösterici olduğu için günümüz iş hayatında, her karar verici için büyük öneme sahiptir (Şerbetçi, 2007, s.2).

Performansın ölçülme zorunluluğu hakkında, literatürde olduğu gibi iş dünyasında da bir görüş birliği olmasına karşın hangi ölçütün daha önemli ve öncelikli olduğu hakkındaki görüşler ve beklentiler farklılık gösterir. Bu durum işletmedeki paydaşlar/çıkar grupları için de benzerlik gösterir. Örneğin, hissedarlar açısından anahtar performans ölçütü kar paylarının düzenliliği olabilir, buna karşın firma yönetimi için verimlilik, karlılık, büyüme gibi performans ölçütleri öncelikli veya önemli olabilir. Benzer şekilde kredi verenler için ise kredi güveni, borç ödeme gücü vb., performans ölçme ve değerlendirmenin asıl amacı olarak görülebilir. Bu nedenle işletmedeki tüm çıkar gruplarının ya da işletmedeki her bir alt birimin performans konusundaki algı ve beklentilerinin farklı olması gayet doğaldır (Örneğin işletmede çalışan bir mühendis için performans verimlilik veya etkinlik ölçütleri iken finans yöneticisi için kar rakamları olabilir). Çünkü her bir birimin amaçları, hedefleri ve beklentileri birbirinden farklıdır.

Yukarıda bahsedilen söz konusu farklı beklenti ve algılar kendisini yönetim, finans ve endüstri mühendisliği literatüründe de göstermiş ve bu nedenle performans konusuna farklı açılardan bakılarak performansı ölçmek ve değerlemek için birbirinden farklı ölçütler veya sistemler geliştirilmiş ve önerilmiştir. Bu ölçütleri; teknik göstergeler, finansal ölçütler, finansal olmayan ölçütler, geleneksel olan geleneksel olmayan ölçütler, bütünlük olan, bütünlük olmayan ölçütler, kalitatif veya kantitatif

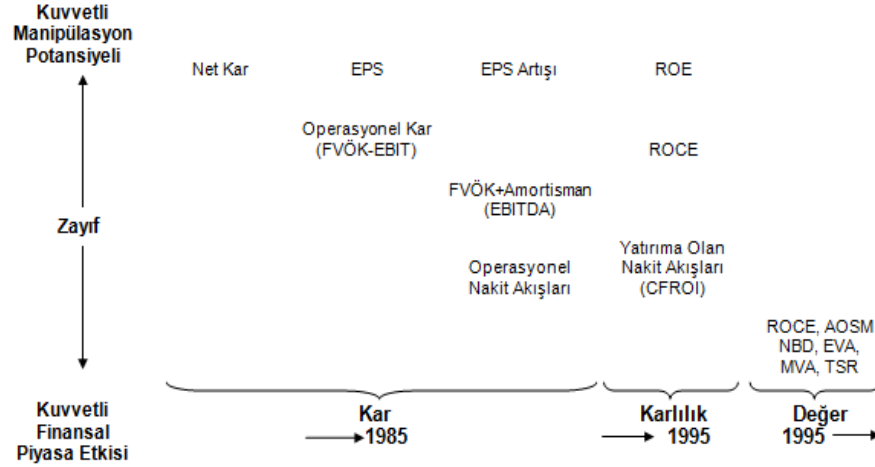
ölçütler şeklinde sınıflandırmak mümkündür. Çalışmanın sonraki bölümlerinde performans ölçütleri; finansal olan ve olmayan şeklinde sınıflandırılarak, bunlar arasında önemli gördüklerimiz, daha önce yapılmış olan kuramsal incelemeler ve araştırmalar ışığında incelenecektir.

## **2.2. Finansal Performans Ölçütleri**

Firma performansının ölçülmesinde kullanılan finansal kriterler çok uzun zamandır kullanılan, firmaların faaliyet sonuçlarını değerlendirirken en çok göz önünde tutulan genellikle firmaların mali tablolarından elde edilen verilerle hesaplanan, kesin, objektif ve çoğunlukla parasal göstergelerdir. Çoğunlukla yasal olarak sunulması zorunlu finansal raporlardan, muhasebe kayıtlarından sağlanan verilerden elde edilen bu ölçütlerin kullanımlarını özendirici yasalar dışında da bir çok neden vardır. İşletmenin ilişki içerisinde olduğu çıkar gruplarının beklentileri ve işletmeden talepleri bu nedenlerin başında gelir. Ayrıca işletme faaliyetlerinin sonucundan türetilen finansal performans göstergeleri işletme planlaması, bütçeleme ve kontrol faaliyetlerinin de temel veri kaynağını teşkil etmektedir.

Finansal performans ölçütlerinin evrimi ekonomi ve iş dünyasında yaşanan gelişmelere paralel olarak seyretmiştir. Artan rekabet ve sermaye stoku, güçlenen ve genişleyen mali piyasalar, hızla gelişen teknoloji, performans kriterlerinde maliyet, verimlilik, kar, karlılık ve değer gibi kavramlar arasındaki dönüşümü zorunlu kılmıştır (Gökbulut, 2009, s.35). Bu kavramlar temel alınarak türetilen, birbirini ikame etmeyen ancak tamamlayan finansal performans ölçütleri zaman içerisinde bir bolluk oluşturmuş ancak bu bolluğa rağmen kusursuz bir ölçüt oluşturma çabaları son bulmamıştır.

Şekil 1’de finansal performans ölçütlerinin evrimi görülmektedir. Bu şekle göre, 1985 yılı öncesinde, en önemli finansal performans ölçütleri muhasebe temelli kar ölçütleridir. Ancak bu ölçütlerin kuvvetli manipüle edilebilme potansiyeli ve diğer bazı dezavantajları nedeniyle, zaman içerisinde firmaların performansı faaliyet karları dikkate alınarak ölçülmeye başlanmıştır.



Şekil 1. Finansal Ölçütlerin Evrimi

*Kaynak:* Vernimmen, P., Quiry, P., Dallochio, M., Le Fur Y. ve Salvi, A. (2005), “Corporate Finance: Theory and Practice”, John Wiley & Sons, İngiltere

Göreceli olarak manipülasyona karşı daha güçlü olan bu ölçütler, 1985-1995 yılları arasında geldiğinde yerini yavaş yavaş karlılık ölçütlerine bırakmıştır. 1995 yılına geldiğinde ise değer kavramının ön plana çıkması ile EVA, NBD, MVA gibi ölçütler ortaya çıkmaya başlamıştır. Söz konusu ölçütlerin sermaye maliyetini dikkate alması ve daha çok nakit akışlarına önem vermesi bu ölçütleri muhasebe manipülasyonlarına karşı kuvvetli ancak finansal piyasalarda yaşanan değişmelere karşı kırılgan yapmaktadır. Vernimmen ve diğerlerine (2005, s.345) göre yukarıdaki şekilde olduğu ileri sürülen finansal ölçütlerin evrimi, farklı yazarlar tarafından tamamen aynı olmasa bile benzer şekilde ele alınmıştır.

Daha önce de belirtildiği üzere bol miktarda ve birbirlerine karşı belli üstünlükleri olan finansal ölçütlerin çoğu halen yoğun olarak birlikte kullanılmaktadır. Literatürde farklı şekillerde sınıflandırılan bu ölçütleri, en yaygın ayrıma göre, “geleneksel”, “muhasebe temelli” ve “değer tabanlı” olarak sınıflandırmak mümkündür. Yine literatürde finansal ölçütler: sermaye maliyetini ve nakit akışlarını dikkate alan “ekonomik ölçütler”, piyasa değerlerini dikkate alan “piyasa temelli ölçütler” şeklinde de gruplandırılabilir. Bunlara farklı bir sınıf olarak da, firmaların performansı üzerinde kritik öneme sahip, firma için değer yaratan ve öncül nitelikte olan göstergeleri tanımlamak için kullanılan “Anahtar Performans Ölçütlerini” eklenebilir. Anahtar performans ölçütlerine örnek olarak, ilaç endüstrisinde ARGE harcamalarını, perakende

sektöründe mağaza sayısını, paketlenmiş yiyecek endüstrisinde pazar payını gösterebiliriz (Vernimmen vd., 2005, s.348).

Bir çok kriterin bu gruplardan birden fazlasına giriyor olması, gruplar arasında ayırımın belirgin olmaması ve bu konuda bir görüş birliğinin olmaması nedeniyle, tez çalışmasının bundan sonraki bölümünde önemli görülen finansal ölçütler, belirgin olduğu düşünülen ayrımlara göre gruplandırılarak sunulacaktır.

### **2.2.1. Karlılık oranları**

Finansal performansın ölçülmesinde en çok dikkate alınan ölçütlerin başında karlılık ölçütleri yer alır. Çünkü sermayedarlar, yatırımcılar ve diğer çıkar grupları firmaların en çok, gelir yaratma, karlılığını devam ettirebilme ve arttırabilme yeteneği ile ilgilenirler. Uzun zamandan beri kullanılması nedeniyle geleneksel ölçütler arasında yer alan karlılık ölçütleri, genel olarak muhasebe tabanlı, hesaplanması yada elde edilmesi basit ve genellikle belirli bilanço yada gelir tablosu kalemlerinin birbirine bölünmesi ile elde edilen finansal oranlardan oluşmaktadır. Karın bir performans ölçütü olarak mutlak değer üzerinden yorumlanmasının anlamsız ve geçersiz olması nedeniyle, kar; satışlar, kullanılan varlıklar, ekonomik koşullar ve yatırımlar arasında ilişki kurularak ölçülür. Genel olarak bu oranların değerlendirilmesinde, sektörde faaliyet gösteren diğer işletmelerin karlılık oranları, ekonominin genel durumu ve enflasyonun etkileri de dikkate alınarak söz konusu oranlar analiz edilir.

Karlılık ile ilgili finansal performans ölçütlerinin hesaplanmasında ve yorumlanmasında dikkat edilmesi gereken en önemli konu hangi kar değerinin kullanılacağıdır. Bilindiği üzere net kar, net satışlardan bütün mal ve/veya hizmet maliyetleri, dönem giderleri, vergi ve benzeri yükümlülüklerin çıkarılması sonucu elde edilen bir nihai değerdir. Net Karın elde edilmesinde, amortisman, vergi ve diğer yasal yükümlülük ödemeleri gibi işletme yönetiminin kontrolünde olmayan giderler söz konusu olduğundan, hesaplanacak karlılık oranları, işletmeden işletmeye hatta aynı işletme için dönemler itibariyle değişiklik gösterebilmektedir. Bu da şirketler arası karşılaştırmalarda ve dönemler itibariyle şirketin performansının incelenmesinde yanlış çıkarımlara neden olabilmektedir. Ayrıca, bu kar rakamları faiz giderleri düşüldükten sonra kalan tutarları ifade ettiğinden, bir firmanın finansman şekline göre aktif karlılığı yüksek veya düşük hesaplanabilir. Büyük ölçüde yabancı kaynak kullanan ve dolayısıyla ağır faiz yüküne katlanan firmalarda bu oran, varlıklarını özkaynakları ile finanse eden firmalara kıyasla daha düşük olarak hesaplanacaktır (Akgüç, 2002, s.65).



Karlılık oranları, firmaların finansal performanslarının belirlenmesinde yaygın bir şekilde kullanım alanı bulmasına rağmen çeşitli açılardan eleştirilmekte ve farklı şekillerde yorumlanabilmektedir. Muhasebe temelli olması nedeniyle manipülasyona açık olması, geçmiş veriler kullanılarak hesaplanması, riski ve sermaye maliyetini dikkate almaması gibi nedenlerle eleştirilen bu ölçütler, tüm bu eleştirilere rağmen verilere ulaşma ve hesaplama kolaylığı nedeniyle en çok kullanılan performans ölçütleri olarak karşımıza çıkmaktadır. Sonraki bölümlerde en çok kullanılan karlılık ölçütleri üzerinde durulacaktır.

### 2.2.1.1. Öz sermaye Karlılığı (Return on Equity - ROE)

Mali rantabilite veya özsermayenin kazanma gücü olarak da adlandırılan bu oran temel olarak firmanın 1 TL'lik özsermayesinin ilgili dönemde yüzde kaç getiri sağladığı sorusuna cevap verir. Bir başka ifade ile özsermaye karlılığı, ortakların şirkete kaynak olarak bırakmış oldukları fonların bir birimine düşen karlılığı gösterir (Ross, Westerfield ve Jaffe, 1990, s.44 ) ve aşağıdaki şekilde hesaplanır;

$$\text{Öz sermaye Karlılığı (ROE)} = \frac{\text{Dönem Net Karı}}{\text{Özsermaye}}$$

Özsermaye karlılık oranları hesaplanırken göz önünde tutulması gereken önemli nokta, belirli bir muhasebe disiplini sonucunda hesaplanan özsermaye rakamlarının işletmenin gerçek özsermayesini gösterip göstermediğinin tespit edilmesidir. İşletme bilançosundan elde edilen özsermaye rakamları bazı durumlarda işletmenin gerçek sermayesini yansıtmamakta, önceki dönemlerde oluşan büyük zararlar yada çeşitli nedenlerle yüksek karşılıklar ayrılması nedeniyle özsermaye değerleri çok düşük hatta negatif olabilmektedir. Bu tür durumlarda söz konusu firmaların sermayeleri hakkında, piyasa değerleri daha aydınlatıcı olabilmektedir. Bir firmanın özsermayesi net varlık toplamı ile borçlar arasındaki fark hesaplanarak da bulunabilir. Varlıkların değerlendirilmesinde hatalar yapıldığı veya net varlık toplamı yanlış hesaplandığı takdirde, bir işletmenin özsermayesi olduğundan çok fazla veya noksan gösterilebilir (Akgüç, 2002, s.63).

Ortaklar tarafından firmanın kullanımına sunulan fonların getirisini ölçen özsermaye karlılığını değerlendirirken alternatif yatırım araçlarının getirileri göz önünde tutulmalıdır. Her ne kadar bu oran tek başına kullanıldığında bazı anahtar

performans ölçütlerini ve riski dikkate almasa da Du Pont analizi aracılığıyla hesaplayacağımız özsermaye karlılık oranları söz konusu sakıncaların bir bölümünü ortadan kaldırılmasına yardımcı olur.

Du Pont Analizi yada sistemi öz sermaye karlılığını oluşturan faktörleri basit muhasebe ilişkileri kurarak anlaşılmasını sağlayan bir finansal analiz ve planlama modelidir. Bu model ile firmanın finansal durumu değerlendirildiği takdirde, firmanın riski ve etkinliği gibi unsurlar da dikkate alınacağından, analiz sonucunda firma hakkında daha sağlıklı bilgilere ulaşmak mümkün olacaktır. Söz konusu ilişkiler aşağıdaki gibi ifade gösterilebilir (Akgüç, 2002, s.65):

$$ROE = \text{Net Kar/Toplam Özsermaye}$$

$$ROE = (\text{NK/Satışlar}) * (\text{Satışlar/Toplam Varlıklar}) * (\text{Toplam Varlıklar/Toplam Özsermaye})$$

Bu eşitlikten de görüleceği üzere özsermaye karlılığı üç ana faktörden oluşmaktadır. Bunlar sırasıyla; net kar marjı, aktif devir hızı ve riski gösteren özsermaye çarpanıdır. Özsermaye karlılığı bu şekilde analiz edildiği takdirde, firmaların performansı hakkında çok daha fazla bilgi sunar, dolayısıyla söz konusu oran çok daha önemli bir finansal performans ölçütü haline alır.

#### **2.2.1.2. Aktif Karlılığı (Return on Assets – ROA)**

En çok kullanılan finansal performans ölçütlerinden biri olan aktif karlılığı, firmaların ulaşılmış oldukları büyüklük ile sağladıkları verimin ölçülmesinde kullanılan bir orandır (Saldanlı, 2004, s.4). Firmaların üretimlerini gerçekleştirebilmek için ellerinde tuttıkları maddi olan yada olmayan tüm varlıkların hangi oranda verimli kullanıldığını gösteren bu oran, aşağıdaki şekilde hesaplanabilir:

$$\text{Aktif Karlılığı (ROA)} = \frac{\text{Dönem Net Karı}}{\text{Toplam Aktif}}$$

Daha önce belirtildiği üzere, söz konusu oranın hesaplanmasında Net Kar rakamları yerine Faiz ve Vergiden Önceki Kar (FVÖK) rakamları da kullanılabilir. Bu şekilde hesaplanan orana literatürde “Ekonomik Rantabilite” denilmektedir (Akgüç, 2002, s.68). Du Pont analizi ile özsermayenin hesaplanmasında olduğu gibi, aktif

karlılığının hesaplanmasında da farklı oranların birbiriyle etkileşimini görmek mümkündür.

$$ROA = (\text{Net Kar} / \text{Net Satışlar}) \times (\text{Net Satışlar} / \text{Toplam Varlıklar})$$

Görüldüğü gibi formülün ilk bölümü net kar marjını yani satışların başarı oranını ya da sürüm karlılığını, ikincisi ise toplam aktiflerin devir hızını diğer bir ifade ile firmanın etkinliğini göstermektedir. Buna göre, aktif karlılığının oluşmasında net kar marjı yani her satıştan sağlanan kar oranı ve firmanın etkin yönetilmesi bir başka ifade ile en az varlıkla en çok satış rakamlarına ulaşabilme yeteneği etkili olmaktadır (Van Horne ve Wachowicz, 1995, s.142).

Aktif karlılığının da özsermaye karlılığında olduğu gibi büyük olması beklenir. Söz konusu oranın büyük olması, firmanın tüm paydaşları açısından son derece önemlidir. Çünkü bu oranın büyük olması, firmanın, varlıklarını iyi bir şekilde yöneterek yüksek katma değer yarattığının işaretidir. Oranın büyük olması kadar önemli diğer bir husus söz konusu oranın sermaye maliyetinin üzerinde bir tutar olması gerektiğidir. İşletme faaliyetleri, uygulamada birden fazla kaynaktan finanse edilir sermaye maliyeti çeşitli kaynaklardan sağlanan bu fonların ağırlıklı ortalama maliyetini göstermektedir. Doğaldır ki firmaların aktif karlılığının bu ortalama fon maliyetinden yüksek olması hedeflenir.

### 2.2.1.3. Net Kar Marjı (Net Margin-NM)

Net Kar Marjı, satışların karlılığını ölçmede kullanılan en temel oranlardan bir tanesidir. Uygulamada, fiyatlama, maliyet yapısı ve üretim etkinliğine ilişkin bilgi vermesi nedeniyle faaliyetlerin başarısının ölçülmesinde önemli bir performans göstergesi olarak sıklıkla kullanılmaktadır (Ross vd., 1990, s.43). Aşağıdaki şekilde hesaplanır:

$$\text{Net Kar Marjı (NM)} = \frac{\text{Dönem Net Karı}}{\text{Net Satışlar}}$$

Net kar marjı, en basit haliyle işletmenin her 1 TL'lik satışının ne kadarlık kısmının, tüm giderler düşüldükten sonra elde edilen net kara eşit olduğunu gösterir. Bu oran işletme faaliyetlerinin net verimliliği hakkında önemli ipuçları bilgi verir ve işletmenin uyguladığı fiyatlama ya da ücretlendirme gibi çeşitli politika ve kararların

sonuçlarını gösterir (Akgüç, 2002, s.70). Bu oranın da diğer karlılık oranlarında olduğu gibi büyük olması beklenir. Ancak diğer karlılık oranlarından farklı olarak net kar marjı, satışların devir hızına bağlı olarak sektörden sektöre büyük farklılıklar gösterebilir. Örneğin perakende sektöründe bu oranın enerji yada kimya endüstrisindeki oranlara göre daha düşük olması beklenir.

Bilindiği üzere bir işletmenin gelir tablosu, faaliyet sonuçlarını ve farklı kar kalemlerini tutar olarak verir. Gelir tablosunda, net kar dışında sunulan, Brüt Satış Karı, Faaliyet Karı, Olağan Kar gibi farklı kar rakamları kullanılarak da anlamlı satış karlılık oranları hesaplamak mümkündür.

#### **2.2.1.4. Hisse Başına Kazanç (Earnings Per Share - EPS)**

Hisse başına kazanç oranı, belirli bir dönem boyunca hissedarlar için işletme tarafından yaratılan kazançlarla ilgili bir performans ölçütüdür. İşletmenin faaliyetleri ve tüm yükümlülüklerini yerine getirdikten sonra her bir hisse başına elde edilen dönem karını ifade eder. Oran özellikle işletmeye yatırım yapacaklar için önemlidir çünkü bu oran sayesinde işletme faaliyetlerinin firma sahiplerine veya ortaklarına yeterli gelir sağlayıp sağlayamadığı tespit edilir. Hisse başına kazanç oranı, net karın dolaşımdaki ortalama hisse senedi sayısına bölünmesiyle elde edilir (Van Horne ve Wachowicz, 1995, s.4).

$$\text{Hisse Başına Kazanç (EPS)} = \frac{\text{Net Kar}}{\text{Hisse Senedi Sayısı}}$$

Eğer firmanın hisse senetleri arasında imtiyazlı olanlar varsa, hisse başına kazanç, vergi sonrası net kardan imtiyazlı ve kurucu hisselerine, yönetim kurulu ve çalışanlarına ödenen temettü çıkarıldıktan sonra, kalan karın toplam adi hisse senedi sayısına bölünmesi ile aşağıdaki şekilde hesaplanır (Gökbulut, 2009, s.64):

$$\text{EPS} = (\text{Net Kar} - \text{İmtiyazlı Temettü Ödemeleri}) / \text{Adi Hisse Senedi Sayısı}$$

Hisse başına kazanç oranı oldukça yaygın bir kullanıma sahiptir, birçok yatırımcı Hisse Başına Kazancı hisse performansının temel göstergesi olarak kabul eder. Bu oranın yıllar içindeki seyri yatırımcıların işletme hisselerine yatırım yaparken bir değerlendirme ölçütü olarak kullanılmaktadır. Ancak şirketlerin sermaye yapılarını dikkate almadığı için Hisse Başına Kazanç rakamlarını diğer şirketlerinki ile

kıyaslamak bazı durumlarda hatalı sonuçlara neden olabilir (Gökbulut, 2009, s.65).

### 2.2.1.5. Yatırılan Sermayenin Getirisi (Return On Invested Capital – ROIC)

Yatırılan sermayenin getirisi, bir yatırımı gerçekleştirilmek için kullanılan toplam sermayenin getirisini gösteren bir karlılık oranıdır. Söz konusu oran aşağıdaki şekilde hesaplanabilir (Damodaran, 2007, s.7):

$$ROIC = \frac{\text{Faaliyet Geliri } t \text{ (1 - Vergi Oranı)}}{\text{Yatırılan Sermayenin Defter Değeri}_{t-1}}$$

Formülden anlaşılacağı üzere söz konusu oranın dört bileşeni bulunmaktadır. Faaliyet geliri (EBIT), vergi düzeltilmesi, sermayenin defter değeri ve zaman farkı. Formülde yer alan yatırılan sermayenin defter değeri hesaplanırken aşağıdaki eşitlikten faydalanır:

$$\begin{aligned} \text{Yatırılan Sermaye} &= \text{Duran Varlıklar} + \text{Dönen Varlıklar} - \text{Kısa Vadeli Yükümlülükler} - \\ &\text{Nakit} \\ &= \text{Duran Varlıklar} + \text{Nakit Olmayan Net Çalışma Sermayesi} \end{aligned}$$

Yatırılan sermayenin getirisi, sadece ortaklar tarafından değil kredi verenler tarafından da sağlanan fonların aktiflerde yer alması nedeniyle işletmeye yatırılan tüm sermayenin getirisini dikkate almak durumundadır. Bu yüzden bir işletmenin operasyonel geliri hesaplanırken, faiz ve vergi öncesi kar (EBIT) rakamları dikkate alınmalı ve bu rakam vergi oranı ile düzeltilmelidir (Damodaran, 2007, s.8). Bu oranın şirketin sermaye maliyetinden büyük olması beklenir.

### 2.2.2. Nakit Akışları (Cash Flows)

Daha önce de belirtildiği üzere işletme performansını ölçerken yalnızca bilanço ve gelir tablosundan elde edilen belirli kalemlere bağlı kalmak, bazı durumlarda hatalı sonuçlara neden olabilir. Söz konusu mali tabloların muhasebe ilkelerinden kaynaklanan bazı özellikleri ve bu tabloların manipülasyona olan açıklığı, ilgili tablolar kullanılarak hesaplanan performans ölçütlerinin bazı sorulara cevap vermesini engelleyebilir.

Örneğin bilanço, belirli bir anda, işletmenin fonlarını hangi kaynaklardan sağlamış olduğunu ve bunları nerede kullandığını gösterir. Statik olan bu tablo, işletmenin faaliyetine bağlı olarak sürekli değişim içinde olan kalemler hakkında tam bir bilgi sahibi olmayı imkansız hale getirir. Diğer taraftan mali durumdaki değişimleri açıklayan ve dinamik bir yapıya sahip olan gelir tablosu da, yalnızca mali durumdaki değişimin faaliyetler ilgili yönünü açıklamakta, kar dağıtım tablosu ise, faaliyet sonucunda elde edilen gelirin ne kadarlık kısmının işletmede alıkonulduğunu göstermektedir. Ancak tüm tablolar işletmenin tüm mali işlemlerinin mali durum üzerindeki etkisini açıklayamamaktadır (Akdoğan ve Tenker, 2001, s.217).

İşletmeye fayda sağlayan dolayısıyla performans değerlemesinde son derece önemli olan nakit akışlarının sadece kardan oluşmaması, bir başka ifade ile nakit ile kar ayırımının önemi, ilgilileri bu amaçla ayrı düzenlenecek finansal tablolara yani “fon akım tablolarına” çekmiştir.

Fon akım tabloları aracılığıyla elde edilen, nakit akışları firmanın likidite yeteneğinin yanı sıra büyüme ve gelişme olanağına ilişkin bilgiler de verir. Nakit akışı aynı zamanda işletmenin karlılığı ve başarısı hakkında da bilgi içerir. Bu açıdan Nakit Akışları uzun zamandır yöneticiler ve yatırımcılar tarafından önemli bir finansal performans ölçütü olarak kullanılmaktadır.

Nakit akımının unsurlarını; olağan işletme faaliyetleri, yatırım ve finansman olarak sıralayabiliriz. Yani nakit akışları işletme, yatırım ve finansman faaliyetlerinden kaynaklanabilir. İşletme faaliyetlerinden kaynaklanan nakit akışları, işletmenin yatırım ve finansman faaliyetleri dışında gelir yaratan, esas faaliyeti ve diğer faaliyetlerden oluşur. Yatırım faaliyetlerinden kaynaklanan nakit akışları, mali duran varlıklar, maddi ve maddi olmayan duran varlıklar ile özel tükenmeye tabi varlıklar ve diğer duran varlıkları elde edilmesi ve elden çıkarılmasına ilişkin faaliyetleri kapsar. Finansman faaliyetlerinden kaynaklanan nakit akışları ise; özkaynaklar ile yabancı kaynakların oluşmasına ve bu kaynaklarda meydana gelen değişikliklere ilişkin faaliyetlerden oluşur (TÜRMOB, 1997, s. 41).

Uygulamada kullanılan Nakit Akım tabloları hakkında bilgi vermek amacıyla SPK tarafından talep edilen nakit akım tablosu ise ana başlıkları aşağıda sunulmuştur.

Tablo 1.

*SPK Tarafından Hazırlanması İstenilen Nakit Akım Tablosu Formatı*

<b>1.İşletme Faaliyetlerine İlişkin Nakit Kaynakları (Kullanımları)</b>
A. Olağan Faaliyetlerden Sağlanan Nakit
B. Olağan Faaliyetlere İlişkin Nakit Çıkışları
C. Olağan Dışı Gelir ve Karlardan Sağlanan Net Nakit
D. Faaliyetlerle İlgili Diğer Dönen Varlık ve Kısa Vadeli Yabancı Kaynaklarda Değişiklikler
E. Dönem Karı ve Diğer Yasal Yükümlülüklerle İlişkin Ödemeler
= İşletme Faaliyetlerine İlişkin Net Nakit Kaynağı (Kullanımı)
<b>2. Yatırım Faaliyetlerine İlişkin Nakit Kaynakları (Kullanımları)</b>
A. Yatırım Faaliyetlerinden Sağlanan Nakit
B. Yatırım Faaliyetlerine İlişkin Nakit Çıkışları
= Yatırım Faaliyetlerine İlişkin Net Nakit Kaynağı (Kullanımı)
<b>3.Finansman Faaliyetlerine İlişkin Nakit Kaynakları (Kullanımları)</b>
A. Finansman Faaliyetlerinden Sağlanan Nakit
B. Finansman Faaliyetlerine İlişkin Nakit Çıkışları
= Finansman Faaliyetlerine İlişkin Net Nakit Kaynağı (Kullanımı)
<b>4.Nakit Artışı (Azalışı) (=1+2+3)</b>
<b>5.Dönem Başı Nakit Mevcudu</b>
<b>6.Dönem Sonu Nakit Mevcudu (=4+5)</b>

Her ne kadar belli oranlarda değişkenlik gösterse de, genellikle uygulamada, nakit akım tablosundan elde edilen “İşletme Faaliyetlerine İlişkin Net Nakit Kaynağı (Kullanımı)” bir başka ifade ile “Faaliyetlerden Elde Edilen Nakit” (İngilizce karşılığı “Net Cash Flow from Operating Activities” literatürde sıkça geçen adı “Free Cash Flow”) kalemi nakit akımlarını temsil eden ölçüt olarak kullanılır. Söz konusu kalem çeşitli finansal değerlerle ilişkilendirilerek anlamlı sonuçlar elde edilmeye çalışılır.

### 2.2.3. Piyasa Temelli Performans Ölçütleri

Şirketlerin finansal performansının değerlendirilmesinde kullanılan bir diğer ölçüt grubu hisse senedi piyasaları temelli performans ölçütleridir. Bu ölçütler veya oranlar da aynı sektörde faaliyet gösteren benzer şirketlerin değerlendirilmesinde veya

değerlerinin tespitinde sıklıkla kullanılır (Van Horne ve Wachowicz, 1995, s.68). Etkin olmayan ve oynak sermaye piyasalarında kullanılması durumunda hatalı sonuçlara neden olabilecek bu ölçütler tüm bu zayıf yönlerine rağmen popülaritesini sürdürmektedir. Bu ölçütler içerisinde, hisse senedi piyasalarında yaygın olarak kullanılan üç tanesi (Piyasa Değeri/Defter Değeri, Fiyat/Kazanç Oranı ve Tobin Q Oranı) ve önemli görülen toplam hissedar getirisi, çalışmanın bundan sonraki bölümünde ayrıntılı olarak ele alınacaktır.

### 2.2.3.1. Piyasa Değeri/Defter Değeri Oranı (PD/DD)

Firmaların piyasa performansını ölçmek için kullanılan en temel oranlardan biri, hisse senetlerinin mevcut fiyatlarına göre belirlenen firma piyasa değerinin, şirketin muhasebe kayıtlarına göre bulunan firma değerine oranlanması ile hesaplanan Piyasa Değeri/Defter değeri oranıdır. Bilindiği üzere piyasa değeri, bir hisse senedinin piyasa koşulları altında arz ve talebe göre belirlenmiş değeridir. Tam etkin olarak çalışan piyasalarda hisse senedinin gerçek değeri ile piyasa değerinin birbirine eşit olması beklenir (Van Horne ve Wachowicz, 1995, s.109).

Oran kısaca şirketin varlıkları ile borçları arasındaki farkın (yani şirketin net değerinin) mevcut hisse sayısına bölünmesi ile bulunur. Bu iki değer birbirine oranlanması ile bulunan piyasa değeri/defter değeri oranı 1'den küçükse hisse senedinin ucuz olduğu ve bu hisse senedinin satın alınması ile normalin üzerinde bir getiri elde edilebileceği sonucuna ulaşılır. Diğer taraftan hesaplanan piyasa değeri/defter değeri oranı 1'den büyükse hisse senedi pahalı olarak kabul edilir ve satış önerilir (Şıklar, 2004, s.120). Aşağıda bu oranın nasıl hesaplandığı gösterilmektedir:

$$\text{Defter Değeri} = \frac{\text{Varlıklar} - \text{Borçlar}}{\text{Hisse Senedi Sayısı}}$$

$$PD/DD = \frac{\text{Özsermayenin Piyasa Değeri}}{\text{Defter Değeri}}$$

Özellikle yatırımcılar tarafından sıklıkla kullanılan bu oranın tercih edilmesinin nedeni, firmanın piyasa değerinin bilançodaki defter değerinin ne kadar altında veya üstünde olduğuna bakarak, hisse senedi fiyatının aşırı değerli veya ucuz olduğu konusunda bir fikre sahip olmaktır. Ancak sadece bu orana bakarak firmanın piyasa



performansı hakkında karar vermek hatalı sonuçlara neden olabilir. Çünkü oranın düşük yada yüksek olmasının çok çeşitli nedenleri olabilir. Örneğin kullanılan çeşitli muhasebe yöntemleri sebebiyle hesaplanan defter değerleri gerçeği yansıtmıyor olabilir. Benzer şekilde sağlıklı bir yapıya sahip olmayan sermaye piyasalarında oluşan fiyatların gerçekliği de ayrı bir tartışma konusudur. Piyasanın firmayla ilgili tüm bilgileri dikkate alarak, firma değerini doğru tespit etmiş olması durumunda, yüksek PD/DD oranının şirketin piyasa tarafından başarılı, düşük PD/DD oranının şirketin piyasa tarafından başarısız bulunduğu göstergesi olduğunu söylenebilir.

### 2.2.3.2. Fiyat/Kazanç Oranı

Temel olarak hisse senedi başına düşen kar payı ile hisse senedinin borsa fiyatı arasındaki ilişkiyi ortaya koyan bu oran, daha çok işletmeye yatırım yapmış olanlarla yatırımda bulunmak isteyen potansiyel hissedarlar tarafından sıkça kullanılır. Bu oranın çok tercih edilmesinin nedeni, Piyasa Değeri/Defter Değeri oranında olduğu gibi, kolay hesaplanabilmesi ve hissenin pahalı mı ucuz mu olduğunu konusunda fikir vermesidir. Söz konusu oran aşağıdaki şekilde hesaplanır (Ross vd., 1990, s.130):

$$F/K = \frac{\text{Piyasa Fiyatı}}{\text{Hisse Başına Kazanç}}$$

Oran yatırımcıların, firmanın 1 Liralık hisse başına karına karşılık, ne kadar fiyat ödemeye razı olduklarını gösterir. Özellikle büyüme potansiyeli olan, ve geleceği parlak gözükten şirketlere, yatırımcıların daha fazla fiyat ödemeyi kabul etmeleri sonucunda Fiyat kazanç oranı yükselir (Efecik, 2006, s.102). Diğer bir ifadeyle fiyat kazanç oranının temel belirleyicileri, firmanın kazançlarındaki büyüme oranı ile sahip olduğu risktir. Oran, firmanın riskliliği ile doğru orantılı, kardaki büyüme ile ters orantılıdır. Firmanın hisse senedi fiyatları yükseldikçe hisse senedini satan alan yatırımcıların kar elde etme riski artar, bu nedenle risk arttıkça oran artar. Fiyat düştüğünde riski azalır dolayısıyla oran da azalır (Saldanlı, 2006, s.8).

Bu yöntem, yatırımcılara hem piyasanın genel seyri hem de ilgili firmanın performansı hakkında bir yol gösterici olması nedeniyle önemlidir. Ancak PD/DD oranında olduğu gibi F/K oranının da tek başına kullanılması bazı sakıncalara neden olabilir. Piyasa fiyatının, firmanın gerçek değerini yansıttığı ön kabulü, kazançların negatif olması durumunda F/K oranının anlamsızlaşması, kazançlardaki ve fiyatlardaki

dalgalanmaların F/K oranının dönemden döneme değişmesine neden olması bu sakıncalar arasında sayılabilir (Düzer, 2008, s.38). Diğer taraftan sadece kara odaklanması ve nakit akışlarını dikkate almaması yöntemin diğer eksikliği olarak görülebilir. Bazı endüstrilerde nakit akışlarının, net kardan daha önemli olması nedeniyle yatırımcılar Fiyat /Nakit Akışları oranını tercih edebilir (Brigham ve Ehrhardt, 2002, s.82).

### 2.2.3.3. Tobin Q Oranı

Finansal performansın ölçülmesinde kullanılan bir diğer kriter olan Tobin Q oranı, en basit ifadeyle firmanın pazar değerinin varlıklarının yerine koyma maliyetine bölünmesi ile hesaplanır. Gerek firmaların büyüme fırsatlarının gerekse etkin kaynak kullanımı ve yönetim etkinliğinin bir göstergesi olarak yorumlanan bu oran, ilk defa, 1969 yılında James Tobin tarafından geliştirilmiştir.

Tüm varlıkların piyasa değerinin, tüm varlıkların yerine koyma değerine bölünerek hesaplanan Tobin Q oranının hesaplanmasındaki güçlüklerin ortadan kaldırılması amacıyla Chung ve Pruitt (1994), yaklaşık q değerini önermişlerdir (Efecik, 2006, s.98).

Chung ve Pruitt (1994) tarafından önerilen yaklaşık q değeri şu şekilde hesaplanmaktadır:

$$Yaklaşık Q Değeri = \frac{MVE + PS + DEBT}{TA}$$

Burada:

MVE, firmanın hisse senedinin pazar fiyatı ile çıkarılmış hisse senedi adedinin çarpımını,

PS, tercihli hisse senedinin fiyatı ile hisse sayısının çarpımı,

DEBT, firmanın kısa süreli yükümlülükleri ile kısa süreli varlıkları arasındaki farka işletmenin uzun süreli borçlarının eklenmesi,

TA, firma aktif toplamının defter değeridir.

Yukarıdaki şekilde hesaplanan Tobin Q oranının 1'in üzerinde olması, analiz edilen firmanın varlıklarını iyi kullanıldığını göstermektedir. Yine bu oranın büyük olması yatırımcılara, firmanın büyüme fırsatları ve rekabet gücü hakkında olumlu ipuçları verir. Tobin Q oranının 1'in altında olması durumunda ise yatırımın marjinal getirisinin sermaye maliyetinin altında olduğunu ileri sürmek mümkün olacaktır. Çünkü

bir firmanın yatırım fırsatlarının getirisi sermaye maliyetine eşitse Tobin Q oranının da 1'e eşit olması beklenir (Canbaş, Doğukanlı, Düzakın ve İskenderoğlu, 2005, s.38).

Finans alanında yapılan çalışmalarda performansı ölçmek için sıklıkla kullanılan Tobin Q oranı, muhasebe ve piyasa verilerini birleştirdiğinden, firmaların hem geçmiş hem de gelecek performansını dikkate alır ve bu sayede analistlere yararlı ipuçları verir (Canbaş vd., 2005, s.38).

#### **2.2.3.4. Toplam Hissedar Getirisi (Total Shareholders Return - TSR)**

Toplam Hissedar Getirisi (TSR) belirli bir dönemde hissedar refahındaki değişimleri gösteren bir ölçüttür. TSR kar paylarının ve hisse senedi değer artış ve azalışlarının bir fonksiyonu olup iyi bir karşılaştırma kriteri olarak kullanılabilir. Toplam hissedar getirisi aşağıdaki gibi hesaplanabilir:

$$TSR = (\text{Dönem Sonu Fiyat} - \text{Dönem Başı Fiyat} + \text{Kar Payları}) / \text{Dönem Başı Fiyat}$$

TSR şirketin hisse senedi fiyatını etkileyecek tüm faktörlere ve şirketin kar payı politikasına bağlı olarak değişkenlik gösterir. Söz konusu ölçüt yöneticileri veya işletmenin belirli dönemlerdeki performansını değerlendirmek için son derece idealdir. Örneğin Harvard Business Review tarafından yapılan bir çalışmada en iyi 50 CEO yarattıkları toplam hissedar getirilerine göre belirlenmiştir. Söz konusu çalışmada, 1997-2011 yılları arasında Apple'ın başında yer alan Steve Jobs %3.226 TSR ile birinci, 1996-2008 yılları arasında Samsung'un CEO'luğuna yapan Yun Jong-Yong %1.559 TSR ile ikinci sırada yer almaktadır (<http://hbr.org/2010/01/the-best-performing-ceos-in-the-world/sb1>).

#### **2.2.4. Değer Tabanlı Finansal Performans Ölçütleri**

Küreselleşme ve artan rekabet ile, firmaların finansal faaliyetleri ile ilgili kararlarında kullanabilecekleri etkin bir performans ölçüm sistemine olan gereksinimleri artmıştır. Bu nedenle firmalar, sağlıklı bir biçimde gelişmek ve firma değerini artırmak için kullandıkları performans ölçüm yöntemlerinde öncelikle değer yaratma amacını ön plana çıkarmıştır (Ercan, Öztürk ve Demirgüneş, 2003, s.69).

Değere dayalı performans ölçütleri genel olarak hissedarların elde edeceği gelire odaklanmaktadır. Bu yöntemler arasında tez çalışmasının bundan sonraki bölümünde açıklanacak olan; Net Bugünkü Değer, EVA ve MVA performans ölçütleri,

yatırımcıların performans değerlendirme ve değerlendirme taleplerini, ilgili dönemdeki muhasebe verilerini ekonomik büyüklüklere dönüştürerek karşılamaktadır (Gürbüz ve Ergincan, 2008, s.8).

#### 2.2.4. 1. Net Bugünkü Değer Yöntemi (Net Present Value - NPV)

Net Bugünkü Değer, bir projenin ekonomik ömrü boyunca sağlayacağı net nakit girişlerinin bir iskonto oranı üzerinden bugüne indirgenmesi yoluyla elde edilen değerlerinin toplamıdır (Van Horne ve Wachowicz, 1995, s.338). Bir projenin bu yönteme göre kabul edilebilir olması için net bugünkü değer sıfıra eşit veya büyük olması gerekmektedir. Bir projenin net bugünkü değerini hesaplama üç aşamadan oluşmaktadır. Bunlar (Üreten ve Ercan 2000, s.85):

- 1- İskonto oranının belirlenmesi,
- 2- Gelecekteki nakit akışlarının tahmini,
- 3- Nakit akışlarının bugünkü değerinin hesaplanması.

Tahmin edilen nakit akışları, belirlenen iskonto oranına göre bugünkü değere indirgenir. Bunun için aşağıdaki formülden yararlanır:

$$NBD = \sum_{t=1}^n \left( \frac{NNA_t}{(1+i)^t} \right) - I_0$$

Formülde;

NNA = Net Nakit Akışlarını

$I_0$  = İlk Yatırım Tutarını

$i$  = Projenin iskonto oranını ifade eder.

Yöntemin uygulamasında en önemli nokta iskonto oranının doğru belirlenmesidir. İskonto oranı ile, hesaplanacak net bugünkü değer arasında ters yönlü bir ilişki vardır. Belirlenen iskonto oranı sermaye maliyetinden düşük olmamalıdır. Ayrıca, yatırımın taşıdığı risk, sermaye piyasasında geçerli faiz oranı, işletmenin ortalama karlılık oranı, benzer yatırım alanlarındaki karlılık oranı, sermayenin fırsat maliyeti ve sermayenin marjinal verimliliği gibi hususlar göz önünde tutulmalıdır (Ross vd., 1990, s.49).

Net bugünkü değer yöntemi firma performansı ile ilgili bütün bilgiyi kapsayan bir ölçüt olduğu için en iyi değerlendirme yöntemlerinden biridir. Söz konusu yöntem sayesinde firma hakkında uzun dönemli bakış açısına sahip olunabilir. Net bugünkü

değer yöntemi aracılığıyla hesaplanan firma değeri ile firmanın piyasa değeri arasında son derece güçlü bir korelasyon mevcuttur (Ercan ve Üreten, 2000, s.11).

#### 2.2.4. 2. Ekonomik Katma Değer ( Economic Value Added- EVA )

Ekonomik Katma Değer yada kısaltılmış şekliyle EVA olarak adlandırılan analiz aracı, geleneksel finansal performans ölçüm kriterlerindeki yetersizlikleri ortadan kaldırmak amacıyla G.B. Stewart III ve Joel Stern Şirket Danışmanlık Grubu tarafından 1980'li yıllarda geliştirilmiştir (Gürbüz ve Ergincan, 2008, s.246). Temel olarak bir şirketin kazançlarının, sermaye maliyetini karşılayıp karşılamadığını ölçen bir teknik olan EVA, Şirket karını ölçen ve muhasebe karına dayanan geleneksel performans ölçümlerinin aksine, şirketin “artık kar” (Residual Income-RI) rakamını esas alan ekonomik kara dayalı olan bir ölçüttür (Cenger, 2006, s.51).

EVA'nın temellerini oluşturan artık kar kavramı, ilk kez Alfred Marshall tarafından tanımlanmıştır. General Motors (1920) ve General Electric (1950) gibi birçok firma tarafından 20. yüzyılın başlarından bugüne kadar performans ölçme amacına yönelik olarak kullanılan bu yöntem ile işletmenin sermaye maliyeti çıkarıldıktan sonra dönem içinde elde edilen net karlardan ne kadarlık bir kısmın işletmede kaldığı hesaplanmaktadır (Öztürk, 2004, s.10).

EVA yönteminin temelinde başarılı bir firmanın en azından kullandığı sermayenin maliyeti kadar kar sağlaması gerekliliği yatmaktadır. EVA tek bir dönem için aşağıdaki şekilde hesaplanabilir (Gürbüz ve Ergincan, 2008, s.252):

$$EVA = NOPLAT - (WACC \times \text{Yatırılan Sermaye (Invested Capital)})$$

$$EVA = NOPLAT - \text{Sermayeyi Kullanmanın Maliyeti}$$

Burada;

Yatırılan Sermaye: Toplam Pasifler - Yılın başındaki faize konu olmayan borçları,

WACC (Sermaye Maliyeti Oranı): Sermaye maliyeti oranı ya da sermayenin ağırlıklı ortalama maliyetini, öz sermaye ve faize konu olan borçların ortalama ağırlıklı maliyetini,

NOPLAT: Faiz giderini de kapsayan vergiden sonraki karı ifade eder

Mantık aynı olmak üzere EVA'yı getiriye dikkate alarak farklı şekillerde de hesaplamak mümkündür (Ercan ve Ban, 2005, s.351).

$$EVA = (ROIC - WACC) \times \text{Yatırılan Sermaye}$$

WACC: Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti

ROIC (Return on Invested Capital): Yatırılan Sermayenin Getirisi

EVA formüllerini değerlendirdiğimizde, bir işletmenin yarattığı ekonomik katma değerini arttırmak;

- Maliyetleri ve vergileri azaltarak vergi sonrası faaliyet karını arttırmakla,
- Vergi sonrası faaliyet karındaki artışın, sermaye maliyetindeki artıştan daha fazla olacağı türden yatırımlara yer vermekle,
- Sermaye maliyetinden daha az kar getiren faaliyet ve varlıklara yatırım yapılmayarak
- Toplam sermaye maliyetinin minimize edildiği optimal bir sermaye yapısı oluşturmakla mümkün olacaktır (Yılmaz, 2009, s.24).

EVA yaklaşımının en büyük faydası, yönetici ve çalışanları hissedarlar gibi düşünme ve hareket etmeye yönlendirmesidir. Uzun dönemli yatırımları seçmek ve uygulamak için en azından sermaye maliyeti kadar getiri üretmek zorunda olmaları gerektiğini vurgulamaktadır (Gürbüz ve Ergincan 2004, s.320).

### 2.2.4. 3. Piyasa katma değeri (MVA)

Yukarıda genel hatlarıyla bahsedilen EVA yönteminin performans değerlendirme aracı olarak kullanılmasıyla birlikte literatürde ve iş dünyasında işletme faaliyetleri, katma değer yaratan ve yaratmayan faaliyetler şeklinde sınıflandırılmaya başlanmıştır. Bunun sonucunda katma değer yaratmayan faaliyetler elimine edilerek sermayenin daha etkin kullanılması yönünde çabalar ön planda tutulmuştur. Bu anlayışın yerleşmesi sonucunda gözler firmaların piyasa değerleri üzerine çevrilmiş ve devamında piyasa değerinin bir ölçüsü olan MVA kavramı ortaya atılmıştır (Gürbüz ve Ergincan, 2008, s.254).

MVA ölçütü, işletme sahiplerinin serveti sadece işletmenin toplam değeri ile toplam sermayesi arasındaki farkın artırılması durumunda maksimize olabileceği görüşüne dayanır (Gökbulut, 2009, s.125). Diğer bir ifadeyle MVA, firmanın toplam değeri ile toplam özsermaye değeri arasındaki farktır ve aşağıdaki şekilde ifade edilebilmektedir (Ünlü, 2008, s.157):

$$MVA = \text{Toplam Değer} - \text{Toplam Özsermaye}$$

Burada toplam değer, firmanın borç ve özkaynaklarının piyasa değerlerini ifade etmektedir.

Daha önce belirtildiği üzere EVA, firmanın özsermayesini, özsermaye için öngörülen maliyetin ve borç sermayesinin üstüne çıkarabilme gücünü ölçmektedir. Bu kapsamda MVA ise, firmanın toplam hissedar değerini yükseltme gücünü ölçmektedir. Dolayısıyla gelecekteki EVA'ların bugünkü değeri olan MVA ile EVA arasında, EVA'ların pozitif olması durumunda, çok yüksek bir ilişki ve uyum vardır (Gürbüz ve Ergincan, 2004, s.350). Bir firmanın MVA'sı ile onun gelecekte beklenen EVA'sı arasındaki ilişkiyi şu şekilde açıklamaktadırlar (Bayraktaroğlu ve Ünlü, 2009, s.300):

$$MVA = \text{gelecekteki EVA'ların bugünkü Değeri}$$

$$MVA = EVA_{(1)} / (WACC-g)$$

Burada, EVA<sub>(1)</sub> firmanın gelecek yıl beklenen EVA'sını temsil ederken, "g" ise firmanın uzun dönemli EVA'sında beklenen büyüme oranını temsil etmektedir.

### 2.3. Finansal Olmayan Performans Ölçütleri

Daha önce de belirtildiği üzere özellikle yönetim bilimi literatüründe, finansal olmayan performans ölçütleri, finansal ölçütlerin önemli kaynak ve aktiviteleri yansıtamadığı gerekçesiyle uzun zamandır yoğun bir şekilde incelenmektedir (Kaplan,1983). Bu çalışmaların odağında ise, özellikle kalite ve verimlilik (Kaplan, 1983) ve müşteri tatmini (Ittner ve Larcker, 1998) gibi finansal raporlarda yer almayan ancak firma değeri üzerinde büyük öneme sahip kriterler bulunmaktadır.

Kalite, verimlilik ve müşteri tatmini gibi finansal olmayan kriterlere artan bu ilginin nedeni, ABD iş dünyasında 1970'lerde yaşanan gelişmelerden kaynaklanmaktadır. Bir çok yazara göre, özellikle 1970'ler ve 1980'lerde ABD şirketlerinin rekabet gücünde yaşanan düşüş, finansal performans ölçütleri dikkate alınarak verilen stratejik kararlardan kaynaklanmaktadır. Söz konusu dönemde finansal ölçütlere olan aşırı bağımlılıktan kaynaklanan *miyopluk*, ABD şirketlerin uzun dönemli stratejik pozisyonlarını olumsuz etkilemiş, teknoloji alanında yaşanan değişiklikler ve hızla artan uluslararası rekabet ile de birlikte bu miyoplüğün etkileri ve sonuçları daha önemli hale gelmiştir.

Bu duruma örnek olarak ABD çip üreticilerinin, 1974-1975 yıllarında yaşanan resesyonda, AR-GE harcamalarını ve kapasite artırım kararlarını finansal varlıklarını

korumak amacıyla azaltmasını gösterilebilir. Finansal ölçütlere dayanarak alınan bu tür bir stratejik karar sonucunda söz konusu şirketler, sonraki yıllarda, üretim ve teknoloji liderliklerini, kalite ve uzun dönemli rekabet stratejileri üzerine yoğunlaşan Japon rakiplerine kaptırmıştır (Kaplan, 1983, s.697).

Diğer sektörlerde de yaşanan benzer gelişmeler yöneticilerin ilgisini hızla finansal olmayan performans ölçütlerine çekmiştir (Eccles, 1991, s.132). Bunun sonucunda 1980'lerde başlayan Toplam Kalite Yönetimi konusundaki hassasiyet, finansal olmayan ölçütler konusunda atılan ilk adımlardan biri olarak görülebilir (Ittner ve Larcker, 1995). Günümüzde ise çok farklı amaçlarla işletmeler tarafından yoğun olarak kullanılan finansal olmayan performans ölçütleri sadece kaliteye odaklanmamakta bunun yanında verimlilik, esneklik, yenilik, çalışma koşullarının niteliği, müşteri tatmini vb. bir çok başarı kriterini dikkate almaktadır.

İşletmelerin finansal olmayan ölçütleri kullanma nedenleri arasında, söz konusu ölçütlerin finansal olanlara göre daha dengeli bir bakış açısı sağlaması, performans değerlendirme sürecinin güvenilirliğini arttırması, yatırımcıların ve kredi verenlerin finansal muhasebe yöntemleri ile hesaplayamayacağı maddi olmayan varlıkların değerlendirilmesine olanak tanınması, işletme stratejisinin çalışanlara aktarılmasını kolaylaştırması, müşteri ilişkileri yönetiminde başarıyı teşvik etmesi ve işletmelerde uzun dönemli faaliyetlere odaklanmayı sağlaması sayılabilir (Said, HassabElnaby, ve Wier, 2003, s.195).

Yukarıda sayılan amaçlar ve söz konusu finansal olmayan ölçütlerin işletme başarısı üzerindeki kritik önemi nedeniyle bu faktörlerin ölçülmesi ve bütünleştirilmesi için bir çok performans ölçüm sistemleri geliştirilmiştir. Çok geniş ölçü setleri ile işletmenin bütün boyutları hakkında bilgi vermeyi amaçlayan bu ölçüm sistemleri, dengeyi sağlamak amacıyla finansal olmayan bilgilere de odaklanmaktadır. Söz konusu sistemler, içsel başarı kadar dışsal başarıyı da dikkate alan ve gelecek performans rakamları hakkında bilgi veren ölçütler kullanılarak tasarlanmıştır (Bourne vd. 2000, s.754-755).

Finansal ölçütlerin yanında finansal olmayan performans ölçütlerine de odaklanan bu performans ölçüm sistemleri arasında en çok kabul gören sistem Kaplan ve Norton (1992) tarafından geliştirilen Dengeli Sonuç Kartı (BSC, Balanced Scorecard) sistemidir. Temel olarak Dengeli Sonuç Kartı yöntemi, stratejik yönetimin sadece finansal göstergelere dayalı yapılamayacağını öngörmekte ve finansal bakış



açısını bütünleyen, Müşteri boyutu, İç Verimlilik boyutu, ve Öğrenme ve Gelişme boyutlarını performans ölçüm sürecine dahil etmektedir.

İlgili sistemde geçmişin sonuçlarını taşıyan finansal göstergelere dayanarak karar vermenin sebep sonuç ilişkilerinin göz ardı edilmesine yol açtığı ve geleceğin öngörülmesine engel olduğu ileri sürülmekte ve bu sebeple, müşteri memnuniyeti, çalışanların yetenekleri, yaratabilme gücü gibi geleceği etkileyen öncü göstergeler de dikkate alınmaktadır (Kaplan ve Norton, 1992, s.75).

Önerdikleri bir çok şeye rağmen yeni performans ölçüm sistemleri bir işletmenin hangi tür ölçütleri kullanması gerektiği sorusuna cevap aramış ancak genel kabul gören bir performans ölçüm sistemi uygulamasına ilişkin bir çözüm getirmemişler sonuç olarak da bir model olmaktan öteye gidememişlerdir. Bu modeller işletme performans ölçümünün faydalı olabileceği alanları önermişler ancak uygun ölçülerin nasıl bulunacağı, tanıtılacağı ve sonuç olarak nasıl uygulanacağı konusuna açıklık getirememişlerdir (Neely, Richards, Mills, Platts ve Bourne, 1997, s.1136).

Finansal olmayan ölçütler ve sistemlere yapılan diğer eleştirileri şu şekilde sıralanabilir: finansal ölçütlerde olduğu gibi sektörler ya da işletmeler arasında karşılaştırmaların yapılamaması, yöneticilerin manipülasyona açık olması, ölçme ve değerlendirme işlemlerinin pahalı olması, söz konusu faktörlerin soyut yapısı nedeniyle doğru, tam ve nesnel bir şekilde değerlendirebilecek yöntemlerin geliştirilememesi, performans sonuçlarını daha karışık hale getirmesi, doğru performans hedefi belirlemenin güçlüğü, performans bilgilerinin güvenilirlik sorununun bulunması, kabul görmelerine karşın ekonomik faydalarının henüz tam anlamıyla kanıtlanamamış olması vb. şeklinde sıralanabilir (Said vd. 2003, s.218).

Diğer taraftan, finansal olmayan performans ölçütlerini savunan araştırmacılar tarafından finansal ölçütlere yapılan eleştirilerde en çok ileri sürülen argüman, finansal ölçütlerin işletmelerin geçmiş verilerini gösterdiği ve gelecekteki performans rakamları hakkında herhangi bir fikir vermediğidir. Bu yüzden söz konusu çalışmalarda işletmelerin performans değerlendirme sürecinde sadece finansal boyutu değil, aynı zamanda gelecek hakkında yol gösterici kalite, müşteri tatmini, çalışanların tatmini ve yenilik gibi finansal olmayan ölçütleri de dikkate alınması gerektiği vurgulanmıştır.

Ancak bu iddiaların doğruluğu oldukça tartışmalıdır. Çünkü sadece muhasebe ölçütleri göz önüne alındığında bile, ortaya çıkan kar rakamlarının, geçmişteki kalite ve müşteri tatmini gibi faktörlerin bir sonucu olduğu, doğal olarak da gelecekteki karlılık veya büyüme rakamları hakkında da ipuçları verebileceği söylenebilir. Yine piyasa yada

değer temelli finansal performans kriterleri göz önünde tutulduğunda ise finans biliminin doğası gereği, yapılan hesaplamaların çoğunun gelecekle ilgili olduğunu rahatlıkla ileri sürmek mümkündür.

Çalışmanın bundan sonraki bölümünde işletme grupları literatürüne özellikle işletme grupları performans ilişkisi ekseninden bakılarak değinilecektir.

### III. BÖLÜM

#### İŞLETME GRUPLARI:

#### TEORİLER VE LİTERATÜR

Ülkeler ve dünya ekonomisi için tartışmasız büyük öneme sahip olan işletme grupları, halen hakettiğinden daha az ilgi gösterilmiş bir konudur. Her ne kadar 1990'larla birlikte konuya olan akademik ilgi artmış olsa da, yapılan araştırmalar, bazı nedenlerden ötürü yetersiz kalmıştır. Bu nedenlerin başında, öncü çalışmaların işletme grup algısı gösterilebilir. Söz konusu çalışmalarda işletme grupları, gelişmiş endüstri toplumlarında görülen büyük şirket formları göz önünde tutularak açıklanmaya çalışılmış ve “işletme grupları” terimi dahi çok fazla kullanılmamıştır. İşletme gruplarına ait güvenilir şirket verilerine ulaşmakta yaşanan güçlükler ve buna paralel olarak verilerine ulaşma konusunda görece olarak daha az sorun yaşanan, hisseleri hakim bir gruba ya da aileye ait olan halka açık şirketlerin yapılan akademik çalışmalarda daha çok incelenmiş olması, söz konusu literatürün hızlı ilerlemesini engelleyen diğer faktörler olarak gösterilebilir (Colpan, Hikino ve Lincoln, 2010, s.2).

Yukarıda belirtildiği üzere, yapılan akademik çalışmaların yetersiz sayıda olması ve grupların ülkeler ve endüstriler bazında farklılık gösteren yapıları, işletme gruplarını tam olarak açıklanamayan bir fenomen haline getirmiştir. Bugün, literatüre baktığımızda grupların yönetimi, stratejileri, yapısı ve performansı ile ilgili akademik çalışmaların, daha çok ikinci dünya savaşından sonra hızla büyüyen ve global oyuncu haline gelen, Japonya ve dört Asya Kaplanı (Honkong, Singapur, Güney Kore ve Tayvan) üzerinde yoğunlaştığı görülebilir. Ancak bir yandan yüksek düzeyde başarı elde eden Asya grupları diğer yandan düşük performanslı Latin Amerika grupları üzerine yapılan çalışmaların var oluşu, işletme grupları fenomeninin anlaşılması ve açıklanmasını güçleştirmektedir (Colpan vd., 2010, s.3). Bu ve benzer nedenlerle, yıllardır bir çok akademik çalışmaya ve tartışmaya konu olmuş ve söz konusu çalışmalarda işletme gruplarının, gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerde önemli roller üstlenmiş olduğuna dair bir görüş birliği olmasına rağmen, işletme gruplarının tanımı ve etkileri gibi bir çok konuda halen tartışmalar sürmektedir.

Örneğin ekonomi teorisinde yapılan işletme grupları tanımları sosyoloji alanında yapılan tanımlardan oldukça farklıdır. Bunun yanında grup yapılarının ortaya çıkış nedenleri de farklı disiplinlerde farklı şekillerde açıklanmış ve yorumlanmıştır.

Ekonomi teorisi bakış açısına göre işletme grupları piyasa mekanizmasında yaşanan aksaklıkları gidermek için ortaya çıkmıştır. Ancak sosyoloji teorisine göre, grupların ortaya çıkışını açıklamak için yapılan çalışmalarda mutlaka sosyal, kültürel ve tarihi faktörlerin de hesaba katılması gerektiği için ekonomi teorisinin grup olgusuna yaklaşımı oldukça dar kalmaktadır (Poukliakavo, 2005, s.12).

Bir başka tartışma, grupların makro düzeyde üstlendikleri rollerle ilgilidir. Bazı araştırmacılara göre işletme grupları ülkelerin refahını artırmada olumlu etkilere sahiptir. Buna karşın bir çok çalışmada işletme gruplarının, bunun tam tersi yani refah azaltıcı etkileri olduğu iddia edilmektedir.

Tez çalışmasının bu bölümünde, işletme gruplarının farklı tanımlarına, grupların ortaya çıkışlarına ve gruplarla ilgili hakim literatüre farklı açılardan yer verilecektir.

### **3.1. Tanım ve Kavramsal Çerçeve**

Yukarıda da belirtildiği üzere işletme gruplarının genel kabul görmüş bir tanımını belirlemek, kavramın araştırmacıdan araştırmacıya ve ülkeden ülkeye farklılık göstermesinden dolayı oldukça güçtür. Hatta 2010 yılında yayınlanan “*Handbook of Business Groups*” kitabında Hindistan’dan Şili’ye, Japonya’dan Türkiye’ye kadar yaklaşık 20 farklı ülke için ayrı işletme grubu tanımları yapılmıştır (Colpan vd., 2010). Bu yüzden tez çalışmasının bu bölümünde ilk önce, işletme gruplarının farklı araştırmacılarca yapılan tanımları belirtilecek daha sonra bu tanımlarda yer alan ortak unsurlar üzerinde durulacaktır.

İşletme grupları literatürünün öncü çalışmalarından biri sayılan Leff’e (1976) göre grup firmaları, “farklı piyasalarda ortak yönetim veya finansal kontrol altında faaliyet gösteren, birbirleri ile kişisel, ahlaki veya ticari bağları olan şirketlerin oluşturduğu topluluk” şeklinde tanımlanmıştır. Strachan (1976) ise grup firmalarını, Latin Amerika’yı baz alarak, büyük çeşitlilik gösteren firmaların ve bu firmaların sahibi ve yöneticisi olan şahısların uzun vadeli birliği olarak tanımlamış ve grupların tek bir ölçüte bağlı olarak belirlenemeyeceğini belirtmiştir.

Ekonomi literatüründe ise gruplar, “birbirlerine piramid formunda bir sahiplik ilişkisi ile bağlı ekonomik birimler” şeklinde tanımlanmıştır (Wolfenzon, 1999; Caves, 1989). Ekonomi literatürü grup tanımlarını genel olarak Leff (1976) tarafından yapılan ilk çalışmalara dayandırmıştır. Bu tanımlara göre işletme grup faaliyetlerinin ana nedeni piyasa aksaklıklarıdır. Yine Caves (1989) tarafından işletme grupları: “işlem giderleri” ve “vekalet problemlerine” tepki olarak ortaya çıkan ve piyasa ile firma arasında karma yapıya sahip olan ekonomik birimler” şeklinde tanımlanmaktadır.

Sosyoloji alanında yapılan grup tanımları, ekonomi alanında yapılan tanımlardan oldukça farklıdır. Granovetter (1994) çalışmasında özellikle gelişmekte olan ülkeler gözönünde bulundurulduğunda, Leff (1976) tarafından yapılan tanımın tatmin edici olduğunu, ancak tanımın gelişmiş ülkelerdeki işletme gruplarının rolleri ve yapısı gözönünde tutulduğunda yetersiz kaldığını ileri sürmüştür. Sosyolojik bakış açısına göre, ekonomi literatüründe yapılan bu ilk tanımlar çok sığ kalmakta ve bir çok grubun var oluş nedenini ve performansını açıklayamamaktadır. Granovetter'e (1994) göre sosyal ve tarihi nedenler işletme gruplarının tanımlanmasında önemli roller oynar ve gruplar kısaca; "birbirlerine bazı resmi yada gayri resmi yollarla bağlı olan şirketler topluluğu" şeklinde tanımlanabilir (Granovetter, 1994). Söz konusu tanıma göre kısa süreli stratejik ortaklıklar grup olarak değerlendirilemez. Yine Granovetter'e göre bir çok endüstride faaliyet gösteren Kuzey Amerika *Conglomerate* şirketleri, işletme grupları arasında ancak marjinal bir tür olarak yer alabilir.

Keister (1998) de grupları Granovetter'e paralel olarak "Bir çok pazarda, baskın bir ana şirketin kontrolü altında faaliyet gösteren, birbirleri ile çeşitli düzeylerde yasal ve sosyal bağları olan şirketler koalisyonu" şeklinde tanımlamıştır. Yine Keister (2000) çalışmasında evrensel bir grup tanımının olmadığını ancak hemen hemen tüm grupların ortak bazı özellikler taşıdığını belirtmiştir. Bu özellikler şöyle sıralanabilir: i) ortaklık tek bir ürüne ya da endüstriye odaklanmak yerine çeşitli piyasalarda faaliyet gösterir, ii) her bir üye şirket yasal olarak bağımsızdır, iii) üye şirketler çoğunlukla ayrı bir yönetim kademesine sahip hakim bir ortak, aile yada firma tarafından kontrol edilir, iv) üye şirketlerin kendi ekonomik kararlarını alması için yetkili organları vardır, v) genellikle çeşitli sosyal, ekonomik yada yasal ağlarla bağlıdırlar ve bağlı şirketlerin yönetim kurullarındaki üyeler grubun diğer şirketlerinde de görevler alırlar, vi) her zaman uzun dönemli ekonomik ilişkiler gözetilir (Keister, 2000, s.27).

Khanna ve Rivkin'in 2001 yılında yaptığı ve literatürde en çok atıf alan çalışmadaki tanıma göre işletme grupları; "hukuken bağımsız, yasal kimliklerini koruyan, aralarında resmi ve gayri resmi bağlar olan ve eşgüdümlü olarak hareket eden işletmeler setidir" (Khanna ve Rivkin, 2001, s.47).

Yukarıda yapılan tanımları toparlamak amacıyla işletme grupları: "*birbirlerine ekonomik ve/veya sosyal bağlarla bağlı, ortak bir grup kimliği olan, uyumlu hareket eden ve yasal olarak bağımsız şirketlerin oluşturduğu ekonomik topluluk*" şeklinde yeniden tanımlanabilir. Yapılan tanımlardan da anlaşılacağı üzere grup firmaları bazı

ortak özellikler taşırlar. İşletme gruplarını diğer yapılardan ayıran bu özelliklerin bir kaçı üzerinde kısaca durmak konunun anlaşılması açısından faydalı olacaktır.

Her bir grup üyesinin yasal olarak bağımsız ve ayrı kurumsal aktörler olmaları grupların en çok göze batan özelliklerinden biridir. Grup bünyesinde yer alan her bir şirketin ayrı otonom yapısı, karar verme organları, bireysel imtiyazları ve kanunlardan kaynaklanan yükümlülükleri vardır. Ancak, grup şirketleri hukuki olarak bağımsız işletmeler olmalarına rağmen, grubun ana merkezinin sıkı denetimi altında faaliyet gösteren alt birimler şeklinde yaşamlarını sürdürürler (Chang ve Hong, 2000, s.430).

Tanımın bu unsuru, daha çok Kuzey Amerika'da görülen, çok bölümlü veya birden farklı yerde konumlanmış şirketler ile *conglomerate* şirketlerini dışarda bırakmaktadır. Çünkü grup şirketleri bünyesinde faaliyet gösteren, hukuki yapıları itibariyle birbirinden ayrı ve bağımsız olarak bir tüzel kişiliğe sahip olan üye şirketlerin her biri, kendi mali raporlarını düzenler ve yayınlar, ayrı birer yönetim kurulları vardır ve kendi hissedarlarına karşı sorumludurlar. Bu yüzden ABD'de görülen çok yönlü çeşitlendirilmiş *conglomerate* işletme yapılarından farklılık gösterirler. Çünkü ABD'de ki çok yönlü çeşitlendirilmiş işletmelerin faaliyet gösterdikleri farklı iş dalları, ayrı bir tüzel kişiliği simgelemediğinden grup şirketleri için bahsedilen söz konusu özellikleri de taşımazlar (Khanna ve Rivkin, 2001, s.49). Diğer bir ifade ile, ABD'deki çok yönlü çeşitlendirilmiş işletmeler, tek bir firmanın farklı iş dallarında faaliyet göstermesi durumunu temsil ederken, işletme grupları farklı firmaların ortak bir çatı altında toplanması durumunu ifade etmektedir.

Bir gruba bağlı şirketler arasında çeşitli ilişkilerden kaynaklanan bağlar mevcuttur. Grup şirketleri, aralarındaki bu resmi ve gayri resmi ekonomik ve sosyal bağlar sayesinde bütün ekonomik ve ticari faaliyetlerini eşgüdümlü olarak yürütürler. Bu bağlar ülkeden ülkeye farklılıklar göstermektedir. Örneğin Hindu grup firmalarında grup şirketleri arasında ekonomik, kurumsal, aile, kast, din, dil, etnik köken ve bölgeye dayalı güçlü sosyal bağların varlığından söz etmek mümkündür (Khanna ve Palepu 1997, s.126). Bu bağlar sayesinde grup firmaları dışarıya karşı bir tür koruma kalkını oluşturular. İşletme grupları arasında gözlemlenen bu bağlar, işletme gruplarını Kuzey Amerika *conglomerate* şirketlerinden ayıran diğer bir özellik olarak karşımıza çıkar. Çünkü Kuzey Amerika'da faaliyet gösteren *conglomerate* şirketlerinde ana şirket ve bağlı şirketler arasında düşük faaliyet ve kişisel bağlar mevcuttur. Ancak işletme gruplarının büyük bir bölümünde grup şirketleri arasındaki kişisel ve faaliyet ilişkileri son derece kuvvetlidir (Strachan, 1976, s.9). Her ne kadar bazı işletme gruplarındaki

bağlar *conglomeratelerde* olduğu gibi sıkı olmayan endüstri ittifakları şeklinde olabiliyorsa da grupların büyük bir bölümünde, üye şirketler arasındaki bağların, Kore'deki *chaebollarda* olduğu gibi sıkı ve kararlı olduğu söylenebilir. Sıkı bağların olduğu bu tür işletme gruplarında genellikle belirli bir aile, tüm şirketleri bir arada tutar ve yönetir. Bu tür örneklerde grup firmaları arasında kaynak paylaşımı, personel değişimi, ortak marka adı kullanımı vb. faaliyetler sıklıkla görülebilir (Khanna ve Rivkin 2001, s.49).

İşletme grupları ile ilgili bir diğer önemli özellik, üye şirketlerin belli oranda birbirleriyle uyumlu hareket etmesidir. Bu uyumlu iş yapma şekli genel merkezin istekleri doğrultusunda tamamen aynı şekilde iş yapma anlamına değil, koordineli bir şekilde hareket etme anlamına gelmektedir. Ana şirketin sahip olduğu paylardan elde ettiği kontrol gücüne ve grubun yapısına bağlı olarak, üye şirket yönetim kararları, birbirine birebir örtüşebilir yada benzeşebilir. Bu yapısal uyum da holding şirketlerle grup şirketlerinin arasındaki temel ayrımlardan birini teşkil etmektedir. Holding şirketler, herhangi bir bağımsız şirketin üzerinde kontrol ve yönetim hakkını elde edecek kadar, söz konusu şirketin hisse senedine sahip olan firmalar şeklinde tanımlanabilir. Holding şirketlerinin işletme grubu olarak sınıflandırılmamasının temel nedeni holdinge üye şirketler arasında işletme gruplarına benzer bir bağ olmamasıdır. Çünkü holding şirketlerde üye şirketlerin sahip olduğu otonomi işletme gruplarına göre çok daha fazladır. Dolayısıyla holding firmalarında, işletme gruplarında olduğu gibi eşgüdümlü hareket etme çok fazla gözlemlenmez (Chung, 2000, s.15).

İşletme grupları ile ilgili üzerinde durulması gereken bir diğer özellik, gruba üye şirketlerin kolektif bir kimliğe sahip olmasıdır. Bu şirketlerin tanımlanmasında kullanılan grup kimliği sadece grup üyeleri tarafından değil genellikle diğer şirketler ya da çıkar çevreleri tarafından da kullanılır. Bu özellik işletme gruplarında görülen diğer bazı özelliklerle birlikte konsorsiyumları işletme gruplarından ayırır. Konsorsiyum, bir projeyi tamamlamak için bir araya gelen şirketlerin oluşturdukları topluluk şeklinde kısaca tanımlanabilir. Bu tür yapılarda şirketler isteksiz de olsa tek başına söz konusu projeyi tamamlayamayacağı için bu tür işbirliği yoluna gidebilirler. Konsorsiyumlarda, bir işi tamamlamak için bir araya gelen şirketler işin sona ermesi ile birbirinden ayrılır.

Yukarıda çizilen kavramsal çerçeveye ek olarak, yapılan tanımlarda büyüklük veya endüstri ile ilgili her hangi bir özelliğin yer almadığına dikkat çekmek yerinde olacaktır. Her ne kadar işletme grupları ile ilgili genel inanış işletme gruplarının veya grup şirketlerinin her alanda büyük olduğu yönünde ise de bu genel kabulün her zaman

doğru olmadığı yapılan bir çok çalışmada ortaya konmuştur. Örneğin teknoloji odaklı Tayvan işletme grupları diğer bölgelerde faaliyet gösteren işletme gruplarından görece daha küçük olabilmektedir (Chung, 2000, s.21). Yine bir çok örnekte işletme gruplarının bünyesinde devasa şirketler olduğu gibi irili ufaklı onlarca küçük ve/veya orta boy şirketin de mevcut olduğu gözlemlenmiştir.

İşletme grupları ile ilgili sıklıkla yapılan bir diğer kavramsal hata, grupların tümünün yüksek dererecede çeşitlendirme yoluna gittiği yolundaki ön kabüldür. Bazı gruplar çeşitli nedenlerle belli sektörlerde odaklanmayı tercih edebilirler. Ayrıca grupların ilk kurulduğu dönemlerde grup şirketlerinin benzer endüstrilerde faaliyet gösterdiği göz önünde tutulursa işletme gruplarını tanımlarken yüksek endüstri çeşitliliğini gerekli koşullardan biri olarak görmek hatalı sonuçlara neden olabilir.

Tez çalışmasının sonraki bölümde, işletme grupları literatürü, yapılan akademik çalışmalar ve teoriler ışığında kapsamlı bir biçimde ele alınacaktır.

### **3.2. İşletme Grupları Yazını**

İşletme grupları literatürü bir bütün olarak değerlendirildiğinde, yapılan araştırma sayısı artmış olmasına rağmen gruplar açısından genel bir çerçeve çizilemediği ve bu konuda yapılan çalışmaların oldukça bölünmüş olduğu görülmektedir (Chung, 2001, Yiu vd., 2007). Bu çeşitliliğe rağmen, yapılan araştırmaların hemen hepsinde grupların buldukları ekonomideki baskın rolü (Khanna ve Palepu, 2000) ve kalkınmadaki önemi (Amsden ve Hikino, 1994) konularında bir uzlaşma bulunmaktadır.

İşletme gruplarına ilişkin herkes tarafından kabul gören genel bir yaklaşım geliştirilememesinin çeşitli nedenleri olduğu ileri sürülebilir. Yiu ve diğerlerine (2007, s.1552) göre, işletme grupları için temel bir çerçevenin oluşturulması iki sebepten dolayı güçleşmektedir: Bunlardan ilki, işletme gruplarının çeşitli ülkelerde farklı isimlerle adlandırılması ve farklı şekilde örgütlenmesidir. İkinci olarak işletme grupları çalışmalarında benimsenen bilimsel perspektiflerin çeşitliliği ve araştırma sorularının ele alınış biçimi arasındaki farklar anlaşılabilir bir çerçevenin sunulmasını güçleştiren diğer unsurdur.

Genel olarak işletme grupları araştırmaları çok geniş bir alana yayılsa da bu alanın sınırlarının çoğu zaman birbirleriyle iç içe de giren, bazı birkaç önemli araştırma konusu ve teorik yaklaşımlar içerisinde yer aldığı söylemek mümkündür. Bu alanda yapılan çalışmalar genel olarak şu konular üzerinde yoğunlaşmaktadır:



- 1) İşletme gruplarının formasyonu, evrimi ve devamlılığı,
- 2) Ülke farklılıkları gözetilerek yapılan işletme grupları sınıflandırmaları,
- 3) İşletme grupları ve kurumsal yönetim, (vekalet problemleri, piramit yapılar, hortumlama davranışı vs.),
- 4) İşletme gruplarına bağlı şirketlerin performansı,
- 5) İşletme gruplarının toplumsal etkileri.

İşletme grupları üzerine hakim literatür, ilgili araştırma konularına altı perspektiften bakmakta ve grup olgusunu şu altı yaklaşım ışığında açıklanmaya çalışmaktadır:

1. Kurumsal Yaklaşım,
2. Kaynak Temelli (Resource Based) Yaklaşım
3. İşlem Maliyeti (Transaction Cost) Yaklaşımı
4. Politik İktisat
5. Sosyolojik Yaklaşım
6. Vekalet Teorisi

Tablo 2’de söz konusu alanlarda yapılan bazı önemli çalışmaların araştırma konularına ve bu çalışmalarda kullanılan teorilere ve yaklaşımlara yer verilmiştir. Çalışmanın sonraki bölümünde grup olgusunu açıklayan bu yaklaşımlara kısaca değinilecektir.

İşletme grupları fenomenini açıklamaya çalışan teorik yaklaşımlardan ilki “**Kurumsal Yaklaşım**”dır. Kurumsal yaklaşım, kısaca, örgütlerin yalnızca iş çevresiyle değil, içinde buldukları sosyal çevreyle de etkileşim içerisinde olduklarını; bunun yanında örgütlerin, karar alma noktasında rasyonellik yerine birbirine benzer uygulamalar sergileyebileceğini ileri süren teorik yaklaşımdır (DiMaggio ve Powell, 1983, s.149).

Tablo 2

*Grup Literatüründe Bazı Araştırma Konuları*

Yazarlar	Araştırma Konusu	Teori/Yaklaşım
Leff 1976 Granovetter (1995) Khanna/Palepu (1997) Orru vd. 1997 Ghemawat/Khanna (1998) Guillen (2000) Khanna/Palepu (2000) Khanna/Yafeh (2007) Kedia vd. (2006) Chang/Choi (1988)	İşletme Gruplarının Formasyonu, Evrimi ve Sürekliliği	Kurumsal Yaklaşım/İşlem Maliyetleri
		Sosyolojik Yaklaşım/Yeni Kurumsalcılık
		Kaynak Temelli Yaklaşım
Khanna/Yafeh (2007) Granovetter (1995)	İşletme Gruplarının Karakteristikleri	
Morck vd. (2005) Morck /Yeung (2005) Bertrand vd. (2002) Ghosh (2010)	İşletme Gruplarında Kurumsal Yönetim	Vekalet Teorisi (Hortumlama Davranışı Konuları)
Caves/Uekusa (1976) Chang/Choi (1988) Keister (1998) Khanna/Yafeh (2005) Kedia vd. (2006) Khanna/Palepu (2000) Lensink vd. (2003) Fisman/Khanna (2004) Yiu vd. (2005) Ghosh (2010)	İşletme Gruplarının ve Grup Üyelerinin Performansı	Kurumsal Yaklaşım/İşlem Maliyetleri Kaynak Temelli Yaklaşım
Encarnation (1989) Schwartz (1992) Gill (1999) Khanna (2000) Khanna/Yafeh (2007) Fisman/Khanna (2004)	İşletme Gruplarının Sosyal/Toplumsal Etkileri	Politik İktisat

*Kaynak:* Bruche, G., ve Becker, F., (2010) “Accelerated capability creation and internationalization with Business Group Embeddedness–The Case of Tata Motors in Passenger Cars” s.4

Gelişmekte olan ülkelerde yeni gelişen pazarların varlığı, bu pazarların işletmelere sunduğu fırsatlar, özellikle kamu otoritesinin bu ülke ekonomilerindeki rolü ve diğer toplumsal etkiler göz önüne alındığında, kurumsal yaklaşımın işletme gruplarına ilişkin çalışmalarda önemli bir yer kapsamasının nedeni anlaşılabilir (Hoskisson vd, 2000, s.250).

Diğer taraftan, firma stratejisinde içsel özelliklerin değer yaratılabileceğini ve rekabet avantajı sağlayabileceğini ileri süren “**Kaynak Tabanlı (Resource Based) Yaklaşım**”, kullanılan kaynaklar temelinde gelişmekte olan ülkelerde firma davranışının açıklanmasında önemli katkılar sağlamaktadır. Kaynak tabanlı yaklaşım, temel olarak

firmaların neden farklılaştığını, rekabet avantajını nasıl kazandıklarını ve bu avantajı nasıl sürdürdüklerini ele almaktadır (Hoskisson ve diğerleri, 2000). Kuramın öncülerinden Barney (1991), kendilerine özgü kaynakları yaratmayı başaran işletmelerin rekabette ayakta kalabileceğini ileri sürmektedir.

Kaynak tabanlı yaklaşımda, "firma kaynakları" olarak tüm varlıklar, yetenekler, örgütsel süreçler, bilgi gibi firmanın etkinlik ve etkililiğini artıracak stratejileri uygulamasına olanak sağlayan; değer yaratarak rekabet avantajını sürdürülebilir ve kolaylıkla taklit edilemez kılan tüm unsurlar sayılmaktadır (Barney, 1991, s.104). Benzer şekilde sektöre ilk giren firmalar kaynakların kontrolüyle (dağıtım kanalları vs.) rekabet avantajı elde edebilirler. Bu yüzden gelişmekte olan ülkelerde işletme gruplarının gelişmesindeki önemli faktörlerden biri, hükümetlerle kurulan iyi ilişkiler sayesinde lisans ve benzeri ayrıcalıkların kolay elde edilebilir olmasıdır (Hoskisson ve diğerleri, 2000, s.265).

Grup olgusunu açıklamada en çok kullanılan yaklaşımlardan bir diğeri "***İşlem Maliyeti (Transaction Cost) Teorisi***"dir. Bu teorideki akademik tartışmalar Coase'nin (1937) çalışması ile başlar ve Williamson (1975, 1981, 1985) ile devam eder. Bu teoriye göre yöneticiler için temel sorun en düşük işlem maliyetini sunan örgütsel formu bulabilmektir (Teece, 1986, s.23). Pazarın sağlıklı bir şekilde işlemlerini sağlayan kurumların var olduğu ekonomilerde işlem maliyetleri; piyasa bilgisi, sözleşmeler ve zorlayıcı mekanizmaların varlığıyla düşürülebilmektedir. Ancak piyasa ekonomisinin aksak olduğu ekonomilerde işlem maliyetlerinin düşürülmesi ancak yönetsel süreçler aracılığıyla mümkün olabilmektedir (Teece, 1986, s.23).

Khanna ve Palepu (1997) çalışmalarında gelişmekte olan ekonomilerde kurumsal boşlukların yarattığı yüksek işlem maliyetlerine dikkat çekmiştir. Bu kurumsal boşluklara ilave olarak özellikle gelişmekte olan piyasalardaki işgücü, sermaye ve teknoloji konularındaki yetersizlikler, bu piyasalarda yetersiz bilgiye, yetersiz kamu uygulamalarına ve sözleşmeye dayalı ilişkileri verimsiz hale getiren hukuki boşluklara neden olmakta ve bunun neticesinde işlem maliyetleri yükselmektedir. Bu durumda işletmeler, ortaya çıkan yüksek işlem maliyetleri ile baş etmek için bazı faaliyetleri içselleştirme yoluna giderler (Khanna ve Palepu, 2000). Bazı faaliyetlerin içselleştirilmesi ile ortaya çıkan grup formu, grup içerisindeki işletmelerin kendi aralarında bilgi, sermaye, teknoloji gibi stratejik kaynakların değişimini yapabilmesine olanak tanıdığı için işlem maliyetlerinde azalışa neden olur (Yiu vd., 2007, s. 1556).

İşletme gruplarının yapısının sadece maddi unsurlardan değil aynı zamanda toplumdaki kültürel unsurlardan da meydana geldiğini ileri süren (Chung, 2001, s.723) “*Sosyolojik Yaklaşım*”, işletme gruplarını, toplumun geleneklerinden ve sosyal normlarından kaynaklanan doğal bir süreç olarak nitelendirmektedir (Granovetter, 1994). Bu alanda literatüre katkılar Granovetter (1994) ile ivme kazanmıştır. Bu çalışmalarda politik, sosyal ve toplumsal yapının işletme gruplarının yapısına ve davranışlarına etkisi araştırmalara konu edilmiştir.

Sosyolojik perspektiften entegrasyon mekanizması, işletme gruplarının oluşması ve grup içi şirketlerin birbirleriyle olan ilişkisi üzerinde önemli bir rol üstlenmektedir. Grupları bir araya getiren güven, aile sadakati, akrabalık, etnik köken veya din gibi sosyal mekanizmalar sözleşmelere uyulmaması riskini azaltmaktadır (Granovetter 1994). Benzer şekilde bu mekanizma ya da ilişkiler ağı grup firmalarına, piyasada yüksek maliyet gibi farklı nedenlerle gerçekleştiremeyeceği işlemleri içselleştirme olanağı sağlar.

İşletme gruplarını açıklayan diğer teorilerle karşılaştırıldığında sosyolojik yaklaşım, ekonomik değişimin, bir toplumda bulunan güven ve işbirliği kalıplarına bağlı olarak yapıldığını ileri sürmektedir (Whitley, 1991). Bu bağlamda Granovetter (1994) ekonomik sistem içindeki ahlaki kurallara dikkat çekmektedir. Granovetter (1994) ekonomik ilişkilerin her zaman ölçek ekonomisi veya en düşük işlem maliyeti gibi rasyonel ekonomik tercihleri yansıtmadığını ileri sürmektedir.

Hitt vd. (2002), sosyolojik yaklaşım bağlamında küresel rekabette sosyal sermayenin önemine dikkat çekmektedirler. Güney Asya’da özellikle toplumsal ilişkilerin ve normların işletme gruplarının yapısını ve izledikleri stratejileri derinden etkilediği varsayımını test eden Chung (2001, s.734) pazar fırsatlarının işletme gruplarına büyüme imkanı sunmakla birlikte, işletmelerin işletme grubu oluşturmalarının nedenini açıklamada yetersiz kaldığını, sosyo-kültürel değerlerin bu anlamda daha çok öne çıktığını belirtmektedir.

Sosyolojik yaklaşım ağırlıklı olarak, farklı toplumlarda ortaya çıkan farklı işletme gruplarının gelişme nedenleri ve izledikleri stratejiler itibariyle nasıl çeşitlendiğine ışık tutmaktadır (Carney ve Gedajlovic, 2002; Orru vd., 1991). Ayrıca işletme gruplarının üzerinde belirli bir topluma veya coğrafi bölgeye has sosyal ve kültürel mirasların etkisini göstermektedir (Keister, 1998, s.420).

Grup olgusunu açıklamaya çalışan bir diğer yaklaşım “*Politik İktisat Yaklaşımı*”dır. Politik iktisat yaklaşımı, devlet ve endüstriyel gelişim arasındaki

ilişkilere dikkat çeker. Bu yaklaşıma göre, politik ve ekonomik faktörler işletme gruplarının izlediği stratejileri ve grupların yapılarını şekillendirmektedir. Devlet, işletme gruplarının yapısını ve büyümesini, korumacı ve destekleyici politikalar aracılığıyla etkilemektedir (Nolan, 2001). Devlet, bazı durumlarda, ülkedeki belirli bir coğrafi yörenin veya endüstri alanının kalkınması amacıyla, işletme gruplarına sermaye aktarabilmekte (Kim et al., 2004) veya bu gruplara sermaye, lisanslar, teknoloji, arazi sağlama gibi kritik kaynakları sunabilmektedir (Fields, 1995; Guthrie, 1997; Keister, 1998; Nolan, 2001; TsuiAuch & Lee, 2003). Benzer şekilde, grupların kaynaklara ulaşmasında sağlanan ayrıcalıkların yanında, uluslararası rekabetten koruma ve yatırım riskinin azaltılması, devletlerin işletme gruplarına sağladığı diğer kolaylıklar arasında sayılabilir.

İşletme grupları yazınında “*Vekalet Teorisi*”, temel olarak işletme gruplarını kontrol eden ortaklar ile azınlık hisse senetleri sahipleri arasındaki ilişkilere odaklanmaktadır. Belirli bir kişiye, aileye veya etnik gruba ait olan kontrol hakkı, onlara stratejik pozisyonlara aile üyelerinin veya tayin etikleri yöneticilerin atanması yetkisini vermekte, bu da vekalet problemleri ile sonuçlanmaktadır. Yönetimin belirli bir kişi veya aile tarafından kontrol edilmesi durumunda küçük hisse senedi sahiplerinin ekonomik menfaatlerinin göz ardı edilmesi tehlikesi ortaya çıkabilir (Dharwadkar vd., 2000). Özellikle 1980’lerden sonra hakim olan vekalet kuramının varsayımlarına göre “büyüme”, örgütlerin herhangi bir rasyonel stratejisine dayanmamaktadır. Bu görüşe göre, üst yönetimi teşkil eden kişiler, gerek kişisel egolarını tatmin etmek için, gerekse maddi kazançlarını düşündükleri için büyüme yoluna giderler (Jensen, 1993). Söz konusu durum grup formundaki işletmeler için de geçerlidir. Örneğin Bae vd. (2002) Kore’deki işletme gruplarının büyümeye rağmen küçük hissedarlarını kayba uğrattığı ancak gruba hakim olan büyük hissedarların büyümeden karlı çıktıklarını ortaya koymuşlardır.

Yukarıda kısaca belirtilen teori ve yaklaşımlar ışığında işletme grupları üzerine yapılan ampirik çalışmalar, belirli araştırma konuları etrafında toplanmıştır. Bunlardan önemli olduğu düşünülenler sonraki bölümlerde açıklanacaktır.

### **3.2.1. İşletme Grupları ve İçsel Sermaye Piyasaları**

Daha önceki bölümlerde belirtildiği üzere, ekonomik teorinin bakış açısına göre işletme grupları, piyasa aksaklıklarına bir cevap olarak ortaya çıkmıştır (Caves, 1982). Örneğin bir ekonomide sermaye piyasaları, yatırım projelerinin finansmanını uygun bir

şekilde sağlayacak kadar etkin değilse, bir başka ifadeyle bu piyasalar yeterince büyük ve gelişmiş değilse, bu durumda işletme grupları söz konusu piyasaları ikame edecek şekilde hareket etmektedir. İşletme grupları bunu yaparken, kimi zaman banka gibi davranmakta, kimi zamanda başka şirketlere ortak olma yoluyla bir hisse senedi piyasası yada risk sermayesi şirketi gibi davranmaktadır (Khanna ve Yahef, 2005, s.63).

Sahip olduğu şirketlerden elde ettiği fonları bir havuzda toplayarak kendi içsel sermaye pazarını oluşturan işletme grupları, bu sayede piyasa aksaklıkların üstesinden gelerek söz konusu piyasada ciddi rekabet avantajı elde etmiş olur. Aslında bir çok araştırma göstermiştir ki, gelişmekte olan ülkelerin bir çoğunda işletme gruplarının büyük bir bölümünün bünyesinde bir banka mevcuttur.

İşletme gruplarının, özellikle bankalar aracılığıyla kendi içsel sermaye piyasalarını yaratarak, gelişmemiş sermaye piyasalarını ikame etmesi bir çok yazar tarafından incelenmiştir. Örneğin Aoki (1984,1990), Hoshi vd.(1991), Lincoln vd. (1996) ve Lincoln ve Gerlach (2004) çalışmalarında keiretsularda yaratılan iç sermaye piyasalarının, yerel sermaye piyasalarını nasıl ikame ettiğini göstermişlerdir.

Finansal etkinliği destekleyen böyle bir yapı sayesinde işletmeler ihtiyaç duydukları finansal kaynağı dışarıya göre daha az maliyetle elde etme şansına sahip olurlar (Hill, 1988, s.68). Williamson (2008) bu görüşü işlem maliyeti yaklaşımı perspektifi ile desteklemektedir. Grup içi finansmanda, şirketin finansal yapısı ile ilgili yeterli bilgiye sahip olan kredi verenler, bu fonların gruba bağlı firmalara sadece düşük maliyetle değil ayrıca hızlı ve zamanında ulaşmasını sağlayabilecek, bu sayede grup şirketleri için ciddi bir rekabet avantajı yaratabileceklerdir (Knoll, 2008, s.43).

Ancak ampirik çalışmalar teorik olarak grubun temel değer kaynağı olduğu ileri sürülen içsel sermaye piyasalarının, aslında çoğunlukla değer kaybına neden olan bir unsur olduğuna işaret etmektedir (Rajan vd., 2000). İç sermaye piyasasındaki fonların, etkin olarak dağıtılmasını engelleyen faktörlerin ortaya çıkmasıyla oluşan bu durumun, grup bünyesinde kar etmeyen işletmelerin varlığını sürdürmesine ayrıca bazı karlı yatırım projelerinin de hayata geçirilmemesine neden olduğu görülmüştür (Shin ve Stulz, 1998, s.535).

### **3.2.2. Politika ve İşletme Grupları**

Bir çok ülkede, işletme grupları ile ülke yönetimleri arasında sıkı bağlar mevcuttur. Bhagwati (1982) ve Krueger (1974) bu bağları kullanarak kamu kaynaklarından ayrıcalıklı bir şekilde faydalanan rant peşindeki (rent seeking) işletme

grupları üzerine odaklanmıştır. Khanna (2000) çalışmasında rant peşinde koşan grupların, ülkedeki merkezi otoriteden lehlerinde muameleler elde ederek, ekonomideki rekabetçi kurumların işleyişine engel oluşturabileceğini ve böylece o ülkedeki etkin kaynak dağılımına ve yerel ekonomiye zarar verebileceğini belirtmiştir.

Kamu ve işletme grupları ilişkisinin olumlu ve olumsuz sonuçları literatürde sıklıkla tartışılrsa da, kamu kesiminin işletme grupları üzerinde önemli bir rolü olduğu konusunda bir görüş birliği mevcuttur (Chang, 2003). Örneğin Gomez ve Jomo (1999) çalışmalarında Başkan Mahathir hükümetinin Malezya'daki, etnik Malay'lara ait olan grup firmalarını destekleyen özelleştirme uygulamaları hakkında bilgiler sunmuştur. Keister (1998 ve 2004) Çin hükümetinin, grup şirketlerini ve grup formasyonunu cesaretlendiren ve destekleyen politikaları üzerinde durmuştur. Maman (2002) çalışmasında İsraili aile işletme gruplarının belirli kamu politikaları sonucunda nasıl büyüdüğünü ve güçlendiğini ortaya koymuştur. Tripathi (2004) çalışmasında Bombay orijinli üreticilerin lobi çalışmaları ile uluslararası şirketlere nasıl belirli yasal kısıtlamalar getirildiğini anlatmıştır. Ayrıca bir çok ülkede büyük işletme grupları sahiplerinin zaman zaman aktif olarak siyasetin içerisinde yer aldığı görülmüştür (Gomez ve Jomo, 1999).

Ancak hemen belirtmek gerekir ki, çoğunlukla işletme gruplarının lehinde hareket eden hükümetler bazı durumlarda da grupların aleyhinde hareket edebilmektedir. Örneğin Çin'de 1949 da iktidara gelen Komünist parti ve Hindistan bağımsızlık sürecinde iktidarda yer alan sosyalist parti büyük oranda gruplar aleyhinde faaliyetler göstermiştir. Benzer şekilde ABD'deki anti tröst yasalarının da gruplar aleyhinde etkileri mevcuttur (Khanna ve Palepu, 2005, s.29).

### **3.2.3. Hortumlama (Tunneling) Davranışı, Piramit Yapılar ve İşletme Grupları**

İşletme grupları ile ilgili yapılan çalışmalarda popüler olan bir diğer konu hortumlama (tunneling) davranışdır. Şirketi kontrol eden ortakların şirket kaynaklarını kendilerine aktarmalarını ifade eden hortumlama davranışı daha çok piramit şeklinde örgütlenen işletme gruplarında görülür. Özellikle ortaklara sağlanan kontrol hakkı ile nakit akım hakkı arasındaki farkın büyük olması durumunda ortaya çıkan bu sorun, azınlık hissedar gruplarının haklarının istismar edilmesine elverişli bir ortam sunar. Bu konudaki ampirik çalışmaların bulguları genel olarak piramit işletme yapılarının azınlık pay sahiplerinin istismarına yol açtığını destekler niteliktedir (Khanna ve Palepu, 1999; Lins ve Sarveas, 2002).

Bertrand, Mehta ve Mullainathan (2002) çalışmalarında, Hindu grup firmalarında hortumlamanın yaygın olduğu sonucuna ulaşmışlardır. Bertnard, Mehta ve Mullainathan'ın (2002) görüşlerine paralel olarak Johnson, La Porta, Lopez-de-Silanes ve Shleifer (2000) de grupları mülkiyet haklarının korunmasında zayıf kalan ve fonların azınlık gruplarından kontrol sahibi ortaklara hortumlanmasına olanak tanıyan kurumlar olarak görmekte-dirler.

### 3.2.4. İşletme Gruplarının Oluşması

Hemen hemen tüm piyasa ekonomilerinde görülen özel bir girişim sistemi olan işletme gruplarının oluşmasında ekonomik güç elde etmek isteyen girişimcilerin, kurumların yada toplulukların davranışları etkili olsa da, yapının oluşma süreci, grubun formasyonu yada başarısı sosyo-ekonomik çevreye bağlı olarak, farklı ülkelerde farklı şekillerde olmuştur. Bu durum bir çok disiplinde çeşitli şekillerde çalışılmış, açıklanmıştır. Ancak grupların nerede ne zaman hangi koşullarda ortaya çıkacağını, nasıl bir forma sahip olacağını kesin olarak belirlemek mümkün olmamaktadır. Bu nedenle bazı ülkelerde grupların nasıl ortaya çıktığını belirtmek faydalı olacaktır. Tablo 3'te ülkeler bazında grupların nasıl ortaya çıktığına yer verilmiştir.

Tablo 3'te özetlenen örneklerden hareketle, işletme gruplarını ortaya çıkaran koşulların başında; piyasa aksaklıkları, kültürel, politik ve ekonomik faktörler sayılabilir. Sermaye kıtlığı, riski azaltacak araçların yokluğu, bilgi asimetrisi gibi unsurlar da grup formasyonunu güdüleyen diğer koşullar arasında gösterilebilir. Literatürde ise işletme gruplarının ortaya çıkış nedenlerini ele alan çalışmaların, farklı sınıflandırmalar ve teoriler yoluyla bu olguyu açıkladıkları görülmektedir.

Kurumsal yaklaşıma göre, gelişmekte olan ülkelerde yeni gelişen pazarların varlığı, bu pazarların işletmelere sunduğu fırsatlar, kamu otoritesinin ekonomik gelişmeyi sağlamak amacıyla ayrıcalıklı sınıflara sunduğu destekler gibi kurumsal yapıya özgü faktörler işletme gruplarının oluşmasında önemli rol oynamaktadır (Hoskisson vd, 2000, s.250).



Tablo 3

*İşletme Gruplarının Ülkeler İtibariyle Temelleri*

<b>Çin (1980'den itibaren)</b>	İşletme grupları ekonomik gelişme açısından son derece önemli olduğundan Çin Hükümeti tarafından desteklenmiş ve cesaretlendirilmiştir. Aynı zamanda yabancı rakiplere karşı korunmuştur. Ordunun da işletme grubu olarak yapılan bir çok teşebbüsü vardır.
<b>Çek Cumhuriyeti</b>	1990'da yaşanan kadife devrimden sonra eski komünist sistemden kalan şirketler rejim değişikliğiyle birlikte 15-30 birimden oluşan, yatay yada dikey olarak entegre olmuş endüstriyel holding şirketleri halini almıştır. Kamu yardımları ile yeniden yapılandırılan bu işletmeler daha sonra özelleştirilmiştir. Özelleştirilmeden sonra kalan paylar Çek bankaları tarafından blok halinde satın alınmıştır. Özelleştirme büyük oranda çeşitlendirilmiş yatırım fonlarının oluşmasını sağlamıştır. Bunlar genellikle bankalar tarafından dolaylı olarak yönetilmektedir.
<b>Hindistan</b>	Bazı imtiyazlı girişimciler 1960-1970 döneminde gruplaşma yoluna gitmiştir. Diğer grupların oluşumu 20. yüzyılın başlarına kadar gitmektedir. Hindistan'da İngiltere egemenliğinden çıkış sürecinde, bazı girişimciler ve gruplar, İngilizlerden transfer edilen varlıklarla ortaya çıkmıştır. İşletme grupları, etnik köken, din ve sosyal topluluklar in etrafında yapılanmıştır. Örneğin Marwaris of Rajasthan Bengal'de oluşmuş, Gujeras batıda, Chettiars kuzeyde oluşmuştur.
<b>İsrail</b>	Devlet destekli bazı öncelikli gruplar bağımsızlıktan sonraki yıllarda kurulmuştur. 1990 yılında bazı kamu varlıkları belirli ailelere ve gruplara aktarılmıştır.
<b>Kore (1960-1990)</b>	Devlet işletme gruplarına yurt dışı rekabetten korumak amacıyla tercihli kredi kullanmış, bu süreçte özellikle politik bağlantılar temel alınmıştır. Aynı zamanda, finansal sistemi kontrol ederek işletme gruplarının çeşitlendirme stratejisi izlemesini, belirli endüstri alanlarında yatırımları ve holdingleşmeyi desteklemiştir. Stratejik kaynaklar belirli gruplara veya girişimcilere özelleştirme aracılığıyla aktarılmıştır.
<b>Rusya</b>	Devlete bağlı finansal endüstriyel gruplar, komünizmin çöküşüyle kapatılmıştır. Yeni kurulan finansal endüstriyel gruplar ise banka kredilerden yararlanarak, lobi faaliyetleri yürüterek ve dış yatırımcılara engeller koyarak komünizm dönemindeki gruplara göre daha fazla korunmuştur. Finansal endüstriyel gruplar ilk özelleştirme hareketleriyle ortaya çıkmıştır. Devlete ait stratejik kaynaklar düşük fiyatlardan belirli girişimcilere satılarak oligarşik bir yapı oluşturulmuştur.
<b>Türkiye</b>	1923-1980 yılları arasında düşük girdi maliyetleri, düşük faizli krediler, vergi muafiyetleri, ithalat ve ihracat lisansları uygulamaları ile büyük gruplarının kurulması sağlanmıştır. Hükümet bazı ekonomik desteklerle işletme gruplarının çeşitlendirme stratejisi izlemesini ve uluslararası ilişkilerini sağlamıştır. (Ancak bazı işletme grupları 2001'deki banka krizinden sonra devlet tarafından satın alınmıştır) Özellikle güçlü politik bağları olan büyük işletme gruplarına özelleştirmelerde öncelik verilmiştir. Bazı küçük aile grupları da devlete ait işletme gruplarını satın almıştır.

*Kaynak:* Khanna, T. ve Yafeh, Y., (2007) "Business groups in emerging markets: Paragons or parasites?," Journal of Economic Literature, S. 395

İşlem maliyetleri teorisine göre ise işletmeler, özellikle gelişmekte olan ülkelerde var olan yüksek işlem maliyetleri ile baş etmek için bazı faaliyetleri içselleştirme yoluna gitmektedirler (Khanna ve Palepu, 2000). Faaliyetlerde yapılan bu içselleştirilme gruplaşmaya neden olarak grup içerisindeki işletmelerin kendi aralarında

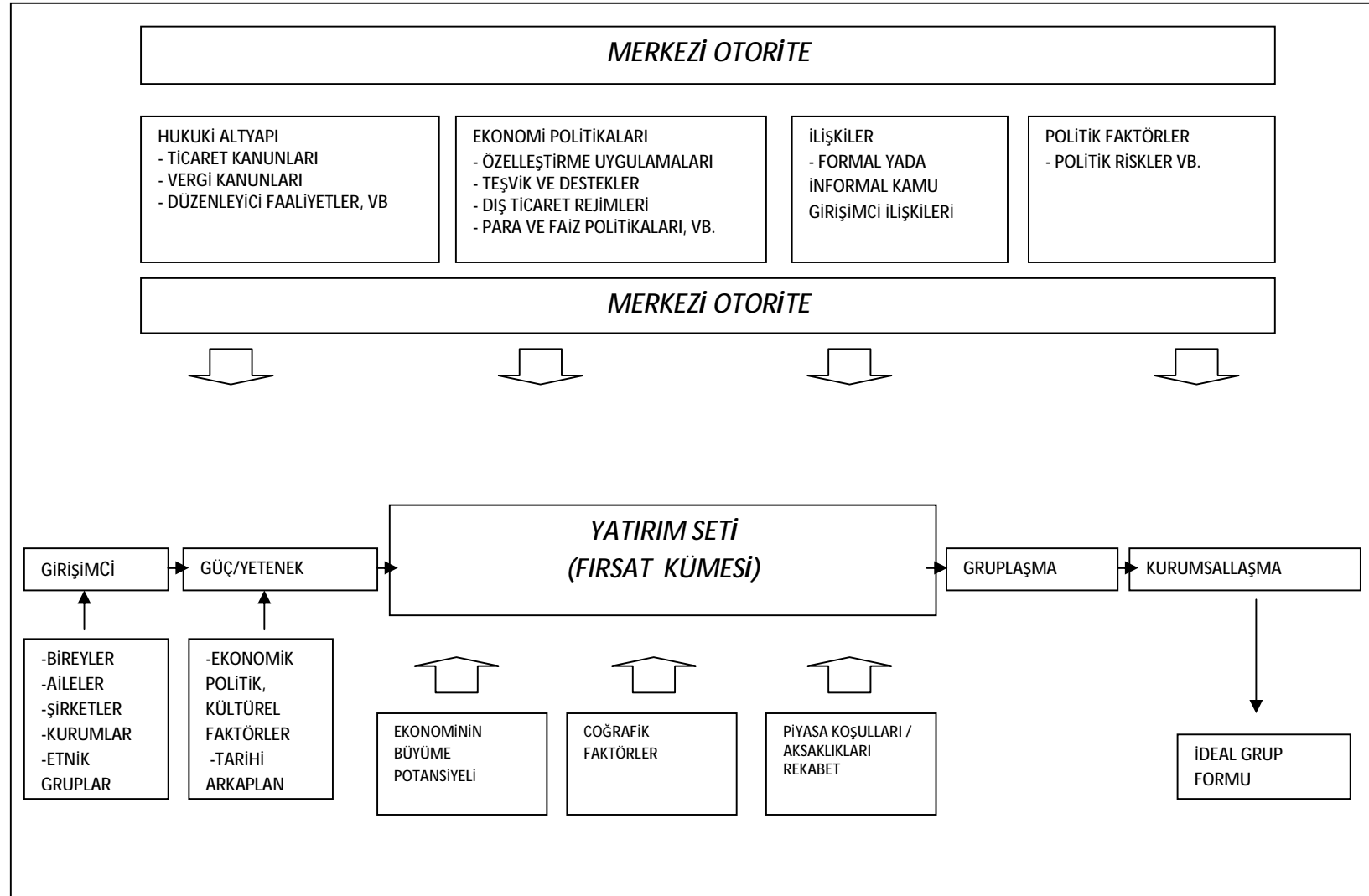
bilgi, sermaye, teknoloji gibi stratejik kaynakların değişimine olanak sağladığı için işlem maliyetlerinde azalışa neden olmaktadır (Yiu vd., 2007; 1556).

Granovetter'e (2005) göre ise işlem maliyeti yaklaşımında bütün kurumlar ideal bir şekilde işlediğinde, işletmeler grup yapısı oluşturmayacak ve dağılacaktır. Çünkü grup içinde sağlanan işgücü, hammadde gibi girdilerin maliyeti, ancak işletme grupları dışındaki küçük işletmelerde minimum noktaya ulaşacaktır. Sosyolojik yaklaşımın öncüsü olan Granovetter, gruplaşmaya neden olan unsurların sadece iktisadi olmadığını, güven, aile sadakati, akrabalık, etnik köken veya din gibi sosyal mekanizmaların da grupların oluşmasında önemli roller üstlendiğini ileri sürmektedir (Granovetter, 2005, s.433-435).

Gelişmesini geç tamamlamış ülkelere ilişkin literatür, devletin ekonomik faaliyetlerin merkezinde olduğuna işaret etmektedir (Buğra, 1994). Devletler bu ülkelerde, işletme gruplarının yapısını ve büyümesini, korumacı ve destekleyici politikalar aracılığıyla etkilemektedir (Fields, 1995; Khanna ve Palepu, 1999; Nolan, 2001; Schneider, 1997). Kaynak temelli bakış açısına göre gelişmekte olan ekonomilerde, eğer politik-ekonomik ortam "firmaların yabancı ve yerel kaynak girişlerini, süreçlerini ve yeni sektörlerde pazarlara erişimlerini" birleştiren bir yetenek elde etmelerine ve sürdürmelerine izin verirse, firmalar işletme grupları oluşturacaklardır (Gullien, 2000; Çolpan ve Hikino, 2008, s.30).

Vekalet teorisi ise konuya farklı açılardan bakmaktadır. Söz konusu kurama göre işletmelerin büyümesi veya faaliyetlerinde çeşitlendirme yoluna gitmesi her zaman rasyonel stratejilere dayanmamaktadır. Bu görüşe göre, üst yönetimi teşkil eden kişiler, gerek kişisel egolarını tatmin etmek için, gerekse kendi çıkarlarını gözettikleri için büyüme veya imparatorluk kurma yoluna giderler (Jensen, 1993).

İşlem maliyeti, sosyolojik yaklaşım, politik ekonomi ve vekalet teorilerinin işletme gruplarını etkileyen farklı çevresel etkenlere dikkat çektiği görülmektedir. İşletme gruplarını etkileyen kritik faktörler işlem maliyeti teorisinde dışsal pazar koşulları; ilişkisel yaklaşımda sosyal düzen; politik ekonomi yaklaşımında politik ve ekonomik faktörler; vekalet teorisinde ise dışsal izleme ve kontrol sistemleridir (Yiu, vd., 2007, s.1567). Literatürde yer alan tartışmalardan hareketle işletme gruplarının oluşum sürecini Şekil 2'deki gibi özetlemek mümkündür.



Şekil 2. Grupların Oluşma Süreci

Buna göre firmaların gruplaşma süreci bir bütün olarak değerlendirildiğinde, merkezi otoritenin gruplaşma sürecindeki rolü sürecin başından sonuna kadar önemini korumaktadır. Özellikle ticaret kanunları ve vergi kanunlarından oluşan hukuki altyapı ve ekonomi politikalarını belirleyen kamu otoritesi, şirketlerin gruplaşabilmelerine zemin hazırlar. Kamu ile girişimciler arasındaki resmi veya gayri resmi ilişkiler de girişimcileri gruplaşmaya teşvik eden ya da cesaretlendiren diğer unsurlardır.

Bireylerden, ailelerden, kurumlardan ya da etnik gruplardan oluşan girişimciler, özellikle buldukları ülkenin ekonomik, politik, kültürel yada tarihi arka planından kaynaklanan güçleri ya da yetenekleri sayesinde, söz konusu ülkenin sahip olduğu yatırım olanaklarından faydalanma yoluna giderler. Ekonominin büyüme potansiyeline, coğrafik faktörlere veya piyasa koşullarına bağlı olarak artan yada azalan bu yatırım olanakları arasında, sahip olduğu güç veya yetenek ile birden fazla fırsatı değerlendiren girişimci, bunun sonucunda bir işletmeler setine sahip olmuş olur. Asıl amacı ekonomik güç elde etmek olan girişimci, sahip olduğu güce ve yeteneğe göre söz konusu yatırım setinden faydalanmaya devam eder.

Gruplaşmanın belirli bir aşamasından sonra bazı yatırımlarını eleyen, riskini dengeleyen ve daha az agresif davranan gruplar yönetim ve organizasyon konularına daha çok önem vererek kurumsallaşma yoluna giderler. Tez çalışmasının bundan sonraki bölümünde Türkiye’de işletme grupları olgusu ele alınacaktır.

### 3.3. Türkiye’de İşletme Grupları

Türkiye’de işletme grupları konusu, özellikle 1990’ların ortalarından itibaren ele alınmaya başlanmıştır. Konunun anılan tarih itibariyle incelenmeye başlamasının nedeni Batı yazınına paralel olarak ilerlemesi ve özellikle “kurumsal yönetim” (corporate governance) konusuna gösterilen ilginin artmasıyla açıklanabilir. Türkçe yazında işletme grupları, genellikle “holdingler” adı altında ele alınmaktadır (Üsdiken, 2008, s.6). Ancak hemen belirtmek gerekir ki, Türkiye örneğinde, holding olarak adlandırılan organizasyonel formların yanında OYAK ve İş Bankası gibi örgütler de işletme grubu olarak kabul edilirler.

Daha önce belirtildiği üzere, *“birbirlerine ekonomik ve/veya sosyal bağlarla bağlı, ortak bir grup kimliği olan, uyumlu hareket eden ve yasal olarak bağımsız şirketlerin oluşturduğu ekonomik topluluk”* olarak tanımlanabilen işletme gruplarının, ana unsurları; birbirlerinden bağımsız olmalarına karşın bir girişimci rehberliğinde bir araya gelmeleri ve tam bütünleşen bir örgüt yapısından uzak olmalarıdır (Guillen,

2000). Bu yüzden her ülkede bazı farklılıklar göstermekle birlikte, Güney Kore'nin "chaebol"ları, Hindistan'ın "business house"ları, Latin Amerika ve İspanya'nın "grupos"ları, Türkiye'nin "aile holdingleri" ile aynı kavramsal çatı altında anılmaktadır (Karaevli, 2008, s.7). Ancak yukarıda da belirtildiği üzere aile holdinglerinin yanında bu unsurları taşıyan OYAK ve İş Bankası gibi gruplar da bu kavramsal çerçeve içerisinde değerlendirilir.

### **3.3.1. Türkiye'de İşletme Gruplarını Ortaya Çıkaran Nedenler**

Ülkemizde, istihdam, ihracat, kalkınma ve hatta siyaset üzerinde büyük ağırlığa sahip olan işletme gruplarının ilk örnekleri 1960'lı yıllarda görülmeye başlanmıştır. Türkiye'nin ilk holdinginin, 1960 yılında emekli subayların tazminatlarının değerlendirilmesi için kurulan "Yatırım Holding" olduğu ileri sürülmektedir (Altuğ, 1986, s.33). 1963'ten sonra kurulan diğer holdingler ise Koç Holding ve Hacı Ömer Sabancı Holding'dir.

Birçok çalışmada ülkemizde 1960'ların başarıyla 1980'ler arasındaki holding adı altında ortaya çıkan işletmelerin büyüklüğü itibarıyla bu yıllarda oldukça sınırlı kaldıkları (Akgüç, 1992, s.67) ancak genel olarak piyasa serbestisine ve uluslararasılaşmaya bağlı olarak 1980'lerden itibaren büyük oranda gelişme gösterdikleri ileri sürülmektedir (Üsdiken, 1990, s.14). Türkiye'de holdingleşme yapısının gecikmesinin başlıca nedenleri arasında sermaye ve organizasyon yapısındaki yetersizlikler sayılabilir (Özalp, vd., 1990, s.42).

Türkiye'de holdingler alanında yaşanan gelişmeler ve grup olgusunu açıklamak için ülkenin tarihi arka planına bakmak faydalı olacaktır.

#### **3.3.1.1. Tarihi Arka Plan**

Türkiye'de işletme gruplarının tarihi gelişimini incelemek için Cumhuriyetin ilk yıllarına projeksiyon tutmak yerinde olacaktır. Türkiye Cumhuriyeti, Birinci Dünya Savaşı'ndan sonra Osmanlı İmparatorluğu'nun yıkılmasını takiben bir dizi siyasal, askeri değişime paralel olarak kurulmuş ve kültürel, ekonomik temellerini Osmanlı İmparatorluğu'ndan almıştır. Osmanlı İmparatorluğu'nun son döneminde, 1913-1915 yılları arasında, 10 kişiden fazla işçi çalıştıran işletmelerin sayısının 264 olup, bu işletmelerin de tekstil, gıda, kâğıt ve basım alanında faaliyet gösterdikleri bilinmektedir (Buğra, 1994, s.38).

Cumhuriyet kurulduktan sonra ise özel sektör yerel endüstrinin gelişmesi için temel dinamik olarak görülmüş ve Atatürk tarafından ilk özel banka olan Türkiye İş Bankası kurulmuştur (Roos ve Roos, 1971). Çok partili döneme geçiş ise siyasi ve ekonomik bir dönüşümü beraberinde getirmiş, 1950'lerin ilk yarısında limited şirket sayısı üçten elli altıya çıkmış ve devlet özel sektörün gelişmesi yönündeki çabalara hız vermiştir (Yamak, 2006, s.212).

1960-1980 arası dönemde aile sahipliğindeki iş gruplarının yeniden organize oldukları görülmektedir. Büyük iş grupları, bu dönemde kurumsallaşarak holding yapısı kazanmış (Karademir ve Danışman, 2007, s.48) ve farklı sektörlerde faaliyet göstermeye başlamışlardır. Örneğin 1950 sonrası dönemde Koç Grubu otomotiv, makine, üretim ve turizm gibi farklı sektörlerle girmiş ve 1963 yılında bu yatırımlarını holding çatısı altında toplamıştır (Yamak, 2006, s.214). Yine bu dönemde işletme grupları sahiplerinin devletle olan kişisel ilişkileri onların başarılarındaki en önemli etkenlerden biri olmaya devam etmiştir (Buğra, 1994, s.136).

Ülkemizde 1980 yılında yaşanan askeri müdahaleden sonra özellikle ekonomi alanında da hızlı dönüşümler yaşanmıştır. Söz konusu dönemde, IMF tarafından kronik yüksek enflasyonu düşürme tedbirleri kapsamında, 2499 sayılı yasa ile sermaye piyasalarını yeniden düzenlenmesine başlamıştır (Alp ve Üstündağ, 2009). Bu gelişmeleri takiben 1986 yılında İstanbul Menkul Kıymetler Borsası kurulmuş, 1989 yılında yapılan yasal değişiklikle yabancılara doğrudan yatırım yapma hakkı tanınmıştır (Etkin vd., 2000, s.65). İMKB'nin kurulması, yabancı ve/veya ortak yatırımların artmasıyla holdinglerin yapılanmalarında, yasal yükümlülüklerinde ve iş sistemlerinde bir dizi değişiklikler meydana gelmiştir. Holding işletmelerinin uluslararası raporlama gerekliliklerini ifade eden IAS'yi (Uluslararası Muhasebe Standartları) uygulamaya başlaması bu duruma örnek olarak verilebilir (Mugan ve Akman, 2005, s.130).

Bu gelişmeler sonucunda en büyük iki gruptan biri olan Koç 1982'de, Sabancı ise 1997'de halka açılmış ve bu grupları Alarko, Nergis, Doğan ve İş Bankası izlemiştir. Dış sermayenin faydaları ve halka arzın kurum imajına olumlu etkileri (Karaevli, 2008) gözetilerek gerçekleştirilen bu halka arzlarda, grup içerisinde aile egemenliği korunmuştur (Çolpan, 2010, s.505).

Diğer tüm ekonomik darboğazlar ve krizlerde olduğu gibi 1994 yılında yaşanan ekonomik kriz de, işletme gruplarının büyümesini ve stratejilerini etkilemiştir. Bu dönemde bankaların mevduat hesapları için belirledikleri faiz oranları serbest bırakıldığından, gruplar yüksek faiz oranlarıyla gelen büyük miktardaki nakit akışı

sorunu yaşamıştır. Banka kredisinden yararlanarak büyüme stratejisinin gruplar için kriz öncesi karlı bir tercih olması, makro iktisadi dengeler açısından yüksek faizli aşırı borçlanmaya neden olmuş ve bu durum krizi tetiklemiştir. Kriz ise grupların ciddi finansal sorunlarla karşılaşmasına neden olmuştur (Çolpan ve Hikino, 2008, s.50). Kriz dönemlerinde Yaşar grubu gibi bazı gruplar, finansal sorunlar nedeniyle çeşitlendirme stratejilerini daraltmak zorunda kalmışlardır (Çolpan, Hikino, 2008, s.50). Yaşanan ekonomik değişimlere ve krizlere rağmen artan uluslararasılaşma, hükümetlerin özelleştirme politikaları ve ekonomik büyüme nedeniyle var olan karlı yatırım fırsatları, işletme gruplarının çeşitlendirme stratejilerini sürdürmelerine imkan sağlayacak ortam hazırlamıştır (Çolpan ve Hikino, 2008, s.39).

Türkiye’de 1990 sonrasında yaşanan ekonomik değişimler aynı zamanda politik yapıya da etki etmiş, Türk iş dünyası, bir taraftan temelleri Cumhuriyet’e kadar uzanan işletme grupları, diğer taraftan da Anadolu sermayesine dayalı küçük ve orta ölçekli işletmelerle tanımlanmaya başlanmıştır (Şahin, 2007). Türkiye’de işletme gruplarının çeşitlendirme stratejisiyle büyümesi holdingler açısından adeta bir gelenek halini aldığından (Buğra,1994; Öniş, 2002) Anadolu kaplanları olarak adlandırılan holding yapıları da 1990 sonrasındaki benzer bir yol izlemiştir, bunun sonucunda Türk iş dünyasında kendilerine yer bulmuştur. Demir vd. (2004) tarafından Anadolu holding işletmeleri üç temel gruba ayrılmaktadır. Bunlar: muhafazakar ve dini yönü ağır basan iş adamları, dini cemaatlerin sahip olduğu holdingler ve çok ortaklı işletmelerdir. Ancak hangi holdinglerin aile holdingi hangilerinin dini ve muhafazakar holding tipi olduğunu belirlemek oldukça güçtür (Şahin, 2007, s.6). Ancak çok ortaklı holdinglerin ana sermayelerinin daha çok yurt dışında çalışan Türk vatandaşlarından sağlandığı ve sonuç olarak, holding yapısındaki bu değişikliğin Türk burjuvazisine yeni bir boyut kazandırdığı birçok çalışmada vurgulanmaktadır (Çokgezen, 2000; Buğra, 1997, 1998; Öniş, 2002).

Genel olarak 1980 sonrası dönemde Türk işletme grupları, çeşitlendirme stratejisine devam ederek, az gelişmiş sektörlerde ve bölgelerdeki yatırımlar için devletten yüksek miktarlarda teşvikler almışlardır (Buğra, 1994). Kurumsal boşluklar, pazardaki değişimler, yabancı sermaye giriş engelleri nedeniyle Türkiye’deki işletme grupları için çeşitlendirme stratejisi önemini hala korumaktadır. Çünkü gelişmekte olan ülkelerde ürünler ve hizmetler yelpazesi oldukça sınırlı olduğundan büyüme ve yüksek karlar elde edebilme, başka alanlara girmeye bağlıdır (Erçek ve Günçavdı, 2010, s.28). 2011 yılı için Türkiye’de bazı işletme gruplarının açıkladıkları yatırım ve büyüme

stratejilerine bakıldığında, halen grupların istikrarlı büyüme öngördükleri ve daha çok büyüme stratejileri izledikleri söylenebilir.

Türkiye'deki işletme gruplarının çeşitlendirme stratejileri açısından iki kategoride ele alınabilir. Birinci grupta 1920 ile 1950 yılları arasında kurulan ve halen etkin olan, 1980 liberalleşme hareketinden önce bile dört veya daha fazla endüstri alanında faaliyet gösteren işletme grupları yer almaktadır. Koç, Sabancı, Çukurova ve Yaşar, bu iş gruplarına örnek teşkil etmektedir. Bu erken dönem işletme grupları genellikle yapı, perakendecilik, hükümet anlaşmalarıyla desteklenen büyük ölçekli ticaret, düşük teknolojik ürünler ve özellikle de tekstil alanında faaliyet göstermiştir. 1980 sonrasında ise söz konusu işletme gruplarının üç şekilde büyüdüğü görülmektedir: içsel sermaye kullanımıyla organik büyüme, uluslar arası firmalarla yapılan lisans anlaşmaları, ortak yatırım veya ortaklık kurma, kamu işletmelerinin özelleştirilmesiyle yeni işletmeleri bünyelerine dahil etme. Anadolu Grubunun McDonalds ve Samsung aracılığıyla yiyecek ve teknoloji alanına girmesi ortak yatırıma, Koç'un Tüpraş'ı satın alması ise özelleştirmeyle büyümeye örnek teşkil etmektedir (Çolpan ve Hikino, 2008, s.26).

İkinci gruba giren işletme grupları 1950'lerden sonra kurulan, 1980'lere kadar sınırlı çeşitlendirme stratejisi izleyen gruplardır (Çolpan, 2010, s.502). Tekstil, metal işleme, bankacılık ve diğer endüstri alanlarından gelen bu iş grupları, 1980'ler sonrası farklılaştırılmış strateji izlemeye başlamışlardır. Bu tip işletme gruplarının büyümeleri de ilk gruptakiler gibi, genellikle kamu teşekküllerinin özelleştirme yoluyla satın alınması veya uluslar arası şirketlerle ortaklıklar yoluyla gerçekleşmiştir (Çolpan, Hikino, 2008, s.38). Zorlu grubunun önce tekstil alanında faaliyet göstermesine rağmen, daha sonra Vestel ile ortaklık kurarak elektronik alanına, özelleştirme ile bankacılık alanına girmesi bu duruma örnek teşkil etmektedir. Benzer şekilde Ciner Grubu'nun da devlet özelleştirmeleriyle turizm, enerji ve madencilik alanlarına girdiği görülmektedir.

1980'lerden günümüze kadar geçen süreçte Türk işletme gruplarına etki eden bir diğer unsur ise kurumsallaşmadır. 1990'ların sonlarında kurumsallaşma, işletmelerde kurucu ailelerin bakış açılarına yaslanan kurallar ve prensipler sistemi etrafında anlam kazanmıştır (Ararat, 2005). Bu durum uygulamada kendisini, işletme grupları içerisinde kurucu ailelerin işletmelerin yönetiminden uzaklaşarak, daha çok yönetim kurulu üyeliği ve danışmanlık görevleri üzerine yoğunlaşmaları ve üst yönetimde aile dışı kişilerin istihdam edilmesi şeklinde göstermiştir. Ancak görece yeni işletme gruplarında



sahiplik-yöneticilik ayrımı halen görülmemekte, bir başka ifade ile hakim ortaklar ya da aile üyeleri şirketlerde çeşitli operasyonel görevler almaktadır (Çolpan, 2000, s.515).

### 3.3.1.2. Ulusal ve Kurumsal Nedenler

Gelişmekte olan ekonomilerde işletme grupları, girişimcilerin pazardaki sermaye, hammadde, iş gücü ve teknoloji sağlama sorunlarının üstesinden gelebilmek için kurdukları yapılar olarak görülmektedir (Guillen, 2000, s.363). Khanna ve Palepu (1998) ise, gelişmekte olan ülkelerde işletme gruplarının oluşmasının nedenleri arasında kurumsal boşluklara dikkat çekmektedir. Söz konusu kurumsal boşluklar, pazarın etkin bir şekilde çalışmasını engellemekte ve pazardaki aktörler için işlem maliyetleri yükselmektedir. Bu nedenle, aracı kurumların bulunmadığı veya etkin şekilde işlemediği gelişmekte olan ülkelerde girişimciler, bazı işlemleri içselleştirerek, işletme grubu formunda yapılanmaya gitmektedirler. (Erçek, Günçavdı, 2010, s.5).

Daha önce belirtildiği üzere grupları bir araya getiren güven, aile sadakati, akrabalık, etnik köken veya din gibi sosyal mekanizmalar, özellikle gelişmekte olan ülkelerde sözleşmelere uyulmaması ile ilgili riskleri azaltmaktadır (Granovetter 1994). Benzer şekilde bu mekanizma ya da ilişkiler ağı grup firmalarına, piyasada yüksek maliyet gibi farklı nedenlerle gerçekleştirilemeyeceği işlemleri içselleştirme olanağı sağlar. Bu doğrultuda sosyolojik yaklaşım, ekonomik değişimin, bir toplumda bulunan güven ve işbirliği kalıplarına bağlı olarak yapıldığını ileri sürmektedir (Whitley, 1991). Bu bağlamda Granovetter (1994) ekonomik sistem içindeki ahlaki kurallara dikkat çekmekte ve ekonomik ilişkilerin her zaman ölçek ekonomisi veya en düşük işlem maliyeti gibi rasyonel tercihleri yansıtmadığını ileri sürmektedir.

Gelişmekte olan ekonomilerdeki işletme gruplarının oluşmasının nedenlerini açıklayan bir diğer teori, ekonomi içinde devletin rolünü temel almaktadır (Guillen, 2000, s.364). Devletler, kontrol ve sorumlulukları nedenleriyle, özel sektör ajanları olarak genellikle bazı girişimcilerle iyi ilişki içinde olmayı tercih etmektedir (Amsden, 1989). Heper ve Keyman (1998) Türkiye’de de devlet ve işletmeler arasındaki böyle bir ilişkinin olduğunu ve bu ilişkinin Osmanlı İmparatorluğundan günümüze kadar sürdüğünü iddia etmekte ve bu durumu politik patronajlık olarak adlandırmaktadırlar.

Guillen (2000) yukarıda belirtilen teorilerin işletme gruplarının çeşitlendirme stratejilerini neden izlediklerini, nasıl benzersiz yeteneklere sahip olduklarını ve birbirleriyle ilişkili olmayan pazarlarda nasıl başarılı olduklarını açıklamakta yetersiz olduklarını iddia etmektedir (Guillen, 2000, s.364). Bu sorulardan hareketle, gelişmekte

olan ekonomilerdeki iş gruplarının oluşması ve faaliyet göstermesi “bağlantı kurma yetenekleri” ile açıklamaktadır. Bu bakış açısı, kaynak temelli yaklaşımla, iş gruplarının stratejik yeteneklerine ve dinamiklerine odaklanmaktadır. Guillen’in (2000) temel varsayımı; gelişmekte olan ülkelerdeki işletmelerin, politik ve ekonomik koşullara göre, yurt içi ve yurt dışı kaynakları bir araya getirmeye ve bunu bir süreç halinde devam ettirebilmeye yönelik ortamı sağladığı takdirde, işletme grupları oluşturduklarıdır.

Türkiye’de 1950 ve 1999 yılları arasındaki iş gruplarının faaliyetlerini Guillen’in (2000) teorik kapsamında inceleyen Erçek ve Günçavdı (2010), işletme gruplarının ortaya çıkmasında ve stratejilerini oluşturmalarında global ve işletmelerin faaliyet gösterdikleri ülkeye has değişkenlerin yanı sıra işletme düzeyindeki kısıtların da etkili olduğunu ifade etmektedir. Çalışmalarında Türkiye’de iş gruplarının oluşma nedenleri arasında kurumsal boşlukların ve sermaye akımlarının etkisine dikkat çekmektedirler (Erçek ve Günçavdı, 2010, s.13).

Demirağ ve Serter (2003) Türkiye’de holding yapılanmasının ana nedeninin şirket denetimin ailede kalması olduğunu iddia etmektedir. Bu iddialarını, İMKB’de 1999 sonu itibarıyla işlem gören piyasa değerine göre en büyük 100 şirketin sahiplik ve kontrol yapılarını inceledikleri çalışmalarına dayandırmaktadırlar. Çalışma sonuçlarına göre, 100 şirkette en büyük hissedar, ortalama olarak %45,10 paya, 38 şirket en az %50 payı olan bir hissedara sahiptir. En büyük 5 hissedarın ortalama olarak %64,5 paya sahip oldukları görülmektedir. 84 şirketin, mevcut payların en azından %50’sini kontrol eden en azından 5 veya daha az hissedarı mevcuttur. Bu dağılım, Türkiye’deki holdinglerin aile işletmesi yapısını koruduklarına işaret etmektedir.

Buğra’ya göre (1994), Türkiye’deki aile şirketlerinin holding şeklinde yapılanmasının temel nedeni, bu tarz endüstriyel biçim olarak ortaya çıkmanın sağlayacağı vergi avantajlarından yararlanmak ve aile işinin devamlılığını sağlayabilecek, ailenin merkezi kontrolü elinde tuttuğu kanuni bir yapıya sahip olmaktır. Yurtoğlu (2000) ise Türkiye’deki iş gruplarının holding şeklinde yapılanmasının iki temel nedeninden birinin yüksek enflasyonun olduğu dönemde vergileri bir yıl sonra ödeme kolaylığı, diğerinin karın holding şemsiyesi altındaki işletmeler arasında dağıtılarak düşük gösterilmesi suretiyle düşük vergi ödeme olduğunu belirtmiştir. Holding yapısıyla ilgili finansal bir diğer neden kredi olanaklarıdır. Durmuş (1986) işletmelerin holdingleşmenin sağladığı güçten yararlanarak daha düşük faizle kredi çekebilme olanağının yanı sıra, şirketler arasındaki sermayenin paylaşılmasıyla kaldıraç oranının yükseltilmesi fırsatlarına dikkat çekmektedir (Durmuş, 1986, s.387).

Türkiye’de işletme gruplarının ortaya çıkması ve sayılarının hızla artmasında vergi politikalarında yapıla değişikliklerin de etkili olduğu söylenebilir. Holding mekanizması, ülkemizde 1.1.1981 tarihinden önce verginin bir bölümünün en az bir yıl geç ödenmesine imkan verirken, bu imkan 2361 ve 2362 sayılı kanunlarla Gelir Vergisi Kanunu ve Kurumlar Vergisi Kanunu’nda yapılan değişikliklerle kaldırılmıştır. Gelir Vergisi Kanununun 80. maddesi, hisse senetlerinin bir yıl geçtikten sonra satışından doğan kazançların vergi dışı bırakıldığı hükme bırakılmıştır. Buna göre gerçek kişinin elinde bulunan ve ticari işletmeye dahil olmayan hisse senetlerinin, satın alma tarihi üzerinden bir yıl geçtikten sonra satılması veya başka yollarla devrinden doğan kazanç vergiye tabi değildir. Bu nedenle ellerindeki hisse senetlerini bir holdinge aynı sermaye olarak koyan gerçek kişilerin değerlendirme farkından sağladıkları kazanç, vergi dışı kalmaktadır. Bu durum, uygulamada gerçek kişilerin sahip oldukları başka işletmelere ait hisse senetlerini holdinge aynı sermaye olarak koyma suretiyle holding kurmayı cazip hale getirmekte ve Türkiye’de holdingleşmenin en önemli nedenini teşkil etmektedir (Yalçın, 1995, s.25).

Ayrıca Türk işletme gruplarında iştirakler arasındaki danışmanlık, araştırma geliştirme, pazarlama ve dağıtım, yatırım projelerinin hazırlanması gibi hizmetler gider olarak gösterilmekte bu sayede vergi avantajı yaratılabilmektedir (Akça, 2010, s.214).

Türkiye’de işletme gruplarının oluşmasının diğer nedenleri Buğra (1994) ve Çolpan ve Hikino (2008) tarafından “fırsat çekimi” ve “yetenek itmesi” kavramları ile açıklanmaya çalışılmaktadır. Yetenek itmesi modeline göre işletmelerin sahip olduğu, teknoloji ve ürüne özgü yetenekler işletmelerin büyümesinin veya gruplaşmasının itici gücünü oluşturmakta ve bu gibi yeteneklere sahip firmaların rekabet avantajı yaratmada bunlardan yararlanması beklenmektedir. Fırsat çekimi modeline göre ise dışsal büyüme ve kar olanakları şirketler ve gruplar için çeşitlendirme stratejisi uygulamalarında temel motivasyondur. Devletin ekonomiye yapay müdahalesiyle gruplar, fırsatçı bir biçimde, karşılanmayan taleplere ve büyüme olasılıklarına yanıt vererek, rekabetçi piyasalarda ortaya çıkmayacak yüksek kar marjlarını elde etmek için yeni girişimlerde bulunma yoluna gitmektedirler (Çolpan ve Hikino 2008, s.34).

Türkiye’ye has holdingleşmede siyasi nedenlerin de önemli olduğu birçok çalışmada vurgulanmıştır. Holdingler büyük sermaye grupları olduklarından siyasi iktidar üzerinde baskı unsuru olabilmektedir (Yalçın, 1995, s.26). Buğra (1998) devlet desteğine bağlı iş gruplarıyla siyasiler arasındaki ilişkilerin karşılıklılık esasında Cumhuriyetin ilk yıllarından beri devam etmekte olduğunu belirtmektedir. Oh ve Varcın

(2002) gelişmekte olan ÷lkelerde devletin pazarla ilgili sorunlara ekonomik çözümler yerine politik çözümler sunarak, pazarı devre dışı bıraktığını iddia etmektedirler. Pazar dinamiklerinin devre dışı bırakılarak devlete ait monopol işletmelerin özel sektöre devriyle gerçekleşen bu süreçte, devletin rolünün bazı durumlarda yasalara uygun olmadığını ileri sürmektedir. Yazarlar Türkiye'deki iş gruplarının teknolojik olarak Güney Kore ve Tayvan'dakiler gibi gelişmemesinin nedenini pazarın devre dışı bırakılarak, ekonomide verimlilik prensibi yerine kayırmacılığın ve korumacılığın etkin olmasına bağlamaktadır (Oh ve Varcın, 2002, s.718).

Özetle, 1980'lerden itibaren Türkiye'deki holding sayısında gör÷len artışın nedenleri arasında ilk sırada holding yapısının işletme sahiplerine sunduğu avantajlar gelmektedir. Buna ek olarak işletmelerin holding çatısı altında toplanmasına ilişkin sekiz neden sıralanabilir. Bunlar: müesseseleşme gereksinimi, kuruluş müesseselerin dağılmasını önleme eğilimi, fonların etkin şekilde kullanılması, finansal gereksinimleri karşılama isteği, vergilerin geç ödenmesini sağlama, kar paylarının vergisiz değeri olanağı, halka açılma ve kolay sermaye bulma ve modadır (Özalp, vd., 1990, s. 43-44) .

### **3.3.2. Türk İşletme Gruplarının Örgütlenme Şekilleri**

Günümüz Türkiye'sinde işletme gruplarının yapısına bakıldığında, işletme gruplarının büyük bir bölümünün piramit hiyerarşik yapı içinde aileler tarafından yönetildiği, ancak yönetim yapısının değişkenlik gösterdiği gör÷lmektedir (Yurtoğlu, 2000, s.216). Her ne kadar nakit akışlarının ve yönetimin kontrolünün etkin bir şekilde sağlanmasının zorluğu bu yapının dezavantajını oluştursa da, hakim ortağın doğrudan kontrolü, uzun dönemli işletme stratejilerinin uygulanmasını kolaylaştırmaktadır.

Türkiye'de aile işletmesi şeklinde yapılan holdinglerin, fonları kendilerine aktarma tehlikesine dikkat çekmektedir (Kıyılar ve Belen, 2011, s.29). Bu tehdide karşılık artan kurumsallaşma baskısının işletme grupları üzerindeki etkisi yönetim kurumlarında bağımsız ve dışarıdan yöneticilerin de yer alması sonucunu doğurmuştur. Bu durum aile üyesi olan veya olmayan işletme içi yöneticilerin işletme dışında bulunan hissedarların menfaatlerini göz ardı edebilecekleri sorununa karşı geliştirilen bir yöntem olup, uluslar arası işletmelerin uygulamalarına paralellik arz etmektedir (Çolpan, 2000, s. 515). Bu doğrultuda, uluslar arası yatırımcıları da çekebilmek amacıyla, İMKB'de yapılan kurumsal yönetim endeksinde 2005 yılında sadece 5 işletme yer alırken, 2009 yılında bu rakam 24'e çıkmıştır. Anadolu Efes, Arçelik, Coca Cola İçecek, Dentaş

Ambalaj, Doğan Holding, Doğan Yayın Holding, Vestel gibi bir gruba bağlı olarak faaliyet gösteren şirketler bunlardan bazılarıdır.

Son dönemlerde, yukarıda adı geçen büyük holdinglerin yanında, yaşanan siyasi ve ekonomik değişimlere paralel olarak farklı coğrafi alanlarda irili ufaklı holdinglerin de kurulduğu görülmektedir. Bu bağlamda 2000'lerde Anadolu girişimcilerinin kurduğu holding sayısının 2002'de 628'e, 2009'da ise 993'e ulaştığı görülmektedir. Anadolu illerinde 2002 ile 2009 arasında toplam 74 yeni holding kurulduğu, bunların 44'ünün İzmir'de, geri kalan 30'unun Anadolu'nun diğer illerine dağıldığı görülmektedir. Böylece 8 yılda, Anadolu'da holding sayısı yüzde 40'ın üzerinde artarak 144'ten 204'e yükselmiştir. Anadolu'da holdingleşme açısından en hızlı iller arasında İzmir, Kayseri, Antalya, Afyon, Denizli, Bursa, Gaziantep ve Konya başı çekerken, özellikle Kayseri, Konya ve Eskişehir'de 2002'den bu yana 4'er tane yeni holding kurulduğu görülmektedir (<http://www.capital.com.tr/anadolunun-yukselen-holdingleri-haberler/21163.aspx>).

### 3.3.3. Türkiye'de İşletme Grupları Literatürün Gelişimi ve Kavramsal Dönüşüm

Gelişmekte olan ülkelerdeki işletme gruplarının oluşumu ve izledikleri stratejiler gelişmiş ülkelerdeki işletme gruplarından farklılık göstermektedir. Gelişmekte olan ülkelerdeki işletme gruplarının oluşumu, izledikleri stratejiler ve gruplaşma nedenleri ile ilgili olarak birçok teorinin geliştirildiği görülmektedir. Teoriler genel olarak işletme gruplarıyla ilgili farklı yerel nedenleri dikkate almaktadır. Bu teorilerden önde gelenleri; pazar başarısızlığına (market failure), sosyal yapıya ve devletin faaliyetlerine yöneliktir.

Türkçe yazında holdingler konusunu ilk ele alanlar arasında Bürhan (1934), Tekbaş (1972), Tokcan (1978), Yücaoğlu (1978) gibi yazarlar gelmektedir. Ancak söz konusu çalışmalarda belirtilen holding yapısının karşılığının Türk iş dünyasında görülmediği, daha çok yabancı yazından aktarım şeklinde yapılan bu yayınlarda, holdinglerin örnek model olarak sunulduğu söylenebilir. Türkiye'de holding kuruluşlarını ilk inceleyen yayın Alak ve Büyükkaya'nın (1975) "Holdingler ve Türkiye'de Holdingleşme Hareketi" adlı çalışmasıdır.

Türkiye'de holding yapısının geç gelişme göstermesine paralel olarak holding ya da işletme grubu yazını da yeterince gelişmemiş hatta holding tanımı dahi farklı şekillerde yapılmıştır. Bu çalışmaların holding tanımlarında genel olarak holdinglerin yapısal özelliklerine dikkat çekmekten çok, Batı yazınındaki tanımları öne çıkardıkları görülmektedir.

Bu tanımların bir kısmında, holding, “başka işletmelerin hisse senetlerini elde ederek, bunları kontrol altına alan bir kuruluş” olarak ele alınmakta, bazılarında ise; “daha önce, bağımsız olarak çalışmalarını yürüten işletmelerin; hisse senetlerinin tek bir işletme tarafından satın alınarak bunların yönetim ve denetimlerinin birleşmesi ile oluşan ekonomik topluluk” olarak ifade edilmektedir (Yalçın, 1995, s.15).

Türkiye’de holdingler ya da işletme grupları ile ilgili kabul gören bir tanımının olmadığı, hatta bu konuda yasal düzenlemenin de ilk defa 12 Ocak 2011 tarihinde kabul edilen yeni Türk Ticaret Kanunu kapsamında yapıldığını belirtmek yerinde olacaktır. Bu yasadan önce, Türkiye’de holding çeşitleri arasından Avrupa Birliği’ne uyum yasaları çerçevesinde sadece finansal holdinglere ilişkin detaylı tanımların ve düzenlemelerin yapıldığı görülmektedir. Bu amaçla 26333 sayılı ve 1.11.2006 tarihli resmi gazetede Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumunca Finansal Holding Şirketleri Hakkında Yönetmelik çıkarıldığı görülmektedir. İlgili yönetmelikte finansal holding şirketlerinin kapsamına, kurumsal yapılarına, tabi olacakları sınırlamalara ve denetimlerine ilişkin usul ve esasları düzenlemektedir. TBMM Avrupa Birliği Uyum Komisyonunun 30.04.2009 tarih ve 22 nolu kararında kanun tasarısı ile bankacılık alanında faaliyet gösteren finansal holding şirketlerinin teşvik edilmesi, destek hizmeti faaliyetleri ile ilgili sınırlamaların getirilmesi öngörülmektedir (<http://www.tbmm.gov.tr/komisyon/abuyum/belge/faaliyet/donem23/1-682.pdf>).

Yürürlükteki Türk Ticaret Kanunu’nda holdingler sadece 466. maddenin 3. fıkrasında "...gayesi esas itibariyle başka işletmelere iştiraktan ibaret olan holding şirketleri..." şeklinde geçmektedir, söz konusu maddede bu işletmelerin yedek akçe ayırma zorunluluğunun olmadığı belirtilmektedir (Tekinalp, 1974, s.451). Bunun yanı sıra Kurumlar Vergisi Kanunu'nun 8. maddesinde kurum istisnası konusunda iştirak eden şirketlere ana kurum vasfı verilerek holding kavramına dolaylı olarak değinildiği görülmektedir. Holdingler, TTK'nın 136. maddesinde sayılan ticaret şirketleri, sınırlı sayı ilkesine göre düzenlendiğinden, ticari şirket türü olarak sayılmamaktadır. Bu nedenle holding şirketler, uygulamada hukuki yapı olarak daha çok anonim şirket olarak kurulmaktadır. Bu şekilde kurulan şirketlerin normal anonim şirket işletmesinden hiç bir farkı bulunmadığı yönünde görüşler mevcuttur (Alisbah, 1972, s.10). Holding işletmesinin hukuki yapısının limited, kollektif, komandit veya bir gerçek kişi işletmesi, vakıf veya bir kooperatif olmasında herhangi bir kanuni engel olmadığı ifade edilmektedir (Aydınlı, 2011, s.5).

1 Temmuz 2012 tarihi itibarıyla yürürlüğe girecek olan Türk Ticaret Kanunu 12 Ocak 2011 tarihli TBMM genel kurulunda kabul edilerek yasalaşmıştır. Yeni TTK ile, birden çok sermaye şirketinin, önceden belirlenmiş ve somut politikalara göre yönetilmesi amacıyla oluşturulan işletme grupları ve holdingler, “Şirketler Topluluğu” adı altında Türk hukukunda ilk kez düzenlenmiştir (Şimşek, 2011). Söz konusu yasanın 195. maddesinde şirketler topluluğu şu şekilde tanımlanmaktadır:

*“...Bir ticaret şirketi, diğer bir ticaret şirketinin, doğrudan veya dolaylı olarak; Oy haklarının çoğunluğuna sahipse veya şirket sözleşmesi uyarınca, yönetim organında karar alabilecek çoğunluğu oluşturan sayıda üyenin seçimini sağlayabilmek hakkını haizse veya kendi oy hakları yanında, bir sözleşmeye dayanarak, tek başına veya diğer pay sahipleri ya da ortaklarla birlikte, oy haklarının çoğunluğunu oluşturuyorsa,*

*Bir ticaret şirketi, diğer bir ticaret şirketini, bir sözleşme gereğince veya başka bir yolla hakimiyeti altında tutabiliyorsa, birinci şirket hakim, diğeri bağlı şirkettir. Bu şirketlerden en az birinin merkezi Türkiye’de ise, bu Kanundaki şirketler topluluğuna ilişkin hükümler uygulanır...”*

Kanundaki diğer ilgili hükümler ile, kontrol altında tutan hakim şirket ve kontrol altında bulunan bağlı şirket kavramları açık tanımlara kavuşturulmuş ve bunların hukuki konumları ve ilişkilerinin düzeni belirlenmiştir. Yeni yasa ile ayrıca hakim ve bağlı şirket ilişkilerinin bu her iki şirket yönetim kurulunca her yıl bir rapora bağlanması zorunluluğu öngörülerek, bu şirketlerin yönetimlerinin sonuçları hakkında ayrıntılı bilgiye sahip olmaları sağlanmaktadır (Şimşek, 2011). Diğer taraftan SPK'dan izin almaksızın halktan ortaklık vaadiyle para toplamak da cezai müeyyideye bağlanmıştır.

İşletme gruplarının tam olarak tanımlanmamış olması konuyla ilgili çalışmaları sayıca sınırlamış olsa da son yıllarda Türk işletme grupları yazınında ampirik çalışmalar da görülmeye başlanmıştır. Bu çalışmalardan birinde Gürsoy ve Erdoğan (1998) Türkiye’de işletme gruplarının çeşitlendirme stratejisi izlemesine rağmen holdinglere bağlı şirketlerle, bağlı olmayan şirketlerin kaldıraç oranlarının birbirlerine yakın olduğu dolayısıyla aynı oranda risk aldıklarını belirtmektedir.

Kıyılar ve Belen (2011) çalışmalarında çeşitlendirmeye rağmen karlılığın nedenleri arasında çeşitlendirmenin faydaları ve grup içinde kaynakların etkin dağıtımı gibi holding formlarından beklenen faydaları sıralamıştır (Kıyılar ve Belen, 2011, s.28).

Türk işletme gruplarının performansı hakkında yapılan ilk çalışma Khanna ve Rivkin (2001) tarafından gerçekleştirilmiştir. 14 farklı gelişmekte olan ülke için yaptıkları çalışmalarında performans çalışmalarını toparlamayı amaçlayan yazarlar grup

ilişisini kukla değişken olarak kullanarak, grup ilişkisi olan şirketleri üç ülke için (Hindistan, Endonezya ve Tayvan) daha çok karlı (ROA) bir ülke için de (Arjantin) daha az karlı olarak bulmuşlardır. İçlerinde Türkiye'nin de olduğu geri kalan ülkeler de ise sonuçlar anlamsız bulunmuştur. 273 şirketten oluşan Türkiye örneklemelerinde karlılık değişkeni olarak ROA'yı kullanan yazarlar ayrıca aynı işletme grubundaki işletmelerin karlılık oranlarının birbirlerinden farklı olduğunu da işaret etmişlerdir (Khanna ve Rivkin, 2001, s.69).

Türk işletme gruplarına bağlı şirketlerle bağımsız şirketlerin performansını kıyaslamak amacıyla yaptıkları ampirik çalışmalarında Gündüz ve Tatoğlu (2003) ise Türk işletme gruplarının yiyecek, elektronik, otomobil, yapı ürünleri, kimyasallar ve finans sektörü gibi farklı alanlarda faaliyet gösterdiklerine işaret ederek, bu strateji nedeniyle grup içerisindeki işletmelerin risklerinin azaldığı, bu durumun grup şirketlerinin daha az karlılık göstermelerine neden olduğunu ileri sürmektedir.

Gündüz ve Tatoğlu (2003) çalışmalarında örneklem olarak İMKB'ye kayıtlı sanayi şirketlerini almış ve analizlerini sadece 1999 yılı için sınırlı tutmuşlardır. Çalışmada iki haneli SIC koduna göre farklı iki sektörde faaliyet gösteren üye şirketlere sahip olan kurumlar işletme grubu olarak kabul edilmiş, yapılan analizler sonucundan bu tanıma uyan 84 grup şirketi ile 118 bağımsız işletmenin performansı arasında anlamlı sonuçlar bulunamamıştır (Gündüz ve Tatoğlu, 2003, s. 49).

Yine, Gönenç vd. (2007) çeşitlendirme yoluna gitmiş işletme gruplarına bağlı olan şirketlerin performanslarını, herhangi bir gruba bağlı olmayan bağımsız şirketler ile kıyaslamak amacıyla yaptıkları çalışmalarında, grup şirketlerinin nakit akışlarını kontrol etme ya da içsel sermaye piyasaları yaratma davranışlarını da incelemiştir. Bu çalışmada 2000 yılında İMKB'de işlem gören 200 firma, 123 firma gruba bağlı 77 işletme ise bağımsız olarak sınıflandırılmış ve analiz edilmiştir. Araştırma bulgularına göre grup ilişkisi firmaların muhasebe performansını artırmakta fakat hisse senedi piyasası performansı bundan etkilenmemektedir. Nakit akım hakkı ile oy hakkının farklılaşmasının muhasebe performansı üzerindeki etkisi olumsuz ancak anlamsız olmakta, piyasa performansı ise yine negatif ve anlamlı olmaktadır. İçsel sermaye piyasalarının işletme grupları açısından önemini belirten çalışmanın bulgularına göre grubun çeşitlendirme düzeyindeki artış şirketin muhasebe performansını artırmakta fakat piyasa performansı bundan etkilenmemektedir (Gönenç vd., 2007, s.64).

Çalışmanın sonraki bölümünde işletme grupları performans ilişkisi üzerinde durulacaktır.



### 3.4. İşletme Grupları ve Performans

Önceki bölümlerde de belirtildiği üzere, işletme grupları ve performans ilişkisini anlayabilmek için araştırmacılar, konuya bir çok teorik perspektiften yaklaşarak bu olguyu açıklamaya çalışmışlardır (Yiu, Lu, Bruton ve Hoskisson, 2007). Bu çalışmaların başında Khanna ve Palepu'nun (1997) çalışması gösterilebilir. Yazarlara göre işletme grupları, etkin olmayan sermaye ve emek piyasalarının bir fonksiyonu olarak karşımıza çıkmakta, bu grup formu sayesinde, ekonomik değerlerin birimler arası hareketliliği sağlanabilmektedir. Gillen'e (2000) göre ise bağlı şirketler arasındaki işlemlerin içselleştirilmesi hem bilgi hem de kaynak akışındaki etkinliği artırdığı için böyle bir yapının performans üzerinde etkisi kaçınılmaz olacaktır. Benzer şekilde işlem giderleri teorisini savunan yazarlara göre, özellikle nitelikli işgücünün grup içi paylaşımı, grup şirketlerini daha verimli hale getirmektedir (Chang ve Choi 1988, s.143; Chang ve Hong, 2000, s.432).

Sosyoloji bakış açısına göre ise grup şirketleri arasındaki çok boyutlu ilişkilerden oluşan bir ağın (network) varlığı, grup firmalarını rakiplerine göre daha avantajlı hale getirmektedir (Gerlach, 1992; Granovetter, 2005). Söz konusu yazarlara göre, böyle bir ağın varlığı, grup şirketlerine resmi ve gayri resmi bilgiler sağlayacağından, grup şirketlerine risklerin azaltılması, sözleşme gücü, ve fırsatların daha kolay belirlenmesi gibi avantajlar sağlayacaktır. Gerlach (1992) ve Keister (1998) işletme gruplarının, bağlı şirketler için belirsizliği azaltmasını, söz konusu yapı sayesinde yatırım kararlarının daha etkin verilebileceğine ayrıca tedarikçilerle olan ilişkilerin daha fazla garanti altında tutulabileceğine bağlamışlardır. Weidenbaum ve Hughes (1996) işletme gruplarının başarısını, kredi garantisi ve ortak teşebbüslere katılımlar sayesinde, sözleşmelerde baskın olma gücüne bağlamıştır. Luo ve Chung (2005) ise piyasa ve teknoloji alanında yaşanan gelişmeleri, zamanında tüm bağlı şirketlere ulaştıracak bir yapıya sahip olması nedeniyle grupların, yeni yatırım fırsatlarını daha iyi görebileceğini ileri sürmüşlerdir.

Fakat bazı araştırmacılara göre grup ilişkisinin asıl amacı karlılık değildir (Kim, Hoskisson ve Wan 2004; Morck ve Yeung, 2003). Vekalet teorisi tabanlı bakış açısı işletme gruplarını, varlıklı ailelerin kişisel faydalarını artırmak için kullandıkları çeşitli taktiksel araçlar, dolayısıyla bir potansiyel vekalet maliyeti kaynağı olarak görürler (Morck vd. 2005). Bu taktiklerden bazıları, bir çok işletmeyi sınırlı sermaye ile kontrol etme yolu olan piramitleşme ve bağlı şirketler arasında kaynak ve kar transferleridir.

Bazı yazarlar işletme gruplarının karı maksimize etmek yerine, grup firmalarını kararlı ve istikrarlı hale getirdiğini ileri sürmektedir (Gerlach, 1992). Bu görüşe göre bir tür sigorta işlevi sayesinde bağlı şirketlerin iflas riski azaltılmaktadır. Ancak bu nedenle üye şirketler bir tür vergi benzeri maliyete katlanmak zorunda kalmaktadırlar (Ferris, Kim ve Kitsabunnarat, 2003). Bu tür bir zorunluluk finansal anlamda zayıf üye şirketlerinin desteklenmesi sonucunu ortaya çıkarmaktadır (Morck ve Nakamura, 1999, s.330).

Yukarıda genel hatlarıyla özetlenen işletme grupları literatüründe yer alan çalışmalarda, grup ilişkisi, bir gruba bağlı olan ve olmayan (bağımsız) firmalar karşılaştırılarak incelenmiştir. Temel olarak bu çalışmalarda, ortaklık yapıları gözetilerek, bir gruba bağlı olmanın, çeşitli finansal göstergelerde nasıl bir etki yarattığı incelenmiştir. Bu konudaki baskın literatürde bağlı şirketlerin performansı, muhasebe kriterleri (Caves ve Uekusa, 1976) ve piyasa ölçütleri dikkate alınarak (Khanna ve Palepu, 2000) incelenmiştir. Bu konuda yapılan önemli bazı çalışmalara aşağıda yer verilecektir.

İşletme grupları hakkındaki ilk performans çalışmaları Japon keiretsular hakkındadır. Keiretsular, her bir grubun bir bankayla sıkı ilişkileri olduğu işletme gruplarıdır. Bu konuda yapılan çalışmalardan biri olan Caves ve Uekusa (1976), çalışmalarında, 1961-1970 yılları için, bir keiretsuya bağlı şirketlerin daha düşük karlılığa (ROA) sahip olduklarını ortaya koymuşlardır. 1971-1982 yılları için ise Nakatani (1984) de karlılığın (ROA) keiretsu şirketleri için daha düşük olduğunu, Tokyo borsasında işlem gören şirketler için ortaya koymuştur. Prowse (1992) tarafından yapılan bir diğer çalışmada ise 143 Japon üretim ve madencilik işletmesi için muhasebe karları açısından grup olma ve olmama arasında anlamlı bir fark bulunamamıştır. Ito (1997) çalışmasında büyük Japon üretim işletmelerinden, en büyük 6 keiretsu ile ilişkisi olan firmaların ROA'larını incelemiştir. Japon borsasına kayıtlı bu şirketlerin 1971, 1975, 1980 ve 1985 yılları için tekrarlanan analiz sonuçlarında, sadece 1971 yılı için negatif ilişki bulunmuş diğer yıllar için yapılan analizlerde anlamlı bir ilişki ortaya konulamamıştır.

Keiretsu şirketlerinin faydalarını açıklamak için zor durumdaki keiretsuya bağlı şirketlerin kurtarılması üzerine odaklanan Lincoln, Gerlach ve Ahmadjian (1996) ortalama karlılığa odaklanmanın yanlıtıcı sonuçlara neden olabileceğini ileri sürmüştür. 1965-1988 yılları arasında faaliyet gösteren 6 büyük keiretsu ile bağları olan 197 büyük Japon işletmesine odaklanan yazarlar, zayıf şirketlerin keiretsu üyeliğinden

faaydalandıklarını güçlü olanların ise bu üyeliğın avantajlarından faydalanma yoluna gitmediklerini ortaya koymuşlardır. Yazarlara göre gruplar finansal kaynakları grup içerisinde yeniden dağıtarak bir tür sigorta işlevi görmektedir. Gedajlovic ve Shapiro (2002) benzer bir etkinin olup olmadığını sonraki yıllar için test etmişlerdir. 334 halka arz edilmiş Japon şirketini inceledikleri çalışmalarında, 1986-1991 yılları için bu etkiyi aramışlardır. Fakat buldukları sonuçlar Licoln vd. (1996)'den farklı olmuştur, buna göre bu çalışmada karlılık ve keiretsu üyeliği arasında bir ilişki bulunamamıştır.

Daha önce belirtildiği üzere keiretsular yapısal olarak, her bir grubun bir bankayla sıkı ilişkileri olduğu işletme gruplarıdır. Grup bankası aynı zamanda diğer şirketler için önemli bir ortak ve kreditedördür. Bu yüzden grup içi ilişkileri ortaya koymak keiretsularda daha güç hale gelmektedir (Caves ve Uekusa 1976, s.78). Ayrıca keiretsular ana merkez tarafından çok sıkı kontrol edilmezler. Fakat şirketler arasındaki karşılıklı pay sahipliği ilişkisi, ve bağlı şirketlerin yöneticilerinin resmi olmayan rutin toplantıları bu grupları bir arada tutar. Ancak diğer bir çok ülkede bundan farklı olarak işletme grupları bir aile tarafından yürütülür ve kontrol edilir. Araştırmaların yoğunlaştığı bir diğer ülke olan Kore'de faaliyet gösteren chaebollar, merkezinde bir bankanın olmadığı keiretsularla benzerlik gösterir, ancak keiretsulara göre çok daha merkezi bir yapıya sahiptir.

182 firma üzerinde yaptığı çalışmada Chang ve Choi (1988), en büyük 30 chaebola bağlı şirketler üzerinde yoğunlaşmıştır. Araştırma sonucunda 1975-1984 yılları için en büyük 4 chaebola bağlı şirketlerin ortalamanın üzerinde karlılığa sahip olduğunu ortaya koymuşlardır. Çalışmada bu en büyük 4 chaebolun diğerlerinden farklı olarak aynı zamanda dikey bütünleşmiş ve çok bölümlü yapıya sahip olduğu belirtilmiştir. Yine en büyük 30 chaebol üzerine yapılan bir diğer çalışmada Ferris, Kim ve Kitsabunnarat (2003) 1990-1991 yılları için herhangi bir değerlendirme farklılığına rastlamamıştır. Fakat 1992-1995 yılları için chaebol şirketlerinde bir değerlendirme iskontosu söz konusu olmuştur. Bu çalışmalarda sadece en büyük chaebollara odaklandığı için küçük gruplar göz ardı edilmiştir.

368 chaebolla ilişkili 1666 Kore firması üzerine 1985-1996 yılları arasında yaptıkları geniş kapsamlı çalışmalarında Chang ve Hong (2002), küçük grupların, 30 büyük chaebola göre karlılık üzerinde güçlü pozitif etkilerinin olduğunu ortaya koymuşlardır. Yazarlar gruba bağlı olan ya da olmayan şirketleri karşılaştırmak yerine örneklemelerini sadece grupla ilişkili firmalardan oluşturmuşlardır. Yazarlar aynı zamanda gruptan yararlanmanın zamanla ilişkili olduğunu ortaya koymuşlardır.

1980'lere göre grup üyeliğinin etkileri, 1990'lara gelindiğinde azalmaktadır. Örneğin en büyük 30 chaebolun 1985-1990 yılları arasında karlılık üzerinde pozitif etkisi olduğu, 1991-1996 yılları arasında ise karlılıkla grup üyeliği arasında bir ilişkinin olmadığını ortaya koymuşlardır. Choi ve Cowing (1999) 252 Kore üretim şirketini 1985-1993 yılları için analiz etmişler ve 1987-1989 yılları için chaebol şirketlerinin bağımsız şirketlere oranla oldukça düşük karlılığa sahip olduklarını ancak 1990-1993 yılları arasında gruba bağlı ve bağımsız şirketler arasında karlılık yönünden bir farklılık olmadığını ortaya koymuşlardır. Yazarlar ayrıca chaebolun ölçeğine göre satışlarda büyümenin de farklılaştığı sonucuna varmışlardır.

Bir çok performans çalışmasında, grup ilişkisi kukla değişken kullanılarak ölçülmüştür, bu yüzden grup içerisinde farklı şekillerde kaynak kullandıran gruplar dikkate alınmamıştır. Chang ve Hong (2000) grup düzeyinde paylaşılan kaynakların ve grup içi işlemlerin karlılığı artırıp artırmadığını tespit etmeyi amaçladıkları çalışmalarında, 1985-1996 yılları arasında halka arz edilmiş yada edilmemiş, denetimden geçmiş grup şirketlerine odaklanmıştır. Araştırma sonucunda reklam harcamaları ve AR-GE gibi grup düzeyinde paylaşılan kaynakların, incelenen tüm yıllarda yatırılan sermayenin getirisini (Return on Invested Capital-ROIC) artırdığını, ancak diğer grup şirketlerine borç ve garanti veren şirketlerde ise bu getirinin azaldığını ortaya koymuşlardır. İlk yıllar için (1985-1992) ilişkili çeşitlendirmenin, ROIC'te bir artışa neden olduğunu, ancak sonraki yıllarda bu etkinin ortadan kalktığını belirtmişlerdir. İlişkisiz çeşitlendirme sadece 1989-1992 yılları için pozitif bir etkiye sahiptir. 1989-1997 yılları için grup şirketlerine mal satmak ve borç garantisi almak ROIC'i artırmaktadır, fakat diğer grup şirketlerinden sermaye yatırımı almak ROIC'i azaltmaktadır. Bağlı şirketlerden mal satın almak 1989-1992 yılları arasında negatif bir etkiye sahiptir. Bu etkiye diğer yıllarda rastlanmamıştır. Bu sonuçlara göre grup düzeyinde paylaşılan kaynakların firma performansı ve karlılığı üzerindeki etkisinin son derece önemli olduğu söylenebilir.

Grup düzeyinde paylaşılan kaynakların ve çeşitlendirme stratejilerinin performans üzerindeki etkisi bir çok başka çalışmada da incelenmiştir. Khanna ve Palepu (2000a) Bombay borsasına kayıtlı 1308 Hindu şirketinin 1993 yılı verilerini kullanarak yaptıkları çalışmalarında, bir grupla ilişkisi olan ve olmayan şirketlerin performanslarını analiz etmiştir. Grupların çeşitlendirme düzeyine göre kukla değişkenler belirleyen yazarlar, yüksek düzeyde çeşitlendirme (7'den fazla endüstride faaliyet gösteren gruplar) yoluna giden grup firmalarının bağımsız şirketlerden çok daha

iyi piyasa performansı (Tobin Q) sergilediklerini ortaya koymuşlardır. Daha az çeşitlendirme yoluna giden grupların firmalarının (<7 endüstri) ise bağımsız şirketlere göre daha düşük düzeyde ROA'ya sahip olduklarını ortaya koymuşlardır. Yazarlar çeşitlendirme düzeyi ile performans arasında (ROA ve Tobin Q) doğrusal olmayan bir ilişki tespit etmişlerdir. Buna göre düşük düzeyde çeşitlendirme yoluna giden grup firmalarının performansı daha düşük bulunmuş ve çeşitlendirme düzeyi arttıkça performansın iyileştiği ortaya konulmuştur. Yazarların bulgularına göre 13'den fazla sektörde faaliyet gösteren grup firmalarının bağlı şirketleri, yüksek oranda Tobin Q oranına sahiptir, 17'den fazla sektörde faaliyet gösteren grup firmalarının ise, bağlı şirketlerinin ROA'ları üzerinde pozitif etkisi söz konusudur.

Doğrusal olmayan benzer bir ilişki de Şili grup firmaları arasında gözlemlenmiştir. 84 Şili bağımsız şirketi ile 10 gruba bağlı 34 şirketin performansının 1988-1996 yılları için kıyasladıkları çalışmalarında Khanna ve Palepu (2000b) grubun faaliyet gösterdiği endüstri sayısı ile ROA arasında negatif, ancak endüstri sayısının karesi ile pozitif bir ilişki olduğunu belirtmişlerdir. Grup çeşitlendirme düzeyinin değer yaratmaya başladığı eşik ise 1988 yılı için 10 endüstri, 1996 yılı için ise 19 endüstri olmuştur. Yazarlar Şili örneği için genel olarak işletme grubu ilişkisinin firmalar üzerinde olumlu bir etkiye sahip olduğunu ancak bu etkinin zamanla azaldığını ortaya koymuşlardır.

Khanna ve Palepu'nun (2000a) Hindistan çalışması Van Der Molen (2005) tarafından tekrar yapılmıştır. Yazar kendi çalışmasında bağımlı değişken olarak ROA yerine Piyasa Değeri/Defter Değeri kullanmıştır. Araştırmada Van der Molen (2005), grup şirketlerini çeşitlendirme düzeyine göre küçük orta büyük şeklinde kategorize etmiş bunun sonucunda grup ilişkisinin Piyasa Değeri/Defter Değeri üzerinde herhangi bir etkisinin olmadığı sonucuna ulaşmıştır. İlginç olarak genç şirketlerde grup ilişkisinin yararlı; yaşlı firmalar için ise yararlı olduğu sonucuna ulaşmıştır.

Hindistan işletme gruplarının performansı üzerine diğer bir çok çalışma yapılmıştır. Bu çalışmalarda kukla değişken kullanılarak araştırılan grup ilişkisi ile performans arasında, çoğunlukla negatif bir ilişki bulunmuştur. Douma, George ve Kabir (2006) Bombay Borsasına kayıtlı 1005 Hindu şirketi için 1999-2000 verilerini analiz etmiştir. Yazarlar kullandıkları kukla değişkenleri ile grup ilişkisinin, ROA ve Q oranı üzerinde negatif etkiye sahip olduğunu ortaya koymuşlardır. Firma yöneticilerinin yüksek oranda pay sahibi olduğu şirketlerde ise ROA oranı artmıştır, ancak bu şirketin bir grup şirketi olması durumunda ise etki negatife dönmüştür.

Khanna ve Rivkin (2001) 14 farklı gelişmekte olan ülke için yaptıkları çalışmalarında performans çalışmalarını toparlamaya çalışmışlardır. Grup ilişkisini kukla değişken olarak kullanarak, grup ilişkisi olan şirketleri üç ülke için (Hindistan, Endonezya ve Tayvan) daha çok karlı (ROA) bir ülke için de (Arjantin) daha az karlı olarak bulmuşlardır. Geri kalan ülkeler de ise sonuçlar anlamsız bulunmuştur. Ayrıca daha önceki keiretsu çalışmalarında (Nakatani, 1984; Prowse, 1992) ve chaebol şirketleri için yapılan çalışmalarda (Choi ve Cowing, 1999; Ferris, Kim ve Kitsabunnarat, 2003), ileri sürüldüğü üzere grup şirketlerinin karlılığı sürdürme ya da istikrarlı hale getirme konusunda, karlılığı maksimum yapmaktan daha başarılı olduğu sonucu bulunmuştur.

Diğer bazı araştırmacılar grup ilişkisinin firma performansına etkisini incelemek amacıyla Asya ekonomileri üzerinde çalışmışlardır. Claessens, Djankov, Fan ve Lang (1999) 1991-1996 yılları arasında 9 Asya ülkesinde faaliyet gösteren işletme grupları için grup ilişkisinin performans üzerindeki etkisini test etmişlerdir. Buna göre Endonezya, Filipinler ve Tayland gibi düşük gelirli ülkelerde grup ilişkisi firma değeri üzerinde pozitif etkiye sahiptir. Ülkenin GSMH'sının artması ile grup ilişkisi performansı azaltıcı hale gelmektedir. Claessens vd. (2006) Tobin Q oranı kullanarak ölçtükleri firma performansına göre 9 Asya ülkesi için 1994-1996 döneminde Japonya dışında grup ilişkisinin direkt bir etkisinin olmadığını bulmuşlardır. Japonya'da ise etki anlamlı bir şekilde negatif olmuştur. Yine bu çalışmada yaşlı firmaların daha çok finansal sıkıntıya sahip oldukları ve bu nedenle grup üyeliğinden daha çok faydalandıkları ortaya konulmuştur. Fakat oy kullanma haklarının nakit kullanım hakkını aştığı firmalarda, bir başka ifade ile olası vekalet problemlerinin olduğu firmalarda performansın düşük olduğu ortaya konulmuştur.

Kim (2006) 1991-1998 yılları arasında Kore üretim işletmelerinin verimliliğini incelediği çalışmasına grup ilişkisine ek olarak aile sahipliğini ve sahiplik konsantrasyonunu da analize etmiştir ve söz konusu değişkenlerin etkilerini bireysel olarak tek tek ve birlikte test etmiştir. Yazar söz konusu değişkenler arasında Ters U şeklinde bir ilişki bulmuştur. Düşük konsantrasyon seviyelerinde pozitif olan ilişki, konsantrasyon arttıkça azalmakta ve sonunda negatif olmaktadır. Örnekleme aile sahipliği chaebol şirketlerde ortalama %25,1 grup olmayan şirketlerde %53,5 oranındadır. En büyük 30 chaebol ile ilişki verimlilik üzerinde doğrudan negatif bir etkiye sahiptir. Bunun yanında genel olarak aile sahipliği ile verimlilik arasındaki pozitif ilişki, grup olan ve olmayan şirketlere göre çok daha güçlüdür. Benzer bir

çalışmada Joh (2003) aile sahipliği ve grup ilişkisinin muhasebe performansı ile ilişkisini, 1993-1997 yılları arasında 5829 Kore şirketi için test etmiştir. Buna göre muhasebe performansı sahiplik konsantrasyonu ile pozitif bir ilişkiye sahiptir, en büyük 70 chaebola bağlı şirketlerle ise negatif bir ilişkiye sahiptir.

Wiwattanakangtang (2001), 270 Tayland şirketini incelemiştir. Buna göre şirketi büyük oranda kontrol eden bir ortağın varlığı durumunda ROA bundan olumlu anlamda etkilenmektedir. Ancak şirketin 23 büyük Tayland işletme grubu ile ilişkisi olması durumunda ise ROA üzerinde ilave bir etkiden bahsetmek mümkün olmamaktadır. Ancak şirketi kontrol eden ortağın yönetici olması durumunda ise ROA negatif etkilenmektedir.

Silva, Majluf, ve Paredes de (2006) çalışmalarında Şili şirketleri için, aile üyeliğini işletme grubu ilişkisinden ayırıp inceleme yoluna gitmiştir. Yazarlar, ekonomik hakların, oylama haklarının, aile bağlarının ve birden fazla yönetim kurulunda görev alan yönetim kurulu üyelerinin firma performansını nasıl etkilediğini analiz etmek için 114 grup şirketi ve 63 bağımsız şirket üzerinde 2000 yılı için incelemede bulunmuşlardır. Analiz sonuçlarına göre daha çok aile üyesinin yönetim kurulunda bulunması, hakim ortaklara daha çok nakit temettülerin ödenmesi durumlarında Tobin Q bundan olumlu etkilenmektedir. Ancak oylama haklarının çok yüksek olması durumunda performansta düşüş gözlemlenmektedir. 114 işletme grubundan %76'sının performansı olumludur. Birden fazla yönetim kurulunda görev alan yöneticilerin varlığı durumunda sonuçlar yine olumlu olmaktadır.

Çalışmalara bir bütün olarak bakıldığında sonuçların oldukça tartışmalı olduğu açıkça görülmektedir. İşletme grupları performans ilişkisinin bazı durumlarda pozitif bazı durumlarda ise negatif olmasının nedeni kullanılan veri setlerinden kaynaklanabilmektedir. Çünkü veri setlerinde kullanılan örneklem çoğu zaman halka arz edilmiş veya çok büyük şirketlerden oluşmaktadır. Bu da, bu durumdaki bağımsız şirketlerin başarılı olma olasılığının yüksek olması nedeniyle, analizleri belirli oranda yanlı hale getirmektedir.

Bunun dışında bazı çalışmalarda farklı yıllar için tekrarlanan testler de çelişkili sonuçlar içermektedir. Bazı bulgular gruba bağlı olmanın performans üzerindeki etkisinin zamana bağlı olarak artıp azaldığını, bunun kaynağının da kurumsal çevrede yaşanan değişimler olduğu yönündedir. Ayrıca endüstri etkisi çok az analizde dikkate alınmış ve bunlarda da bu etki grup ilişkisini gölgelemiştir.

Grup şirketleri ve bağımsız şirketler için kukla değişken kullanılması, her bir grup formuna sahip organizasyonun, bağlı şirketlerine benzer yararlar sağladığı ön kabulünü beraberinde getirir. Bu da bünyesinde üniversiteler, medya kuruluşları bankalar bulunan, kurumsallaşmasını tamamlamış büyük ve prestijli işletme grupları ile bu özellikleri taşımayan görece küçük gruplara bağlı faaliyet gösteren işletmelerin performansının aynı yönde olacağı beklentilerini doğurur. Grup firmalarının homojen olmayan bu yapısı yapılan ampirik çalışmalarda çelişkili sonuçların ortaya çıkmasında rol oynayan diğer bir unsurdur. Sonraki bölümde işletme grubu performans ilişkisinin muhtemel olumlu veya olumsuz nedenleri üzerinde durulacaktır.

### **3.4.1. Gruba Bağlı Faaliyet Göstermenin Muhtemel Olumlu Etkilerinin Nedenleri**

Buraya kadar açıklanan işletme grupları ve performans çalışmalarında hareketle, konuyu toparlamak ve özetlemek amacıyla grup olmanın bağlı şirketlerin performansı üzerindeki beklenen olumlu etkilerinin olası nedenleri şu şekilde açıklanabilir:

*1- Faaliyet gösterdikleri ülkelerin kurumsal yapılarındaki boşluklar nedeniyle piyasaların üstlendiği bazı temel fonksiyonları üstlenen işletme grupları, bu sayede grup şirketlerinin bağımsız şirketlere oranla daha iyi performans göstermesini sağlarlar (Khanna ve Palepu, 1997, s.40). Örneğin işletme grupları, aracı kurumları veya bankaları ikame ederek yarattıkları içsel sermaye piyasaları ile bağlı şirketlerine ekstra değer yaratma şansı sunarlar. Yatırım projelerinin finansmanında, içsel kaynakların maliyetinin dışsal finansman kaynaklarından daha düşük olması nedeniyle oluşan bu avantaj, projelerin finansmanında ihtiyaç duyulan kaynakların zamanında elde edilmesine olanak sağladığı için de grup şirketlerine önemli bir rekabet üstünlüğü sağlar. Benzer şekilde grup bünyesinde yaratılan iç emek piyasası aracılığıyla yöneticileri veya çalışanları eğitme ve rotasyona tabi tutmak yine grup firmaları için ekstra değer yaratan bir başka unsurdur.*

*2. Özellikle sermaye ve bilgi gibi, gelişmekte olan ülkelerde kıt olan kaynaklara sahip olan gruplar bu sayede kendilerine çeşitli avantajlar yaratırlar (Leff, 1978). İşletmelerin daha iyi performans göstermesine katkı sağlayabilecek kaynaklar çok çeşitlidir. Bu kaynaklar arasında piyasa bilgisi, müşteri sadakati, marka, dağıtım kanalları, teknoloji, ürün ya da pazara yönelik bilgiler sayılabilir. Grup bünyesindeki şirketlerden aynı ya da benzer sektörlerde faaliyet gösterenler arasında daha çok kaynak paylaşımı söz konusu olurken, sektörler ilişkisizleştikçe bu oran azalmaktadır. Fiziksel kaynakların ya da dağıtım kanallarının paylaşılması sık görülen durumlar olmakla*



birlikte, bilginin paylaşımı, yatırım ve diğer bazı stratejik kararlar da grup şirketleri açısından hayati öneme sahiptirler.

3. *Grup firmaları arasında yapılan karşılıklı mal ve hizmet ticaretinin/transferinin performansı artırıcı özelliği vardır (Khanna ve Rivkin, 2001).* Özellikle ilişkili sektörlerde gerçekleşen grup içi işlemlerde; üretimde kullanılan ham madde ve yarı mamullerin güvenli bir biçimde grup şirketlerinden tedariki, zaman, kalite ve miktar açısından sağladıkları avantajlar nedeniyle maliyetlerin düşürülmesine yardımcı olur. Grubun bazı işlemleri içselleştirilmesi ile ortaya çıkan bu durum, verilecek kararların çevresel belirsizlikten etkilenmesini engelleyerek, böylece oluşabilecek işlem maliyetlerinin önüne geçilmesini sağlar. Grup içerisindeki transferler başka alanlarda da işlem maliyetlerinin azalmasına neden olabilir. Örneğin yetenek transferi kapsamına giren, özellikle teknik uzmanlar ve yöneticiler gibi kalifiye personelin grup içerisindeki transferleri de işlem maliyetlerini düşüren başka bir unsurdur.

4. *Grup firmalarının ölçek ekonomisinden faydalanarak bu sayede verimlilik artışı sağlama ve işlem giderlerini azaltarak önemli rekabet avantajı elde etme olanakları daha yüksektir (Chang ve Choi, 1998).* Ölçek artışı ile birlikte ortaya çıkan bu avantaj; üretimde kullanılan hammaddenin daha büyük miktarlarda satın alınması ile oluşan maliyet tasarrufundan, makine parkı ya da ekipmanların daha etkin kullanılabilmesinden, amortisman, bakım onarım giderleri, AR-GE giderleri, pazarlama giderleri ile yönetim giderleri gibi sabit maliyetlerin daha fazla sayıda ürüne dağıtılmasından kaynaklanır. Farklı sektörlerde faaliyet gösteren aynı gruba bağlı şirketlerde ise ölçek ekonomisinin faydaları kendisini daha çok hizmet alımlarında gösterir. Örneğin hukuk hizmetleri, halkla ilişkiler yada denetleme gibi dışarıdan alınan hizmetlerde grup şirketleri için maliyet tasarrufları söz konusudur.

5. *Grubun sahip olduğu marka değeri başta müşteriler olmak üzere diğer tüm çıkar grupları ile ilişkilerinin etkin yönetilmesinde kolaylıklar sağlar ve bu sayede performansı artırır (Khanna ve Palepu 1999).* Grupların marka değeri ilişkili ya da ilişkisiz ürünlerde grup şirketlerinin performansına olumlu katkıda bulunur. Çünkü müşteri grup şirketlerinin ürettiği ürün hakkında daha önceden bilgi sahibidir. Benzer şekilde markadan bağımsız olarak ün, kalite, lezzet, güven v.b. konularda sahip olunan bilinirliği ifade eder. Böyle bir üne sahip olan grup şirketleri bu sayede ciddi bir rekabet avantajı elde ederler.

6. *Grup formu, grup şirketlerine yönetim konusunda ciddi avantajlar sunar. Bir yandan düzenli bilgi akışı, yönetim yeteneklerinin transferi ve birden fazla yönetim kurulunda görev alan yöneticilerin varlığı nedeniyle ortaya çıkan grup içerisindeki firmalarının eşgüdümlü hareket etme yeteneği (Khanna ve Rivkin, 2001) diğer yandan özellikle aile gruplarına bağlı firmalarda karar vericilerin birbirleri ile daha çok görüşme imkanına sahip olması (aile toplantıları vs.) gruplarda kararların daha hızlı verilmesini sağlar (Kim vd. ,2002) ve bu özellikler gruba bağlı firmalara önemli avantajlar sağlar. Özellikle gelişmekte olan ülkelerde ekonomik çevre şirketlere ciddi fırsatlar sunar. Hem bu fırsatların tespit edilmesi hem de hızlı bir şekilde söz konusu fırsatların değerlendirilmesi sürecinde grup firmaları rakiplerine göre belirgin yeteneklere sahiptir. Bu yeteneklerden girişimcilik yeteneği sayesinde grup şirketleri riskleri daha iyi yönetebilir, kaynakların yaratıcı fikirlere yönlendirilmesini sağlayabilir ve başarısızlıkları önceden görebilirler. Örgütsel tasarım konusundaki yetenekleri sayesinde grup şirketleri, yapı, kültür ve kontrol sistemlerini çalışanları koordine ve motive edecek şekilde düzenleyebilirler. Ayrıca, strateji konusundaki yetenekleri sayesinde grup şirketleri belirledikleri hedeflere daha kolay ulaşabilir.*

7. *Grup formu grup şirketlerine riski dağıtma veya azaltma konularında avantajlar sunar (Khanna ve Yahef, 2000). Grup yapısı sayesinde etkinliği artırılan finansal ve fiziksel varlıklar ayrıca artan yönetim becerisi, grup şirketlerinde riskin azaltılmasında önemli unsurlardır. Örneğin finansal varlıkların daha iyi değerlendirilmesi, bu varlıkların daha etkin yönetilmesine, borçlanma ve iflas maliyetlerinin aşağı çekilmesine olanak sağlar. Borçlanma maliyetlerinin aşağıya çekilmesi, borçlanma kapasitesini artıran, finansal yapıyı sağlamlaştıran ve riski azaltan bir unsurdur. Ancak bunların dışında grup firmaları için riski azaltan asıl önemli unsur grubun üstlendiği sigorta rolüdür. Grubun sigorta rolü sayesinde herhangi bir grup şirketi, sektördeki rakiplerine göre, nakit akışlarında yaşayacağı darboğazlardan ya da dalgalanmalardan, grup içerisindeki yeniden dağıtım mekanizması sayesinde daha az etkilenecektir.*

8. *Grup şirketleri ekonomik, politik ya da dönemsel faktörler nedeniyle oluşabilecek rantlardan ya da aşırı kar sunan fırsatlardan, sahip oldukları güç ve ilişkiler sayesinde daha çok yararlanırlar (Khanna ve Palepu, 1997). Özellikle gelişmekte olan ülkelerde hükümet politikaları ile firma performansı ilişkisini etkileyebilecek çeşitli uygulamalar (özelleştirme politikaları yada destekleme politikaları) sıklıkla görülmektedir. Diğer taraftan bu ülkelerde bazı bürokratik sorunları*

aşmak, kolaylaştırmak adına hükümetle olan ilişkiler de önemlidir. Bu ilişkiler bazen büyük işletme gruplarının isteklerini hükümetlerin ekonomik programlarına dahil etmeleri bazı durumlarda kaynak tahsisi konusundaki önceliklerini kullanması biçimde olabilmektedir. Gruplar kendi yararlarına kamu politikalarını değiştirebilmek için bazı durumlarda kamu görevlilerini yasa dışı yollardan etkileme çabalarına da girebilirler. Özellikle gelişmekte olan ülkelerde sık görülen bu davranışın sonuçları, her ne kadar yerel ekonomiler için tartışmalı olsa da grup şirketlerinin performansı açısından olumlu olacaktır.

### 3.4.2. Gruba Bağlı Faaliyet Göstermenin Muhtemel Olumsuz Etkilerinin Nedenleri

Yukarıda sayılan yararlar dışında grup yapısının bağlı şirketlerin performansı üzerinde olumsuz etkileri olabilir. Aşağıda bu nedenlerden bazılarına yer verilmiştir:

1. *Grup yapısı beraberinde vekalet maliyetlerini ve sorunlarını getirir.* Grubun hakim ortak ve/veya yöneticileri kendi çıkarlarını artırmak adına diğer paydaşların çıkarlarını göz ardı edebilir. Grubun hakim ortakları, amaçları doğrultusunda bazı grup şirketlerini grup içerisindeki kaynak aktarım mekanizması aracılığıyla daha az karlı ya da daha riskli duruma getirebilir. Bu durumdaki bir şirketin hisse senetleri halka arz edilmişse, yatırımcılar açısından bir zarar söz konusu olacaktır. Benzer şekilde söz konusu şirket daha az vergi ödeyecektir. Piramit formundaki işletme gruplarında nakit akım hakkı ile oy kullanım hakkı arasında fark olması halinde daha sık görülen bu durum bazı grup şirketlerinin performansı üzerinde etkili olabilmektedir.

2. *Grup şirketlerinde bürokrasi ve diğer yönetim zorlukları şirketlerin performansını olumsuz etkileyebilir.* Grup bünyesindeki işletme sayısı, bu işletmeler arasındaki koordinasyon ve genel merkezin karar ve kontrol mekanizmaları, grup şirketlerinin bürokratik maliyetlerini artıran, şirketlerin kendi başına hızlı ve bağımsız kararlar vermesini engelleyen, dolayısıyla şirketlerin performansını olumsuz etkileyen maliyet unsurlarıdır. Yine, bir gruba bağlı şirketin genel merkezin politikaları ve stratejileri doğrultusunda aldığı ya da almak zorunda kaldığı kararlar bazı durumlarda faaliyet gösterdiği sektörün dinamiklerine uygun olmayabilir.

Bu durum özellikle hızla büyüyen ve değişen sektörlerde faaliyet gösteren grup şirketlerinin rekabet gücünü azaltacaktır. Diğer taraftan başarılı yöneticilerin ya da karar vericilerin grubun farklı sektörlerde faaliyet gösteren şirketlerinde de başarılı olacağı beklentisi her zaman doğru sonuçlar vermeyebilir. Bunun yanında grubun büyüklüğüne

ve kontrol politikalarına bağlı olarak grup Şirketlerinin yöneticileri açısından da her zaman bazı vekalet maliyetleri söz konusu olacaktır.

3. *Sermaye piyasalarının grup algısı bazı durumlarda grup Şirketlerinin bu piyasalardan yararlanma olanaklarını etkileyebilir.* zellikle gelişmiş ũlkelerde, yüksek düzeylerde çeşitlendirme yoluna gitmiş grup Şirketlerine sermaye piyasalarının bakıŐı, bu konuda yapılan akademik çalışmaların ve vekalet maliyetlerinin etkisi nedeniyle olumlu değildir. Akademik çalışmalarda elde edilen bulguların, grup yapısının önemli performans avantajı sağladığı yönündeki savı desteklemiyor olması, söz konusu anlayışın yerleŐmesinde en önemli etkendir. Literatürde grup ilişkisinin düşük firma değerine neden olduğunu yönündeki araştırma bulguları (Shin ve Stulz 1998; Rajan vd., 2000) grup bünyesindeki i sermaye piyasasının etkin alıŐmıyor olmasına bağlanmış söz konusu durum çeşitlendirme iskontosu olarak adlandırılmıŐtır (Khanna ve Palepu, 2000, s.871).

4. *Bir gruba bağlı olarak faaliyet göstermenin grup Şirketleri açısından çeşitli maliyetleri söz konusu olabilir.* Grubun üstlendiği sigorta rolü, özellikle başarılı grup Şirketleri için bir maliyet unsuru olmaktadır. Çünkü söz konusu sistemde zayıf Şirketler, varlıklarını sürdürebilmek için daha güçlü Şirketlerden yapılan transferler/işlemler aracılığıyla desteklenirler. Bu transferleri ilişkili sektörlerde faaliyet gösteren grup Şirketleri kendi aralarında yapacağı iŐlemlerle gerçekleŐtirebilirler. Buna rnek olarak grubun perakendecilik sektöründe faaliyet gösteren firmasının grubun diğer firmalarının ürünlerini satmak zorunda kalması gösterilebilir. İlişkisiz faaliyet alanları olan Şirketler ise çeşitli Şekillerde gruba aktarılan kaynakların yeniden dağıtılması yoluyla birbirlerini dolaylı yollardan desteklerler. Bu durumda gruba bağlı olmanın güçlü Şirket için bir maliyeti zayıf Şirket için ise yararı söz konusudur.

### **3.4.3. İŞletme Gruplarında Değer Yaratma Mekanizması**

Buraya kadar yapılan performans açıklamalarından hareketle, işletme gruplarının bağlı Şirketlerine nasıl ekstra değer yarattığı Şekil 3.2. aracılığıyla özetlenebilir. Şekilde görüleceği üzere, grup firmalarının ekstra değer yaratmasında birinci unsur bu Şirketlerin kendi aralarında yaptıkları iŐlemlerdir. Kendi aralarında yaptıkları borç alma ve kredi verme, garantiler, sermaye yatırımları ve ticari faaliyetler gibi işlemler aracılığıyla bağlı firmalar ekstra değer yaratma Şansına sahip olur. Küçük lekli grupların bağlı Şirketlerinde değer yaratma büyük oranda sadece bu Şekilde

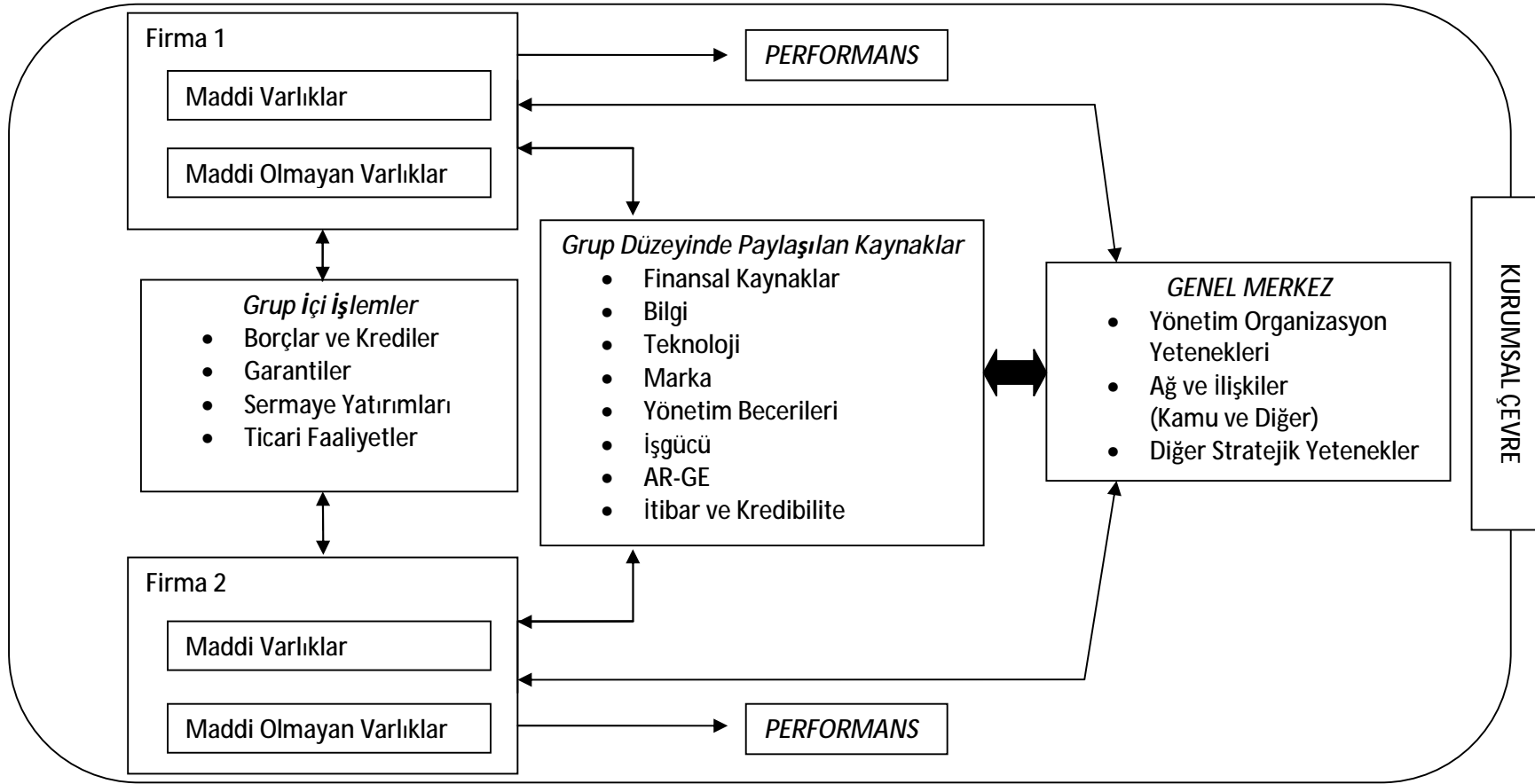
mümkün olabilmektedir. Şayet söz konusu işlemler aracılığıyla bir sinerji yaratılamıyorsa böyle bir durum beraberinde vekalet problemlerini getirir.

Grup düzeyinde paylaşılan bilgi, teknoloji, marka, yönetim yetenekleri, işgücü, AR-GE vb. kaynaklar grup firmalarının performansını artıran diğer unsurlardır. Grubun genel merkezinin yada tepe yönetiminin sahip olduğu yönetim organizasyon becerileri, ağlar ve ilişkiler (politikacılar, bürokratlar vb.) ayrıca diğer stratejik yetenekler grup yapısının etkinliğini artıracak diğer faktörlerden olduğundan, grup şirketlerinin performansını artırabilecek bir başka unsurdur.

İşletme grubunun ölçeği arttıkça grup düzeyinde paylaşılan kaynakların varlığından ve bu kaynakların dağıtımının etkinliğinden daha çok bahsetmek mümkün olabilmektedir. Bir başka ifade ile şekil 3.2’de sunulan mekanizmanın boyutu küçük ölçekli gruplar için daha çok grup içi işlemlerden meydana gelmekte grubun ölçeği büyüdükçe diğer unsurların varlığından bahsetmek mümkün olabilmektedir.

Buraya kadar belirtilen kaynak temelli bileşenlerin yanında tüm bu yapıyı çerçeveleyen piyasa, ekonomik sistem, küreselleşme gibi unsurların oluşturduğu kurumsal çevre, grup firmalarının performansını artıran yada azaltan bir başka etken olarak karşımıza çıkmaktadır. Hemen belirtmek gerekir ki grup firmalarının performansını artırmasını beklediğimiz tüm bu bileşenlerin aynı zamanda bu firmaların performansını azaltabilecek etkileri de söz konusu olabilir.

Çalışmanın sonraki bölümünde hisse senetleri İMKB’ye kote edilmiş sanayi işletmeleri için grup ilişkisinin firma performansına etkileri, çeşitli istatistiki ve ekonometrik yöntemlerden yararlanılarak analiz edilecektir.



Şekil 3. İşletme Gruplarında Değer Yaratma Mekanizması, Grup Performans İlişkisi

Not: (Chang ve Hong (2000) çalışmasından türetilmiştir) Chang, S. J., Hong, J. (2000), "Economic performance of group-affiliated companies in Korea: Intragroup resource sharing and internal business transactions", *Academy of Management Journal*, c.43. s.434

## IV. BÖLÜM

### İŞLETME GRUBU İLİŞKİSİNİN PERFORMANS ÜZERİNDEKİ ETKİSİNİN BELİRLENMESİ: İMKB'YE KOTE EDİLMİŞ SANAYİ ŞİRKETLERİ ÜZERİNE BİR UYGULAMA

Çalışmanın önceki bölümlerinde teorik olarak geleneksel ve değere dayalı finansal performans ölçütlerinin literatürdeki yeri önemi ve kullanım alanları tartışılmış, bir gruba bağlı olma ile performans arasındaki ilişki ortaya konulmuş ve tüm bunların yanı sıra daha önce yapılan gerek yurtiçindeki gerekse yurtdışındaki ampirik çalışmalara ve bu çalışmaların sonuçlarına ayrıntılı bir şekilde yer verilmiştir. Çalışmanın bu bölümünde ise esas itibariyle, İMKB'de işlem gören sanayi şirketlerinin grup ilişkisini temsil eden değişkenler ile geleneksel ve değere dayalı modern performans ölçütleriyle ilişkisi araştırılacak ve gruba ait olmanın bu performans ölçütlerini ne derecede açıklayabildiği farklı istatistiksel yöntemlerle ortaya konulmaya çalışılacaktır.

#### 4.1. Araştırmanın Amacı ve Konusu

Bu araştırmanın konusu, 2002-2009 yılları arasında İMKB'de faaliyet gösteren sanayi işletmeleri için, grup ilişkisini temsil eden değişkenler ile finansal performans ölçütlerinin arasındaki ilişkiyi araştırmak, bir başka ifade ile Türk iş dünyasında grup formuna sahip şirketlerin finansal performans açısından diğerlerine göre daha üstün olup olmadığını ortaya koymaktır.

Bu çalışmada, finansal analizde sıkça kullanılan ROA, ROIC gibi kara dayalı geleneksel performans ölçütlerinin yanı sıra, şirketlerin piyasa performansını temsil Tobin Q ve Piyasa Değeri, etkinlik hakkında ipucu veren veri zarflama analizi ile elde edilmiş etkinlik skorları (DEA) ve çalışma sermayesi yönetimin kalitesini ölçen Nakit Çevrim Süresi (CC) gibi kriterler, bu çalışmada amaca uygun bir biçimde performans ölçütleri seti olarak kullanılmaktadır.

Çalışmanın sonraki bölümünde, yararlanılan analiz teknikleri ve söz konusu analizlerde kullanılan verilere ilişkin açıklamalar yapılmaktadır.

## 4.2. Veri Seti

Tezin uygulama kısmında, İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nda (İMKB) işlem gören, sanayi sektöründe faaliyet gösteren, 2002-2009 yılları arasında süreklilik arz eden ve söz konusu dönemde ortaklık yapısı değişmeyen şirketler ele alınmıştır. Ancak bazı verilere önceki dönemler için ulaşmak mümkün olmadığından, test edilen bazı hipotezler daha dar bir dönemi kapsamaktadır. Çalışmanın amacına uygun olarak analiz dışında bırakılan finansal şirketler, hizmet ve perakende işletmeleri ve holdinglerin yanında, iflas, birleşme veya herhangi bir nedenle İMKB kotasyonundan çıkarılan şirketler ile devralma, birleşme gibi nedenlerle hakim ortağın değiştiği şirketler de süreklilik kısıtını sağlayamadığından araştırmaya dahil edilmemiştir. Ayrıca, sermayesinin bir bölümü doğrudan bir devlet kurumuna ait olan şirketler ile hakim ortağının yabancı orijinli bir şirket/fon olduğu tespit edilen şirketler de analiz dışında bırakılmıştır.

Firmalara ilişkin veriler, İMKB'den elde edilen mali tablolardan, Kamuyu Aydınlatma Platformundan, şirketlerin veya grupların internet sitelerinden, *Datastream* *Worldscope* veri tabanından elde edilmiş ve analize uygun hale getirilmiştir.

Çalışmada grup ilişkisinin, finansal performans ölçütleri seti üzerindeki olası etkisini belirlemek amacıyla kullanılan model en yalın haliyle aşağıdaki gibi ifade edilebilir:

$$Y_i = \text{Grup Değişkenleri} + \text{Kontrol Değişkenleri}$$

Burada:

$$Y_i = \text{Performansı ölçen değişkenler}$$

$$\text{Grup Değişkenleri} = \text{Gruplar için oluşturulmuş kukla değişkenler}$$

$$\text{Kontrol değişkenleri} = \text{Kaldıraç ve Satışların Büyümesi}$$

Tobin Q ve ROA oranları işletme grupları ile ilgili yapılan bir çok çalışmada firma performansını ölçmek amacıyla bağımlı değişken olarak kullanılmıştır. Bu çalışmada bu oranlara ek olarak, etkinlik hakkında ipucu veren oranlar (DEA ve CC) ile ROIC ve piyasa değeri (MV) bağımlı değişken olarak analize dahil edilmiştir.

Grup ilişkisini temsil eden bağımsız değişkenler yanında firmaların performansı üzerinde güçlü bir etkisi olan bazı kontrol değişkenleri de bağımsız değişken olarak analize dahil edilmiştir. Bu amaçla firma büyüklüğünü gösteren toplam aktiflerin



logaritması, firmanın risk düzeyini temsil eden kaldıraç oranı ve satışlardaki büyüme (Khanna ve Palepu, 2000b) oranı kontrol değişkenleri olarak test edilmiştir. Ancak büyüklüğü temsil eden değişkenin anlamlı sonuçlar vermemesi nedeniyle söz konusu kontrol değişkeni modellerden çıkarılmıştır.

Çalışmada kullanılan veri seti panel veri setidir. Veri setinde yer alan 82 şirkete ait değişkenler 2002-2009 dönemini kapsamakta olup yıllık frekansta gözlem değerleri kullanılarak oluşturulmuştur. Böylece veri setinde yer alan değişkenlerin büyük bölümü için aşağıdaki eşitlikler söz konusudur.

$$i = 1,2,\dots,82 \quad t = 2002-2009 \quad n = 82 \times 8 = 656$$

Bir başka ifade ile 82 şirketten oluşan ve 8 yıllık dönemi kapsayan veri setinde her bir değişken için en fazla 656 adet gözlem yer almaktadır.

#### 4.2.1. Panel Veri Setinin Yapısı

Analizde, hem zaman serisi (time series) hem de yatay kesitler (cross-section) bir arada bulunduğundan, kullanılan veri seti "panel veri" olarak adlandırılmaktadır. Çalışmada kullanılan veri seti, 2002-2009 yıllarını kapsamaması nedeniyle zaman serisi, ve aynı zamanda her yıl için birden fazla (82) yatay kesit elemanı içerdiğinden panel veri özelliği taşımaktadır.

Panel veri setleri genelde ardıl bloklar ya da yatay veri kesiti şeklinde yerleştirilir. Bu çalışmada kullanılan panel veri seti ardıl biçimde sıralanmıştır. Dikey boyutta tarih ve şirketler dizilirken, yatay boyutta ise bağımlı ve bağımsız değişkenlere yer verilmiştir. Veri setinin hazırlanışına dair gösterim Tablo 4'te verilmiştir. Burada "id" sütunu şirketlere verilen numaraları göstermekte ve örneklemdaki şirketleri için 1'den 82'ye kadar sıralanmaktadır.

Eğer veri setinde kayıp gözlem yoksa, yani bütün şirketler için veri seti boyutları aynı ise, bu veri seti dengeli panel (balanced panel) olarak adlandırılır. Veri setinde çeşitli nedenlerden kaynaklanan kayıp gözlemler varsa, diğer bir deyişle veri seti boyutu tüm gözlemler için aynı değilse, bu veri seti de dengesiz panel (unbalanced panel) olarak adlandırılır. Araştırmada bazı değişkenlerin tüm yıllara ait verileri mevcut olmadığından dengesiz panel uygulaması ile analizler gerçekleştirilmiştir.

Tablo 4.

*Panel Veri Seti*

id	Firma Adı	Yil	D1	D2	D3	...	TSAL
1	Adana Cimento Sayi TAS	2002	1	0	0	...	147587
1	Adana Cimento Sayi TAS	2003	1	0	0	...	149164
1	Adana Cimento Sayi TAS	2004	1	0	0	...	189358
1	Adana Cimento Sayi TAS	2005	1	0	0	...	228029
1	Adana Cimento Sayi TAS	2006	1	0	0	...	250893
1	Adana Cimento Sayi TAS	2007	1	0	0	...	314494
1	Adana Cimento Sayi TAS	2008	1	0	0	...	300990
1	Adana Cimento Sayi TAS	2009	1	0	0	...	292754
2	Adel Kalemcilik	2002	1	0	0	...	31613
2	Adel Kalemcilik	2003	1	0	0	...	39152
2	Adel Kalemcilik	2004	1	0	0	...	43193
2	Adel Kalemcilik	2005	1	0	0	...	48073
2	Adel Kalemcilik	2006	1	0	0	...	57703
2	Adel Kalemcilik	2007	1	0	0	...	67350
2	Adel Kalemcilik	2008	1	0	0	...	78235
2	Adel Kalemcilik	2009	1	0	0	...	87790
...	...	...	...	...	...	...	...
...	...	...	...	...	...	...	...
81	Yatas	2002	0	0	1	...	72210
81	Yatas	2003	0	0	1	...	87998
81	Yatas	2004	0	0	1	...	115472
81	Yatas	2005	0	0	1	...	113597
81	Yatas	2006	0	0	1	...	137233
81	Yatas	2007	0	0	1	...	153034
81	Yatas	2008	0	0	1	...	133665
81	Yatas	2009	0	0	1	...	143214
82	Yunsa	2002	1	0	0	...	85215
82	Yunsa	2003	1	0	0	...	82669
82	Yunsa	2004	1	0	0	...	107331
82	Yunsa	2005	1	0	0	...	112924
82	Yunsa	2006	1	0	0	...	133541
82	Yunsa	2007	1	0	0	...	164247
82	Yunsa	2008	1	0	0	...	170933
82	Yunsa	2009	1	0	0	...	136441

Not: Çalışmada kullanılan değişkenler sonraki bölümde açıklanacaktır

#### 4.2.2. Araştırmada Kullanılan Verilerin Hesaplanma Yöntemleri

Araştırmada bağımlı değişken olarak kullanılacak olan performans ölçütlerine ait veriler ve bu değişkenlerin hesaplama yöntemlerine ilişkin özet bilgi, ayrıca araştırmanın bağımsız değişkenleri ve bu değişkenlerin hesaplanmasında kullanılan ara değişkenlerin nasıl elde edildiğine ilişkin gösterimler aşağıdaki tabloda sunulmuştur.

Tablo 5.

##### *Kullanılan Değişkenler*

<b>Kısaltma</b>	<b>Değişken Adı</b>
<b>D1</b>	Büyük Bir Gruba Ait Olan Firmalar İçin Oluşturulmuş Kukla Değişken
<b>D2</b>	Büyük Olmayan Bir Gruba Ait Olan Firmalar İçin Oluşturulmuş Kukla Değişken
<b>D3</b>	Herhangi Bir Gruba Bağlı Olmayan Bağımsız Firmalar İçin Oluşturulmuş Kukla Değişken
<b>D4</b>	Bir Gruba Ait Şirket (D1+D2)
<b>TSAL</b>	Toplam Satışlar
<b>COGSOLD</b>	Satılan Malın Maliyeti
<b>SGA</b>	Pazarlama Satış Dağıtım ve Genel Yönetim Giderleri
<b>INTEXP</b>	Borç Faizi Ödemeleri
<b>NI</b>	Net Kar
<b>REC</b>	Alacaklar
<b>INV</b>	Stoklar
<b>CA</b>	Dönen Varlıklar
<b>PPE</b>	Duran Varlıklar
<b>INTRESOURCE</b>	Maddi Olmayan Diğer Varlıklar
<b>TA</b>	Toplam Aktif
<b>ACPAY</b>	Ticari Borçlar
<b>STDEBT</b>	Kısa Süreli Borçlar ve Uzun Süreli Borçların Cari Kısmı
<b>CL</b>	Kısa Vadeli Yükümlülükler
<b>LTDEBT</b>	Uzun Vadeli Borçlar
<b>TL</b>	Toplam Yükümlülükler
<b>CEQ</b>	Özsermaye
<b>CAPEX</b>	Sermaye Harcamaları
<b>NCFLW</b>	Faaliyet Nakit Akışı
<b>CDIV</b>	Nakit Ödenen Temettü
<b>EMP</b>	Çalışan Sayısı
<b>NM</b>	Net Kar Marjı - Net Marjin = Net Kar /Toplam Satışlar
<b>ROIC</b>	Yatırılan Sermayenin Getirisi
<b>EBIT</b>	Faiz ve Vergiden Önceki Kar
<b>EBITDA</b>	Faiz Vergi ve Amortisman Öncesi Kar
<b>CHS</b>	Ortaklık Konsantrasyonu (% 10'dan Fazla Paya Sahip Ortakların Toplam Payı)

(Tablo 5'in devamı)

<b>MV</b>	Piyasa Değeri
<b>NOSH</b>	Dolaşımdaki Hisse Senedi Sayısı
<b>RD</b>	ARGE Harcamaları
<b>ROA1</b>	FVÖK/Toplam Aktif
<b>ROA2</b>	(Amortisman+FVÖK)/ Toplam Aktif
<b>ROA3</b>	Net Kar/ Toplam Aktif
<b>LEV1</b>	Toplam Borç/Toplam Aktif
<b>LEV2</b>	Toplam Yükümlülük/Toplam Aktif
<b>SIZE1</b>	Ln(Toplam Aktif)
<b>SIZE2</b>	Ln(Toplam Satışlar)
<b>INVC</b>	Yatırılan Sermaye = Duran Varlıklar + Net Çalışma Sermayesi
<b>PB</b>	Piyasa Değeri/Özsermayenin Defter Değeri
<b>CFSAL</b>	Nakit Akışları/Satışlar
<b>CFTA</b>	Nakit Akışları/Toplam Aktif
<b>ROE1</b>	FVÖK/Özsermaye
<b>ROE2</b>	(Amortisman+FVÖK)/ Özsermaye
<b>EPS</b>	Net Kar/Hisse Senedi Sayısı
<b>COD</b>	Borcun Ortalama Maliyeti = (Faiz Ödemeleri/Toplam Borç) X (1-vergi)
<b>COE</b>	Temettü Ödemeleri/Piyasa Değeri
<b>IDAYS</b>	Stok Tutma Süresi
<b>ARDAYS</b>	Alacak Tahsil Süresi
<b>OC</b>	Operation Cycle= Etkinlik Süresi = Stok Tutma Süresi + Alacak Tahsil Süresi
<b>ACPAYDAYS</b>	Ticari Borç Ödeme Süresi = 360/(SMM/Ticari Borçlar )
<b>CC</b>	Cash Cycle= Nakit Dönüşüm Süresi=Stok Tutma Süresi + Alacak Tahsil Süresi-Tic. Bor. Ödeme Süresi
<b>DEA</b>	Girdiler = Çalışan Sayısı, Duran Varlıklar, Satılan Malın Maliyeti Çıktı = Satışlar

Analiz gerçekleştirilirken bazı değişkenlerin gerçek değerleri yerine bu verilerin standartlaştırılmış halleri kullanılmıştır. Verileri standartlaştırarak analizin gerçekleştirilmesindeki amaç, birimleri birbirinden farklı olan bağımsız değişkenlerin bağımlı değişken üzerindeki açıklayıcılıklarını daha net olarak ortaya koymak; bir başka deyişle bağımsız değişkenlerin bağımlı değişken üzerindeki bireysel etkilerini daha açık ve karşılaştırılabilir bir şekilde gözlemleyebilmektir. Değişkenleri standartlaştırmak için verilerin doğal logaritması alınmış, negatif değer söz konusu olduğu durumlarda ise bu değer toplam aktife bölünerek standartlaştırma işlemi gerçekleştirilmiştir. Yukarıdaki belirtilen değişkenler dışında hesaplanan diğer değişkenlerin nasıl elde edildiği aşağıda sunulmuştur.

### ***Tobin Q Oranı***

1969 yılında James Tobin tarafından önerilen bu oran literatürde firmaların piyasa performansını ölçmede sıklıkla kullanıldığı için analize bağımlı değişken olarak dahil edilmiştir. Her ne kadar yazında farklı şekillerde hesaplanabilse de tez çalışmasında söz konusu oran aşağıdaki formül aracılığıyla hesaplanmıştır (Khanna ve Palepu, 2000, s.874):

$$\text{Tobin Q} = (\text{Özsermayenin Piyasa Değeri} + \text{Toplam Finansal Borç}) / \text{Toplam Aktif}$$

### ***Yatırılan Sermayenin Getirisi (ROIC)***

Tek başına firmanın karlılığı hakkında bilgi veren bir performans ölçütü olması yanında EVA hesaplamalarında da kullanılan ROIC aşağıdaki şekilde hesaplanmıştır.

$$\text{ROIC} = [\text{Net Kar} + ((\text{Faiz Ödemeleri}) * (1 - \text{Vergi Oranı}))] / (\text{Toplam Finansal Borç} + \text{Özsermaye})$$

### ***Veri Zarflama Analizi İle Elde Edilen Etkinlik Skorları (DEA)***

Literatürde verimlilik, çıktılar ve bu çıktıları yaratmak için kullanılan tüm girdi kalemleri arasındaki ilişki şeklinde tanımlanmaktadır (Hilmola, 2005, s.53). Çalışmada, araştırmaya konu olan şirketlerin etkinliğinin ya da verimliliğinin test edilmesi amacıyla veri zarflama analizinden faydalanılarak yeni bir değişken (DEA) oluşturulmuştur.

Veri zarflama analizi temel olarak etkinlik ölçümünde kullanılan doğrusal programlama temelli bir istatistiksel tekniktir. Pek çok alanda uygulanan ve firmaların etkinlik ölçümleri yapılarak değerlendirilmesine olanak sağlayan parametrik olmayan (non parametric) bu yöntem ile belirli bir çıktıyı (veya çıktıları) elde etmek için yararlanılan girdilerin, ne kadar verimli kullanıldığı konusunda bilgi sahibi olmak mümkün olmaktadır. Firma düzeyinde toplam verimlilik literatüründe birbirinden farklı girdi ve çıktı setleri kullanılsa da, araştırmada Craig ve Harris (1973) çalışması temel alınmıştır. Craig ve Harris (1973)'e göre firmanın toplam verimliliği şu şekilde ifade edilebilir (Craig ve Harris, 1973, s.29):

$$P_t = Q_t / (L + C + R + Q)$$

Burada;

Pt : Toplam verimliliği,

Qt : Toplam çıktıyı

L : İşgücü girdi faktörünü,

C : Yatırım girdi faktörünü,

R : Hammadde ve satın alınan malzemeler girdi faktörünü,

Q : Diğer çeşitli mal ve hizmet girdileri faktörünü göstermektedir.

Buradan hareketle tez çalışmasında kullanılan girdiler ve çıktı şu şekilde belirlenmiştir:

Girdiler = Çalışan Sayısı, Duran Varlıklar, Satılan Malın Maliyeti

Çıktı = Satışlar

DEA Solver 4.1. programı aracılığıyla aylak tabanlı modeller (Slack Based Models (SBM)) kullanılarak her yıl için tekrarlanan analizler sonucunda elde edilen değişkenler, firmaların yönetim becerileri konusunda ipuçları vermektedir.

#### 4.2.3. Grup İlişkisinin Belirlenmesi

Araştırma kapsamında, 2002-2009 yılları arasında faaliyetlerini kesintisiz sürdüren İMKB'ye kote edilmiş sanayi şirketlerinin ortaklık yapılarına ilişkin bilgiler aşağıda sunulan algoritmaya göre düzenlenmiş ve bunun sonucunda 28 şirketin büyük bir gruba, 38 şirketin büyük olmayan bir gruba bağlı olarak faaliyet gösterdiği, 16 şirketin ise her hangi bir grubun bünyesinde faaliyet göstermediği tespit edilmiştir.

Büyük bir gruba bağlı olarak tanımlanan 28 şirketin toplamda 6 grubun bünyesinde faaliyet gösterdiği tespit edilmiştir. Bunların dağılımları Tablo 6'da verilmiştir. Büyük olmayan bir gruba bağlı olarak faaliyet gösteren 38 şirket ise toplam 25 farklı grubun bünyesinde faaliyetlerini sürdürmektedir.

Firmaların bir gruba bağlı ya da bağımsız olarak faaliyet gösterip göstermediklerinin belirlenmesinde firmaların bilanço dipnotlarında yer alan ortaklık yapısı bilgilerinden yararlanılmıştır. Ayrıca firmalar arasındaki dolaylı bağların gözden kaçırılmaması için holdinglerin, grupların ve firmaların internet sayfaları ve faaliyet raporları da titizlikle incelenmiştir.

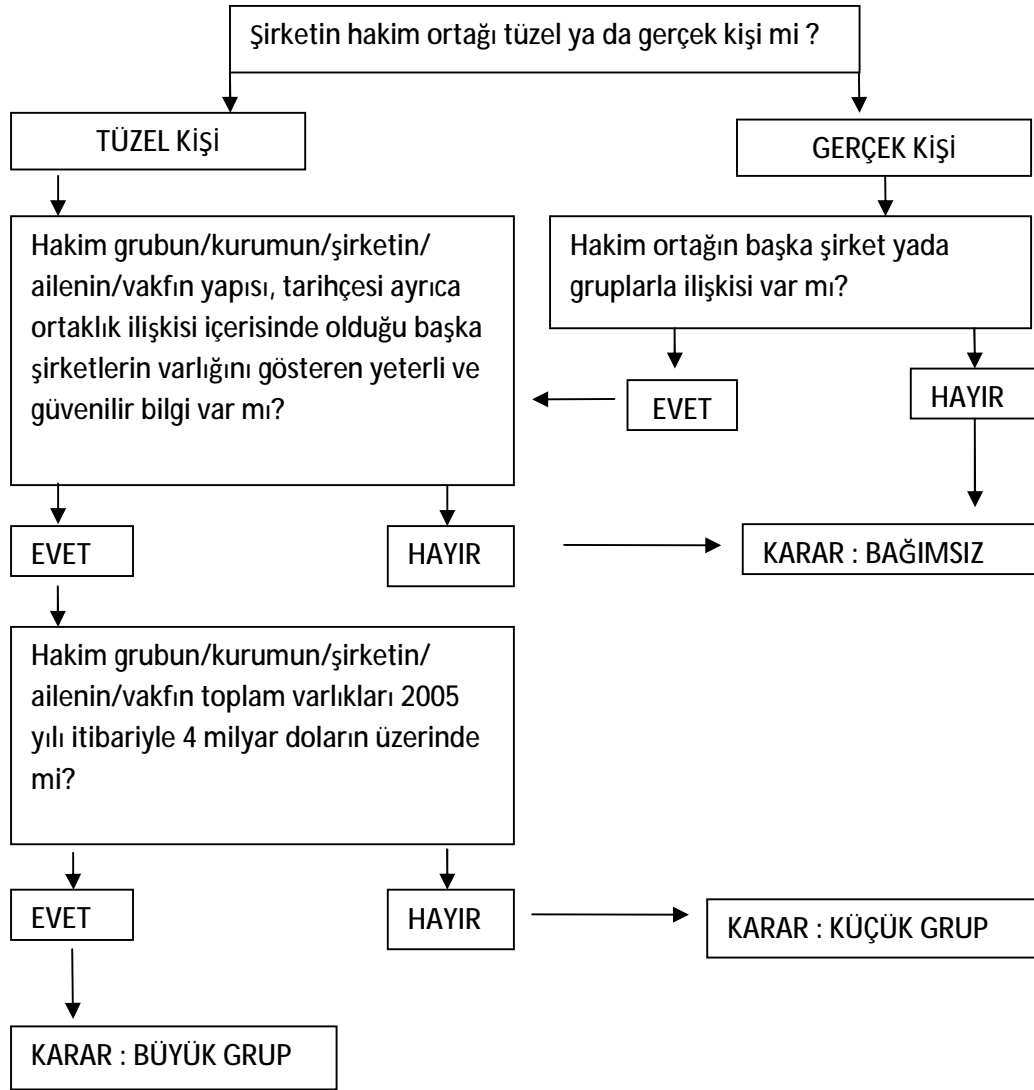
Firmaların ortaklık yapıları incelenirken ilk aşamada bütün firmalar için hangi kişilerin ve/veya kurumların söz konusu firmada ne kadar paya sahip oldukları sepetleme yöntemiyle belirlenmiştir. Bu sayede dolaylı bağlantıların da gözden

kaçırılmaması mümkün olmuştur. Bu yöntemle göre, örneğin A şirketinin B şirketinde ve B şirketinin de C şirketinde payı varsa C şirketi B şirketinin altına kaydedilmiştir. Daha sonra B şirketi bağlı tüm firmaları ile birlikte blok halinde A şirketinin altına kaydedilmiştir (Gönenç ve Karadağlı, 2005, s.54-59).

Eğer bir şirketin ortaklık yapısında birden fazla özel ve tüzel kişi pay sahibi olarak gözükyorsa, söz konusu şirket, pay sahibi bütün özel ve tüzel kişilerin kaydına ayrı ayrı geçirilmiştir. Yani örneğimizde eğer B şirketinin ortaklık yapısında A şirketinin yanı sıra D şirketi ve E şahsı da paya sahipse, B şirketi kendisinin paya sahip olduğu sepetindeki bütün şirketlerle A şirketinin yanı sıra hem D şirketinin hem de E şahsının sepetine ayrı ayrı blok halinde pay oranları da belirlenerek kaydedilmiştir (Gönenç ve Karadağlı, 2005, s.54-59).

Bu şekilde elde edilen pay oranlarıyla hakim ortağı belirlenen şirketler sonraki aşamada Şekil 4'te verilen algoritmaya göre sınıflara ayrılmıştır. Bazı grupların ya da holdinglerin toplam varlıklarının kesin değerinin belirlenmesinde yaşanan güçlük ve ayrıca küçük ve büyük gruplara bağlı şirketlerin oluşturduğu iki örneklem arasındaki benzerliğin ortadan kaldırılması amacıyla, toplam varlıkları yaklaşık 2-3 milyar Dolar olan gruplara ait şirketler de bu aşamada örneklemden çıkarılmıştır.

İdeal olarak her bir grubun sahip olduğu toplam varlıkların, çalışan sayılarının ve/veya iştirak sayılarının çeşitli istatistiki sınıflandırma yöntemleri kullanılarak yapılması gereken bu gruplandırma, bu konudaki verilere ulaşmanın mümkün olmaması nedeniyle aşağıdaki şekilde gerçekleştirilmiştir.



Şekil 4

## Grup Algoritması

Söz konusu algoritma kullanılarak elde edilen sonuçlara göre Sabancı Grubu, Koç Grubu, OYAK Grubu, İş Bankası Grubu, Anadolu Grubu ve Zorlu Grubu'na ait toplam 28 şirketin büyük gruba ait, farklı 25 gruba bağlı 38 şirketin küçük gruba ait ve 16 şirketin bağımsız şirketler olduğu tespit edilmiştir. Tablo 6'da örnekleme büyük grup olarak sınıflandırılan 6 grubun isimlerine ve şirket sayılarına yer verilmiştir.



Tablo 6.

*Büyük Gruplara Ait Şirketlerin Dağılımı*

Grup Adı	Şirket Sayısı
Sabancı Grubu	6
Koç Grubu	6
OYAK Grubu	6
İş Bankası Grubu	5
Anadolu Grubu	4
Zorlu Grubu	1

**4.3. Tanımlayıcı İstatistikler ve Ön-Test Sonuçları**

Grup ilişkisinin, performansı açıklamadaki gücünü ölçmek için, tez çalışmasında dinamik panel veri analizinden faydalanılmıştır. Söz konusu analize geçilmeden önce, tahmin edilecek modellerde kullanılacak değişkenlerin tanımlayıcı istatistiklerine ve bazı değişkenlerin tek yönlü varyans (ANOVA) analizine aşağıda yer verilmiştir.

Tablo 7

*Bazı Değişkenlere Ait Tanımlayıcı İstatistikler*

Değişken	Gözlem Sayısı	Ortalama	Medyan	Standart Sapma	Minimum	Maksimum
ROA2	494	0,17	0,15	0,14	-0,51	1,5
ROA3	604	0,043	0,05	0,14	-1,06	1,05
ROIC	482	0,15	0,11	0,40	-2,67	6,94
TOBQ	597	1,05	0,83	0,95	0,11	12,5
LNMV	619	11,6	11,5	1,53	7,6	15,8
OC	597	180	162	86	25	703
CC	576	121	116	74	-46	375
DEA	370	0,59	0,38	0,23	0	1
DTSAL	539	0,15	0,097	0,46	-1	5,45
LEV2	592	0,43	0,39	0,26	0,005	2,19

Tabloda ROA2, EBITDA/Toplam Aktif oranını, ROA3 Net Kar/Toplam Aktif oranını, LNMV piyasa değerinin doğal logaritmasını, OC etkinlik süresini, CC nakit dönüşüm süresini, DTSAL satışlardaki büyüme oranını, LEV2 Toplam Yükümlülükler/Toplam Aktif oranını temsil etmektedir. Buna göre 494 gözlem için hesaplanan ortalama ROA2 oranı %17, 604 gözlemden hesaplanan ROA3 oranı ise ortalama %4,3 düzeyindedir. Örneklemdaki şirketlerin ortalama Tobin Q oranı 1,05

düzeyinde gerçekleşmiştir. Söz konusu dönemde şirketlerin satışları ortalama %15 artmış ve nakit çevrim süresi ise ortalama 180 olmuştur.

Tablo 8

*Bazı Değişkenler Arasındaki Korelasyon*

	ROA2	ROA3	ROIC	TOBQ	LNMV	OC	CC	DEA	EVA/TA	DTSAL	LEV2
ROA2	1										
ROA3	0,93	1									
ROIC	0,92	0,94	1								
TOBQ	0,54	0,48	0,47	1							
LNMV	0,39	0,38	0,34	0,54	1						
OC	-0,22	-0,23	-0,19	-0,25	-0,37	1					
CC	-0,12	-0,12	-0,11	-0,19	-0,29	0,9	1				
DEA	0,33	0,35	0,35	0,16	0,24	-0,2	-0,17	1			
DTSAL	0,35	0,32	0,40	0,20	0,13	-0,3	-0,3	0,33	0,38	1	
LEV2	-0,5	-0,59	-0,43	-0,23	-0,16	0,04	-0,08	-0,04	-0,20	0,015	1

Dinamik panel analizinde kullanılan değişkenlere ait korelasyonlara baktığımızda bazı değişkenler arasındaki yüksek korelasyon dikkat çekmektedir. Karlılığı ölçen performans ölçütleri (ROA2, ROA3 ve ROIC) ve etkinlik sürelerinin (OC ve CC) kendi aralarındaki korelasyona katsayıları 0,9 düzeyindedir. Kaldıraç (LEV2) ve etkinlik sürelerinin (OC ve CC) diğer bir çok değişkenle negatif korelasyona sahip olduğu yine tablodan görülebilir.

Aşağıda gruplar bazında bazı değişkenlerin ortalamalarına ve varyans analizi sonuçlarına yer verilmiştir. İki ya da daha fazla değişkenin ortalamaları arasında anlamlı bir fark olup olmadığını test etmek için kullanılan varyans analizi sayesinde değişkenlerin gruplar bazında farklılık gösterip göstermediği konusunda bilgi sahibi olmak mümkün olmaktadır.

Tek Yönlü ANOVA testi yapabilmek için kategorik özellik taşıyan bir bağımsız ve metrik özellik taşıyan bir bağımlı değişkene ihtiyaç duyulur. Tez çalışmasında, Stata programı yardımıyla yapılan Tek Yönlü Varyans Analizinde (ANOVA) bağımlı değişkenler çeşitli tanımlayıcı değişkenler ile performans ölçütleri, bağımsız değişken ise şirketlerin hakim ortağını; büyük grup, küçük grup ve bağımsız şeklinde üç sınıfa ayıran ortaklık değişkenidir. Buna göre kategorik değişkenlerden D1 daha önce belirtildiği üzere altı büyük gruba bağlı olan şirketleri, D2 altı büyük grup dışında kalan grup şirketlerini, D3 ise herhangi bir gruba ait olmayan bağımsız işletmeleri temsil etmektedir.

Tablo 9

ANOVA Testi Sonuçları (Tutarlar 1.000 TL)

Değişken	Tüm Örneklem	Büyük Grup (D1)	Küçük Grup (D2)	Bağımsız (D3)	Prob > F
TA	499.790	1.026.451	220.689	1763.32	0,0000*
TSAL	508.224	991.373	245.470	226.588	0,0000*
EMP	1.544	2.871	832	768	0,0000*
MV	383.776	859.281	131.773	114.991	0,0000*
TOBQ	1,05	1,08	1,06	,95	0,51
PB	1,24	1,36	1,17	1,17	0,1366
Cari Oran	0,51	0,49	0,52	0,54	0,0749
LEV1	0,25	0,17	0,30	0,28	0,0016*
LEV2	0,43	0,36	0,47	0,50	0,0000*
IDAYS	94	96	92	98	0,5624
ARDAYS	94	75,8	117	72,7	0,0000*
OC	180	171	194	164	0,0019*
CC	121	127	121	112	0,2405
DEA	0,42	0,46	0,41	0,365	0,0070*
ROIC	0,153	0,15	0,157	0,145	0,9759
ROA1	0,097	0,132	0,076	0,081	0,0000*
ROA2	0,17	0,195	0,151	0,188	0,0047*
ROA3	0,043	0,08	0,021	0,01	0,0000*
NM	0,04	0,107	0,008	-0,0046	0,0000*
EPS	0,305	0,42	0,27	0,14	0,0069*
ROE	0,06	0,10	-0,06	-0,03	0,1368
COGSOLD/TSAL	0,715	0,66	0,73	0,77	0,0000*
SGA/TSAL	0,157	0,147	0,166	0,146	0,2513
CDIV	15.333	36.856	3.389	3.322	0,0000*
CDIV/MV	0,03	0,05	0,017	0,02	0,0000*
COD	0,138	0,139	0,146	0,11	0,222
CHS	63,6	71	63,4	48,5	0,0000*
CAPEX/TA	0,059	0,060	0,063	0,046	0,3580
RD/TA	0,004	0,006	0,004	0,002	0,0000*
(TSAL-CF)/TSAL	0,91	0,86	0,93	1,00	0,0003*

Not: (\*) %5 düzeyinde anlamlı

Bilindiği üzere varyans analizinde amaç, ortalamalar arasında anlamlı bir fark olup olmadığını ortaya koymaktır. Bu analizde gruplar arası elde edilen varyans ile,

gruplar içinde elde edilen varyans arasında anlamlı bir fark olup olmadığı hipotezi test edilmektedir. Varyans analizlerinde bu hipotezleri test etmek için F değerinden faydalanılır (Akgül ve Çevik, 2005, s.197). Tablo 9'un son sütununda F değerlerinin anlamlılık düzeyleri verilmiştir.

Tablo 9'da ilk 4 değişken büyüklük hakkında ipuçları vermektedir. Buna göre ilk değişken olan Toplam Aktiflerin (TA) ortalaması tüm örneklem için 499,6 milyon TL, D1 için yaklaşık 1 milyar TL, D2 için 220,6 milyon TL ve D3 için ise 176,3 milyon TL düzeyindedir. Büyük oranda büyük gruba ait şirketler lehine olan bu ortalama farklılığı son sütundan anlaşılacağı üzere anlamlıdır. Bir başka ifade ile büyük grup şirketlerinin toplam aktiflerinin diğer şirketlerden çok daha büyük, bağımsız şirketlerin ise daha küçük olduğu söylenebilir. Benzer bir durum toplam satışlar (TSAL) ve çalışan sayısı (EMP) değişkenleri için de geçerlidir. Piyasa değeri (MV) değişkeni de büyük gruplar lehindedir, ancak piyasa değerleri göz önünde tutulduğunda diğer değişkenlere göre büyüklük farkı çok daha fazla olmaktadır. Yatırımcıların tercihini yansıtan bu durum, yatırımcıların büyük grup şirketlerini daha az riskli görerek daha fazla tercih ettiğini, küçük grup ve bağımsız şirketleri ise cezalandırdığını göstermektedir.

(Piyasa Değeri+Toplam Borç)/Toplam Aktif şeklinde hesaplanan Tobin Q oranları büyük grup şirketleri için 1,08 küçük grup şirketleri için 1,06 , bağımsız şirketler için ise 0,95 düzeyindedir. Ancak sınıflar arasındaki bu fark istatistiki olarak anlamlı değildir. Sadece faize konu olan yükümlülükler dikkate alınarak elde edilen toplam borç ile hesaplanan Tobin Q oranının yorumlanması, negatif özsermayeli şirketlerin varlığı ve özellikle küçük şirketlerin borç yapısı göz önünde bulundurulduğunda, zorlaştırmaktadır.

Cari oranlara gelindiğinde ise bağımsız şirketler lehine %10 düzeyinde anlamlı bir farkın olduğunu söylemek mümkündür. Toplam Borç/Toplam Aktif oranını gösteren LEV1 değişkeni ve Toplam Yükümlülükler/Toplam Aktifler oranını gösteren LEV2 değişkenleri büyük grup şirketlerinin diğerlerine göre çok daha az riskli, küçük grup şirketleri ile bağımsız şirketlerin ise hemen hemen aynı oranda riskli olduğunu göstermektedir.

Etkin çalışma sermayesi yönetimi hakkında ipucu veren stokları tutma süresi (IDAYS) göz önünde bulundurulduğunda bu üç sınıf arasında anlamlı bir farkın olmadığını söylemek mümkündür. Alacakların tahsil süresi (ARDAYS) değişkenine ait ANOVA sonuçlarına göre bağımsız ve büyük gruba bağlı şirketlerin alacaklarını hemen

hemen aynı sürede tahsil ettiği (yaklaşık 70 gün) ancak küçük grup şirketlerinde ise bu sürenin 117 gün olduğu görülmektedir.

Bu iki sürenin toplanması ile bulunan etkinlik süresinde (OC) ise bağımsız şirketlerin daha etkin olduğunu söylemek mümkündür. Bu sürelerden Ticari Borç Ödeme süresinin çıkarılması ile bulunan nakit dönüşüm süresinde de (CC) durum farklı değildir. Bağımsız şirketler lehine sonuçlanan bu etkinlik sürelerinin yönetim becerisinden değil düşük karlılık oranlarını tazmin etmek için düşük çalışma sermayesi ile çalışmaktan kaynaklanabileceğini, ayrıca Toplam Satışlar içerisinde Satılan Malların Maliyetlerinin oranının böyle bir sonucun ortaya çıkmasında etkili olduğu söylenebilir.

Karlılık oranlarına gelindiğinde ROIC dışında tüm oranlarda büyük gruplar lehine bir sonuç çıkmaktadır. Yatırılan sermayenin getirisinde (ROIC) sınıflar arasında bir farklılık gözükmemektedir. Bu durum, analize dahil edilmeyen faize konu olmayan kısa süreli borçların küçük grup şirketlerinde ve bağımsız şirketlerde çok daha yüksek oranlarda olması ile açıklanabilir. FVÖK/Toplam Aktif (ROA1) oranında büyük oranda büyük gruplar lehine olan karlılık farklılığı, amortismanların dikkate alınmasıyla hesaplanan ROA2 ((FVÖK+Amortismanlar)/Toplam Aktif) oranında bağımsız şirketler lehine kapanmıştır. Bu iki karlılık oranlarına göre en karlı şirketler büyük bir gruba ait olan şirketler, sonra bağımsız şirketlerdir. En az karlı şirketler ise küçük gruba ait olan işletmelerdir. Net Kar/Toplam Aktif oranını gösteren ROA3 değişkeni de büyük grupların diğerlerine göre çok daha karlı olduğunu göstermektedir. Net karın satışlara bölünmesi ile bulunan Net Marjin (NM) oranında ise büyük grup şirketleri diğerlerine göre yine çok karlı, küçük grup şirketleri çok az karlı bağımsız şirketleri için ise zarar söz konusu olmaktadır. Benzer bir durum hisse başına kazanç oranında da söz konusudur. Özsermaye karlılığını gösteren ROE karlılık oranında da bu büyük fark gözükse de sonuçlar istatistiksel olarak anlamsızdır.

Son grupta anahtar performans ölçütleri yer almaktadır. COGSOLD/TSAL oranı satılan malın maliyetinin toplam satışlara bölünmesi ile elde edilmiştir. Bu orana göre büyük grupların diğerlerine göre önemli bir maliyet avantajı vardır. Diğer taraftan Genel Yönetim Giderlerinin toplam satışlara bölünmesi ile bulunan SGA/TSAL oranında küçük gruplarda bu maliyetin daha fazla olduğunu göstermektedir. Ancak gruplar arasındaki fark anlamlı değildir.

Dağıtılan nakit kar paylarına (CDIV) bakıldığında ise büyük grupların diğerlerinden çok daha fazla temettü ödemesi yaptığı görülmektedir. Küçük gruba bağlı şirketler ile bağımsız şirketlerin dağıttıkları karpayları hemen hemen aynı düzeydedir.

Yaklaşık olarak sermaye maliyeti hakkında ipucu veren CDIV/Piyasa değeri değişkeni büyük gruplar açısından sermaye maliyetinin daha fazla olduğunu göstermektedir. Faiz ödemeleri\*(1-vergi oranı)/Toplam Borç şeklinde hesaplanan COD değişkeni şirketlerin borçlanma maliyeti hakkında ipucu verir. Bu değişkene göre bağımsız şirketlerin ortalama borç maliyeti %11 büyük gruba ait şirketlerin maliyeti %13,9 küçük gruba ait şirketlerin borçlanma maliyeti ise %14,6 düzeyindedir. Söz konusu değişkendeki bu farklılığın istatistiki olarak anlamsız ve sonuçların beklenenden farklı olması borçlanma maliyetini hesaplamak için faize konu olmayan yükümlülükleri de dikkate alan daha sofistike yöntemler kullanmak gerektiğini göstermektedir.

Ortaklık konsantrasyonunu gösteren, stratejik olarak büyük ortakların elinde bulundurduğu paylarının toplanması ile hesaplanan CHS (Closely Held Shares) değişkeni büyük gruplara bağlı şirketlerde ortaklık konsantrasyonunun daha yüksek olduğu, bağımsız şirketlerde ise en düşük oranda olduğunu göstermektedir. Sermaye harcamalarının, toplam aktife oranını gösteren CAPEX/TA değişkeni yatırım harcamalarının küçük gruplar tarafından küçük bir farkla da olsa daha çok yapıldığını, bağımsız şirketlerde ise en düşük oranda olduğunu göstermektedir. Ancak ortalamalar arasındaki fark anlamsızdır. ARGE harcamalarını toplam aktife oranını gösteren RD/TA oranı büyük gruplarda ARGE giderlerinin çok daha fazla olduğunu göstermektedir.

Kazanç kalitesi hakkında ipucu veren (TSAL-CF)/TSAL ((Toplam Satışlar – Serbest Nakit Akışları)/Toplam Satışlar) oranı, işletme gelirlerinin ne kadarının tahakkuk ne kadarının ise nakit olduğunu göstermektedir (Dechow vd., 2010, s.350). Manipülasyon tespitinde de kullanılan bu oran, kazançların kalitesi hakkında yatırımcılara ipuçları verir. Buna göre daha düşük orana sahip büyük grup şirketlerinin kazanç kalitelerinin daha yüksek, bağımsız işletmeler ile küçük grup şirketlerinin kazanç kalitelerinin daha düşük olduğunu söylenebilir. Aynı zamanda bu oran bağımsız şirketlerde manipülatif işlemlerin olma olasılığını işaret etmektedir.

Özet olarak ANOVA testi sonuçlarına göre, büyük gruba ait şirketlerin daha büyük, daha karlı, daha az riskli olduğunu söylemek mümkündür. Araştırmanın sonraki bölümlerinde bu konuda daha fazla yorum ve açıklama yapılacaktır.

Gruplar bazında karlılık hakkında bilgi sunmak amacıyla Tablo 10'da büyük gruplar düzeyinde karlılık oranları (ROA2) verilmiştir. Zorlu grubundan tek bir şirket örnekleme yer aldığı için bu analizde Zorlu grubuna yer verilmemiştir. Tüm yıllar için karlılık ortalamalarına baktığımızda örnekleme 6 şirketi olan OYAK grubunun ortalama %26 karlılık ile en fazla kara sahip olduğunu görülmektedir. %17 ile %19

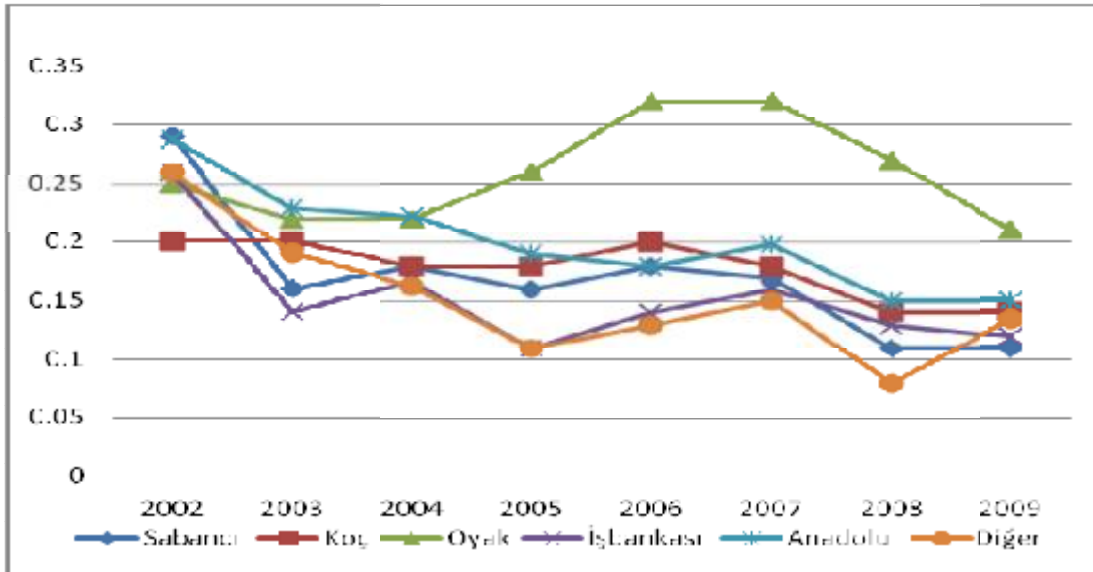
arasında değişen oranlarda onu takip eden Sabancı (6 Şirket), Koç (6 Şirket), Anadolu (4 Şirket) gruplarını %15 ile İş Bankası ( 5 Şirket) grubu şirketleri takip etmektedir. Büyük 5 grup dışında kalan şirketler (Diğer Satırı, geriye kalan 55 Şirket) için ortalama karlılık düzeyi İş Bankası grubu gibi %15 düzeyindedir.

Tablo 10

*Büyük Grupların Karlılığı (ROA2)*

Grup	Genel	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Sabancı	0.17	0.29	0.16	0.18	0.16	0.18	0.17	0.11	0.11
Koç	0.18	0.2	0.2	0.18	0.18	0.2	0.18	0.14	0.14
OYAK	0.26	0.25	0.22	0.22	0.26	0.32	0.32	0.27	0.21
İş Bankası	0.15	0.26	0.14	0.167	0.11	0.14	0.16	0.13	0.12
Anadolu	0.19	0.287	0.23	0.222	0.19	0.18	0.198	0.15	0.15
Diğer	0.15	0.26	0.19	0.163	0.11	0.13	0.15	0.08	0.135

Şekil 5'te yukarıda büyük gruplar bazında verilen karların zaman içerisindeki değişimi görsel olarak sunulmuştur.



Şekil 5. Büyük Grupların Karlılığı (ROA2)

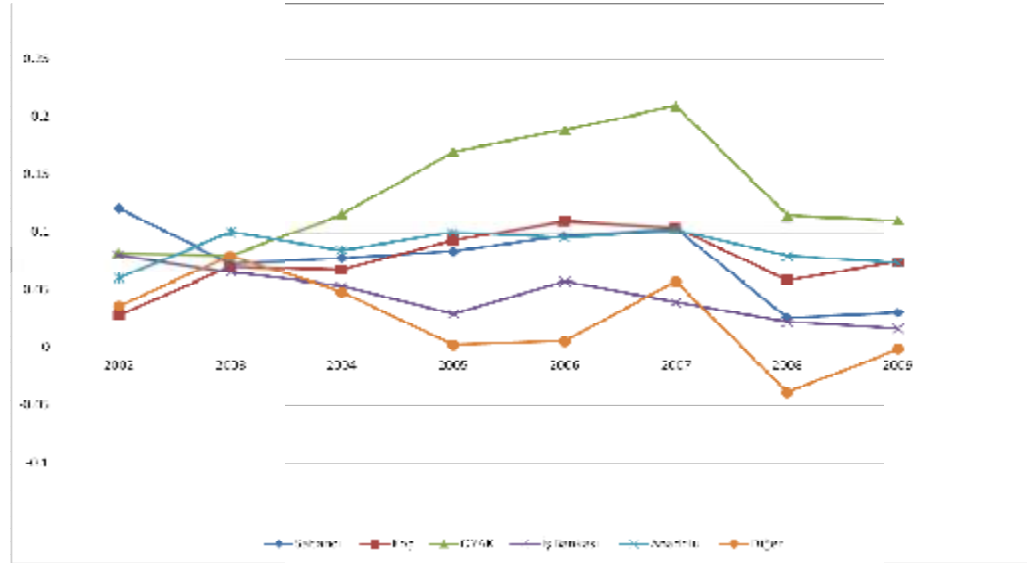
Tablo 11 Net Kar/Toplam Aktif şeklinde göre hesaplanan karlılık oranını (ROA3) vermektedir. İlk sütunda tüm yıllar için hesaplanan karlılık oranlarını 2002-2009 yılları arasındaki seyri tablodan görülmektedir. Burada da en karlı grup OYAK grubu olarak gözükmemektedir.

Tablo 11.

*Büyük Grupların Karlılığı ROA3*

Grup	Genel	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Sabancı	0.077	0.12	0.073	0.077	0.083	0.097	0.103	0.0257	0.03
Koç	0.076	0.028	0.07	0.067	0.093	0.11	0.104	0.0577	0.074
OYAK	0.13	0.082	0.08	0.115	0.169	0.188	0.209	0.114	0.11
İş Bankası	0.0439	0.080	0.065	0.053	0.029	0.057	0.039	0.022	0.016
Anadolu	0.089	0.06	0.1	0.084	0.1	0.095	0.102	0.079	0.073
Diğer	0.018	0.036	0.08	0.048	0.002	0.005	0.057	-0.039	-0.0015

Yukarıda hesaplanan karların yıllar itibariyle değişimi Şekil 6’da sunulmuştur. Şekilden görüleceği üzere OYAK grubu şirketlerinin ortalama performansı belirgin bir şekilde diğerlerinden fazladır. Diğer grubunda yer alan 55 şirketin performansı da yıllar itibariyle daha düşük kalmıştır. 2002-2004 yılları arasında birbirine daha yakın olan karlılık oranları özellikle 2005-2006 yıllarında birbirinden uzaklaşmış son yıllarda ise nispeten daha yakın değerlerde gerçekleşmiştir. Sabancı, Koç ve Anadolu grubu şirketleri hemen hem tüm yıllarda yakın performans göstermişlerdir.



Şekil 6. Büyük Grupların Karlılığı (ROA3)

Tablo 12’de büyük gruplar düzeyinde Tobin Q oranı görülmektedir. Ortalama rakamlara bakıldığında burada da OYAK grubunun üstünlüğünü göze çarpmaktadır. Örneklemedeki OYAK şirketlerinin ortalama Tobin Q oranı 1,4 Anadolu Grubu



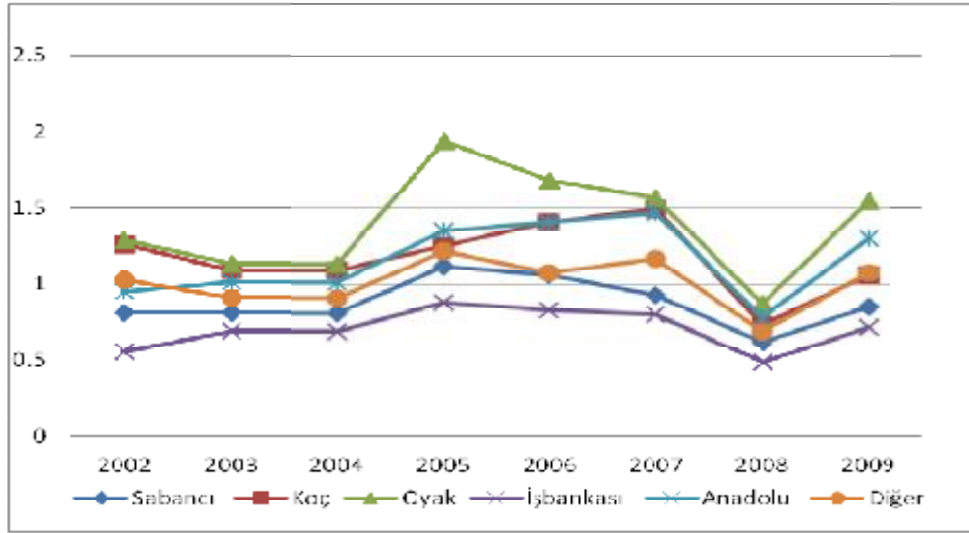
şirketlerinin 1,22 Koç grubu şirketlerinin 1,2 şeklindedir. Sabancı ve İş bankası grubu şirketlerinin ortalama Tobin Q oranı, diğer şirketlerle birlikte 1'in altında kalmıştır.

Tablo 12.

*Büyük Grupların Tobin Q Oranları*

	Genel	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
<b>Sabancı</b>	0.93	0.81	0.81	0.81	1.12	1.06	0.93	0.62	0.85
<b>Koç</b>	1.2	1.26	1.09	1.09	1.25	1.41	1.5	0.73	1.06
<b>OYAK</b>	1.4	1.29	1.13	1.13	1.94	1.68	1.57	0.87	1.55
<b>İş Bankası</b>	0.7	0.56	0.69	0.69	0.88	0.83	0.8	0.49	0.72
<b>Anadolu</b>	1.22	0.95	1.01	1.01	1.35	1.41	1.47	0.78	1.3
<b>Diğer</b>	0.68	1.03	0.91	0.91	1.22	1.08	1.17	0.69	1.08

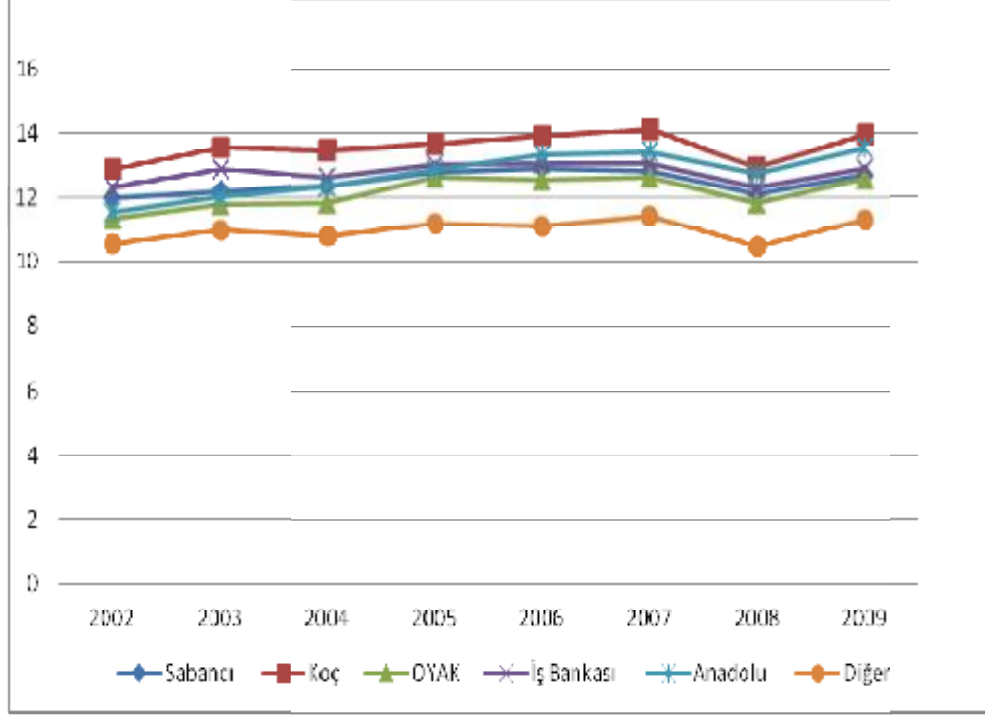
Şekil 7'de yukarıda büyük gruplar bazında verilen Tobin Q oranının zaman içerisindeki değişimi sunulmuştur. Şekilden görüleceği üzere Sabancı ve İş Bankası gruplarına bağlı şirketlerin piyasa performansı diğer şirketlerin performansının altında kalmıştır. OYAK grubu şirketlerinin Tobin Q oranı diğer şirketlerden çok daha fazladır. Özellikle 2005-2006 yıllarında bu farkın çok daha açıldığı görülmektedir. OYAK grubunu Koç ve Anadolu grupları izlemektedir.



Şekil 7. Büyük Grupların Piyasa Performansı (Tobin Q)

Şekil 8'de gruplar bazında piyasa değerlerinin doğal logaritması alınarak hesaplanan ortalama tutarlara yer verilmiştir. Buna göre en değerli firmalar Koç grubu şirketleridir. Tüm büyük grup şirketlerinin piyasa değeri diğer şirketlerden daha fazladır. Büyük grup şirketleri ile diğer şirketler arasındaki fark zaman içerisinde

artmıştır. Doğal logaritma alınarak hesaplanan bu değerlere göre Koç grubu şirketleri diğer şirketlerin ortalamasından yaklaşık üç kat daha büyüktür. Ayrıca Anadolu grubu şirketlerinin piyasa değerinde de yıllar itibariyle gözle görülür bir artış gerçekleşmiştir.



Şekil 8. Büyük Grupların Piyasa Değeri (LN MV)

Tablo 13'te büyük gruplar düzeyinde etkinlik skorlarına yer verilmiştir. 2005-2009 yılları arası için hesaplanabilen bu değerlere göre, tüm yıllar göz önünde bulundurulduğunda en verimli işletmeler sırasıyla OYAK, Anadolu ve Koç grubu şirketleridir. Büyük bir gruba ait olmayan şirketlerin tüm yıllar için ortalama verimliliği 0,56 düzeyinde gerçekleşmiştir. Sabancı grubu şirketleri için bu oran 0,58 İş Bankası grubu şirketleri için ise diğer şirketlerin de altında 0,49 olarak gerçekleşmiştir.

Tablo 13

*Büyük Gruplar Bazında Verimlilik Skorları (DEA)*

	<b>Genel</b>	<b>2005</b>	<b>2006</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>
<b>Sabancı</b>	0,58	0,55	0,60	0,60	0,56	0,58
<b>Koç</b>	0,70	0,70	0,69	0,76	0,66	0,69
<b>OYAK</b>	0,79	0,85	0,82	0,89	0,73	0,68
<b>İş Bankası</b>	0,49	0,48	0,48	0,50	0,50	0,50
<b>Anadolu</b>	0,73	0,73	0,62	0,82	0,74	0,72
<b>Diğer</b>	0,56	0,53	0,56	0,60	0,56	0,53

Tablo 14'te ise yine gruplar düzeyinde bazı önemli görülen değişkenlere yer verilmiştir. Borcun maliyetini gösteren COD değişkenine göre ise Anadolu grubu ve OYAK grubu şirketlerinin borçlanma maliyeti daha yüksektir. En düşük borçlanma maliyetleri Koç ve İş Bankası grubu şirketleri için söz konusu olmaktadır.

Dağıtılan kar payının toplam aktiflere bölünmesi bulunan CDIV/TA oranı en fazla nakit kar payının OYAK grubu şirketleri tarafından dağıtıldığını göstermektedir. İş Bankası grubu şirketleri ile diğer şirketlerin nakit karpayı dağıtım oranı yüzde birler düzeyindedir. Sermaye harcamalarının toplam aktife bölünmesi ile bulunan CAPEX/TA oranına göre İş Bankası grubu şirketleri en çok, OYAK grubu şirketleri ise en az yatırım gerçekleştiren gruplar olmaktadır. AR-GE harcamalarının toplam aktife bölünmesi ile bulunan RD/TA oranına göre ise en çok AR-GE yatırımı %1 ile Koç grubu şirketleri tarafından gerçekleştirilmektedir. En az harcama ise OYAK grubu tarafından yapılmaktadır. OYAK grubunun AR-GE harcamalarının toplam aktife oranı diğer şirketlerin bile altındadır.

Son olarak, %10'dan fazla paya sahip olan ortakların, şirket içerisindeki toplam paylarını gösteren CHS değişkenine bakıldığında Sabancı grubu şirketlerinin daha çok ortaklık konsantrasyonuna sahip olduğu görülmektedir. Sabancı grubunu Anadolu, İş Bankası ve Koç grupları izlemektedir. Diğer şirketlerin ortaklık konsantrasyonu ise %59 düzeyindedir.

Tablo 14.

*Büyük Gruplar Bazında Diğer Bazı Önemli Değişkenler*

	<b>COD</b>	<b>CDIV/TA</b>	<b>CAPEX/TA</b>	<b>RD/TA</b>	<b>CHS %</b>
<b>Sabancı</b>	0.118	0.043	0.069	0,006	78
<b>Koç</b>	0.083	0.049	0.0508	0,01	69
<b>OYAK</b>	0.2	0.09	0.036	0,001	63
<b>İş Bankası</b>	0.109	0.011	0.085	0,0034	70
<b>Anadolu</b>	0.239	0.029	0.062	0,003	71
<b>Diğer</b>	0.13	0.012	0.059	0,003	59

Tablo 15'te yukarıda verilen bazı performans değerlerinin standart sapmaları dikkate alınarak hesaplanan değişim katsayıları sunulmuştur. Standart sapmaların ortalamalara bölünmesi yoluyla hesaplanan Değişim Katsayıları bir birim karlılık veya Tobin Q değerine karşılık gelen riski göstermektedir. Düşük olması beklenen değişim katsayılarına göre bir birim karlılığa karşılık gelen risk, ROA2'ye göre OYAK grubu şirketlerinde, ROA3'e göre ise Anadolu grubu şirketlerinde en az düzeydedir. Standart sapmalar veya riskler dikkate alındığında tüm büyük grup şirketleri diğer şirketlerden belirgin bir şekilde ayrılmaktadır. Piyasa değerinin değişim katsayısında ise bu ayrışma ortadan kalkmaktadır. Tobin Q oranlarının değişim katsayılarına bakıldığında ise en iyi oranının İş Bankası grubu şirketlerinde olduğu tespit edilmiştir. İş Bankası grubunu Koç grubu şirketleri izlemektedir.

Tablo 15.

*Büyük Grupların Değişim Katsayıları*

	<b>DK ROA2</b>	<b>DK ROA3</b>	<b>DK LNMV</b>	<b>DK TOBQ</b>
<b>Sabancı</b>	0.411765	0.779221	0.0889423	0.526882
<b>Koç</b>	0.55	1.197368	0.0928519	0.308333
<b>OYAK</b>	0.380769	1.076923	0.0968801	0.542857
<b>İş Bankası</b>	0.4	0.95672	0.1158059	0.285714
<b>Anadolu</b>	0.473684	0.674157	0.1648438	0.459016
<b>Diğer</b>	1.066667	3.166667	0.1089918	1.617647

Değişim katsayıları incelendiğinde, tüm oranlarda yukarıda nispeten yakın olan diğer şirketler grubu (diğer 54 şirket) risk dikkate alındığında büyük grup şirketlerinden belirgin bir şekilde ayrılmaktadır. Bu sonuçlara göre, şirketler arasında herhangi bir sektörel farklılığın olmadığı varsayımı altında, en iyi risk paylaşımı ve/veya kaynak aktarımı yapan grubun ROA2'ye göre OYAK, ROA3'e göre Anadolu Grubu olduğu söylenebilir.

#### 4.4. Ampirik Yöntem

İMKB şirketlerinde Performans ve grup ilişkisini belirlemek amacıyla 9 farklı regresyon denklemi tahmin edilmiştir. Veri setindeki gözlemler 82 şirketin 2002-2009 dönemine ilişkin finansal verilerini ve ortaklık yapısına göre oluşturulmuş kukla değişkenlerini içermektedir. Aşağıda tahmin edilecek modeller gruplandırılarak verilmiştir.

##### *Karlılık Modelleri*

Tahmin edilecek ilk regresyon denklemleri olan 1 ve 2 numaralı denklemler, ROA1 ve ROA2 değişkenleri ile grup değişkenleri arasındaki ilişkiyi tespit etmeyi amaçlamaktadır. Bu denklemde ROA1 değişkeni, EBIT/TA şeklinde hesaplanan karlılığı, ROA2 değişkeni, EBITDA/TA şeklinde hesaplanan aktif karlılığını, D1 büyük grup kukla değişkenini, D2 küçük grup kukla değişkenini D3 ise bağımsız işletmeleri temsil eden kukla değişkenini ifade etmektedir. Model de ki LEV2 ve DTSAL değişkenleri sırasıyla toplam yükümlülük/toplam borç oranını ve toplam satışlardaki yüzde değişimi göstermektedir ve kontrol amacıyla regresyon denklemine dahil edilmiştir.

$$ROA1_{i,t} = \beta_1 ROA1_{i,t-1} + \beta_2 D1_{i,t} + \beta_3 D2_{i,t} + \beta_4 D3_{i,t} + \beta_5 LEV2_{i,t} + \beta_6 DTSAL + u_{i,t} \quad (1)$$

$$ROA2_{i,t} = \beta_1 ROA2_{i,t-1} + \beta_2 D1_{i,t} + \beta_3 D2_{i,t} + \beta_4 D3_{i,t} + \beta_5 LEV2_{i,t} + \beta_6 DTSAL + u_{i,t} \quad (2)$$

Üçüncü denklem ise Net Kar/Toplam Aktif oranını temsil eden ROA3 değişkeni ile grup ilişkisini tespit etmeyi amaçlamaktadır.

$$ROA3_{i,t} = \beta_1 ROA3_{i,t-1} + \beta_2 D1_{i,t} + \beta_3 D2_{i,t} + \beta_4 D3_{i,t} + \beta_5 LEV2_{i,t} + \beta_6 DTSAL + u_{i,t} \quad (3)$$

Yatırılan sermayenin getirisini gösteren ROIC oranı ile grup değişkenleri arasındaki ilişkiyi belirlemeyi amaçlayan 4 numaralı eşitlik aşağıda verilmiştir

$$ROIC_{i,t} = \beta_1 ROIC_{i,t-1} + \beta_2 D1_{i,t} + \beta_3 D2_{i,t} + \beta_4 D3_{i,t} + \beta_5 LEV2_{i,t} + \beta_6 DTSAL + u_{i,t} \quad (4)$$

Karlılık ölçütlerinden sonuncusu Net Kar/Toplam Satışlar oranını gösteren NM değişkenidir. 5. denklemde NM değişkeni grup değişkenleri arasındaki ilişkinin belirlenmesi amaçlanmaktadır.

$$NM_{i,t} = \beta_1 NM_{i,t-1} + \beta_2 D1_{i,t} + \beta_3 D2_{i,t} + \beta_4 D3_{i,t} + \beta_5 LEV2_{i,t} + \beta_6 DTSAL + u_{i,t} \quad (5)$$

#### *Piyasa Performansı Modelleri*

6 numaralı denklem piyasa performansını ölçmek için kullanılan ilk değişken olan TOBQ ile grup ilişkisini incelemektedir. Bu denklemde TOBQ Tobin Q oranını göstermektedir.

$$TOBQ_{i,t} = \beta_1 TOBQ_{i,t-1} + \beta_2 D1_{i,t} + \beta_3 D2_{i,t} + \beta_4 D3_{i,t} + \beta_5 LEV2_{i,t} + \beta_6 DTSAL + u_{i,t} \quad (6)$$

7 numaralı denklemde piyasa performansını ölçmek için kullanılan ikinci bağımlı değişken piyasa değerinin doğal logaritmasıdır. Söz konusu denklemde MV olarak gösterilen bu değişkeni ile grup ilişkisi arasındaki ilişki incelenmektedir.

$$MV_{i,t} = \beta_1 MV_{i,t-1} + \beta_2 D1_{i,t} + \beta_3 D2_{i,t} + \beta_4 D3_{i,t} + \beta_6 LEV2_{i,t} + \beta_7 DTSAL + u_{i,t} \quad (7)$$

#### *Etkinlik Modelleri*

Stok tutma süresi ile alacakların ortalama tahsil süresinin toplanması ile bulunan etkinlik süresinden ticari borçların ortalama ödeme süresinin çıkarılması ile bulunan nakit çevrim süresi aşağıdaki denklemde CC şeklinde ifade edilmiştir. 8 numaralı denklemde, nakit döngüsü ile grup değişkenleri arasındaki ilişkinin belirlenmesi amaçlanmaktadır. Bu sayede grup şirketlerinin çalışma sermayesinin daha etkin yönetilip yönetilmediği sorusuna cevap aranacaktır.

$$CC_{i,t} = \beta_1 CC_{i,t-1} + \beta_2 D1_{i,t} + \beta_3 D2_{i,t} + \beta_4 D3_{i,t} + \beta_5 LEV2_{i,t} + \beta_6 DTSAL + u_{i,t} \quad (8)$$

Veri zarflama analizi yapılarak elde edilen etkinlik skorlarını temsil eden DEA bağımlı değişkeninin açıklayıcı grup değişkenleri ile ilişkisini gösteren denklem aşağıda verilmiştir.

$$DEA_{i,t} = \beta_1 DEA_{i,t-1} + \beta_2 D1_{i,t} + \beta_3 D2_{i,t} + \beta_4 D3_{i,t} + \beta_5 LEV2_{i,t} + \beta_6 DTSAL + \beta_7 SIZE + u_{i,t} \quad (9)$$

#### 4.4.1. Dinamik Panel Veri Modelleri

Çalışmada temel alınan veri setinin kesit ve zaman boyutunu içermesinden dolayı panel veri analizine başvurulacaktır. Panel veri yapısındaki bir gözlem t zamanında i birim hakkında bilgi içerir ve her birim için çok sayıda gözlem söz konusudur (Hamilton, 2006, s. 161)

Veri toplama ve analiz yöntemlerinin gelişmesi ile birlikte kullanımı yaygınlaşan panel veri analizinin avantajları şu şekilde sıralanabilir (Baltagi, 2001, s.3-5):

- Değişkenler arasındaki doğrusallığı azaltması sayesinde daha güvenilir sonuçlar vermesi,
- Bireysel heterojenliği kontrol edilmesine imkan vermesi,
- Daha fazla veri kullanma olanağı sağlaması sayesinde tahminlerdeki serbestlik derecesini artırarak, tahminlerin daha etkin olmasını sağlaması,
- Son olarak değişim dinamiklerini çalışmak için daha uygun bir yöntem olması.

Aslında panel veri modelleri, zaman boyutunu da içerdiğinden her ne kadar statik ve dinamik olarak ikiye ayrılrsa da farklı yıllara ait gözlemleri içerdiğinden genellikle dinamik bir yapıya sahiptir. Çalışmada kullanılan dinamik panel veri analizinin temelleri gecikmeli değişkenlere yer verilmeyen statik panel veri analizlerine dayanır. Panel veri analizinde modelin dinamik olması durumunda en küçük karelere dayanan yöntemlere ait tahmincilerin özellikleri belirli oranda gücünü yitirir. Buna bağlı olarak dinamik modellerde en küçük kareler ve grup içi tahmincileri tutarlı değildir. Bunun nedeni gözlemlenemeyen etkilerin, gecikmeli bağımlı değişkenin ve hata teriminin korelasyon halinde olmasıdır. Bağımlı değişkeni etkileyen faktörler arasında, bağımsız değişken veya değişkenlerin gecikmeli değerlerinin ayrıca bağımlı değişkenin de gecikmeli değerlerinin de analize dahil edildiği modeller literatürde “Dinamik Panel Veri Modelleri” olarak tanımlanmaktadır (Er, 2009, s.95).

Arellano ve Bond (1991) tarafından geliştirilen dinamik panel modeli, GMM (Genelleştirilmiş Momentler Metodu) yöntemi ile tahmin edilmektedir. Bunun nedeni bağımlı değişkenin gecikmeli değerinin modelde yer alması yani  $y_{i,t-1}$  ile hata terimleri

arasında ilişki olması nedeniyle modelin tahmininin EKK ile mümkün olmamasından kaynaklanmaktadır. Bağımlı değişkenin gecikmeli değerlerinin açıklayıcı değişken olarak kullanılması, sağ taraftaki açıklayıcı değişkenler ile hata teriminin korelasyon içerisinde olmasına neden olmaktadır. Bu durumda EKK tahmincileri sapmalı ve tutarsız olacaktır. Alternatif olarak kullanılacak ağırlıklandırılmış en küçük kareler tahmincisi sapmalı, araç değişkenler (IV) tahminleri ise tutarlı fakat etkin olmayacaktır. Dolayısıyla dinamik panel verileri içeren model yapısı için en uygun yöntem Arellano ve Bond (1991) ile Arellano ve Bover (1995)/Blundell ve Bond (1998) tarafından önerilen GMM yöntemleridir (Bond vd. 2001, s.4).

Dinamik panel veri modelleri kapsamında bağımlı değişkenin gecikmeli değerinin açıklayıcı değişken olarak, eşitliğin sağ tarafında yer alması durumunda kullanılan GMM yönteminin tercih edilmesinin nedeni bu yöntemin iyi tanımlanmış araç değişken kümesine sahip olmasıdır (Harris vd., 2008). Arellano ve Bond (1991) ilgili parametrelerin tahminini yapmak için, hatanın gelecekteki değerlerinin, açıklayıcı değişkenlerin şimdiki değerleri ile korelasyonlu olmadığı varsayımı ile moment koşulları oluşturmaktadır. GMM, moment koşullarının sayısı tahmin edilecek parametre sayısını etkin tahmincilere ulaşılmasını sağlar. GMM tahmincisi doğrudan doğruya moment koşullarından elde edilir.

Arellano ve Bond (1991) tarafından geliştirilen yaklaşım, bazı değişkenler için olası içsellik sorunları göstermektedir. Arellano ve Bond (1991) tahmincisinde bireysel etkileri ortadan kaldırmak için gecikmeli modelin birinci farkları alınmaktadır. Ayrıca optimal moment koşulları için bağımlı değişkenin gecikmeli değerleri ve bağımsız değişkenlerin gecikmeli değerleri kullanılmaktadır. Bundan dolayı söz konusu yöntem, büyük  $N$  ve küçük  $T$  içeren örneklemeler için etkin ve tutarlılığı sağlamaktadır. Dolayısıyla, tüm geçerli gecikmeli değişkenlerin dinamik panel veri modellerinde araç değişken olarak kullanılması önerilmektedir. Böylece gözlemlenemeyen bireysel etkilerdeki farklılıkları ortadan kaldıran GMM tahmin edicileri, bağımlı ve bağımsız değişkenlerin olanaklı tüm gecikmelerini araç değişken olarak kullanır (Arellano ve Bond, 1991).

Arellano-Bond tahmincisi otoregresif parametrelerin yüksek ya da panel-düzey etkinin varyansının sıra dışı (idiosyncratic) hataların varyansına oranının çok yüksek olması durumunda hatalı sonuçlar verebilmektedir. Blundell ve Bond (1998), Arellano ve Bover'in (1995) çalışmasını temel alarak ek moment koşullarını içeren bir sistem tahmincisi geliştirmiştir (StataCorp, 2009, s. 96).



Aşağıdaki dinamik panel veri modeli ele alınsın (StataCorp, 2009, s. 97):

$$y_{it} = \sum_{j=1}^p a_j y_{i,t-j} + x_{it} b_1 + w_{it} b_2 + v_i + e_{it} \quad i = 1, \dots, N \quad t = 1, \dots, T_i \quad (10)$$

Bu denklemde  $a_j$ , tahmin edilecek  $p$  sayıda parametreyi,  $x_{it}$ , katı dışsal (strictly exogenous) birlikte değişen  $1 \times k_1$  vektörünü,  $\beta_1$ , tahmin edilecek parametrelerin  $k_1 \times 1$  vektörünü,  $w_{it}$ , içsel ya da önceden belirlenmiş birlikte değişen  $1 \times k_2$  vektörünü,  $\beta_2$ , tahmin edilecek parametrelerin  $k_2 \times 1$  vektörünü,  $v_i$ , birlikte değişenler ile korelasyon içerisinde olabilen panel-düzey etkileri,  $\varepsilon_{it}$ , örneklem üzerine  $S_e^2$  varyansıyla, birbirinden bağımsız ve eşit olarak dağılmış sıra dışı hatalardır.  $v_i$  ve  $\varepsilon_{it}$ 'nin  $t$  üzerinde her  $i$  için birbirinden bağımsız olduğu varsayılmıştır. Yapı itibariyle, gecikmeli bağımlı değişkenler gözlemlenmeyen panel-düzey etkileri ile standart tahmincileri tutarsız kılacak şekilde korelasyon içerisindedir. Panel sayısının fazla, zaman boyutunun kısa olması durumunda Arellano-Bond tahmincisi panel-düzey etkileri ortadan kaldırmak için ilk farkları alarak ve moment şartlarını oluşturmak amacıyla araç değişkenleri kullanarak oluşturulur.

Blundell ve Bond (1998), Arellano-Bond tahmincisindeki gecikmeli-seviye araç değişkenlerinin (lagged-level instruments) açıklayıcı güçlerinin, otopregresif sürecin devamlılık kazandıkça veya panel-düzey etkinin varyansının ( $v_i$ ) sıra dışı hataların varyansına ( $\varepsilon_{it}$ ) oranının çok yüksek olması durumunda azaldığını göstermiştir. Blundell ve Bond (1998) Arellano ve Bover'in (1995) çalışmasından hareketle gecikmeli düzeylerin fark denkleminde araç değişken olarak kullanıldığı moment koşullarına ek olarak gecikmeli farkların düzey denkleminde araç değişken olarak kullanıldığı moment koşullarının içerildiği bir tahmin edici önermiştir. Ek moment koşulları ilk koşul olan  $E[v_i \Delta y_{i2}] = 0$ 'nin her  $i$  için gerçekleşmesi durumunda geçerli olacaktır (Blundell ve Bond, 1998; Blundell, Bond ve Windmeijer, 2000).

Arellano-Bover / Blundell-Bond tahmincisinin performansı, büyük ölçüde araç değişkenlerin geçerliliğine bağlıdır. Geçerli bir araç değişken olan  $z$ 'nin aşağıdaki koşullara sahip olması gerekmektedir:

$$E[e|z] = 0 \quad (\text{dışsallık koşulu}) \quad (11)$$

$$\text{cov}(z, x) \neq 0 \quad (\text{ilişkili olma koşulu}) \quad (12)$$

Bu varsayımlar aşırı özdeşleştirme (overidentification) kısıtlamaları testi gibi prosedürler kullanılarak test edilebilir. *Aşırı Özdeşleştirme Kısıtlamaları Testi* (Sargan/Hansen Testi): Tüm araç değişkenlerin dışsallığı  $J(\hat{b}_{EGMM}) \sim \chi^2_{L-K}$  şeklindeki Hansen (Hansen, 1982) İstatistiği ya da Hansen İstatistiğinden farklı olarak koşullu eşit yayılımı (conditional homoscedasticity) varsayan Sargan (Sargan, 1958) İstatistiği ile test edilebilir.

Esas olarak araç değişken sayısı yatay kesit gözlem sayısını geçtiğinde  $p$  değeri anlamsız olarak kabul edecek 1 değerine eşit olacaktır. Sargan istatistiği fazla sayıda araç değişken sayısının kullanımına olanak verdiği için Hansen İstatistiğine göre daha dirençli fakat farklı yayılım (heteroskedasticity) olması durumunda tutarsız sonuçlar verebilmektedir. Diğer yandan özellikle sistem GMM yöntemi için analize dahil edilen yeni araç değişkenlerin analizinde faydalı olan araç değişkenlerin alt kümelerinin de test edilmesi gerekmektedir.  $DS = S_u - S_r \sim \chi^2$  eşitliği ile ifade edilebilecek *Fark Sargan İstatistiği* bu amaçla kullanılmaktadır. GMM tahmincisinin tutarlılığı araç değişkenlerin geçerliliğine bağlıdır. Sargan testinin boş hipotezi, araç değişkenlerin kalıntı değerler ile korelasyon içerisinde olmadığı şeklindedir.

Dinamik panel veri modellerinde kullanılan diğer bir test ardışık bağımlılık testleridir. Arellano ve Bond'un (1991) GM tahmincisinin tutarlılığının dayandığı en önemli varsayımlardan biri, birinci fark denkleminin hataları arasında ikinci dereceden sıra korelasyon olmaması varsayımdır.  $\Delta u_{it}$  ardışık bağımlı olmayan hataların birinci farkını gösterdiğinden  $E \Delta u_{it} \Delta u_{it-1}$  'in sıfır olmasına gerek yokken GM tahmincisinin tutarlılığı tamamen  $E \Delta u_{it} \Delta u_{it-2} = 0$  olmasına bağlıdır (Er, 2009, s.118).

Yukarıdaki bilgilerden hareketle bu çalışmada dinamik panel veri analizi, yöntemin firmaya özgü gözlemlenmeyen etkilerin, dışlanmış etkilerin yanlılığının, açıklayıcı değişkenlerin içsellik ve eşanlılık sorunlarının kontrol edilmesine olanak sağlaması ve ayrıca gecikmeli bağımlı değişkenin tahmin edici olarak analize dahil edilmesine imkan vermesi şeklinde özetlenebilecek yararları nedeniyle tercih edilmektedir. Diğer yandan dinamik panel analizi kullanımının hem zaman serisi hem de yatay kesit boyutunu içermesiyle yüksek bir serbestlik düzeyi ve daha kesin sonuçlara ulaşmasını sağlayacağını da vurgulamak gerekmektedir.

#### 4.5. Ampirik Bulgular

1-9 numaralı denklemlerin tahmin edilmesi sonucunda farklı ekonometrik sorunlar ortaya çıkabilir. İlk olarak denklem içerisinde yer alan bağımlı ve bağımsız değişkenler arasındaki ilişki çift yönlü olabilir. Bu durum, içsellik sorununu ortaya çıkarak tahminciler ve hata terimleri arasında korelasyona neden olur. Diğer yandan zaman ile değişmeyen özellikler (sabit etkiler), açıklayıcı değişkenler ile korelasyon içerisinde olabilir. 1-9 numaralı denklemlerde firmalara özgü gözlemlenmeyen etkiler ( $v_i$ ) ve gözleme özgü hatalardan ( $e_{it}$ ) oluşan hata terimleri sabit etkileri içermektedir ( $u_{it} = v_i + e_{it}$ ). Ayrıca bağımlı değişkenin gecikmeli değerlerinin tahmin sürecine dahil edilmesi ardışık bağımlılık sorununa yol açabilmektedir (Mileva, 2007, s.2). Bu sorunları aşmak amacıyla çalışma kapsamında kullanılacak olan tahminci Arellano-Bover / Blundell-Bond tahmincisi olup ilgili analizler Stata 11.1 paket programının *xtdpdsys* tahmincisi ile gerçekleştirilmiştir.

Yukarıda bahsedilen diğer bir sorun olan sabit etkileri aşmak için fark GMM kullanılmıştır. Bu durumda 1-9 numaralı denklemler aşağıdaki formlara dönüştürülmüştür:

##### *Karlılık Modelleri*

$$\Delta ROA1_{i,t} = \beta_1 \Delta ROA1_{i,t-1} + \beta_2 D1_{i,t} + \beta_3 D2_{i,t} + \beta_4 D3_{i,t} + \beta_5 \Delta LEV2_{i,t} + \beta_6 \Delta DTSAL + \Delta u_{i,t} \quad (13)$$

$$\Delta ROA2_{i,t} = \beta_1 \Delta ROA2_{i,t-1} + \beta_2 D1_{i,t} + \beta_3 D2_{i,t} + \beta_4 D3_{i,t} + \beta_5 \Delta LEV2_{i,t} + \beta_6 \Delta DTSAL + \Delta u_{i,t} \quad (14)$$

$$\Delta ROA3_{i,t} = \beta_1 \Delta ROA3_{i,t-1} + \beta_2 D1_{i,t} + \beta_3 D2_{i,t} + \beta_4 D3_{i,t} + \beta_5 \Delta LEV2_{i,t} + \beta_6 \Delta DTSAL + \Delta u_{i,t} \quad (15)$$

$$\Delta ROIC_{i,t} = \beta_1 \Delta ROIC_{i,t-1} + \beta_2 D1_{i,t} + \beta_3 D2_{i,t} + \beta_4 D3_{i,t} + \beta_5 \Delta LEV2_{i,t} + \beta_6 \Delta DTSAL + \Delta u_{i,t} \quad (16)$$

$$\Delta NM_{i,t} = \beta_1 \Delta NM_{i,t-1} + \beta_2 D1_{i,t} + \beta_3 D2_{i,t} + \beta_4 D3_{i,t} + \beta_5 \Delta LEV2_{i,t} + \beta_6 \Delta DTSAL + \Delta u_{i,t} \quad (17)$$

*Piyasa Performansı Modelleri*

$$\Delta TOBQ_{i,t} = \beta_1 \Delta TOBQ_{i,t-1} + \beta_2 D1_{i,t} + \beta_3 D2_{i,t} + \beta_4 D3_{i,t} + \beta_5 \Delta LEV2_{i,t} + \beta_6 \Delta DTSAL + \Delta u_{i,t} \quad (18)$$

$$\Delta MV_{i,t} = \beta_1 \Delta MV_{i,t-1} + \beta_2 D1_{i,t} + \beta_3 D2_{i,t} + \beta_4 D3_{i,t} + \Delta LEV2_{i,t} + \beta_7 \Delta DTSAL + \Delta u_{i,t} \quad (19)$$

*Etkinlik Modelleri*

$$\Delta CC_{i,t} = \beta_1 \Delta CC_{i,t-1} + \beta_2 D1_{i,t} + \beta_3 D2_{i,t} + \beta_4 D3_{i,t} + \beta_5 \Delta LEV2_{i,t} + \beta_6 \Delta DTSAL + \Delta u_{i,t} \quad (20)$$

$$\Delta DEA_{i,t} = \beta_1 \Delta DEA_{i,t-1} + \beta_2 D1_{i,t} + \beta_3 D2_{i,t} + \beta_4 D3_{i,t} + \beta_5 \Delta LEV2_{i,t} + \beta_6 \Delta DTSAL + \beta_7 \Delta SİZE + \Delta u_{i,t} \quad (21)$$

Zaman içerisinde değişmemeleri nedeniyle firmaya özgü sabit etkilerin birinci dereceden farkının alınması ile hata terimine ilişkin aşağıdaki düzenlemeler yapılmıştır (Mileva, 2007, s.2):

$$\Delta u_{it} = \Delta v_i + \Delta e_{it} \quad (22)$$

Ya da

$$u_{it} - u_{i,t-1} = (v_i - v_i) + (e_{it} - e_{i,t-1}) = e_{it} - e_{i,t-1} \quad (23)$$

Ayrıca birinci dereceden farkı alınmış bağımlı değişken, geçmiş değerlerinin kullanıldığı araç değişken haline gelmiştir.

Aşağıdaki tablolarda analiz sonuçları verilmiştir. Her bir hücrede grup ilişkisini temsil eden kukla değişkenler yanında kontrol değişkenleri için de test edilen modellerden elde edilen parametreler ve bu parametrelere ait olasılık değerleri sunulmuştur. Modelin bir bütün halinde anlamlılığını test eden Wald testi istatistiği ile bu testin olasılık değerleri tablonun altında yer almaktadır. Tablonun son iki satırında otokorelasyon testi sonuçlarını verilmektedir. Analiz sonuçları, veri setinde sapan değerlerin (outlier) mevcut olması nedeniyle Robust GMM yapılarak elde edilmiştir.

Robust opsiyonunun tercih edilmesi durumunda Sargan testini yapmak mümkün olmamaktadır. Çünkü, değişen varyans sorunu olmadığı varsayımı ile gerçekleştirilen Sargan J testi, robust opsiyonun tercih edilmesi durumunda hataların dağılımının değişmesi nedeniyle geçerliliğini yitirmektedir.

Tablo 16, 13, 14, 15, 16 ve 17 numaralı denklemlerin dinamik panel veri analizi kullanılarak elde edilmiş tahmin sonuçlarını sunmaktadır. Analiz sonucunda ROA1 (EBIT/TA) değişkeni ile grup değişkenleri arasında anlamlı bir ilişki olduğu görülmektedir. Buna göre büyük gruplara bağlı şirketler diğer şirketlere göre daha iyi performans göstermektedir. ROA1 değişkeni ile kaldıraç değişkeni LEV2 arasında negatif ve anlamlı bir ilişki mevcuttur. ROA2 (EBITDA/TA) değişkeni ile tüm grup değişkenleri arasında güçlü ve aynı yönlü bir ilişki tespit edilmiştir. Bu ilişki aynı zamanda istatistiksel olarak da anlamlıdır. Burada vurgulanması gereken bir diğer nokta bu ilişkinin büyüklüğünün D1 değişkeninde D2 ve D3 e göre daha yüksek olduğudur. Bir başka ifade ile büyük gruba ait işletmeler diğer şirketlere göre daha yüksek bir ROA2 oranına sahiptir.

Ancak bağımsız şirketlerin performansı büyük grup şirketlerinin biraz altında küçük grup şirketlerinin ise üzerinde gerçekleşmiştir. Diğer yandan ROA2 değişkeninin kendi gecikmeli değeri ile pozitif ve anlamlı, kontrol değişkenleri LEV2 ile negatif ve anlamlı DTSAL değişkeni ile istatistiksel olarak anlamsız ilişkisi olduğu görülmektedir.

İlk iki modelin Wald istatistikleri anlamlıdır. Bunun yanında Arellano ve Bond (1991) tarafından önerilen AR(1) ve AR(2) ardışık bağımlılık testlerinin sonuçları, AR(1) modeli için istatistiksel olarak anlamlı AR(2) modeli için ise anlamsızdır. Arellano ve Bond (1991) ardışık bağımlılık testine göre, modelin tutarlı olabilmesi için AR(1)'in reddedilmesine gerek yok iken AR(2)'nin anlamsız olması gerekmektedir (Stata Corp.,2009, s.27).

Tablo 16.

*Karlılık ve Grup İlişkisi*

	ROA1	ROA2	ROA3	ROIC	NM
ROA1(L1)	0,13 (0,150)				
ROA2 (L1)		<b>0,21</b> <b>(0,019)</b>			
ROA3 (L1)			0,02 (0,795)		
ROIC (L1)				0,008 (0,936)	
NM (L1)					0,027 (0,790)
D1	<b>0,20</b> <b>(0,000)</b>	<b>0,218</b> <b>(0,000)</b>	<b>0,22</b> <b>(0,000)</b>	<b>0,245</b> <b>(0,000)</b>	<b>0,258</b> <b>(0,000)</b>
D2	<b>0,157</b> <b>(0,003)</b>	<b>0,11</b> <b>(0,032)</b>	<b>0,13</b> <b>(0,001)</b>	<b>0,18</b> <b>(0,002)</b>	0,05 (0,416)
D3	<b>0,136</b> <b>(0,014)</b>	<b>0,194</b> <b>(0,001)</b>	0,09 (0,084)	<b>0,265</b> <b>(0,002)</b>	0,008 (0,928)
LEV2	<b>-0,22</b> <b>(0,000)</b>	<b>-0,16</b> <b>(0,044)</b>	<b>-0,27</b> <b>(0,000)</b>	<b>-0,33</b> <b>(0,001)</b>	<b>-0,25</b> <b>(0,001)</b>
DTSAL	0,004 (0,863)	0,026 (0,195)	-0,01 (0,567)	0,061 (0,096)	0,026 (0,415)
Wald Ki-Kare p - değeri	83,71 (0,000)	356,7 (0,000)	45,06 (0,000)	113,73 (0,000)	23,12 (0,000)
AR(1) AR(1) p - değeri	-2,64 (0,008)	-3,90 (0,000)	-2,157 (0,031)	-3,39 (0,000)	-2,70 (0,006)
AR(2) AR(2) p - değeri	-0,518 (0,604)	0,10 (0,91)	-0,41 (0,67)	0,19 (0,845)	-0,74 (0,457)

Tablo 16'nın üçüncü sütununda ise ROA3 (Net Kar/TA) bağımlı değişkeni kullanılarak elde edilen test sonuçlarına yer verilmiştir. Bu sonuçlara göre D1 ve D2 kukla değişkenleri ile LEV2 kontrol değişkeninin parametreleri anlamlı iken diğer değişkenlerin ki ise anlamsızdır. Bu sonuçlara göre büyük grup şirketlerinin ROA3 oranı diğer şirketlerden oldukça yüksektir. LEV2 kaldıraç oranı ile karlılık arasında negatif ve anlamlı bir ilişki vardır. Burada da AR(1) modelinin istatistiksel olarak

anlamalı AR(2) modelinin ise anlamsız olduğu görülmektedir. AR(2) modelinin anlamsız olması ardışık bağımlılık sorununun olmadığını göstermektedir.

ROIC ve grup ilişkisine ilişkin regresyon denkleminin tahmin sonuçlarına göre ROIC ile D1, D2 ve D3 arasında aynı yönlü ve istatistiksel olarak anlamlı ilişkilere ulaşılmıştır. Bu eşitlikte de LEV2 değişkeni ile ROIC arasında negatif ve anlamlı ilişki vardır, satışlardaki büyüme ile ROIC arasında ise %10 düzeyinde anlamlı ve pozitif bir ilişki vardır. Ayrıca diğer karlılık modellerinden farklı olarak bağımsız şirketlerin büyük gruba ait şirketlere göre daha yüksek oranda performans gösterdikleri görülmektedir.

Net Kar/Satışlar oranını gösteren NM bağımlı değişkeninin tahmin sonuçlarına göre sadece D1 kukla değişkeni ve LEV2 kontrol değişkeni anlamlı sonuçlar vermektedir. NM değişkeni ile diğer değişkenler arasında anlamlı bir ilişki bulunamamıştır. Modelin Wald istatistiği anlamlı ve AR(2) modeli ise anlamsızdır. Bu da modelin bir bütün halinde anlamlı olduğunu ve ardışık bağımlılık sorununun olmadığını göstermektedir.

Tablo 17, 18 ve 19 numaralı denklemlerin tahmin sonuçlarını içermektedir. Tablo 17'deki ilk sütun Tobin Q oranını, ikinci sütun ise piyasa değeri ile grup ilişkisinin tahmin sonuçlarını göstermektedir. Dinamik panel veri analizinin tahmin sonuçları Tobin Q oranı için D1 ve D2 değişkenlerinin piyasa performansını açıklama da anlamlı D3 değişkeninin ise %5 güven düzeyinde anlamsız olduğunu göstermektedir. Burada büyük grupların küçük gruplara göre daha yüksek Tobin Q oranına sahip olduğu görülmektedir.

Kontrol değişkenlerinden kaldıraç oranı (LEV2) ile piyasa performansı arasında negatif ve anlamlı bir ilişki vardır. Satışlardaki büyüme ise anlamsızdır. tahmin edilen modelin Wald istatistiğinin anlamlı, AR(2) modelinin anlamsız olması modelin tutarlı olduğunu göstermektedir. Piyasa değerinin doğal logaritmasını gösteren LNMV değişkeni için ise modeldeki tüm değişkenler anlamlıdır. Firmaların piyasa değerini açıklamada grup ilişkisi, kaldıraç ve satışların büyümesi etkili olmaktadır.

Tablo 17

*Piyasa Performansı ve Grup İlişkisi*

	<b>TOBQ</b>	<b>LN(MV)</b>
<b>TOBQ (L1)</b>	0,087 (0,417)	
<b>MV (L1)</b>		0,097 (0,173)
<b>D1</b>	<b>1,72</b> <b>(0,000)</b>	<b>12,99</b> <b>(0,000)</b>
<b>D2</b>	<b>1,20</b> <b>(0,000)</b>	<b>11,67</b> <b>(0,000)</b>
<b>D3</b>	0,90 (0,054)	<b>9,9</b> <b>(0,000)</b>
<b>LEV2</b>	<b>-0,959</b> <b>(0,017)</b>	<b>-2,19</b> <b>(0,000)</b>
<b>DTSAL</b>	-0,137 (0,091)	<b>-0,44</b> <b>(0,014)</b>
<b>Wald Ki-Kare</b> <b>p - değeri</b>	216,09 (0,000)	8782 (0,000)
<b>AR(1)</b> <b>AR(1) p - değeri</b>	-4,18 (0,000)	-5,77 (0,000)
<b>AR(2)</b> <b>AR(2) p - değeri</b>	1,03 (0,290)	0,828 (0,407)

Tablo 18 ise 20 ve 21 numaralı denklemlerin tahmin sonuçlarını içermektedir. Tahmin edilen ilk modelde yer alan CC bağımlı değişkeni işletmenin Nakit Dönüşüm Süresini göstermektedir. Hammaddenin satın alınmasından itibaren başlayan ve kredili satış bedellerinin tahsili işlemiyle son bulan dönemi ifade eden nakit çevrim süresi (CC) nakdin mümkün olduğunca çabuk toplamı ödemelerin de olabildiğince ileriye atılması gerekliliği nedeniyle mümkün olduğunca kısa olmalıdır. CC'nin kısa olması bu sürecin iyi yönetildiği anlamına gelir. Dolayısıyla işletmelerin Çalışma Sermayesi Yönetiminin finansal performans hakkında ipuçları vermesi beklenir. Analiz sonuçlarına göre Kaldıraç değişkeni dışında (LEV2) modeldeki tüm değişkenler anlamlıdır. Beklendiği gibi satışlardaki büyüme bu süreyi azaltmaktadır. Ancak grup değişkenlerine bakıldığında küçük gruplarda çalışma sermayesinin diğer şirketlere (büyük grup şirketleri ve bağımsız şirketler) göre daha etkin yönetildiği görülmektedir.



Tablo 18

*Grup İlişkisi ve Etkinlik*

	CC	DEA
CC (L1)	<b>0,43</b> (0,000)	
DEA(L1)		<b>0,39</b> (0,002)
D1	<b>84,68</b> (0,000)	<b>0,35</b> (0,002)
D2	<b>69,5</b> (0,000)	<b>0,50</b> (0,000)
D3	<b>98,8</b> (0,045)	<b>0,28</b> (0,010)
LEV2	-10,2 (0,725)	-0,12 (0,310)
DTSAL	<b>-45,6</b> (0,000)	<b>0,089</b> (0,010)
Wald Ki-Kare p - değeri	318,2 (0,000)	830,7 (0,000)
AR(1) AR(1) p - değeri	-3,61 (0,000)	-4,38 (0,000)
AR(2) AR(2) p - değeri	-1,29 (0,195)	-0,67 (0,49)

Firmaların etkinliği hakkında ipucu veren ikinci değişken veri zarflama analizi kullanılarak elde edilen etkinlik skorlarıdır (DEA). Buna göre verimlilik ve grup ilişkisi arasında anlamlı bir ilişki vardır. Modelde yer alan kontrol değişkenlerinden LEV2 değişkeni anlamsız satışlardaki büyüme değişkeni ise %5 güven düzeyinde anlamlıdır. Analiz sonuçlarına göre büyük gruplara bağlı şirketler küçük gruplara bağlı şirketlere göre daha verimsizdir. Maddi duran varlıklar, satılan malın maliyeti ve çalışan sayısı dikkate alınarak elde edilen DEA skorlarına göre büyük gruplara bağlı şirketler aynı üretimi gerçekleştirmek için küçük gruplara bağlı işletmelere göre daha çok maddi duran varlık yatırımı yapıp daha çok çalışan istihdam etmektedir.

#### 4.6. Bulguların Değerlendirilmesi

Tablo 19'da yukarıda gerçekleştirilen dinamik panel veri analizi sonuçları, grupları temsil eden kukla değişkenleri dikkate alınarak özetlenmektedir. Buna göre büyük gruplar, karlılık oranları dikkate alındığında ROIC değişkeni dışında, diğer şirketlerden genel olarak daha iyi performans göstermektedir. Yatırılan sermayenin getirisini gösteren ROIC değişkeni bağımsız şirketlerin daha az sermaye yatırarak görece daha yüksek getiri elde ettiklerini göstermektedir. Diğer karlılık değişkenleri göz önünde tutulduğunda Net Kar/TA oranını gösteren ROA3 değişkeninde büyük olan gruplar arasındaki farklılık ROA2 değişkeninde azalmaktadır. Bu da özellikle bağımsız şirketlerin görece daha fazla faiz ve amortisman giderlerine sahip olduğunu göstermektedir.

Tablo 19.

##### *Panel Veri Analiz Sonuçlarının Özeti*

	ROA1	ROA2	ROA3	ROIC	NM	TOBQ	LN(MV)	CC	DEA
D1	0,20 (0,000)	0,218 (0,000)	0,22 (0,000)	0,245 (0,000)	0,258 (0,000)	1,72 (0,000)	12,99 (0,000)	84,68 (0,000)	0,35 (0,002)
D2	0,157 (0,003)	0,11 (0,032)	0,13 (0,001)	0,18 (0,002)	0,05 (0,416)	1,20 (0,000)	11,67 (0,000)	69,5 (0,000)	0,50 (0,000)
D3	0,136 (0,014)	0,194 (0,001)	0,09 (0,084)	0,265 (0,002)	0,008 (0,928)	0,90 (0,054)	9,9 (0,000)	98,8 (0,045)	0,28 (0,010)

Piyasa performansları dikkate alındığında ise bazı karlılık oranlarından farklı olarak, büyük grupların belirgin üstünlükleri dikkat çekmektedir. Büyük grupları küçük gruplar takip etmektedir.

Verimlilik ve etkinlik değişkenlerine göre ise en verimli şirketler küçük gruplara bağlı şirketlerdir. Küçük gruplara bağlı şirketler diğer şirketlerden daha kısa nakit çevrim süresine ve daha yüksek etkinlik skoruna sahiptir. Küçük gruplara bağlı şirketleri, büyük gruplara bağlı şirketler izlemektedir.

## V. BÖLÜM

### SONUÇ VE ÖNERİLER

Tez çalışmasının önceki bölümlerinde işletme grupları olgusu açıklanmış, grup olgusu ve performans ilişkisine değinilmiş, uygulama bölümünde ise bu ilişki kantitatif teknikler kullanılarak analiz edilmiştir. Bu bölümde ise araştırma bulgularına dayalı olarak ulaşılan sonuçlar ve bu sonuçların olası nedenleri özetlenerek, elde edilen sonuçlar doğrultusunda hem uygulamaya hem de benzer konularda yapılacak araştırmalara yönelik öneriler geliştirilmeye çalışılacaktır.

#### 5.1. Sonuç

İşletme grupları ile ilgili literatür incelendiğinde, işletme grubu formunun özellikle gelişmekte olan ülkelerde başarılı, gelişmiş ülkelerde ise tartışmalı bir yapı olduğu konusunda görüşler olduğu çalışmanın önceki bölümlerinde belirtilmiştir. İşletme grupları ve performans ilişkisi, farklı teorik perspektiflerden açıklanırken özellikle gelişmekte olan ülkelerin sahip olduğu karakteristikler dikkate alınmıştır. Örneğin Khanna ve Palepu'nun (1997) çalışmasına göre işletme grupları, etkin olmayan sermaye ve emek piyasalarının bir sonucu olarak karşımıza çıkmakta, bu grup formu sayesinde, ekonomik değerlerin birimler arası hareketliliği sağlanabilmektedir. Dolayısıyla özellikle gelişmekte olan ülkelerde bağlı şirketler arasında işlemlerin içselleştirilmesi hem bilgi hem de kaynak akışındaki etkinliği artırdığı için böyle bir yapının performans üzerinde etkili olduğu söylenebilmektedir.

Benzer şekilde, özellikle nitelikli işgücünün grup içi paylaşımı, grup şirketlerini daha verimli hale getirmekte, bu da nitelikli işgücünün büyük öneme sahip olduğu gelişmekte olan ülkelerde gruplar açısından büyük avantaj yaratmaktadır (Chang ve Hong, 2000, s.432). Ayrıca grupların sahip olduğu ağlar, grup şirketlerine resmi ve gayri resmi bilgiler sağlayacağından, grup şirketlerine risklerin azaltılması, sözleşme gücü ve fırsatların daha kolay belirlenmesi gibi ek avantajlar da sağlamaktadır.

Daha önce belirtildiği üzere, bazı araştırmacılara göre grup ilişkisinin asıl amacı karlılık değildir (Kim, Hoskisson ve Wan 2004; Morck ve Yeung, 2003). Örneğin vekalet teorisyenleri işletme gruplarını, varlıklı ailelerin kişisel faydalarını artırmak için kullandıkları çeşitli taktiksel araçlar, dolayısıyla bir potansiyel vekalet maliyeti kaynağı olarak görürler (Morck vd. 2005). Bu taktikler, bir çok işletmeyi sınırlı sermaye ile

kontrol etme yolu olan piramitleşme ve bağlı şirketler arasında kaynak ve/veya kar transferleri olabilir. Bir diğer görüşe göre ise işletme gruplarının amacı karı maksimize etmek yerine, grup firmalarını kararlı ve istikrarlı hale getirmektedir (Gerlach, 1992).

Bu doğrultuda bu tez çalışmasında söz konusu tartışmalara katkı yapmak amacıyla 2002-2009 yılları arasında İMKB'de faaliyet gösteren sanayi işletmeleri için, grup ilişkisini temsil eden değişkenler ile finansal performans ölçütlerinin arasındaki ilişki analiz edilmiş, bir başka ifade ile Türk iş dünyasında grup formuna sahip şirketlerin finansal performans açısından diğerlerine göre daha üstün olup olmadığı araştırılmıştır.

Türkiye'nin sahip olduğu tarihi arka plan, ekonomik hayatta yaşanan gelişmeler, bazı piyasaların oligopolistik yapısı, başta sermaye piyasaları olmak üzere yeterince gelişmemiş piyasaların varlığı, bilgi akışının bölünmüş yapısı, zayıf hukuk sistemi ve bu sistemin düşük yaptırım gücü, hızlı büyüyen ekonomi ve artan nüfusla birlikte yaşanan politik sosyal dönüşümlerin grupların ortaya çıkmasında ve grup şirketlerinin üstün performans göstermelerinde etkisi olduğu ileri sürülebilir. Ancak hemen belirtmek gerekir ki bu etkinin tüm gruplar için söz konusu olduğunu söyleyebilmek mümkün değildir.

İşletme gruplarının homojen olmayan yapıları, büyüklük ve çeşitlendirme stratejilerinde görülen farklılıklar göz önünde bulundurulduğunda, üstün performans göstermek için gerekli koşulun herhangi bir gruba bağlı faaliyet göstermek olduğu varsayımı hatalı sonuçlara neden olabilir. Çünkü Şekil 3'te tarif edilen değer yaratma mekanizması tüm gruplar için aynı şekilde işlememektedir. Bu nedenle çalışmada gruplar arasında bir ayrımın yapılmasının gerekli olduğu düşünülmüş ve bir gruba bağlı şirketler büyük gruba bağlı ve küçük gruba bağlı şirketler olarak ayrılıp analiz edilmiştir.

Tez çalışmasında finansal analizde sıkça kullanılan ROA, ROIC gibi kara dayalı geleneksel performans ölçütlerinin yanı sıra, şirketlerin piyasa performansını temsil Tobin Q ve Piyasa Değeri, etkinlik hakkında ipucu veren veri zarflama analizi ile elde edilmiş etkinlik skorları (DEA) ve çalışma sermayesi yönetimin kalitesini ölçen Nakit Çevrim Süresi (CC) gibi değişkenler ile grup ilişkisini temsil eden, ortaklık yapısına göre belirlenmiş kukla değişkenler arasındaki ilişki panel veri analizi kullanılarak test edilmiştir. 82 İMKB şirketi üzerine yapılan analizler sonucunda, "işletme grubu" "performans" perspektifinde, yukarıda tartışılan görüşleri destekleyen bulgular elde edilmiştir. Bu bulgular aşağıda özetlenecektir.

Büyük bir gruba bağlı olarak faaliyet gösteren işletmeler, karlılık oranları göz önünde bulundurulduğunda diğer şirketlerden daha iyi performans göstermektedir. Her ne kadar borcun vergi tasarrufunun net kara eklenmesi ile bulunan tutarın, yatırılan sermayeye bölünmesi ile hesaplanan ROIC değişkeninde en iyi performansı bağımsız şirketler gösteriyor olsa da, bu durumun nedeni söz konusu şirketlerin yüksek finansman maliyetlerine katlanıyor olması ayrıca yatırılan sermayenin hesaplanmasında dikkate alınmayan yükümlülüklerin bu şirketlerde daha yüksek tutarlarda olmasıdır. Benzer bir durum amortisman ve finansman giderlerini dikkate alan ROA2 karlılık oranında da görülmektedir. Bu orana göre en iyi performansı büyük bir gruba ait şirketlerin gösterdiği görülmektedir. Ancak büyük grupları az bir farkla bağımsız işletmeler takip etmektedir. Küçük grup şirketleri ise diğer iki sınıftan daha kötü performans sergilemektedir.

Net Kar/Toplam Aktif şeklinde hesaplanan ROA3 değişkeninde ise büyük gruplara bağlı şirketlerin açık ara ile üstün performans gösterdiği görülmektedir. Büyük grupları küçük gruplar izlemektedir. Benzer bir durum satışların karlılığında da görülmektedir. Ancak küçük grup şirketleri ile bağımsız şirketleri için tahmin edilen parametreler anlamsızdır.

Sonuç olarak büyük grup şirketlerinin diğerlerine daha karlı olduğunu söylemek mümkündür. Büyük grup şirketlerini küçük gruba bağlı işletmeler izlemektedir. Ancak büyük grup şirketleri sadece daha karlı değil aynı zamanda daha az riskli ve istikrarlıdır. Tablo 15'te sunulan değişim katsayıları göz önünde bulundurulduğunda büyük grup şirketleri için bir birimlik getiriye karşılık gelen risk diğer şirketlerin yaklaşık yarısı kadardır. Bu da büyük grup şirketlerinin daha karlı, daha istikrarlı ve daha az riskli olduğunu göstermektedir.

Tablo 9'da sunulan ANOVA sonuçlarına göre üç grup arasında yatırımlar göz önünde tutulduğunda (CAPEX/TA) anlamlı bir fark yoktur. Ancak borçlanma oranları dikkate alındığında (LEV1 ve LEV2) büyük grup şirketleri diğer iki gruptan ayrılmaktadır. Küçük grup şirketleri ve bağımsız şirketler hemen hemen aynı düzeyde büyük gruplara göre daha yüksek kaldıraç oranına sahiptirler. Satılan malın maliyetinin toplam satışlara bölünmesi ile bulunan COGSOLD/TA değişkeni büyük grupların önemli maliyet avantajına sahip olduğunu göstermektedir. Sırasıyla bu oranlar %66, %73 ve %77 düzeyindedir ve gruplar arasındaki farklar anlamlıdır. Maliyet avantajı, büyük gruplara bağlı şirketlerin karlılığını açıklamakla birlikte, bu şirketlerin diğer şirketlerden daha büyük olması (toplam satışlar, toplam aktif, çalışan sayısı) söz konusu

işletmelerin ölçek ekonomilerinden daha çok yararlandıklarını göstermektedir. 2002-2009 yılları arasında gerçekleşen yüksek ekonomik büyüme oranlarının da yardımıyla büyük gruba bağlı işletmeler diğerlerinden daha yüksek oranlarda karlar elde etmiştir.

Karlılık ile ilgili belirtilmesi gereken bir diğer husus, Şekil 5 ve 6’da sunulan yıllar itibariyle büyük grupların karlılığının seyridir. Bu şekillere göre karlılık farkları yıllar itibariyle büyük gruplar lehine artmıştır. 2002 ve 2003 yıllarında birbirine yakın olan bu oranlar ekonominin hızla büyüdüğü sonraki dönemlerde belirgin bir şekilde ayrılmıştır. Bu da büyük grup şirketleri ile diğer şirketler arasındaki performans farkının piyasa aksaklıklarından daha çok ekonominin büyüme hızıyla ilişkili olduğu konusunda ipucu vermektedir.

Yine Tablo 9’da sunulan, Toplam Satışlardan nakit akım tablosundan elde edilen nakit akışlarının çıkarılması ile bulunan tutarın yine toplam satışlara bölünmesi ile bulunan tahakkuk oranları ((TSAL-CF)/TSAL) büyük grupların mali tablolarının daha güvenilir ve kazançlarının daha kaliteli olduğunu göstermektedir. ANOVA testi sonuçlarına göre büyük grup şirketleri için 0,86 olan bu oran küçük grup şirketleri için 0,93 bağımsız şirketler için ise 1 düzeyinde gerçekleşmiştir. Büyük grup şirketleri diğer iki sınıftan istatistiki olarak farklı olmasına rağmen küçük grup şirketleri ile bağımsız şirketleri arasındaki %7’lik fark Sheffe Testi sonuçlarına göre istatistiki olarak anlamsızdır. Bu sonuçlar vekalet problemleri doğrultusunda küçük gruplara bağlı şirketler ile bağımsız şirketlere ait mali tabloların, kazanç kalitesini dikkate alan daha sofistike yöntemler kullanılarak analiz edilmesi gerekliliğini işaret etmektedir.

Kazançların kalitesi ve kararlılığını tespit etmek amacıyla aşağıdaki eşitlik 3 grup içinde ayrı ayrı tahmin edilmiştir (Sonuçlar EK 2’de yer almaktadır).

$$ROA3_{i,t} = \alpha_i + \beta_1 ROA3_{i,t-1} + u_{i,t}$$

Analiz sonuçlarına göre büyük gruplara bağlı şirketlerin karlılığı ile bir önceki dönem karlılığı arasında pozitif ve anlamlı bir ilişki vardır. 0,56 olarak tahmin edilen ROA3’ün bir gecikmeli değerinin katsayısı, büyük grupların karının istikrarlı olduğunu göstermektedir. Söz konusu katsayı küçük gruplar için -0,36 düzeyinde ve anlamlıdır. Bu da küçük gruplara bağlı şirketlerin kar ettikleri dönemlerden sonra zarar ya da zarar ettikleri dönemlerden sonra kar elde ettiklerini yada mali tabloların bu şekilde hazırlanıp sunulduğunu göstermektedir. Bağımsız şirketlerde gecikmeli ROA3 oranı kendisini açıklamada anlamsızdır. Analiz sonuçları yukarıda tahakkuk oranı için yapılan açıklamalara paralel olarak büyük grup şirketlerinin karlarının daha kaliteli ve istikrarlı

olduğunu göstermekle birlikte küçük grup şirketleri ile bağımsız işletmelerin kazançlarının kalitesi hakkında kuşkuları artırmaktadır.

Tobin Q oranı dikkate alındığında büyük grup şirketlerinin belirgin bir şekilde daha iyi piyasa performansına sahip olduğu görülmektedir. Büyük grupları küçük gruplar izlemektedir. Bağımsız şirketler için bu oran birin altında ve anlamsızdır. Tablo 15'te sunulan değişim katsayıları göz önünde bulundurulduğunda büyük grup şirketlerinin daha az riskli olduğu ve daha iyi piyasa performansına sahip olduğu söylenebilir.

Piyasa değerleri göz önünde tutulduğunda ise (LNMV) zaman içerisinde büyük grup şirketlerinin değerlerini diğer şirketlerden daha fazla artırdığı görülmektedir. Küçük grup şirketlerinde de gözlenen bu artış büyük gruplarda ve bağımsız şirketlerde daha düşük oranlarda gerçekleşmiştir. Şekil 8'de bu ayrışmayı görmek mümkündür.

Nakit çevrim süreleri (CC) dikkate alındığında küçük grup şirketlerinin çalışma sermayesini daha iyi yönettiği söylenebilir. Küçük grupları büyük grup şirketleri izlemektedir. Veri zarflama analizi ile elde edilen etkinlik skorlarına (DEA) göre ise küçük gruba bağlı işletmeler en verimli işletmelerdir. Küçük gruba bağlı şirketleri, büyük grup şirketleri izlemektedir. Bu sonuç, büyük grupların daha düşük maliyetle üretim yapıyor olmalarına rağmen (Tablo 9 COGS/TSAL değişkeni) görece daha çok duran varlık yatırımına ve çalışana sahip olduklarını göstermektedir. Özetle bu sonuçlara göre büyük gruplar çalışma sermayesinin etkinliği ve toplam verimlilik konularında diğer şirketlerden daha kötü performans göstermektedir.

Buraya kadar yapılan açıklamaları toparlamak gerekirse, büyük bir gruba bağlı olarak faaliyet gösteren şirketler daha karlı, daha istikrarlı, diğerlerine göre daha büyük, daha az riskli ancak daha verimsizdir. Yapılan analiz sonuçları küçük grup şirketleri ve bağımsız işletmeler için vekalet maliyetlerini işaret etmektedir. Buradan hareketle, Türkiye örneğinde grup formunun bir bütün olarak bağlı işletmelere çeşitli avantajlar sağlayıp ekstra değer yaratma fırsatı sunduğu ileri sürülebilir. Prestij veya benzeri nedenlerle kurumsal yönetim ilkelerine saygılı büyük gruplara bağlı işletmelerde yaratılan bu ekstra değerler mali tablolara yansımaktadır. Diğer taraftan firma değerini maksimize etmek yerine grubun (ana şirketin yada holdingin) değerini maksimize etmeye çalışan, küçük gruba bağlı işletmelerde bu durum gerçekleşmemekte bu da paydaşlar açısından çeşitli vekalet maliyetlerine neden olmaktadır.

## 5.2. Öneriler

Bir gruba ait olmanın firma performansı üzerindeki etkisinin incelendiği bu çalışmadan elde edilen sonuçlardan hareketle bu alanda yapılacak sonraki çalışmalar için öneriler şu şekilde özetlenebilir.

Giriş bölümünde bahsedilen çalışmanın kısıtlarından hareketle İMKB'ye kote olmayan şirketleri de kapsayacak şekilde daha büyük bir örneklem kullanılması ve sektörel etkilerin de dikkate alınması bu alanda yapılacak diğer çalışmalarda daha sağlıklı sonuçlar elde edilmesini sağlayacaktır. Ayrıca yapılacak çalışmalarda kurumsal yönetim ve vekalet maliyetleri konularını dikkate alan modeller geliştirilmesinin, özellikle farklı grup türlerinin bağlı firma performansı üzerindeki etkisinin anlaşılması konusunda yardımcı olacağı düşünülmektedir.

İşletme grupları ile ilgili literatür ışığında, firma düzeyinde yapılacak analizlerde (örneğin yatırım davranışları, uluslararasılaşma, finansman vb.) firmaların grup ilişkisinin analize dahil edilmesi daha sağlıklı sonuçlar elde edilmesine olanak sağlayacaktır. Bu çalışmada açıkça ortaya konulan gruplar arası performans farklılıklarının nedenleri sonraki çalışmalarda incelenebilecek diğer bir önemli konu olarak görülmektedir. Ayrıca yürürlüğe girecek yeni TTK'nın, şirketler topluluğu ile ilgili hükümlerinin olası etkileri de incelenmeye değer diğer bir konu olarak görülmektedir.



## KAYNAKÇA

- Akal, Z. (1992). *İşletmelerde performans ölçüm ve denetimi*. Ankara: MPM Yayın No:473.
- Akça, H. (2010). Vergisel açıdan holdinglerin durumu. *Sayıştay Dergisi*, Sayı: 30, 207-222.
- Akdoğan, N. ve Tenker, N. (2001). *Mali Tablolar Analizi* (7. Baskı). Ankara: Gazi Kitabevi.
- Akgüç, Ö. (1992). *100 Soruda Türkiye’de Bankacılık* (3. Basım). İstanbul: Gerçek Yayınevi.
- Akgüç, Ö. (2002). *Finansal Yönetim* (7. Baskı). İstanbul: Avcıol Basım Yayın.
- Akgül, A. ve Çevik, O. (2005). *İstatistiksel Analiz Teknikleri: SPSS’te İşletme Yönetimi Uygulamaları* (2. Baskı). Ankara: Emek Ofset.
- Aksan Z. Hacırüstemoğlu R., Özbaşar S., Öztemir J. ve Sarpyener A. (1982).  *Holding Muhasebesi ve Holdinglerin Organizasyon Yapıları*. Kırklareli: Sermet Matbaası.
- Alak A. ve Büyükkaya A. (1975).  *Holdingler ve Türkiye’de Holdingleşme Hareketi*. İstanbul: Umur Kitapçılık.
- Alisbah, H. (1972). Holdingler, kuruluş ve fonksiyonları. *Sevk ve İdare Dergisi*, c.44, S.7, 3-15.
- Alp A. ve Üstündağ S. (2009). Financial reporting transformation: the experience of Turkey. *Critical Perspectives on Accounting*, c.20, s.5, 680- 699.
- Altuğ O. (1986).  *Holding Şirketlerde Muhasebe Düzeni*. İstanbul: Marmara Üniversitesi İİBF Yayını.
- Amsden, A. H. (1989). *Asia's next giant: South Korea and late industrialization*. New York: Oxford University Pres.
- Amsden, A. H. ve Hikino, T. (1994). Project execution capability, organizational know-how and conglomerate corporate growth in late industrialization. *Industrial and Corporate Change*, c.3. ss.111-147.
- Arellano, M. ve Bond, S., (1991). Some tests of specification for panel data: monte carlo evidence and an application to employment equations. *The Review of Economic Studies*, C:58, No:2, 277-297.
- Arellano, M. ve Bover, O. (1995). Another look at the instrumental variable estimation of error-components models. *Journal of Econometrics*, C:68, 29-51.

- Arellano, M. (2003). *Panel Data Econometrics*, İngiltere:Oxford University Press.
- Aydınlı, İ. (2011). Üst kuruluş işletmelerinde işyeri ve işletme kavramları bakımından iş hukukunda tüzel kişilik perdeliğinin kaldırılması teorisinin görünümü. *Çimento İşveren Dergisi*,3-20. <http://www.ceis.org.tr/dergiDocs/Imak994.pdf> (Erişim Tarihi: 09.05.2011).
- Baltagi, B. H. (2001). *Econometric Analysis of Panel Data* (2.Baskı). İngiltere:John Wiley and Sons, Ltd.
- Bayrakdaroğlu, A. ve Ünlü, U. (2009). Performans değerlemede EVA ve MVA ölçütleri: bu ölçütler açısından İMKB ve NYSE'nin karşılaştırmalı analizi. *Süleyman Demirel Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, c.14. s.1, 287-312.
- Bhagwati, J. (1982). Directly Unproductive, Profit-seeking (DUP) Activities. *Journal of Political Economy*, c. 90, 988-1002.
- Blundell, R. ve Bond, S., (1998). Initial conditions and moment restrictions in dynamic panel data models. *Journal of Econometrics*, C:87, 115-143.
- Bond, S. R., Hoeffler, A. ve Temple, J. (2001). GMM Estimation of Empirical Growth Models, CEPR Discussion Papers 3048, C.E.P.R. Discussion Papers
- Bourne, M., Millss, J., Wilcox, M., Neely, A. ve Platts, K. (2000). Designing, implementing and updating performance measurement systems. *International Journal of Operations & Production Management*, c.20, s.7, 254-755.
- Bradburn, N. N. (1963). Achievement and father dominance in Turkey. *The Journal of Abnormal and Social Psychology*, C. 67. s.5, 464-468.
- Brigham, E. F. ve Ehrhardt M. C. (2002). *Financial Management: Theory And Practice* (10. Basım). Amerika: South-Western College Pub.
- Bruche, G. ve Becker F. (2010). Accelerated capability creation and internationalization with business group embeddedness–The case of Tata Motors in passenger cars. s.4 [http://gdex.dk/ofdi10/Bruche\\_Becker-Ritterspach\\_Tata-Motors-EMNC-BG\\_Copenhagen\\_13-11-2010.pdf](http://gdex.dk/ofdi10/Bruche_Becker-Ritterspach_Tata-Motors-EMNC-BG_Copenhagen_13-11-2010.pdf) (Erişim Tarihi:05.06.2011).
- Buğra A. (1998). Class, culture, and state: an analysis of interest representation by two turkish business associations. *International Journal of Middle East Studies*, c.30, s.4, 521-539.
- Buğra A. (2002). Labour, capital, and religion: harmony and conflict among the constituency of political Islam in Turkey. *Middle Eastern Studies*, c.38, s.2, 187-204.

- Buğra, A. (1994). *State And Business In Modern Turkey: A Comparative Study*. New York: State University of New York Press.
- Büyükışık, E. (2000). Holdinglerde Dönem Sonu İşlemleri ve Konsolide Mali Tablolar. *Vergi Dünyası*, Sayı.225, [www.tmsk.org.tr/makaleler/.../NAKIT%20AKIM%20TABLOSU.doc](http://www.tmsk.org.tr/makaleler/.../NAKIT%20AKIM%20TABLOSU.doc) (Erişim Tarihi:12.05.2011)
- Canbaş, S., Kandır, S. ve Erişmiş, A., (2007). Hisse senedi verimini etkileyen bazı şirket özelliklerinin İMKB şirketlerinde test edilmesi. *Finans Politik & Ekonomik Yorumlar*, C:44, No:512, 15-27.
- Canbaş, S., Doğukanlı H., Düzakın, H. ve İskenderoğlu, Ö. (2005). Performans ölçümünde Tobin Q oranının kullanılması: hisse senetleri İMKB'de işlem gören sanayi işletmeleri üzerinde bir deneme. *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, s. 28, 24-36.
- Caves, R.E. (1989). International differences in industrial organizations. R. Schmalensee, R.D. Willig (Editör), *Handbook of industrial organization*, 1225–1250. Amsterdam: Elsevier.
- Caves, R. ve M. Uekusa (1976), *Industrial Organization in Japan*. Washington DC: The Brookings Institution.
- Celasun O. (1998). The 1994 currency crisis in Turkey. Macroeconomics And Growth Group Development Research Department, The World Bank, [http://www.wds.worldbank.org/external/default/WDSContentServer/WDSP/IB/1998/04/01/000009265\\_3980624143318/additional/132532322\\_20041117180126.pdf](http://www.wds.worldbank.org/external/default/WDSContentServer/WDSP/IB/1998/04/01/000009265_3980624143318/additional/132532322_20041117180126.pdf) (Erişim Tarihi:25.05.2010)
- Cenger, H., (2006). *Genel İşletme Performansı ve Finansal Performans İlişkisi Çimento Sektöründe Bir Uygulama*. Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Gaziantep Üniversitesi, Gaziantep.
- Chang, S. J. ve Choi, U. (1988). Strategy structure and performance of Korean business groups. *Journal of Industrial Economics*, c.37, 141-158.
- Chang, S. J. ve Hong, J. (2000). Economic performance of group-affiliated companies in Korea: Intragroup resource sharing and internal business transactions. *Academy of Management Journal*, c.43, 429-448.
- Chang, S. (2003). Ownership Structure, Expropriation and Performance of Group-affiliated Companies in Korea. *Academy of Management Journal*, c. 46, 238-254.

- Choi, J-P. ve Cowing, T. (1999). Firm behavior and group affiliation: The strategic role of corporate grouping for Korean firms. *Journal of Asian Economics*, c.10, 195-209.
- Chung K., Pruitt S. (1994). A Simple Approximation of Tobin's Q. *Financial Management*, c.23, 70-74.
- Chung, C. (2000). *Markets, Culture and Institutions: The Formation and Transformation of Business Groups in Taiwan, 1960s-1990s*, Yayınlanmamış Doktora Tezi, Stanford Üniversitesi, Amerika Birleşik Devletleri.
- Claessens, S., Fan, J. P. H. ve Lang, L. H. P. (2006). The benefits and costs of group affiliation: Evidence from East Asia. *Emerging Markets Review*, c.7, 1-26.
- Cokgezen M, (2000). New fragmentations and new cooperations in the Turkish bourgeoisie. *Environment and Planning C: Government and Policy*, c.18, s.5, 525 – 544.
- Copeland, T. E., Koller, T. ve Murrin, J. (1996 ). *Valuation Measuring and Managing the Value of Companies*, New York:McKinsey Company Inc.
- Craig, C.E. ve Harris, R.C., (1973). Total productivity measurement at the firm level. *Sloan Management Review*, Vol:14, No:3, 13-29.
- Çetiner , E. (1986). *İşletmelerde Mali Analiz*, Ankara: Tutubay Yayıncılık.
- Çolpan A. (2010). Business groups in Turkey. *The Oxford Handbook of Business Groups*, Derl.: Çolpan A.M., Hikino T., Lincoln J. R., Oxford: Oxford Press, 486-526
- Çolpan A. ve Hikino T. (2008). İşletme gruplarının iktisadi yönü ve çeşitlendirme stratejileri. *Yönetim Araştırmaları Dergisi*, c.8, s.1-2, 25-58.
- Çolpan A. ve Hikino T, (2010). Introduction. Lincoln JR(Derl.). *Oxford Handbook of Business Groups*, 1-15. New York: Oxford University Press.
- Damodaran, A. (2007). Return on capital (ROC), Return on invested capital (ROIC) and return on equity (ROE): measurement and implications, <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/pdfiles/papers/returnmeasures.pdf> (Erişim Tarihi:11.03.2010).
- Dechow, P., Weili G. ve Schrandc C. (2010). Understanding earnings quality: A review of the proxies, their determinants and their consequences. *Journal of Accounting and Economics*, C.50, S. 2–3, 344–401
- Demirağ, İ. ve Serter M. (2002). Ownership patterns and control in Turkish listed companies. *Corporate Governance*, c. 11, s. 1, 40-51.

- Denton, K. D. (2006). Measuring relevant things. *Performance Improvement*, c. 45 s. 3, 33-37.
- Dicle, Ü. (1982). *Yönetmel Başarının Değerlendirilmesi ve Türkiye Uygulaması*. Ankara: O.D.T.Ü. İdari Bilimler Fakültesi Yayınları.
- DiMaggio, P.J. ve Powell, W. (1983). The iron cage revisited: Institutional isomorphism and collective rationality in organizational fields. *American Sociological Review*, c. 48, 147-160.
- Douma, S., George, R. ve Kabir, R. (2006). Foreign and domestic ownership, business groups, and firm performance: Evidence from a large emerging market. *Strategic Management Journal*, c. 27, 637-657.
- Durmuş, A. H. (1986). *Mali Tablolar Tahlili* (Yayın no:410/644). İstanbul: Nihat Sayar Yayın ve Yardım Vakfı Yayınları.
- Düzer, M. (2008). *Finansal Analizde Kullanılan Oranlar ve Firma Değeri İlişkisi İMKB'de Bir Uygulama*. Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Sakarya Üniversitesi, Sakarya.
- Eccles, R.G. (1991). The performance measurement manifesto. *Harvard Business Review*, c. 69, 131-136.
- Efecik, G. (2006). *Firma Değeri ve Kamuyu Aydınlatma İlişkisi: İMKB'de Bir Uygulama*. Yayınlanmamış yüksek lisans tezi, Ankara Üniversitesi, Ankara.
- Er, Ş. (2009). *Dinamik Panel Veri Analizi ve Bir Uygulama*. Yayınlanmamış doktora tezi, İstanbul Üniversitesi, İstanbul
- Encarnation, D. J. (1982). The political economy of Indian joint industrial ventures abroad. *International Organization*, c.36, s. 1, 31-59.
- Ercan M. K., Öztürk, B. ve Demirgüneş, K. (2003). *Değere Dayalı Yönetim ve Entelektüel Sermaye*. Ankara: Gazi Kitabevi.
- Ercan M. K., Ban, Ü. (2005). *Değere Dayalı İşletme Finansı Finansal Yönetim*. Ankara: Gazi Kitabevi.
- Erçek M. ve Günçavdı Ö. (2010). Evolution of national and international resource constraints and business groups: the historical case of a Turkish family holding, 1950-1999. *Business and Economic History Online*, c. 8, 1-29. <http://www.soviethistory.org/~business/bhcweb/publications/BEHonline/2010/ercekandguncavdi.pdf>, (Erişim Tarihi:11.05.2010).
- Etkin L.P., Helms M.M., Turkkan U. ve Morris D. J. (2000). The economic emergence of Turkey. *European Business Review*, c. 12, s. 2, 64-75.

- Ferris, S. P., Kim, K. A. ve Kitsabunnarat, P. (2003). The costs (and benefits?) of diversified business groups: The case of Korean chaebols *Journal of Banking & Finance*, c. 27, 251-273.
- Gedajlovic, E. ve Shapiro, D. M. (2002). Ownership structure and firm profitability in Japan, *Academy of Management Journal*, c. 45, s. 2, 565-575.
- Gerlach, M. L. (1992). *Alliance capitalism: The social organization of Japanese business*. Berkeley, CA: University of California Press.
- Gomez, E. ve Jomo, K. (1999). *Malaysia's Political Economy: Politics, Patronage and Profits*. Cambridge, Cambridge University Press.
- Gökbulut, R. İ. (2009). *Hissedar değeri ile finansal performans ölçütleri arasındaki ilişki ve imkb üzerine bir araştırma*. Yayınlanmamış doktora tezi, İstanbul Üniversitesi, İstanbul.
- Gönenç H. ve Karadağlı E., (2005). *Türk sermaye piyasası'nda kurumsal çeşitlendirme ve firma performansı*. Ankara: SPK Yayınları, Yayın No:182.
- Granovetter M. (1994). Business Groups. *The Handbook of Economic Sociology*. Derl.: N. J. Smelser, R. Swedberg (Princeton: Princeton University Press, Russel Sage). 453-475.
- Granovetter, M. (2005). Business groups and social organization. *The handbook of economic sociology* (2. Basım). Derl.: N. J. Smelser, R. Swedberg. Princeton: Princeton University Press. 429-450.
- Guillén, M. F. (2000). Business groups in emerging economies: A resource based view. *The Academy of Management Journal*, c. 43, s. 3, 362-380.
- Gündüz L. ve Tatoğlu E. (2003). A comparison of the financial characteristics of group affiliated and independent firms in Turkey. *European Business Review*, c. 15, s. 1, 48-54.
- Gürbüz A. O., Aybars A. ve Kutlu Ö. (2010). Corporate governance and financial performance with a perspective on institutional ownership: empirical evidence from Turkey. *Journal of Applied Management Accounting Research*, c. 8, s. 2, 21-38.
- Gürbüz A. O. ve Ergincan Y.,(2004). *Şirket değerlemesi klasik ve modern yaklaşımlar*. İstanbul: Literatür Yayıncılık.
- Hall, J.H. ve Brummer, L.M. (1999). The relationship between the market value of a company and internal performance measurements. 6th Annual Conference Multinational Finance Society. University of Pretoria, Güney Afrika, Temmuz,

7-10.

- Hamilton, L. C. (2006). *Statistics with Stata 9*. Baskı. Belmont, CA:Brooks/Cole.
- Harris, M., Matyas S. L. ve Sevestre P. (2008). Dynamic models for short panels, Matyas-Sevestre (Eds.). *The Econometrics of Panel Data*, 3. Baskı, Darmstadt, Germany: Springer-Verlag, 249-278.
- Hill, C.W.L. (1988). Internal capital market controls and financial performance in multidivisional firms. *The Journal of Industrial Economics*. C.37, No:1. 67-83.
- Hilmola, O. P., (2005). Total productivity measurement and competitiveness: toward ensuring sustainable business performance in manufacturing organizations: a literature review. *International Journal Process Management and Benchmarking*, C.1, No:1, 45-62.
- Heper M. ve Keyman, F. (1999). Double-Faced state: political patronage and the consolidation of democracy in Turkey. Sylvia Kedourie (editör). *Turkey Before and After Atatürk: Internal and External Affairs* (Londra: Frank Cass 1999) 259-77.
- Hoskisson, R.E., Eden, L., Lau, C.M. ve Wright, M. (2000). Strategy in emerging economies. *Academy of Management Journal*, c. 43, s. 3, 249-267.
- Ito, K. (1997). Domestic competitive position and export strategy of Japanese manufacturing firms: 1971-1985. *Management Science*, c. 43, s. 5, 610-622.
- Ittner, C. ve Larcker, D. (1998). Are nonfinancial measures leading indicators of financial performance? An analysis of customer satisfaction. *Journal of Accounting Research*, c.36, 1-35.
- İşeri-Say A., Toker A. ve Kantur, D. (2008). Do popular management techniques improve performance?: Evidence from large businesses in Turkey. *Journal of Management Development*, c. 27, s. 7, 660 – 677.
- Joh, S. W. (2003) Corporate governance and firm profitability: evidence from Korea before the economic crisis. *Journal of Financial Economics*, c. 68, 287-322.
- Kaplan, R.S. (1983). Measuring manufacturing performance: a new challenge for managerial accounting research. *The Accounting Review*, c. 58, s. 4, 686-705.
- Kaplan, R. S. ve Norton, D. P. (1992). The Balanced Scorecard - measures that drive performance. *Harvard Business Review*, c. 70, 71-79.

- Karademir B., Danışman A. (2007). Business groups and media in Turkey: a co-evolutionary perspective to their interrelationships. *Problems and Perspectives in Management*, c. 5, s. 3, 44-55.
- Karslı, M. (2003). *Sermaye piyasası, borsa, menkul kıymetler*. İstanbul: Alfa Yayınları.
- Keister, L. A. (1998). Engineering growth: Business groups structure and firm performance in China's transition economy. *American Journal of Sociology*, c. 104, 404-440.
- Keister, L. A. (2000). *Chinese Business Groups: The structure and impact of interfirm relations during economic development*. New York: Oxford University Press.
- Kenger, E. (2001). Denetçi Yardımcıları Eğitim Notu.  
[http://www.ydk.gov.tr/egitim\\_notlari/denetim.htm](http://www.ydk.gov.tr/egitim_notlari/denetim.htm) (Erişim Tarihi:01. 10.2010).
- Khanna T. ve Krishna G. P. (1997). Why focused strategies may be wrong for emerging countries. *Harvard Business Review*, c. 75, 41–51.
- Khanna, T. ve Palepu, K. (1999). The right way to restructure conglomerates in emerging markets. *Harvard Business Review*, c. 77, 125-134.
- Khanna, T. ve Palepu K. (1998). Policy shocks, market intermediaries, and corporate strategy: 'the evolution of business groups in chile and India'. *Harvard Business School Working Paper*. <http://ssrn.com/abstract=97809> (Erişim Tarihi:12.08.2011).
- Khanna, T. ve Palepu, K. (2000a). The future of business groups in emerging markets: Long run evidence from Chile. *Academy of Management Journal*, c.43, ss.268-285.
- Khanna, T. ve Palepu, K. (2000b). Is group affiliation profitable in emerging markets? An analysis of diversified Indian business groups. *Journal of Finance*, c.55, ss.867-891.
- Khanna, T. ve Rivkin, J.W. (2001). Estimating the performance effects of business groups in emerging markets. *Strategic Management Journal*, c. 22, 45–74.
- Khanna, T. ve Yafeh, Y. (2005). Business groups and risk sharing around the world. *Journal of Business*, c.78, 301-340.
- Khanna, T. ve Yafeh, Y. (2007). Business groups in emerging markets: Paragons or parasites?. *Journal of Economic Literature*, c. 45, 331-372.
- Kıyılar M. ve Belen M. (2010). Concepts and principles of corporate governance  
<http://archive.ismmmo.org.tr/docs/sempozyum/07sempozyum/10-murat%20k%C4%B1y%C4%B1lar%20muhammed%20belen.doc> (Erişim



Tarihi:15.06.2011)

- Kim, E. (2006). The impact of family ownership and capital structures on productivity performance of Korean manufacturing firms: Corporate governance and the 'chaebol problem'. *Journal of the Japanese and International Economies*, c. 20, 209-233.
- Kim, H., Hoskisson, R. ve Wan, W. P. (2004). Power dependence, diversification strategy, and performance in keiretsu member firms. *Strategic Management Journal*, c. 25, 613-636.
- Knoll, S. (2008). *Cross-Business synergies a typology of cross-business synergies and a mid-range theory of continuous growth synergy realization*. Yayınlanmamış doktora tezi, The University of St. Gallen, Almanya
- Krueger, A. (1974). The Political Economy of the Rent-Seeking Society. *American Economic Review*, c. 64, 291-303.
- Leff, N. (1978). Industrial organization and entrepreneurship in developing countries: The economic groups. *Economic Development and Cultural Change*, c. 26, 661-675.
- Leff, N., (1976). Capital markets in the less developed countries the group principle, money and finance in economic growth and development. New York: Marcel Dekker.
- Lincoln, J. R., Gerlach, M. L. ve Ahmadjian, C. L. (1996). Keiretsu networks and corporate performance in Japan. *American Sociological Review*, c. 61, 67-88.
- Lindenberg, Eric B., ve Stephen A. R. (1981). Tobin's q ratio and industrial organization. *Journal of Business*, c. 54, 1-32.
- Luo, X. ve Chung, C. N. (2005). Keeping it all in the family: The role of particularistic relationships in business group performance during institutional transition. *Administrative Science Quarterly*, c. 50, 404-439.
- Markides, C. C. ve Williamson, P. J. (1996). Corporate diversification and organizational structure: A resource-based view. *Academy of Management Journal*, c. 39, 340-367.
- Mileva, E. (2007). Using Arellano – Bond Dynamic Panel GMM Estimators in Stata Tutorial with Examples using Stata 9.0 (xtabond and xtabond2) (<http://www.fordham.edu/economics/mcleod/ElitzUsingArellano%E2%80%93BondGMMEstimators.pdf>), (Erişim Tarihi: 01.09.2010).
- Miwa, Y., Ramseyer, J. M. (2002). The fable of the keiretsu. *Journal of Economics &*

- Management Strategy*, c. 11, s. 2, 169-224.
- Morck, R., Nakamura, M. (1999). Banks and corporate control in Japan. *Journal of Finance*, c. 54, 319-341.
- Morck, R., Yeung, B. (2003). Agency problems in large family business groups. *Entrepreneurship Theory and Practice*, c. 27, 367-383.
- Mugan S.C., Akman H.N. (2005). Convergence to international financial reporting standards: the case of Turkey. *International Journal of Accounting, Auditing and Performance Evaluation*, Cilt 2 s.s. 127-139.
- Nakatani, I. (1984). The economic role of financial corporate grouping, *The Economic Analysis of the Japanese Firm*. Derl: M. Aoki. Amsterdam: North-Holland. 227-258.
- Neely, A., Richards, H., Mills, J., Platts, K. ve Bourne, M., (1997). Designing Performance Measures: A Structured Approach. *International Journal of Operations & Production Management*, c. 17, s. 11, ss.1131-1152.
- North, D.C. (1990). *Institutions, institutional change and economic performance*, Cambridge: Cambridge University Press.
- Oh I. ve Varcin R. (2002). The Mafioso State: State-Led Market Bypassing in South Korea and Turkey. *Third World Quarterly*, c. 23, s. 4, 711-723.
- Orru, M., Biggart, N. W. ve Hamilton, G. G. (1997). *The economic organization of East Asian capitalism*. Thousand Oaks, CA: Sage Publication.
- Öniş Z. ve Türem U. (2002). Entrepreneurs, democracy, and citizenship in Turkey. *Comparative Politics*, c. 34, s. 4, 439-456.
- Özalp İ., Saldıraner Y. ve Dereköy A. H. (1990). Holding yönetimi. *Eskişehir Anadolu Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, c. 8, s. 1-2, 37-58.
- Özatay F. Ö. (2000). The 1994 currency crisis in Turkey. *The Journal of Policy Reform*, c. 3, s. 4, 327-35.
- Öztürk, B. (2004). Finansal performansın ölçülmesinde alternatif bir yöntem EVA. *Atatürk Üniversitesi İktisadi Ve İdari Bilimler Dergisi*, c. 18, s. 3-4, ss.351-368
- Pamuk Ş. (2007). Economic change in twentieth century Turkey: is the glass more than half full?. Working Paper No. 41. The American University of Paris. [http://www.aup.edu/pdf/wpseries/aup\\_wp41-pamuk.pdf](http://www.aup.edu/pdf/wpseries/aup_wp41-pamuk.pdf) (Erişim Tarihi:10.03.2011).
- Prowse, S. (1992). The structure of corporate ownership in Japan. *Journal of Finance*, c. 42, 1121-1140

- Reisman, A.(2006) Why has Turkey spawned so few high-tech startup firms? or, why is Turkey so dependent on technologic innovations created outside its borders?, <http://ssrn.com/abstract=904780>, (Erişim Tarihi:26.05.2011).
- Ross, S.A. Westerfield, R. ve Jaffe, J. F. (1990). *Corporate finance* (2. Basım). Homewood, IL: Irwin.
- Said, A. A. HassabElnaby, H. R. ve Wier, B. (2003). An empirical investigation of the performance consequences of nonfinancial measures. *Journal of Management Accounting Research*, c. 15, 193-223.
- Saldanlı, A., (2006). *Geleneksel ve değer bazlı finansal performans ölçüm yöntemlerinin incelenmesi ve ekonomik katma değer analizi*. Yayınlanmamış yüksek lisans tezi, İstanbul Üniversitesi, İstanbul.
- Sargut S. (2001). *Kültürler Arası Farklılaşma ve Yönetim* (2. Baskı). Ankara: İmge Yayınevi.
- Shambayati H. (1994). The rentier state, interest groups, and the paradox of autonomy: state and business in Turkey and Iran. *Comparative Politics*, c. 26, s. 3, 307-331.
- Scott, D.F. (1977). Bankruptcy, secured debt, and optimal capital structure. *Journal of Finance*, C. 32, 1-19
- Silva, F., Majluf, N. ve Paredes, R. D. (2006). Family ties, interlocking directors and performance of business groups in emerging countries: The case of Chile. *Journal of Business Research*, c. 59, 315-321.
- Soydan, H. ve Ildır, A. (2002). *Şirketler Muhasebesi*. İstanbul: Alfa Yayınları.
- Stata Corp. (2009). Stata Longitudinal-Data/Panel-Data Reference Manual Release 11 [http://www.mit.edu/~mkgray/stuff/ath/afs/oldfiles/project/silk/root/afs/athena.mit.edu/software/stata\\_v11/i386\\_rhel4/utilities/xt.pdf](http://www.mit.edu/~mkgray/stuff/ath/afs/oldfiles/project/silk/root/afs/athena.mit.edu/software/stata_v11/i386_rhel4/utilities/xt.pdf) (Erişim Tarihi:10.11.2011).
- Stern S. (2000). <http://www.sternstewart.com/index2.shtml>. (Erişim Tarihi:20.07.2010).
- Strachan, H. W. (1976). *Family and other business groups in economic development: the case of nicaragua*. New York: Praeger.
- Şahin K. (2007). The impact of institutional, political and economic accounts on business groups: structural choices in Turkey. *International Research Conference on Corporate Governance in Emerging Markets*. İstanbul. [http://www.gcgf.org/ifcext/cgf.nsf/AttachmentsByTitle/Special\\_Session2.3/\\$FILE/Sahin+++The+Impact+of+Institutional.pdf](http://www.gcgf.org/ifcext/cgf.nsf/AttachmentsByTitle/Special_Session2.3/$FILE/Sahin+++The+Impact+of+Institutional.pdf), (Erişim Tarihi:15.06.2010).
- Şerbetçi, B. (2007). *İşletmelerde performans yönetim sistemleri ve bir uygulama*. Yayınlanmamış yüksek lisans tezi. Uludağ Üniversitesi, Bursa.

- Şıklar, İ. (2004). *Finansal Ekonomi*. Eskişehir: Anadolu Üniversitesi.
- Şimşek, N.S. (2011). *Yeni Türk Ticaret Kanunu*. <http://www.vergiportali.com/Content.aspx?Type=LeftMenuD&Id=56> (Erişim Tarihi:15.01.2012).
- Tekinalp, Ü. (1974). Sermaye ortaklıkları hukuku, tip sorunu açısından holding kavramı ve işletme konusu üzerine düşünceler. *İktisat ve Maliye Dergisi*, c. 20, s. 12, 450-458.
- Tokcan, Ç. (1978). Holdingler. *Sevk ve İdare Dergisi*, c. 13, s. 115, 9-14.
- Teece, D. J. (1986). Transactions cost economics and the multinational enterprise an assessment. *Journal of Economic Behavior & Organization*, c. 7, s. 1, 21-45
- TBMM (Türkiye Büyük Millet Meclisi) (2009). Avrupa Birliği Uyum Komisyonu Faaliyet Raporu. <http://www.tbmm.gov.tr/komisyon/abuyum/belge/faaliyet/donem23/1-682.pdf> (Erişim Tarihi:15.09.2011).
- TÜRMOB (1997). *Türkiye Muhasebe Standartları*. Yay.no:32. Ankara: TÜRMOB.
- Ünlü, S. (2008). *Firma değerlemesi ve alternatif değerlendirme yaklaşımları*. Yayınlanmamış yüksek lisans tezi, Marmara Üniversitesi, İstanbul.
- Üreten, A., Ercan, K. (2000). *Firma Değerinin Tespiti Ve Yönetimi*. Ankara: Gazi Kitabevi.
- Üsdiken B. (2008). Türkiye’de işletme grupları: Özel sayıya giriş. *Yönetim Araştırmaları Dergisi*, c. 8, s. 1-2, 5-21.
- Van der Molen, R. (2005). *Business groups, investment, and firm value: empirical studies for India*. Yayınlanmamış Doktora Tezi, Groningen Üniversitesi, Groningen.
- Van Horne, J.C. ve Wachowicz J.M. (1995). *Fundamentals of Financial Management* (9. Baskı). Englewood Cliffs, New Jersey: Prentice- Hall.
- Vernimmen, P., Quiry, P., Dallochio, M., Le Fur ve Y., Salvi, A. (2005). *Corporate Finance: Theory and Practice*. İngiltere: John Wiley & Sons.
- Weidenbaum, M. ve Hughes, S. (1996). *The bamboo network: how expatriate Chinese entrepreneurs are creating a new economic superpower in Asia*. New York: Free Press.
- Williamson, O. E. (2008). Transaction cost economics: the precursors. *Journal Compilation Institute of Economic Affairs*, c. 28, s. 3, 7-14
- Wiwattanakantang, Y. (2001). Controlling shareholders and corporate value: Evidence from Thailand. *Pacific-Basin Finance Journal*, c. 9, s. 4, 322-362.

- Wolfenzon, D. (1999). A theory of pyramidal ownership, Harvard University Unpublished Working Paper.
- Yalçın V. B. (1995). *Türkiye’de holding kuruluşlar ve vergi sistemimizin holdingleşme üzerine etkisi*, Yayınlanmamış Doktora Tezi, Dokuz Eylül Üniversitesi, İzmir.
- Yamak S. (2006). Changing institutional environment and business élites in Turkey. *Society and Business Review*, c. 1, s. 3, 206 – 219.
- Yılmaz, H. (1999). İşletmelerin finansal yönetiminde nakit akış rasyo analizi. *D.E.Ü. İ.İ.B.F. Dergisi*, c. 14, s. 1, 185-198.
- Yılmaz, U. (2009). *İşletmelerde oran analizi yoluyla finansal performans ölçümlemesi ve bir uygulama*. Yayınlanmamış yüksek lisans tezi, Marmara Üniversitesi, İstanbul.
- Yiu, D., Lu, Y., Bruton, G. D. ve Hoskisson, R. E. (2007). Business groups: An integrated model model to focus future research. *Journal of Management Studies*, c. 44, 1551- 1579.
- Yurtoğlu B. B. (2000). Ownership, control and performance of turkish listed firms. *Empirica*, c. 27, 193–222.
- Yücaoğlu E. (1978). Holdinglerde büyüme stratejileri ve yeni iş sahalarının seçimi. *Sevk ve İdare Dergisi*, c. 13, s. 115, 15-19.

**EKLER****EK 1: Büyük Gruplara Ait Şirketlerin Listesi**

SABANCI GRUBU	Akçansa Çimento
	Brisa Bridgestone
	Çimsa Çimento
	Kordsa
	Olmuksa
	Yünsa
KOÇ GRUBU	Arçelik
	Ford Otomotiv
	Otokar
	Tat Konserve
	Tofaş
	Türk Traktor
OYAK GRUBU	Adana Çimento
	Bolu Çimento
	Hektaş Ticaret
	Mardin Çimento
	Tukaş
	Ünye Çimento
İŞBANKASI GRUBU	Anadolu Cam
	Denizli Cam
	Soda Sanayi AŞ
	Trakya Cam
	Türkiye Şişe ve Cam Fabrikaları AŞ
ANADOLU GRUBU	Adel Kalemcilik
	Anadolu Efes
	Anadolu İsuzu Otomotiv
	Coca Cola İçecek
ZORLU GRUBU	Vestel Beyaz Eşya

**EK 2: ROA3 Karlılık Oranının İstikrarlılığı**

	<b>ROA3 (Büyük Grup)</b>	<b>ROA3 (Küçük Grup)</b>	<b>ROA3 (Bağımsız)</b>
<b>Sabit</b>	<b>0,037 (0,000)</b>	0,024 (0,188)	0,0002 (0,998)
<b>ROA3 (L1)</b>	<b>0,56 (0,000)</b>	<b>-0,36 (0,046)</b>	0,014 (0,586)
<b>Wald Ki-Kare p - değeri</b>	23,20 (0,000)	3,98 (0,046)	0 (0,99)
<b>AR(1) AR(1) p - değeri</b>	-2,57 (0,010)	-1,78 (0,0738)	
<b>AR(2) AR(2) p - değeri</b>	1,32 (0,186)	1,43 (0,15)	

## ÖZGEÇMİŞ

### Emin Hüseyin ÇETENAK

#### İletişim

Adres: Çukurova Üniversitesi IIBF,  
İşletme Bölümü  
01330 Balcalı /Sarıçam/Adana, TÜRKİYE  
Tel: (+90.322) 338 7254 –Dahili:190  
Fax: (+90.322) 338 7286  
e-mail: [cetenak@cu.edu.tr](mailto:cetenak@cu.edu.tr)

#### Kişisel

Doğum Tarihi: 2 Ocak 1976  
Doğum Yeri: Adana / Türkiye

#### Eğitim:

Şubat 2006 – Nisan 2012 **Doktora,**  
Çukurova Üniversitesi  
Sosyal Bilimler Enstitüsü İşletme Anabilim Dalı  
Eylül 2010 – Eylül 2011 **Misafir Öğretim Üyesi,**  
University of Hull, Hull, İngiltere  
Şubat 2007 – Eylül 2007 **Özel Öğrenci,**  
Boğaziçi Üniversitesi,  
Eylül 2002 – Şubat 2006 **Yüksek Lisans,**  
Çukurova Üniversitesi,  
Sosyal Bilimler Enstitüsü İşletme Anabilim Dalı (GNO  
4,00)  
Mart 2003 – Eylül 2003 **Değişim Öğrencisi,**  
Hannover University, Hannover, Almanya  
Eylül 1998 – Haziran 2002 **Lisans,**  
Çukurova Üniversitesi,  
İşletme Bölümü (GNO 3,68)

#### Yabancı Diller:

	<u>Derece</u>
İngilizce	Çok iyi
Almanca	İyi

#### İş Tecrübesi :

**2002 - 2012 Araştırma Görevlisi**  
Çukurova Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi  
İşletme Bölümü