TÜRKİYE CUMHURİYETİ
ÇUKUROVA ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İŞLETME ANABİLİM DALI

FİRMA ÇEŞİTLENDİRMESİNİN FİRMA DEĞERİ, RİSKİ VE PERFORMANSINA ETKİLERİ: TÜRKİYE UYGULAMASI

Emel YÜCEL

DOKTORA TEZİ

ADANA / 2012

TÜRKİYE CUMHURİYETİ
ÇUKUROVA ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İŞLETME ANABİLİM DALI

FİRMA ÇEŞİTLENDİRMESİNİN FİRMA DEĞERİ, RİSKİ VE PERFORMANSINA ETKİLERİ: TÜRKİYE UYGULAMASI

Emel YÜCEL

DANIŞMAN: Prof. Dr. Yıldırım Beyazıt ÖNAL

DOKTORA TEZİ

ADANA / 2012

Çukurova Üniversitesi Sosyal Bilimleri Enstitüsü Müdürlüğüne,

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

Başkan: Prof. Dr. Yıldırım Beyazıt ÖNAL
(Danışman)

Üye: Prof. Dr. Hatice DOĞUKANLI

Üye: Doç. Dr. Ayşe Gül YILGÖR

Üye: Doç. Dr. Songül KAKİLLİ ACARAVCI

Üye: Doç. Dr. Mehmet ÖZMEN

ONAY
Yukarıdaki imzaların, adı geçen öğretim elemanlarına ait olduklarını onaylarım
…../…../2012

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

FİRMA ÇEŞİTLENDİRMESİNİN FİRMA DEĞERİ, RİSKİ VE PERFORMANSINA ETKİLERİ: TÜRKİYE UYGULAMASI

Emel YÜCEL

Doktora Tezi, İşletme Anabilim Dalı
Danışman: Prof. Dr. Yıldırım Beyazıt ÖNAL
Ocak 2012, 151 sayfa

Firma çeşitlendirmesi, toplam firma riskini azaltma ve firma performansını güçlendirme yoluyla firma değerine katkı sağlayan stratejik bir karardır. Firma çeşitlendirmesi teorileri, çeşitlendirmenin fayda ve maliyetlerini açıklamaktadır. Çeşitlendirmenin değere etkisi, çeşitlendirme iskontosu veya primi olarak ifade edilmektedir. Bu çalışmada, Türkiye'de faaliyet gösteren firmalarda çeşitlendirmenin firma değerine, riskine ve performansına etkilerinin belirlenmesi amaçlanmıştır. Analiz verileri, İMKB'ye kayıtlı 203 tane çeşitlendirilmiş firma ile uzman firmalardan elde edilmiştir. Regresyon modelleri, Ocak 2005-Aralık 2010 dönemine ait panel veriler ve yatay kesit veriler kullanılarak analiz edilmiştir.

Analiz sonuçlarına göre, çeşitlendirme yapan firmalarda "çeşitlendirme primi" bulgusuna ulaşılmıştır. Çeşitlendirme endekslerinin anlamlı pozitif katsayısı, çeşitlendirilmiş firmaların bu özelliklerinden dolayı daha fazla değer kazandıklarını göstermiştir. Bunun yanında, çeşitlendirmenin toplam firma riskini azalttığı ve performans üzerinde pozitif etkiye sahip olduğu bulgusuna ulaşılmıştır.

Anahtar Kelimeler: Firma çeşitlendirmesi, çeşitlendirme iskontosu ve primi, artık değer, Berry-Herfindahl endeksi, Jacquemin-Berry Entropi endeksi, risk, performans, İMKB.

ABSTRACT

THE EFFECTS OF CORPORATE DIVERSIFICATION ON FIRM VALUE, RISK AND PERFORMANCE: TURKEY APPLICATION

Emel YÜCEL

Ph.D. Dissertation, Business Department
Supervisor: Prof. Yıldırım Beyazıt ÖNAL
January 2012, 151 pages

Corporate diversification is a strategic decision which boosts firm value by reducing total firm risk and improving firm performance. Theories of corporate diversification imply that there are both benefits and costs of corporate diversification. The effect of corporate diversification on firm value is defined as the diversification discount or premium. This study aims to explore the impact of corporate diversification on firm value, risk and performance by examining the companies operated in Turkey. Data of analysis is obtained from diversified and specialized firms numbered 203 in ISE. Regression models are based on panel data and cross-sectional data set covering the period January 2005 to December 2010.

Analysis results indicates that there is a *diversification premium* in Turkish diversified firms. The significantly positive coefficient estimates on the diversification indexs indicate that, all else being equal, multi segment firms gain more value as they become more diversified. Besides, it is found out that the diversification reduces levels of total firm risk and has a positive impact on firm performance.

Keywords: Corporate diversification, diversification discount and premium, excess value, Berry-Herfindahl Index, Jacquemin-Berry Entropy Index, risk, performance, ISE.

ÖNSÖZ

Firmalarda riskin azalması ve etkinlik artışı başlıca, hissedarlar, çalışanlar ve borç verenler açısından firmada değer yaratılması sürecine olumlu katkı sağlamaktadır. Firma çeşitlendirmesi konusu, gelişmiş ülkelerde incelenmiş ve çok sayıda ampirik çalışmalar yapılmıştır. Türkiye'de ise, az sayıda çalışmaya rastlanmıştır. Çeşitlendirme aracılığıyla elde edilebilecek faydaların bilinmesi, firmalara stratejik karar verme süreçlerinde katkı sağlayabilecektir. Tez çalışmamda elde ettiğim bulguların, finans teorisine katkı sağlamasını ve yapılacak diğer çalışmalara ışık tutmasını dilerim.

Çalışmam süresince, bana her konuda büyük bir özveriyle destek veren ve yol gösteren değerli danışmanım Prof. Dr. Yıldırım Beyazıt ÖNAL'a şükranlarımı sunarım. Tez konusunun belirlenmesinden son halini almasına kadar geçen dönemde, tavsiyeleriyle çalışmama destek veren ve çeşitli aşamalarda yardımlarını esirgemeyen Doç. Dr. Ayşe Gül YILGÖR'e müteşekkirim. Çalışmanın analizlerinin yapılması sürecinde yönlendirmelerde bulunarak destek olan Doç. Dr. Mehmet ÖZMEN'e teşekkürlerimi sunarım. Ayrıca Tez İzleme Komitesi üyelerine, çalışmama sundukları katkıdan dolayı çok teşekkür ederim.

Son olarak, her zaman olduğu gibi tez çalışmasını yürüttüğüm dönem boyunca da destekleriyle sürekli yanımda olan annem, kardeşlerim ve bu çalışmanın gerçeklemesinde büyük pay sahibi olan babam Ali YÜCEL'e şükranlarımı sunarım.

Emel YÜCEL

ADANA, Ocak 2012

İÇİNDEKİLER

Sayfa

ÖZET ..... **iii**
ABSTRACT ..... **iv**
ÖNSÖZ ..... **v**
KISALTMALAR LİSTESİ ..... **ix**
TABLOLAR LİSTESİ ..... **x**
ŞEKİLLER LİSTESİ ..... **xi**
EKLER LİSTESİ ..... **xii**

BÖLÜM I
GİRİŞ

1.1. Araştırmanın Amacı 3
1.2. Araştırmanın Yöntemi 3
1.3. Araştırmanın Kapsam ve Kısıtları. 4
1.4. Çalışmanın Planı 4

BÖLÜM II
FİRMA ÇEŞİTLENDİRMESİ VE TEORİK YAKLAŞIMLAR

2.1. Çeşitlendirme Kavramı 6
2.1.1. Çeşitlendirmenin Faydaları 8
2.1.1.1. Ortak Sigorta Etkisi ve Firma Riskinin azalması 9
2.1.1.2. Sinerji, Kapsam ve Ölçek Ekonomilerinden Yararlanma 10
2.1.1.3. İç Fon Kaynakları Yaratılması ve Etkinlik Artışı 12
2.1.1.4. Vergi Tasarrufu Etkisi 13
2.1.2. Çeşitlendirmenin Maliyetleri 15
2.1.2.1. Temsil Maliyeti 15
2.1.2.2. Asimetrik Bilgi Maliyetleri 17
2.1.2.3. Etkin Olmayan Kaynak Dağıtımı Maliyetleri 18
2.1.3. Çeşitlendirme Türleri 19
2.1.3.1. İlişkili Çeşitlendirme 19

2.1.3.2. İlişkisiz Çeşitlendirme 22
2.1.3.3. Coğrafik Çeşitlendirme 24
2.1.4. Çeşitlendirmeyi Etkileyen Faktörler 25
2.1.5. Çeşitlendirme Yöntemleri 27
2.2. Firma Çeşitlendirmesine İlişkin Yaklaşımlar 30
2.2.1. Endüstriyel Organizasyon Yaklaşımı 30
2.2.2. Kaynaklara Dayalı Yaklaşım 33
2.2.3. Finans Yaklaşımı 37

BÖLÜM III

FİRMA ÇEŞİTLENDİRMESİ İLE FİRMA DEĞERİ, FİRMA RİSKİ VE FİRMA PERFORMANSI İLİŞKİSİ

3.1. Firma Çeşitlendirmesi ve Firma Değeri İlişkisi 39
3.1.1. Çeşitlendirme İskontosu ve Primi 40
3.1.2. Çeşitlendirme ve Firma Değerinin Doğrusal Olmayan İlişkisi 45
3.1.3. Çeşitlendirme ve Firma Değeri İlişkisini Belirleme Yöntemleri 46
3.1.3.1. Berger ve Ofek Yaklaşımı 47
3.1.3.2. Lang ve Stulz Tobin Q Yaklaşımı 50
3.2. Firma Çeşitlendirmesi ve Firma Riski İlişkisi. 54
3.2.1. Çeşitlendirme, Sistematik ve Sistematik Olmayan Risk İlişkisi 56
3.2.2. Çeşitlendirme, Firma Kaldıracı ve Sistematik Risk İlişkisi 58
3.3. Firma Çeşitlendirmesi ve Firma Performansı İlişkisi 59

BÖLÜM IV

FİRMA ÇEŞİTLENDİRMESİNİ İNCELEYEN ÇALIŞMALAR

4.1. Firma Çeşitlendirmesi ve Firma Değeri İlişkisini İnceleyen Çalışmalar 63
4.2. Firma Çeşitlendirmesi ve Firma Riski İlişkisini İnceleyen Çalışmalar 71
4.3. Firma Çeşitlendirmesi ve Firma Performansı İlişkisini İnceleyen Çalışmalar 75

BÖLÜM V
TÜRKİYE'DE FİRMA ÇEŞİTLENDİRMESİ VE ETKİLERİNİN ANALİZİ

5.1. Araştırmanın Kapsam ve Kısıtları 83
5.2. Araştırmanın Modelleri 85
5.3. Veri Seti ve Değişkenler 89
5.3.1. Artık Değer 96
5.3.2. Firmaların Çeşitlendirme Derecelerinin Belirlenmesi 98
5.4. Analiz Yöntemi 105
5.5. Analiz Sonuçları 109
5.5.1. Firma Çeşitlendirmesinin Firma Değerine Etkisinin İncelenmesi 112
5.5.2. Firma Çeşitlendirmesinin Firma Riskine Etkisinin İncelenmesi 120
5.5.3. Firma Çeşitlendirmesinin Firma Performansına Etkisinin İncelenmesi 124

BÖLÜM VI
SONUÇ VE ÖNERİLER

6.1. Sonuç 128
6.2. Öneriler 132

KAYNAKÇA 133
EKLER 142
ÖZGEÇMİŞ 150

KISALTMALAR LİSTESİ

MPT	Modern Portföy Teorisi
SVFM	Sermaye Varlıkları Fiyatlama Modeli
AR-GE	Araştırma Geliştirme
FVÖK	Faiz ve Vergiden Önceki Kar
VÖK	Vergiden Önceki Kar
İMKB	İstanbul Menkul Kıymetler Borsası
EKK	En Küçük Kareler Tahmin Yöntemi
GARCH	Genelleştirilmiş Otoregresif Koşullu Değişen Varyans Modeli
ISIC	Uluslararası Standart Sanayi Sınıflaması
KAP	Kamuyu Aydınlatma Platformu
KOBİ	Küçük ve Orta Büyüklükteki İşletme
TFRS	Türkiye Finansal Raporlama Standartları
TMS	Türkiye Muhasebe Standartları
DW	Durbin-Watson Test İstatistiği
ABD	Amerika Birleşik Devletleri

TABLOLAR LİSTESİ

Sayfa

Tablo 1: İMKB'ye Kayıtlı Firmalarının Sektörel Dağılımı ve Örneklem..... 84
Tablo 2: Uzman Firmalar ve Çeşitlendirilmiş Firmaların Dağılımı 90
Tablo 3: Jacquemin-Berry Entropi Endeksi ile Çeşitlendirme Dereceleri 103
Tablo 4: Hausman Testi Sonuçları..... 108
Tablo 5: Çeşitlendirilmiş Firmaların Tanımlayıcı İstatistikleri..... 109
Tablo 6: Uzman Firmaların Tanımlayıcı İstatistikleri..... 110
Tablo 7: Çeşitlendirilmiş ve Uzman Firmaların Tanımlayıcı İstatistiklerinin Karşılaştırılması 110
Tablo 8: Çeşitlendirilmiş Firmaların Korelasyon Katsayıları 111
Tablo 9: Uzman Firmaların Korelasyon Katsayıları..... 112
Tablo 10: Açıklayıcı Değişkenler Arasındaki Korelasyon Katsayıları..... 113
Tablo 11: Firma Çeşitlendirmesi ve Firma Değeri İlişkisinin Regresyon Analizi Sonuçları..... 114
Tablo 12: Firma Çeşitlendirmesi ve Firma Değeri İlişkisi Bulgularının Teori ile Karşılaştırılması 117
Tablo 13: Açıklayıcı Değişkenler Arasındaki Korelasyon Katsayıları..... 118
Tablo 14: Firma Çeşitlendirmesi ile Firma Değeri İlişkisinin Regresyon Analizi Sonuçları..... 119
Tablo 15: Açıklayıcı Değişkenler Arasındaki Korelasyon Katsayıları..... 120
Tablo 16: Firma Çeşitlendirme ile Firma Riski İlişkisinin Regresyon Analizi Sonuçları..... 121
Tablo 17: Firma Çeşitlendirmesi ve Firma Riski İlişkisi Bulgularının Teori ile Karşılaştırılması 123
Tablo 18: Açıklayıcı Değişkenler Arasındaki Korelasyon Katsayıları..... 124
Tablo 19: Firma Çeşitlendirmesi ve Firma Performansı İlişkisinin Regresyon Analizi Sonuçları 125
Tablo 20: Firma Çeşitlendirmesi ve Firma Performansı İlişkisi Bulgularının Teori ile Karşılaştırılması 127

ŞEKİLLER LİSTESİ

Sayfa

Şekil 1: Firma değeri-temsil maliyeti-çeşitlendirme iskontosu..... 42
Şekil 2: Çeşitlendirilmiş firmada kaynak transferleri ve çeşitlendirme derecesi..... 46
Şekil 3: Artık değer ve çeşitlendirme derecesi..... 46
Şekil 4: Çeşitlendirme derecesi ve sistematik risk 59
Şekil 5: Temsil teorisi..... 60
Şekil 6: Kaynaklara dayalı yaklaşım 60
Şekil 7: Çeşitlendirme ve performans ilişkisinin modelleri..... 61

EKLER LİSTESİ

Sayfa

EK 1: Çeşitlendirilmiş Firmalar ve Uzman Firmalar Listesi 142
EK 2: Çeşitlendirme Ölçeği Hipotetik Örnek 149

BÖLÜM I

GİRİŞ

Firma çeşitlendirmesi, firmada birbiriyle ilişkili veya ilişkisiz alanlarda faaliyette bulunulması ve/veya farklı coğrafik bölgelere ürün satışının yapılması şeklinde ortaya çıkmaktadır. Çeşitlendirme başlıca, endüstriyel ve coğrafik çeşitlendirme şeklinde gerçekleşmektedir. Firmanın faaliyet gösterdiği endüstrinin dışında bir alanda çeşitlendirmeye gitmesi durumunda endüstriyel çeşitlendirme söz konusu olmaktadır. Endüstriyel çeşitlendirme, çeşitlendirme yapılan ürün ya da faaliyetin özellikleri dikkate alınarak değerlendirilmekte, genel olarak ilişkili ve ilişkisiz çeşitlendirme şeklinde sınıflandırılmaktadır. Firma ürünlerinin farklı bir bölgede satışının gerçekleşmesi durumunda ise coğrafik çeşitlendirme gerçekleşmektedir.

Firma çeşitlendirmesinin neden yapıldığı ve firma faaliyetleri üzerindeki etkilerinin nasıl şekillendiği konusunda farklı yaklaşımlar vardır. Bu yaklaşımlar, endüstriyel organizasyon yaklaşımı, kaynaklara dayalı yaklaşım ve finans yaklaşımı şeklindedir. Endüstriyel organizasyon yaklaşımının dayanağı işlem maliyetleri teorisidir. Firmada ihtiyaç duyulan kaynakların dış kaynaklardan sağlanmasının işlem maliyetlerinin firmada üretilmesine oranla yüksek olması halinde çeşitlendirme aracılığıyla genişleme yoluna gidilmesi önerilmektedir. Böylelikle, faaliyetlerin optimal düzeyde gerçekleştirileceği belirtilmektedir. Kaynaklara dayalı yaklaşımda ise, stratejik varlıklara sahip olan firmalarda stratejik planlamanın bu varlıklar üzerinden yapılması halinde daha yüksek performans seviyelerine ulaşılabileceği vurgulanmaktadır. Bu kapsamda ilişkili çeşitlendirme yoluyla, rekabet avantajı sağlanarak yüksek performans seviyelerine ulaşılacağı belirtilmektedir. İşlem maliyetleri yaklaşımı, firmanın çeşitlendirme yapacağı endüstri kolu hakkında çıkarımda bulunmaz iken, kaynakları tanımlayarak ilişkili alanlara çeşitlendirme yapılması kaynaklara dayalı yaklaşım tarafından açıklanmaktadır. İşlem maliyetleri yaklaşımı maliyetlerin azaltılması doğrultusunda hareket ederken, kaynaklara dayalı yaklaşımda değerli kaynakların birleştirilerek firma değerinin artırılmasını önermektedir.

Finans yaklaşımında ise, firma çeşitlendirmesinin hissedar değerini artırıp artırmayacağı ve çeşitlendirmenin finansal etkilerinin nasıl şekillendiği incelenmektedir. Esas olarak çeşitlendirmenin, firma değerine, riskine ve performansına etkileri

açıklanmaktadır. Çeşitlendirilmiş firmaların değerinin, faaliyet bölümlerinin her birinin ayrı ayrı değerleri toplamından fazla olması "çeşitlendirme primi", tersi durumda ise "çeşitlendirme iskontosu" söz konusu olmaktadır.

Çeşitlendirmenin değer artırıcı etkisi, riskte azalma, sinerji yaratma, iç fon kaynakları yaratma (internal capital markets) ve vergi sorumluluğundaki azalmadan kaynaklanır. Risk azalması, tam korelasyona sahip olmayan iş alanları bileşiminin bütün olarak firma riskinde azalma sağlamasıdır. Sinerji, iki faaliyet alanın birlikte elde edebileceği getirinin, birbirlerinden bağımsız olarak elde edebilecekleri getiriden fazla olması durumunda söz konusu olmaktadır. Çeşitlendirme aracılığıyla, firmada fazla olan fonksiyonların elimine edilmesi, yönetsel beceriler ve deneyimlerin birleştirilmesi sonucunda sinerji etkisi oluşabilmektedir. İç fon kaynakları yaratılması, çeşitlendirmenin firma bünyesindeki farklı bölümlerden fon sağlanarak kendi içinde bir piyasa oluşturulmasıdır. Çeşitlendirilmiş firmalarda kazanç seviyesi yüksek ancak düşük yatırım fırsatına sahip bölümlerin kaynakları yüksek yatırım fırsatına sahip olan ancak kaynak gereksinimi duyan bölümlere aktarılarak etkinlik artışı sağlanmaktadır. Farklı getirilere sahip bölümler arasında transferler yapılması yoluyla ise, vergi sorumluluğunda azalma sağlanabilmektedir.

Çeşitlendirmenin değer azaltıcı etkisi, çeşitlendirme iskontosu yani çeşitlendirilmiş firmaların tek bir alanda faaliyet gösteren firmalara (uzman firmalar) oranla daha düşük firma değerine sahip olmalarına dayanmaktadır. Çeşitlendirme iskontosu, yönetici ve hissedar arasındaki temsil problemleri, asimetrik bilgi ve etkin olmayan kaynak dağılımı aracılığıyla açıklanmaktadır. Yönetici ve hissedar arasındaki temsil problemleri, yöneticinin imparatorluk kurma ve kişisel faydalarını artırma düşüncesiyle çeşitlendirmeye yönelmesi şeklinde ortaya çıkmaktadır. Bu durumda, firmada etkin olmayan değer azaltıcı yatırımlar söz konusu olabilmektedir. Asimetrik bilgi ise, çeşitlendirilmiş firmaların uzman firmalara oranla daha az şeffaf olmalarından ve bölüm yöneticileri ile firma yöneticileri arasındaki bilgilenme düzeyinde yaşanılan aksaklıklardan kaynaklanmaktadır. Çeşitlendirilmiş bir firmada, bölümlerarası kaynak dağılımının doğru şekilde yönetilememesi kaynak dağıtımında etkinliği azaltarak firma değerinde azalmaya yol açmaktadır.

Çeşitlendirme ortak sigorta etkisi sağlayarak nakit akımlarının değişkenliğini azaltmakta ve borç kapasitesini güçlendirmektedir. Çeşitlendirilmiş firmalar, sistematik olmayan risklerini birleştirirler ve faaliyetlerinden elde ettikleri nakit akımlarının değişkenliğini azaltırlar. Firmaların çeşitlendirme dereceleri arttıkça riskleri

azalmaktadır. Bir işten elde edilen kazanımlar diğerine transfer edilerek iş gücü ve sermaye üretkenliği artmakta, böylelikle firma performansına katkı sağlanmaktadır.

Firmaların çeşitlendirme derecelerinin belirlenmesi aşamasında yararlanılan bir takım çeşitlendirme ölçekleri bulunmaktadır. Çeşitlendirme ölçekleri; Berry-Herfindahl endeksi, Jacquemin-Berry Entropi endeksi, bölüm sayıları ve Rumelt sınıflaması şeklindedir. Rumelt sınıflaması dışında diğer ölçekler çeşitlendirme konusunu araştıran finans çalışmalarında sıklıkla tercih edilmektedir.

1.1. Araştırmanın Amacı

Çalışmada, firma çeşitlendirmesinin teorik çerçevesi incelenmekte, firma çeşitlendirmesinin firma değeri, riski ve performansı açısından etkilerinin İMKB'de faaliyet gösteren firmalar açısından belirlenmesi amaçlanmaktadır. Bu kapsamda, çeşitlendirilmiş firmaların çeşitlendirme yapmayan firmalardan daha yüksek firma değerine sahip olup olmadıkları, firma çeşitlendirmesi ile firma riski arasındaki ilişkinin yönü ve firma çeşitlendirmesi ile firma performansı arasındaki ilişkinin yönünün tespit edilmesi amaçlanmaktadır. Ayrıca, farklı endüstri çarpanı yöntemiyle artık değer belirlenmesinin sonuçlar üzerinde etkisi olup olmadığının belirlenmesi hedeflenmiştir. Çeşitlendirme derecesi değişkeninin, Jacquemin-Berry Entropi ölçüsü, Berry-Herfindahl çeşitlendirme ölçüsü ve bölüm sayısı çeşitlendirme ölçüsü şeklinde farklı yöntemlerle belirlenmesinin bulgular üzerinde etkisi olup olmadığı araştırılmıştır.

1.2. Araştırmanın Yöntemi

Çalışmada panel ve yatay kesit verileri kullanılarak araştırma modelleri tahmin edilmiştir. Panel veri analizlerine ek olarak yatay kesit verilerle ek küçük kareler tahmin yöntemi uygulanmıştır. Çalışmanın analizlerinde sabit etkiler ve rassal etkiler modellerinden hangisinin geçerli olacağını belirleyebilmek için Hausman testinden yararlanılmıştır. Hausman test sonuçlarından hareketle panel veri regresyon tahminlerinde sabit etki modeli kullanılmıştır. Panel verilerle yapılan regresyon analizlerinde değişen varyans problemi için White cross-section düzeltme işlemi uygulanmıştır.

1.3. Araştırmanın Kapsam ve Kısıtları

Firma çeşitlendirmesinin Türkiye'de faaliyet gösteren firmalar açısından incelenmesinde, mali tablolarına ulaşılabilen firmalar esas alınmıştır. Bu doğrultuda, İMKB'ye kayıtlı firmalar araştırma kitlesini oluşturmuştur. Analizler, 2005 ile 2010 yılları arasındaki dönem itibariyle yapılmıştır. Analiz döneminde borsaya kayıtlı firmalardan yıl bazında mali tablolarına ulaşılabilen firmalar açısından değişkenlerin hesaplanmasında bir alt sınır belirlenmiştir. Bu aşamada Avrupa Birliği ile uyumlaştırılan KOBİ tanımında belirtilen satış tutarı esas alınmıştır.

Firma çeşitlendirmesinin etkilerinin belirlenmesi aşamasında örneklem, İMKB'de yer alan firmalar arasından analizlerin yapılabilmesine olanak sağlayan verilerin elde edilebildiği firmalardan oluşturulmuştur. Bu doğrultuda, mali kuruluşlar, holding şirketler ve kamu kurumları işlem dışı tutulmuştur. Ayrıca, çok sınıflı hisse senedine sahip olan firmalar analize dahil edilmemiştir.

1.4. Çalışmanın Planı

Firma çeşitlendirmesinin etkilerinin incelendiği bu çalışma, giriş ve sonuç kısmının dahil olduğu altı bölümden oluşmaktadır. Birinci bölümde, giriş bölümü yer almaktadır. Bu bölümde, araştırmanın amacı, araştırma yöntemi, araştırmanın kapsam ve kısıtları ile çalışma planı açıklanmaktadır.

İkinci bölümde, firma çeşitlendirmesi kavramsal olarak ele alınacak ve konuya ilişkin teorik yaklaşımlar incelenmektedir. Bu çerçevede çeşitlendirmenin faydaları, çeşitlendirme maliyetleri, çeşitlendirme türleri, çeşitlendirmeyi etkileyen faktörler ve çeşitlendirme yöntemleri hakkında bilgi verilmektedir. Firma çeşitlendirmesine ilişkin yaklaşımlar başlığı altında, endüstriyel organizasyon yaklaşımı, kaynaklara dayalı yaklaşım ve finans yaklaşımı açıklanmaktadır.

Üçüncü bölümde, firma çeşitlendirmesi finans yaklaşımı açısından detaylı olarak incelenmektedir. Bu kapsamda firma çeşitlendirmesi ile firma değeri arasındaki ilişki, çeşitlendirme iskontosu, çeşitlendirme primi ve çeşitlendirme ile firma değerinin doğrusal olmayan ilişkisi açıklanmaktadır. Söz konusu ilişkinin belirlenmesi sürecinde literatürde sıklıkla belirtilen Berger ve Ofek yaklaşımı ile Lang ve Stulz Tobin Q yaklaşımı belirtilmektedir. Aynı zamanda, çeşitlendirmenin firma riskine ve performansına etkileri değerlendirilmektedir.

Dördüncü bölümde, firma çeşitlendirmesi konusunu inceleyen çalışmalara yer verilmektedir. Ampirik çalışmalar, çeşitlendirme ile firma değeri, firma riski ve firma performansı arasındaki ilişki dikkate alınarak üç başlık altında incelenmektedir.

Beşinci bölümde ise, firma çeşitlendirmesinin firma değerine, riskine ve performansına etkileri konusunda yapılan çalışmalar da dikkate alınarak, Türkiye'de İMKB'ye kayıtlı firmalarda çeşitlendirmenin etkilerinin araştırıldığı analiz sonuçlarına yer verilmektedir. Burada, panel veriler ve yatay kesit verilerle yapılan regresyon analizleri doğrultusunda elde edilen bulgular sunulmaktadır.

Altıncı bölümde, belirlenen örnekleme ilişkin verilerle yapılan analizlerin sonuçları değerlendirilmektedir. Elde edilen bulgular ışığında bazı sonuçlara ulaşılıp öneriler geliştirilmeye çalışılmaktadır.

BÖLÜM II

FİRMA ÇEŞİTLENDİRMESİ VE TEORİK YAKLAŞIMLAR

Firma çeşitlendirmesi, firma performansı, karlılığı, riski, büyüme potansiyeli, pazarlama stratejileri ve yatırım fırsatları gibi bir çok önemli kararı etkilemektedir. Bu nedenle çeşitlendirme, firma bünyesinde tüm disiplinleri ilgilendiren ve karar verme süreçlerinde değerlendirilmesi gereken bir firma kararıdır.

Çeşitlendirme kavramına firma temelinde yaklaşıldığında, bir endüstri dalındaki ürünler arasında, farklı endüstri dalları arasında ve farklı coğrafik bölgelerde faaliyet gösterilmesi şeklinde oluşan çeşitlendirme türlerinden söz edilebilmektedir. Bir endüstri dalı içinde çeşitlendirme yapılması, ilişkili çeşitlendirme şeklinde tanımlanırken, farklı endüstri dallarını içeren ürünlerle faaliyette bulunulması ilişkisiz çeşitlendirmeyi oluşturmaktadır. Ürün ve hizmetlerin farklı coğrafik bölgelerde satışının yapılması halinde coğrafik çeşitlendirme söz konusu olmaktadır.

Çeşitlendirme aracılığıyla daha geniş bir yelpazeye yayılmış olan yatırım olanakları, risk ve getiri arasında daha dengeli bir yaklaşım oluşturmaktadır. Ancak firmanın mümkün olduğu kadar farklı ürün, endüstri veya coğrafi bölgelere çeşitlendirme yaparak sonsuz bir fayda sağlama olanağı yoktur. Çeşitlendirme seviyesinin işletme üzerindeki net etkisi, çeşitlendirmeyle sağlanan faydalar ile çeşitlendirme nedeniyle katlanılan maliyetler arasındaki fark olarak ortaya çıkmaktadır.

2.1. Çeşitlendirme Kavramı

Firma açısından çeşitlendirme, mevcut faaliyet konusuyla ilişkili veya ilişkisiz olabilecek alanlarda, içsel ve/veya dışsal büyüme yöntemleri kullanılarak yeni faaliyetlere girmeye ve hissedar değerini yükseltmeye yönelik bir süreçtir.

Çeşitlendirme yapılan alanın, hali hazırda yürütülen faaliyetler, yetenekler ve kaynaklarla doğrudan bir ilişki göstermesi "ilişkili çeşitlendirme", doğrudan bir ilişki göstermemesi ise "ilişkisiz çeşitlendirme" olarak adlandırılmaktadır (Rumelt, 1982, s. 360). Aynı teknolojiye dayanan çok sayıda ürünün üretimi ve bu ürünlerin firmanın mevcut piyasalarında satılması uzmanlaşma alanı içinde çeşitlendirme olarak ifade

edilmektedir. Uzmanlaşmış firmalar, çeşitlendirilmiş firmalara oranla açıkça tanımlanabilme ve odaklanma avantajlarına sahip iken, teknoloji ve müşteri tercihlerinin sürekli değiştiği bir çevrede daha kırılgan bir yapıya sahip olmaları nedeniyle risk unsuru içermektedirler.

Mevcut faaliyetlerinden her hangi birine odaklanmakta sıkıntı yaşayan bir firmanın hayatta kalabilmesi ve hissedar değeri yaratabilmesi; çeşitlendirme aracılığıyla elde edebileceği finansal getirileri değerlendirmesi ve bir üründen diğerine geçerken piyasada olası değişimleri doğru tahmin edebilmesine bağlıdır. Piyasadaki rekabet, yaşam evrelerinin bir noktasından sonra firmaların gerilemesine neden olmakta ve bu dönemde üretim faaliyetlerinde çeşitlendirmeye yöneltmektedir (Penrose, 1995, s. 131).

Çeşitlendirme bir firma stratejisi olarak düşünüldüğünde, firma seviyesinde stratejik avantaj elde edilebilmesi amacına odaklanmaktadır. Stratejiler, işletmenin uzun dönemde karşılaştırmalı üstünlüklere sahip olarak rakipleriyle baş edilebilmesini, piyasa ortalamaları üzerinde kar sağlayabilmesini, firma değerini yükseltecek konumun ve faaliyet alanlarının belirlenmesini içermektedir. Çeşitlendirme bu stratejiler arasında yer almaktadır.

Çeşitlendirme kararında firmanın karşılaştığı her fırsatı değerlendirmeye çalışması ve analizler yapması çeşitlendirmeden elde edilebilecek faydalardan daha fazla maliyet oluşmasına yol açabilmektedir. Dolayısıyla firmanın fırsat olarak görebileceği konuların dikkatli değerlendirilmesi gerekmektedir. Bu aşamada, endüstriyel araştırma, satış çabalarının anlamlılığı ve gereksinim duyulacak teknolojik alt yapı ayrıca bir maliyet unsuru oluşturarak çeşitlendirmeden elde edilecek faydaları ortadan kaldırabilmektedir. Ayrıca, ele geçirme kararı ve mevcut iş kollarında devam eden yatırımların gerekli olup olmadığı incelenmelidir (Penrose, 1995, s. 111).

Firma kaynaklarının daha etkin kullanılmasına olanak sağlayan bir çeşitlendirme kararı, hissedarlar açısından değer yaratabilmekte, aksi takdirde bir anlam ifade etmemektedir. Çeşitlendirmenin hissedar değeri yaratma kapasitesini belirlemede, bir takım kriterler vardır. Çeşitlendirme yapılacak endüstri uzun dönemde kazanç yaratabiliyorsa, çeşitlendirmeyle elde edilebilecek kazançlar çeşitlendirme esnasında oluşabilecek giriş maliyetlerini aşıyorsa, yeni faaliyet alanı firmanın daha iyi performans göstermesine olanak sağlıyorsa çeşitlendirme uygulaması hissedar değerini artırabilir (Porter, 1987, s. 47).

Firmaların faaliyetlerini sonsuza dek sürdürebilmelerinde önemli bir karar olan çeşitlendirme, belirli şartlar altında faydalar sağlarken, beraberinde bir takım maliyetler de getirmektedir. Çeşitlendirme türü, söz konusu fayda ve maliyetlerin oluşmasında önemli etkilere sahiptir. Bununla birlikte firmanın kendine özgü yapısı da çeşitlendirme kararını etkilemektedir.

Çeşitlendirme ile elde edilebilecek faydalar başlıca, ortak sigorta etkisi ve firma riskinin azalması, sinerji, kapsam ve ölçek ekonomilerinden yararlanma, iç fon kaynakları yaratılması ve etkinlik artışı, vergi tasarrufu etkisi iken, çeşitlendirmenin maliyetleri ise, temsil maliyetleri, asimetrik bilgi maliyetleri ve etkin olmayan kaynak dağıtımı maliyetleridir.

2.1.1. Çeşitlendirmenin Faydaları

Firma faaliyetlerini birden fazla alana yayarak bir takım avantajlar elde edebilmektedir. Tam rekabet piyasaları varsayımına göre, vergilerin ve işlem maliyetlerinin olmadığı, maliyetsiz bilgiye ulaşıldığı, risksiz borç alınıp verilebildiği ve yatırımcıların fayda maksimizasyonu amacıyla karar verdikleri durumda, çeşitlendirmenin firma değerini etkilemesi beklenmemektedir (Hyland ve Diltz, 2002, s. 8). Başka bir ifadeyle, tam rekabet piyasalarında firmaya özgü riski azaltmak için hissedarlar çeşitlendirilmiş bir portföy oluşturarak risklerini maliyetsizce çeşitlendirebilirler. Bu durumda firma çeşitlendirmesi hissedar açısından bir anlam ifade etmemektedir. Ancak, bilgi asimetrisi ve temsil problemleri şeklinde ortaya çıkan piyasa aksaklıkları dikkate alındığında çeşitlendirme firma değerini etkilemektedir (Liebenberg, 2004, s. 12).

Firmaların çeşitlendirmeden fayda sağlayabilmelerinin temel şartı, piyasa aksaklıklarının varlığıdır. Bununla birlikte, firmaların faaliyette bulundukları mevcut piyasada karlılığın azalması halinde çeşitlendirme bir seçenek olarak ortaya çıkmaktadır. Diğer yandan, firma açısından fırsat maliyetlerinin değişmesiyle mevcut piyasa göreceli olarak firmanın gerçekleştireceği yeni yatırımlar açısından daha az kazanç sağlayama potansiyeline sahip olabilir (Penrose, 1995, s. 106). Bu durum, firma çeşitlendirmesi açısından güdüleyici bir ortam yaratmaktadır.

Firma, faaliyet gösterdiği endüstriden edindiği ancak farklı endüstrilerde de kullanabileceği kaynak ve yeteneklere sahipse çeşitlendirmeye gitmelidir. Diğer bir çeşitlendirme nedeni ise, pazar gücü elde etme isteğidir. Çeşitlendirmeden rekabet

gücünü artırıcı bir strateji olarak da yararlanılmaktadır. Bunun için, bir ürünü normal fiyatının altında fiyatlama stratejisi şeklinde "yıkıcı fiyatlama uygulamaları" (Predatory Pricing) yapılabilmektedir. Birden çok piyasada benzer firmalarla hileli anlaşma yapılması, birden çok piyasada rekabetten karşılıklı çekilme, küçük rakiplerin sızmasına karşı diğer büyük firmalarla karşılıklı alışveriş anlaşması yapılması yoluyla pazar gücü elde edilebilmektedir (Montgomery, 1994, s. 167).

Firma çeşitlendirmesinden elde edilen faydalar genel olarak, ortak sigorta etkisi sonucunda firma riskindeki azalma, sinerji yaratılması, iç fon kaynakları oluşturulması, etkinlik artışı ve vergi sorumluluğundaki azalma olarak ifade edilebilir.

2.1.1.1. Ortak Sigorta Etkisi ve Firma Riskinin Azalması

Çeşitlendirme, firmanın faaliyetlerini etkileyebilecek tahmin edilebilir ve tahmin edilemez bütün değişimlerden korunmasına yardımcı olmakta, belirsizliğe karşı bir ortak sigorta etkisi (Coinsurance Effects) sağlamaktadır. Çeşitlendirmenin firma riskini azaltma işlevi, firmanın esnekliğinin sağlanması ve borçlanabilme kapasitesinin artmasıyla birlikte belirli bir borç seviyesindeki iflas olasılığının azalması şeklinde gerçekleşmektedir. Ayrıca, tam korelasyona sahip olmayan faaliyetlerin bir arada yürütülmesi bütün olarak firma riskinde azalma yaratmaktadır. Böylelikle, iflas maliyetleri azalmakta, riski azalan firmanın borçlanma maliyeti düşmekte ve çeşitlendirme yapan firma borç verenler açısından daha cazip hale gelmektedir.

Risk yönetimi kapsamında değerlendirildiğinde, çeşitlendirme firma kazançlarındaki değişkenliği azaltmakta ve firma değerine katkı sağlamaktadır. Firma kazançlarındaki istikrar, finansal sıkıntı maliyetlerini azaltmakta, borçlanma kapasitesi oluşmakta ve buna bağlı olarak sermaye yapısında daha fazla borç kullanan firma açısından vergi kalkanı avantajı sağlamaktadır. Diğer yandan borç kullanma düzeyi yüksek bir firmada, çeşitlendirme aracılığıyla riskin azalması tahvil sahiplerinin geri ödenmeme riskini de azaltmaktadır (Emm, 2005, s. 5).

Firma çeşitlendirmesiyle oluşan ortak sigorta etkisi, iflas olasılığını azaltmaktadır. Firmanın borçlanma kapasitesindeki artış, finansal kısıtlı firmalarda yaşanılan finansal sıkıntıya çözüm olabilmektedir (Tong, 2007, s. 27).

Çeşitlendirmeyle birlikte firmaya özgü risklerde azalma olacağı görüşüne rağmen; sistematik risk ile firma çeşitlendirmesi arasında güvenilir bir ilişki olmadığını belirten çalışmalar da bulunmaktadır. Ancak, genel olarak değerlendirildiğinde, firma

çeşitlendirmesi ile firmanın toplam riskinde azalma arasında bir ilişki olduğu kabul edilmektedir (Xing, 2003, s. 4).

Çeşitlendirme şeklinde yeni ürünlerle yeni piyasalara girilmesi, iflas olasılığını azaltarak, firmanın varlık dağılımını ve karlılığını güçlendirmektedir. Bir işte elde edilen yetenekler diğerlerine aktarılarak iş gücü ve sermaye üretkenliği artırılmaktadır. Çeşitlendirilmiş bir firmada bir bölümden diğerine fonlar transfer edilerek, sistematik olmayan risk birleştirilir ve faaliyet nakit akımlarının değişkenliği azaltılır. Firmaların çeşitlendirme dereceleri arttıkça riskleri azalmakta, getirileri artmaktadır (Pandya ve Rao, 1998, s. 67).

2.1.1.2. Sinerji, Kapsam ve Ölçek Ekonomilerinden Yararlanma

Çeşitlendirmeyle yaratılan sinerji, bir firmada kullanılmayan fonksiyonların azaltılarak, özel yetenekler, güçlü yönetim kapasitesi ve bilgi birikimi gibi maddi olmayan varlıklar aracılığıyla firmanın bütün olarak performansının artması şeklinde ortaya çıkmaktadır. Dolayısıyla firmada, tüm bölümlerin birleşik üretim maliyetinin, ayrı ayrı faaliyet gösterilmesi durumunda oluşacak bölüm maliyetlerinin toplamından daha az olması beklenmektedir (Emm, 2005, s. 6). Çeşitlendirme aracılığıyla oluşan sinerji, yönetsel koordinasyonu, kazançların artmasını ve yeni pazarlar edinilmesini sağlayarak ayrıca maliyet tasarrufları elde edilmesine ortam hazırlamaktadır.

Firma bünyesinde sinerji etkisi, satış sinerjisi, faaliyet sinerjisi, yatırım sinerjisi ve yönetim sinerjisi olarak ortaya çıkmaktadır. Bu etkinin oluşturulmasında kullanılan araçlar ise, kapsam ekonomileri (Economies of scope), ölçek ekonomileri (economies of scale) ve sermaye dağıtımında etkinlik sağlanması şeklinde belirtilebilir.

Çeşitlendirme, ölçek ve kapsam ekonomileri oluşturulmasına olanak sağlar. Böylelikle firmalar, kapsam ve ölçek olarak büyümenin sağladığı faydaları elde ederler. Faaliyetlerin devam ettirebilmesi ve etkinliğin artırılmasına olanak sağlayacak bir büyüme oluşturulmasında, çeşitlendirme firma açısından değerlendirilmesi gereken bir seçenektir.

Kapsam ekonomileri, bölümlerin toplam değerinin, bağımsız her bir bölümün değerleri toplamından daha fazla olduğu zaman elde edilebilmektedir. Firma çeşitlendirmesinin ekonomik uygulanabilirliği, iki veya daha fazla faaliyet arasında kapsam ekonomilerinin varlığına bağlıdır (Caldeira ve diğ., 2005, s. 5). Bu açıdan kapsam ekonomileri sinerji yaratan bir uygulama olarak da ifade edilmektedir.

Kapsam ekonomileri, farklı ürünler bir arada üretilmesiyle maliyetlerin çeşitli ürünlere yayılması şeklinde oluşmakta ve firma açısından doğrudan ekonomik faydalar sunmaktadır. Kapsam ekonomilerinden faydalanma düşüncesi, çeşitlendirme açısından en rasyonel kabul edilenidir. Firma bir üretim fonksiyonu olarak değerlendirilir. Rasyonellik ve serbest bilgi sağlanması varsayımları altında, X ürününü üreten bir firma Y ürününe çeşitlendirme yapmak isteyebilir. Bu aşamada eğer Y ürününün üretim teknolojisi yalnızca X ürününün üretimiyle ilgili toplam maliyetleri içeriyorsa kapsam ekonomisi elde edilebilmektedir. Firmada X ve Y ürünün birlikte üretimi halinde maliyetler X ve Y'nin ayrı ayrı üretiminin toplam maliyetlerinden daha az olacaktır. Başka bir ifadeyle, $C(X,Y)<C(X,0)+C(0,Y)$ ise, bu maliyet yapısı "kapsam ekonomileri" olarak tanımlamaktadır (Silverman, 2002, s. 7).

Ölçek ekonomileri, firmada ortalama üretim maliyetlerini azaltmakta ve üretkenlik seviyesini artırmaktadır. Birim üretim başına ortalama maliyet ile ölçek arasındaki ilişkiyi açıklamada kullanılır ve bir firmanın veya bir fabrikanın uzun dönem ortalama maliyet eğrileri üzerinde gösterilir. Ölçek ekonomileri ortalama maliyet eğrisinin negatif olduğu durumda ortaya çıkmaktadır (Yıldırım, 1995, s. 70). Firmalar optimal noktaya kadar büyümekte, ancak bu noktadan sonra büyümeye devam edilmesi halinde (diseconomies of scale) ortalama maliyet artmaya başlamaktadır. Firma bünyesinde, maliyetlerin dağıtılması ölçek ekonomileri ile ilişkilidir. Birleşen firmalar, firma genel merkezi, yönetimi ve bilgisayarlar gibi bazı temel imkanları paylaşabileceklerdir. Böylelikle, maliyetler, çıktı miktarındaki artışa göre dağıtılacaktır. Mevcut endüstride büyüme fırsatlarının azalması, maliyet tasarrufu sağlayan fırsatların varlığı, stratejik uyumun elde edilmesi, marka ününün kullanılmasıyla firmada etkinlik artırılabilmektedir. Kalifiye insan kaynağı kullanılarak üretimde etkinliğin artmasına olanak sağlanmaktadır (Foltz ve diğ., 2002, s. 138).

Çeşitlendirme yapılarak elde edilecek ölçek ekonomileri faydalarının tüm firmalar açısından elde edilebilmesi mümkün değildir. Ölçek ekonomilerinden elde edilecek faydalar, iş bölümü, uzmanlaşma ve bölünmezlik unsurlarından kaynaklanır. İş bölümü, firma açısından beraberinde uzmanlaşmayı, teknolojik gelişmeyi ve daha etkin üretimi sağlamaktadır. Bölünmezlik, makinelerin teknik özelliklerinin, pazarlama faaliyetlerinin, finansal faktörlerin, araştırma geliştirme giderlerinin tam olarak bölünememesinden kaynaklanmaktadır. Parasal faktörler ise, parasal ölçek ekonomileri olarak belirtilir ve firma etkinliği ile ilişkili olmayıp, büyük ölçekli firmaların sahip olabileceği tekelci güçten kaynaklanmaktadır. Firmalarda daha kaliteli elemanın daha

ucuza sağlanması, daha elverişli finansal olanaklara sahip olunması, ulaştırma masraflarında sağlanan avantajlar ve girdilerin daha ucuza sağlanması şeklinde faydalar elde edilebilmektedir. Parasal ölçek ekonomileri üretimde yatay ve dikey bütünleşmelerin oluşmasında da önemli etkendir (Yıldırım, 1995, s. 70-72). Firmaların kendilerine özgü yapıları, çeşitlendirme aracılığıyla ölçek ekonomileri yaratılarak belirtilen faydaların elde edilmesinde belirleyici unsur olarak öne çıkmaktadır.

Firmalar kapsam ve ölçek ekonomileri faydalarını elde etmek için dikey veya yatay çeşitlendirmeye gidebilirler. Dikey çeşitlendirme, üretim girdilerinin işletme içinde geliştirilmesi veya işletmenin kendi dağıtım kanallarını kurması yoluyla gerçekleşmektedir. Geriye doğru dikey çeşitlendirme, işletmenin kendisine girdi sağlayan alanlara yönelmesi, ileriye doğru dikey çeşitlendirme ürün satışına yönelik alanlara yatırım yapılması şeklindedir. Dikey çeşitlendirme, satıcıya düzenli bir talep sağladığı için üretim maliyetlerinde azalma ve müşterilerin toplu halde bulunması nedeniyle daha düşük pazarlama maliyeti oluşmasına ortam hazırlamaktadır.

Firmalar hali hazırda değerli, az bulunan ve taklit edilmesi maliyetli olan varlıklara sahip ise, bunları kullanarak kapsam ekonomileri yaratabilirler. Firmaları çeşitlendirmeye yönelten güdüler, faaliyet kapsam ekonomileri (işler ve temel yeteneklerin paylaşılması), finansal kapsam ekonomileri (iç fon kaynakları yaratılması, risk azaltma, vergi avantajı elde etme) ve rekabeti engelleyici kapsam ekonomileri (pek çok noktada rekabet ve pazar gücü avantajları) elde etme isteği ile yönetici teşviklerini azaltma çabalarından kaynaklanmaktadır (Caldeira ve diğ., 2005, s. 5).

2.1.1.3. İç Fon Kaynakları Yaratılması ve Etkinlik Artışı

Firmaların faaliyetlerinin çeşitlendirilmesi etkinliği artırma düşüncesinden kaynaklanabilmektedir. Büyük bir firma açısından mevcut kaynakların etkin kullanılarak performans seviyelerinin iyileştirilmesi birincil sebep olmaktadır. Bununla birlikte, başarılı ve yüksek etkinlik seviyelerine sahip firmaların da çeşitlendirilmeye gittikleri görülmektedir (Penrose, 1995, s. 104).

Çeşitlendirilmiş firmalarda farklı bölümlerden sağlanan fonlar bir araya getirilerek iç fon kaynakları oluşturulmaktadır. Başka bir ifadeyle bir fon kaynağı havuzu yaratılmaktadır. Kazanan ancak düşük yatırım fırsatına sahip bölümlerin kaynaklarını yüksek yatırım fırsatına sahip bölümlere dağıtma fırsatı elde edilerek, finansal etkinlik artırılabilmektedir (Emm, 2005, s. 8).

İç fon kaynaklarının oluşturulması, firma dışındaki sermaye piyasalarına duyulan gereksinimi azaltabilmekte ve dışarıdan kaynak sağlanması durumunda katlanılacak olan maliyetlerden kurtulma fırsatı sunmaktadır. Firma açısından, işlem maliyetleri, finansal sıkıntı maliyetleri ve bilgi asimetrisi maliyetlerinin azalması, bütün olarak borçlanma maliyetinin azalmasına katkı sağlayacaktır. Çeşitlendirilmiş firmaların faaliyet gösterdikleri ekonomide mevcut piyasa aksaklıklarından kaynaklanan maliyetlerin azaltılması, fonların dağıtımı ve yönetiminde sağlanan etkinlik artışı firma değerine olumlu katkı yapmaktadır (Klein ve Lien, 2009, s. 8). Diğer yandan, başlıca projeler ve yatırım politikaları hakkında dış sermaye piyasalarına anlamlı işaretler sağlayamayan firmalar, fon bulmakta sıkıntı yaşayarak sermaye kısıtlılığı altında faaliyetlerini devam ettirmek durumunda kalabilirler. Dış sermaye piyasalarından kaynak sağlanmasında sıkıntı yaşanacağı durumlarda, çeşitlendirme aracılığıyla oluşan iç fon kaynaklarından yararlanma yoluna gidilebilmektedir.

İç fon kaynakları, firma dışından elde edilebilecek olan kaynağa oranla daha az maliyetlidir. Çünkü firma, asimetrik bilgi probleminin neden olduğu menkul kıymet ihracıyla ilişkili maliyetlerden kaçınmış olmaktadır. Özellikle projelerin finansmanının içsel kaynaklardan sağlanması, dış piyasadaki az bilgilenmiş yatırımcının daha fazla getiri talebi ve firmaya kısıtlamalar getirmesi sorununu ortadan kaldırmaktadır. Fon kaynağına ulaşabilmenin kolaylaşması, yatırım kararlarından vazgeçilmesine engel olarak proje yönetim sürecinde kontrolün güçlenmesine olanak sağlamaktadır (Xing, 2003, s. 9).

2.1.1.4. Vergi Tasarrufu Etkisi

Çeşitlendirilmiş firmalarda tam korelasyon sahip olmayan getiriler sağlayan bölümlerin bir arada faaliyette bulunmasıyla işletmede ortak sigorta etkisi oluşmaktadır. Bu durum çeşitlendirilmiş firmalara, borç kapasitesini artırma olanağı sağlamakta, borç kapasitesindeki artış ise, faizin vergi kalkanı şeklinde ifade edilen vergi tasarrufu olanağını sunmaktadır (Emm, 2005, s. 8).

Çeşitlendirme vergi ödemelerinin gelecek yıllara aktarılmasının yanında, bir bölümün kayıplarının diğer kazanan bölümlere karşı eş zamanlı olarak dengelenmesine olanak sağlayarak ileriki yıllar için vergi avantajı yaratmaktadır. Ancak, çeşitlendirilmiş firmaların yüksek kaldıraçla oluşturduğu faizin vergi kalkanı avantajının belirtildiği kadar büyük olmadığı bulgularına da ulaşılmaktadır (Berger ve Ofek, 1995, s. 59).

Çeşitlendirmeyle ilişkili diğer bir vergi faydası, kazançlar ve giderlere farklı vergi uygulamalarının yapılmasından kaynaklanmaktadır (Emm, 2005, s. 7).

Firma çeşitlendirmesi birleşme veya ele geçirme aracılığıyla gerçekleştiriliyorsa karlı bir firmanın, birikmiş zararları olan bir firmayla birleşmesi durumunda, vergi kanunları gelecek yıl kazanç sağlanması halinde, vergi yükümlülüğünde birleşme yapılan firmanın zarar tutarı kadar indirim yapılabilmesine olanak sağlamaktadır (Akgüç, 1998, s. 896). Kurumlar Vergisi Kanunu'nun 9. ve 20. maddelerinde, birleşme ve devir hallerinde zararların mahsubuna ilişkin vergi uygulamaları yer almaktadır. Madde 9.1'de "*Beş yıldan fazla nakledilmemek şartıyla,bu kanuna göre yapılan devirlerde münfesih kurumun devir öncesi son bilançosunda görülen zararlar devralan kurumca beyan edilen kurum kazancından indirilebilir."*şeklinde ifade yer almaktadır. Ayrıca kanunun 20. maddesinin birinci fıkrasında, devralınan kurumların devir tarihi itibariyle özsermaye tutarını geçmeyen zararlarının vergi indirimine konu olduğu belirtilmiştir. Madde 20.1'de belirli şartlar altında "kurumun sadece devir tarihine kadar elde ettiği kazançlar vergilendirilir; birleşmeden doğan karlar ise hesaplanmaz ve vergilendirilmez" şeklinde ifade yer almaktadır.

Coğrafik çeşitlendirme yapan bir firma, belirli şartlar altında, yurt dışı faaliyetlerinden doğan zararları kurumlar vergisi matrahından indirebilmektedir. Kanunun 9. maddesinin birinci fıkrasının b bendinde belirtildiği üzere, beş yıldan fazla nakledilmemek şartıyla, yurt dışı faaliyetleri bulunan firmalarda, beş yıldan fazla olmamak koşuluyla, yurt dışı faaliyetlerden doğan zararlar Türkiye'de beyan edilecek olan vergiye konu kazanç tutarından indirilebilmektedir.

Türk Ticaret Kanunu'nda yapılan yeni düzenlemelerle, holding türü şirket yapılanmalarına ilişkinin uygulamaların yanında "Şirketler Topluluğu" olarak belirtilen şirket yapılanmalarının özellikleri de açıklanmıştır. Kanunun 195-209 maddeleri şirketler topluluğuna ilişkin düzenlemeleri içermekte olup, hakim ve bağlı şirket tanımlanmıştır. Bir ticaret şirket, diğer bir ticaret şirketin, doğrudan veya dolaylı olarak; oy haklarının çoğunluğuna sahipse veya yönetim organında karar alabilecek çoğunluğu oluşturan sayıda üyenin seçimini sağlayabilme hakkına haizse veya kendi oy hakları yanında, bir sözleşmeye dayanarak, tek başına veya diğer pay sahipleri ya da ortaklarla birlikte oy haklarının çoğunluğunu oluşturuyorsa, bir sözleşme gereğince veya başka bir yolla hâkimiyeti altında tutabiliyorsa, birinci şirket hâkim, diğeri bağlı şirket olarak ifade edilmektedir. Hâkim şirkete doğrudan veya dolaylı olarak bağlı bulunan şirketler, onunla birlikte şirketler topluluğunu oluşturmaktadır. Bu durumda, hâkim şirketler ana,

bağlı şirketler yavru şirket konumunda olmaktadır.[1] Holding yapılarda yer alan firmalar, kendi aralarında finansman kaynakları aktarılabilmekte; satın alma, kiralama, borç verme ve hizmet sunma şeklinde kazançlar transfer edilebilmektedir. Bu durumda, toplam kazanç aynı kalmakta ancak vergi yükümlülüğü değişebilmektedir.

2.1.2. Çeşitlendirmenin Maliyetleri

Firma çeşitlendirmesi, finansal ve yönetimsel açıdan uzman firmalara oranla daha karmaşık organizasyon yapısını gerektirir. Bu süreçte yaşanılabilecek sorunlar, firma açısından maliyet unsuru oluşturabilmektedir. Çeşitlendirme türüne göre çeşitlendirmeden elde edilecek faydalar ve maliyetler farklılık göstermektedir.

Genel olarak çeşitlendirme maliyetleri, temsil maliyetleri, asimetrik bilgi maliyetleri ve etkin olmayan kaynak dağıtımı şeklinde ortaya çıkmaktadır. Bu maliyetler, çeşitlendirme iskontosu olarak da ifade edilen çeşitlendirilmiş firmalardaki değer azalmasının kaynağını oluşturmaktadır.

2.1.2.1. Temsil Maliyetleri

Temsil teorisine göre, yöneticilerin kendi faydalarını maksimize etme yoluna gitmeleri, çeşitlendirilmiş firmaların daha düşük değere sahip olmalarına yol açmaktadır. Temsil ilişkisi, bir veya birkaç kişinin (yetki-veren) bir dereceye kadar karar verme yetkisini de devrederek kendi yararına faaliyette bulunacak bir başka kişiyle (temsilci) sözleşme yapmasıdır (Jensen ve Smith, 1985, 94). Temsil ilişkisinde, her iki tarafın da kendi faydasını maksimize edecek şekilde davranacağı düşünüldüğünde, temsilcinin her zaman için temsil edilenin çıkarına davranmayacağı ortaya çıkmaktadır (Kohn, 1994, s. 373). Temsilcinin, temsil edilenin menfaatlerini artırmak yerine, firma kaynaklarını kendi çıkarı doğrultusunda kullanmaya başlaması, temsil maliyetlerini doğurmaktadır. Yönetici kişisel riskini azaltmak ve/veya faydalarını artırmak amacıyla, kendi yetenekleriyle uyumlu alanlarda çeşitlendirme yoluna gidebilmektedir. Bu şekilde gerçekleşebilecek çeşitlendirme uygulamalarında temsil maliyetlerinin yüksek olması beklenmektedir.

[1] http://www.tbmm.gov.tr/kanunlar/k6102.html (Erişim Tarihi: Aralık2011).

Temsil maliyetleri; temsil edilenin gözlem harcamaları, tazmin edici, garanti sağlayıcı anlaşma maliyetleri (Bonding Costs) ve önlenemeyen kayıplardan (artık zarar) oluşmaktadır. Gözlem maliyetleri, temsilcinin kararlarının ve uygulamalarının takip edilmesi için katlanılan maliyetlerdir. Gözlem maliyetleri firma sahiplik yapısının çok dağınık olması halinde işlem sayısının artması nedeniyle daha fazla olmaktadır. Temsil edilen, temsilcinin zarar verici davranışlarda bulunmaması veya böyle bir davranışta bulunması halinde ortaya çıkabilecek zararı tazmin etmesini garanti altına almak için, temsilciye kullanabileceği kaynak ve ödenekler tahsis edebilir. Temsilci kullanacağı bu kaynakların hesabını vermek zorunda değildir ve temsil edilen açısından önemli bir maliyet unsurudur. Temsil edilenin refahını maksimize edebilecek kararlarla temsilcinin aldığı kararlar arasındaki farklılık nedeniyle temsil edilenin refahında meydana gelen azalma, temsil ilişkisinin artık maliyeti olarak tanımlanmaktadır (Jensen ve Meckling, 1976, s. 308). Büyük bir firmanın yöneticisi olma ve daha fazla teşvik alma isteği temsil maliyeti oluşturan bir unsurdur. Temsil problemleri ise, aldatma, kazanç getirebilecek yatırım fırsatlarının dikkate alınmaması, varlık ikamesine gidilmesi, fon kaynaklarının yanlış tercih edilmesi ve ele geçirme işlemlerinde hissedarların zararına hareket edilmesi şeklinde ortaya çıkmaktadır.

Temsil ilişkisi, firmanın yatırım politikası açısından önemlidir. Yeni yatırımlara gidilmesi yöneticiler açısından bir risk unsurudur ve yönetimin başarısıyla ilişkilendirildiği için çekimser yaklaşılan bir konudur. Buna karşın, hissedarlar riskten hoşlanabilir ve yönetimin bu tür yatırımlara girmek istememesi, firma için çatışma kaynağı oluşturabilir.

Temsil teorisine göre yöneticiler çeşitlendirmeye giderek güç, prestij ve gelir açısından kişisel faydalarını artırabilirler. Bu, yöneticinin kendi yetenekleriyle uyumlu yatırımlara yönelerek firmadaki pozisyonunu güçlendirmesi ve firma riskini azaltarak kendi kişisel portföy riskini azaltması yoluyla sağlanabilmektedir. Yöneticinin faydasına olan bu durumlar, firmada yöneticinin pozisyonunu güçlendirmekte, daha yüksek teşvikler talep edebilmesine ortam hazırlamakta ve firma açısından maliyet unsuru oluşturmaktadır (Montgomery, 1994, s.167). Yöneticiler, çeşitlendirme derecesini artırarak işlerini veya kişisel ünlerini kaybetme riskini azaltabilirler. Bu, işletme grubu şeklindeki birleşme aracılığıyla daha fazla faaliyet alanı arasında firma riskinin yayılmasıyla yapılabilir. Firma riski, çoğunlukla yöneticinin kişisel riskiyle yakın ilişkili bulunmaktadır (Amihud ve Lev, 1981, s. 607).

Firma pozitif serbest nakit akımlarına sahip olduğunda, yönetici nakdi ya yeniden yatırımda kullanabilir ya da hissedarlara dağıtabilir. Yönetici kendi çıkarına göre davrandığında, serbest nakit akımlarını kendi faydasını artıracak şekilde hissedar açısından yetersiz getiri sağlayan projelere yatırılabilir ya da tüketim önceliği olan fon şeklinde değerlendirilirler (Hyland ve Diltz, 2002, s. 8). Yönetici ve hissedar arasındaki çatışmaların, serbest nakit akımları fazla olduğunda şiddetleneceği, borç finansmanı ile bu çatışmaların azaltılabileceği vurgulanmaktadır. Borç finansmanında borç verenler tarafından yöneticinin izlenmesi disiplin etkisi oluşturmaktadır. Yöneticinin değer azaltıcı yatırımlara yönelme durumu azalmakta, dolayısıyla firmada temsil maliyetleri azalabilmektedir. Yöneticinin kişisel faydalarını maksimize edecek çeşitlendirme girişimleri de azalmaktadır.

İç fon kaynakları ile firma, dış finansmana ulaşmak zorunda olmaksızın projelerin gerçekleştirilmesi olanağı elde eder. Dış piyasalar tarafından incelemenin olmaması, yöneticinin değer azaltıcı aşırı yatırımlara yönelmesine olanak sağlamaktadır. Ayrıca, çeşitlendirilmiş firmalarda bölüm performansları gözlemlenemediği için çeşitlendirilmiş firma sahipleri, yöneticinin kendi yetenekleriyle uyumlu bölümleri desteklediğini tespit etmede sıkıntı yaşanmaktadır (Liebenberg, 2004, s. 11).

2.1.2.2. Asimetrik Bilgi Maliyetleri

Tam rekabetçi sermaye piyasaları, etkin sermaye piyasası varsayımına dayanmaktadır. Bu tür piyasalarda tüm katılımcılar aynı bilgi düzeyine sahiptir ve finansal varlıkların piyasa fiyatı tüm bilgileri içermektedir. Bu piyasalarda fon temini konusunda hiçbir sorun çıkmaması ve fonların en etkin kullanıcılara aktarılması esastır. Firma içi ve firma dışı fonlar arasında büyük bir fark olmayacağı gibi, firmaların borç ya da öz kaynak yoluyla finansman sağlamaları da performanslarını etkilemeyecektir. Ancak, gerçek hayatta sermaye piyasaları etkin değildir ve tüm piyasa katılımcıları aynı bilgi düzeyine sahip değildir. Bu durum önemli miktarda işlem ve bilgilenme maliyetlerine neden olmaktadır. Sermaye piyasalarında katılımcıların bilgi düzeyinin farklı olması ile sözleşmelerin uygulama süreçlerinin maliyetli olması asimetrik bilgi sorununu ortaya çıkarmaktadır (Aras, 2004, s. 84).

Firmanın yöneticileri ve yatırımcılar arasında bilgi asimetrisinin olmadığı düşünüldüğünde, bir projenin finansmanının hisse senedi ihracı ile yapılması halinde, eski ve yeni hissedarların her ikisi de yeni yatırımdan karlı çıkmaktadır (Ercan ve Ban, 2005, s. 245). Asimetrik bilginin olması halinde, piyasada belirlenen hisse senedi fiyatının yöneticilerin tahmin ettikleri fiyattan yüksek olması durumunda yeni hisse senedi ihracından firmanın eski hissedarları zarar ederken yeni hissedarlar karlı çıkmaktadır. Yeni projenin pozitif net bugünkü değerinden elde edilen fayda, yeni yatırımcılara gitmektedir. Bu nedenle yöneticiler bir projenin net bugünkü değeri pozitif olsa bile projeyi reddedebilmektedirler (Haris ve Raviv, 1991, s. 306).

Çeşitlendirilmiş firmalar uzman firmalar oranla daha az şeffaftır. Çeşitlendirme yapan firmada yöneticiler, bölümlere ilişkin özel bilgilere sahip olabilirken, dışarıdaki yatırımcılar bu konuda daha az bilgiye sahip olabilmektedir. Bölümlerden elde edilen nakit akımlarının konsolide tablolar şeklinde raporlara yansıtılması, çeşitlendirilmiş firmaların daha az şeffaf olmalarına neden olmaktadır. Bu durum, asimetrik bilgi problemlerinin çeşitlendirilmiş firmalarda daha yüksek olabileceğini işaret etmektedir.

Çeşitlendirilmiş firmalarda, firma ve bölüm yöneticileri arasındaki asimetrik bilgi probleminden kaynaklanan maliyetler bulunmaktadır. Firmanın merkezi yönetimi ile bölüm yöneticilerinin amaçlarının farklılaşması, firma içinde asimetrik bilgiye neden olabilmektedir. Merkezi yönetim ve bölüm yöneticileri arasında ortaya çıkan bilgi asimetrisi maliyetleri, uzmanlaşmış firmalara oranla çeşitlendirilmiş firmalarda daha yüksek olarak ortaya çıkmaktadır (Dorsey, 2006, s. 20).

Firmada, bilgi asimetrisi yüzünden optimal sözleşme şeklini oluşturmada ve uygulanmasında sıkıntı ve kontrol eksikliği yaşanmakta bu nedenle de maliyetler oluşmaktadır. İleri teknoloji endüstrilerindeki firmaların gözetimleri daha zordur. Çeşitlendirme, bu tür endüstrilerde maliyetli ve değer bozucu olabilmektedir (Aggarwal, 2009, s. 117).

2.1.2.3. Etkin Olmayan Kaynak Dağıtımı Maliyetleri

Etkin olmayan kaynak dağıtımı, çeşitlendirilmiş firmalarda bölümler arası kaynak transferi yani çapraz ikameye (Cross Subsidize) dayandırılmaktadır. Çapraz ikame, çeşitlendirilmiş firmalardaki değer kayıplarının kaynağı olmakta ve zayıf bölümlerin iyi performans gösteren bölümler tarafından ikame edilmesi şeklinde belirtilmektedir. Negatif nakit akımlarına sahip bölümler, zayıf performans gösteren

bölümler olarak değerlendirilmektedir. Çeşitlendirilmiş firmalarda, diğer faaliyet bölümlerindeki değerler zayıf performans gösteren bölümlere aktarılmaktadır. Negatif nakit akımlı bölümleri olan çeşitlendirilmiş firmada uzmanlaşmış firmalara oranla daha düşük artık değer bulunmaktadır (Berger ve Ofek, 1995, s. 56).

Çeşitlendirilmiş firmalarda bölümler arasındaki güç çatışması ve bölümler arası kaynak dağılımındaki bozulmalar, etkin olmayan yatırımlara neden olmaktadır. Çeşitlendirme düşük seviyelerinde, bölümler arası kaynak dağılımları doğru yönetilebilmekte ve uzman firmalara oranla firma değerinde artış sağlanabilmektedir. Çeşitlendirme seviyesi arttıkça etkin olmayan kaynak dağılımlarının artabileceği belirtilmektedir (Rajan, Servaes ve Zingales, 2000, s. 49).

2.1.3. Çeşitlendirme Türleri

Firma çeşitlendirmesi, çeşitlendirmenin yönüne, mevcut faaliyetlerle ilişkili olup olmamasına, endüstriyel ve/veya coğrafik alanlara yapılma özelliklerine göre farklı gruplara ayrılabilmektedir. Çeşitlendirilmiş firmalar ve uzmanlaşmış firmalar arasında, firma performansı, firma değeri ve riski açısından değerlendirmeler yapılırken, çeşitlendirmenin belirtilen bu özellikleri doğrultusunda farklı sonuçlara ulaşılmaktadır.

Çeşitlendirme, dört farklı seviyede değerlendirilmektedir. Bunlar, düşük derecede çeşitlendirme, orta derecede çeşitlendirme, yüksek derecede çeşitlendirme ve işletme grubu ya da ilişkisiz çeşitlendirme şeklindedir. Temel bölümden gelen satışlar %80 den az ise az çeşitlendirilmiş, bazı alanlara genişleme yapılmış ancak gelirlerinin %70-80'inde başlıca bir bölümden elde edilmesi halinde orta çeşitlendirilmiş firmalar, satışlarının %70 den fazlasını sağlayan bir bölümün olmaması halinde yüksek çeşitlendirme söz konusu olmaktadır (Lopes, 2003, s. 3). Çeşitlendirme başlıca, endüstriyel ve coğrafik çeşitlendirme şeklinde sınıflandırılmaktadır. Endüstriyel çeşitlendirme, ilişkili ve ilişkisiz çeşitlendirme olmak üzere alt gruplara ayrılmaktadır.

2.1.3.1. İlişkili Çeşitlendirme

İlişkili çeşitlendirme, mevcut faaliyet alanları ile ilişkili alanlarda yeni ürün/hizmet hatlarının eklenmesidir. Firma üretim faaliyetlerini farklı şekillerde çeşitlendirebilir. Eski ürün hattını tamamen kapatmaksızın, üretim veya dağıtım programında anlamlı farklılıklar sağlayacak alanlara çeşitlendirme yapabilir. Bu, yarı

mamul üretimini içeren ve bir ürünün diğerinden farklı olacağı yeni ürün hatlarının dahil edilmesi şeklinde olabilir. Bu açıdan çeşitlendirme; nihai ürün üretim çeşitliliğindeki artışları, dikey bütünleşmedeki artışları ve faaliyet alanlarının sayısındaki artışları içermektedir (Penrose, 1995, s. 109).

İlişkili çeşitlendirmenin dayanağı, birbiri ile en azından temel yetenek ve kaynak açısından sinerji yaratamayacak kadar farklı alanlarda faaliyet göstermenin firma değerini olumsuz etkileyeceği düşüncesidir (Rumelt, 1982, s. 363). Firmada kritik kaynaklar tehlike altında olduğunda ve belirsizliğin varlığı halinde dikey bütünleşme yoluna gidilebileceği belirtilmektedir.

İlişkili çeşitlendirmede, fiziksel varlıklar arasındaki ilişkiden ve sahip olunan özel bilgilerden fayda sağlanabilmesi ve rekabet avantajı elde edilebilmesi halinde uygulanması rasyonel olmaktadır (Bruche, 2000, s. 7).

İlişkili çeşitlendirme yapıldığında, uzman firmaların veya ilişkisiz çeşitlendirme yapan firmaların elde edemediği etkinlik avantajlarının sağlanabileceği belirtilmektedir. Bu aşamada, ilişki türü ve faaliyet alanları arasındaki ilişki benzerliğinin (relevant similarity) koşullarının neler olduğu önemlidir. İlişki benzerliği, bir endüstrideki kaynaklar diğer bir endüstrideki kaynakların tamamlayıcısı veya ikamesi ise, bu kaynaklar arasında ilişkili bir benzerlikten söz edilebilir. Endüstriler arasında kaynaklar birbirinin tam ikamesi ise ve kaynaklar tam olarak bölünebiliyorsa, bu endüstriler arasında ilişkili çeşitlendirme yapılması, firma açısından bir avantaj sağlamayacaktır. Diğer yandan, kaynakların tam olarak bölünebilmesi mümkün olmadığında, ilişkili çeşitlendirme firma performansını güçlendirmektedir. Bu durumda, kaynakların doğasında bulunan bölünemezlik sonucunda oluşan fazla kapasite değerlendirilmekte ve zamanla edinilen deneyimlerin oluşturacağı yeni üretim kaynakları kullanılabilmektedir. Bu öğrenme etkisi, kaynakların bölünemezliği ile birleştirildiğinde, ilişkili çeşitlendirmenin firma performansını güçlendirmesi beklenmektedir. Bölünemezlik üretimle ilişkili olduğunda, yaratılan fazla kapasite, satılabilir veya kiralanabilir (Klein ve Lien, 2009, s. 4-5).

İlişkili çeşitlendirmeyle oluşan tamamlayıcılık etkisi, kazançlarda etkinlik sağlaması açısından önemlidir. Tamamlayıcılık, bir endüstrideki kaynakların değeri diğer bir endüstrideki yatırımlardan dolayı artması veya bir endüstride kullanılan kaynaklarla ilgili kararların diğer benzer kararları etkilemesi halinde meydana gelmektedir (Klein ve Lien, 2009, s. 5).

Dikey çeşitlendirme, firmanın rekabet pozisyonunu sürdürmesinde ve mevcut ürünlerin karlılığını artırmasında faydalı olmaktadır. Üretim kaynakları açısından sahip olduğu fırsatlar, ileriye doğru bütünleşmeyle oluşacak pazar fırsatları, rekabet baskıları ve belirsizlikten kaynaklanan problemler firmayı yeni ürünler üreterek çeşitlendirme yapmaya yöneltmektedir. Firma geriye doğru bütünleşme yaptığında, önceden satın aldığı ürünleri üretmeye başlamakta, ileriye doğru bütünleşme gerçekleştirdiğinde ise nihai tüketici için ürün zincirini yakınlaştıracak dağıtım hizmetleri şeklindeki yeni alanlarda faaliyette bulunmaya başlamaktadır. Bu süreçte, mevcut olan ürün yarı mamul durumuna gelmektedir (Penrose, 1995, s. 145).

Risk ve belirsizlik altında firmaların kaynaklarını daha karlı olabilecek üretim faaliyetlerine yöneltecekleri düşünüldüğünde; geriye bütünleşme, yalnızca firmanın maliyetlerini azaltacağı için dikkate alınacaktır. Bu karar, mevcut ürünün üretim maliyetlerine giren süreçler veya hammadde satın alınması süreci açısından verilecek bir karardır (Penrose, 1995, s. 147).

Geriye bütünleşmede, üretimle tasarruf iki şekilde oluşabilmektedir. Bunlardan birincisi, üretimde etkinliğin artışı, diğeri tedarikteki sıkıntıların yok edilmesidir. Burada amaç, firmanın istediği anda yeterli kalite ve miktarda ürünü elde edebilmesidir. Çeşitli üretim aşamalarında benzer teknolojinin kullanılması halinde, tekelci tedarikçilerin yerini almak veya yoğun tedarik ve talep dalgalanmalarından yaşanılacak sıkıntıları ortadan kaldırmak için geriye bütünleşme yoluyla çeşitlendirmeye gidilebilmektedir. Geriye bütünleşme, dalgalanma riskinden kaçınmayı sağlayarak genel belirsizlik karşısında firmanın güvenlik aralığını artırmaktadır (Penrose, 1995, s. 147).

İleriye bütünleşme, geriye bütünleşmeden farklı olarak, firmanın yeni tip ürünlere olduğu kadar yeni piyasalara da girmesini sağlamaktadır. Bu yeni ürünler için yeni kaynaklar gerekmeyebilir ancak yeni satış teknikleri ve yeni dağıtım kanalları geliştirilebilir.

İleriye bütünleşme, toptan satış ve perakende dağıtımın devam ettiği durumlarda önemlidir. Firmanın ürünleri özel bilgi ve teknoloji gerektirmeyen başka bir ifadeyle varlık spesifikasyonu (asset specification) önemsiz ise, bu ürünler için kapsam ekonomilerinin oluşturulması firma açısından fayda sağlayacaktır. Toptan satış için bütünleşme, ürünlerin çabuk bozulabilmeleri ve özel uygulama gerektirmeleri halinde söz konusudur. Perakende için bütünleşme ise, nadir görülen bir durum olup, özel pazarlama hizmetleri gerektiren yeni, karmaşık, yüksek fiyatlı ürünler söz konusu olduğunda uygulanmaktadır (Williamson, 1981, s. 1553).

İlişkili çeşitlendirmenin avantajları, ölçek ve kapsam ekonomilerine ulaşma olanağı sağlayarak, ürün sunumunun genişlemesi ve/veya coğrafik alanlara ulaşma fırsatı sunmasıdır. Kapsam ekonomilerinde, iki veya daha fazla işin aynı şemsiye altında üretilmesiyle maliyetler azaltılabilmektedir. Girilen işlerde satış çalışmalarının ve pazarlama dağıtım olanaklarının paylaşılabilir türden olması avantaj sağlamakta, ilişkili teknolojilerle faaliyet alanı içinde uzmanlaşma desteklenmiş olmaktadır. Bir işteki bilginin diğerine transferi veya marka tanınırlığının yeni ürün ve hizmetlere transferi gerçekleşmekte, ilişkililik ne kadar artarsa rekabet avantajı o kadar artmaktadır. Yatırımcı riski geniş bir tabana yayılmaktadır. Bölümler arasındaki stratejik uyum, AR-GE, teknoloji, tedarik zinciri, üretim, dağıtım, pazarlama ve yönetimsel faaliyetlerde avantaj sağlamaktadır.

İlişkili çeşitlendirme firma açısından bir takım olumsuzluklar içermektedir. Faaliyetlerin ve kaynakların paylaşılması, bölümlerin maliyet tasarruflarının sağlanmasına ve farklılaşmanın artmasına önderlik ederken, firmada iç ilişkileri karmaşıklaştırarak bir takım ek maliyetler de getirebilmektedir. Karmaşıklığın artması, koordinasyon maliyetlerini artırmakta ve esnekliğin azalmasına yol açmaktadır. Ayrıca, firma tepe yönetimi ile bölümler arasındaki bilgilenme sürecinde aksamalar oluşabilmektedir (Bruche, 2000, s. 13).

2.1.3.2. İlişkisiz Çeşitlendirme

İlişkisiz çeşitlendirme, stratejik uyum ve anlamlı bir değer zinciri ilişkisi olmayan alanlara çeşitlendirme yapılmasıdır. Temel olarak, finansal faydalar sağlamak amacıyla potansiyel herhangi bir endüstriye girilerek çeşitlendirme yapılır.

İlişkisiz çeşitlendirmede, riskin yayılması ve firma kazançlarının değişkenliğinin azalması önemlidir. Faaliyette bulunulan endüstrinin sıkıntılı bir döneme girmesi halinde, kazanç fırsatları iyi olan farklı bir endüstriye çeşitlendirme yapılması kazançların değişkenliğini azaltmaktadır. İş riski, farklı endüstriler arasında dağıtılmaktadır. Finansal kaynaklar doğrudan iyi kazanç beklentisi içinde olan endüstrilere yönlendirilerek firma karlılığı ve esnekliği artırılmaktadır.

İlişkisiz çeşitlendirmenin rekabet avantajı, ilişkili çeşitlendirmeye oranla daha az belirgindir. İlişkisiz çeşitlendirmeye işletme grubu firmalar örnek verilebilir. Bu firmalar ilk bakışta ilişkisiz gibi görünüyor olmasına rağmen, mantık ilişkililiği (cognitive relatedness) ortaya çıkmaktadır. İşletme gruplarının çoğu aslında ilişkili işler

kümesinin ilişkisiz gruplarıdır (Bruche, 2000, s. 12). Birbirleriyle ilişkisiz sektörlere ait bölümlere veya gruplara sahip olunmakta, bu gruplar içinde bir ilişkili işler grubu bulunmaktadır.

Kaynakların ikame edilebilirliği ve tamamlayıcılığı, ilişkisiz çeşitlendirmede dikkate alınmaz. İlişkisiz çeşitlendirme firmada kaynak dağılımında etkinlik sağlanmasına odaklanmaktadır. Burada, çeşitlendirilmiş firma, alternatif kaynak dağıtım mekanizması olarak işlev yapmakta, fonlar firmanın merkezi yönetimi tarafından bölümler arasında dağıtılmaktadır (Klein ve Lien, 2009, s. 7).

Çeşitlendirilmiş firmalar ve işletme grupları, atıl kaynakların (slack resource) kullanımına olanak sağlar. Holding şirketler çeşitlendirmeyle, bu atıl kaynakları, büyüme hızı düşük ama pazar payı yüksek olan ve az yatırım fırsatına sahip faaliyetlerden daha cazip işlere aktarabilir (Bruche, 2000, s. 13).

Çeşitlendirilmiş firmaların yönetimi, işletme yönetimi ve piyasalar hakkında değerli bilgiye sahip olan kalifiye fon yöneticileri tarafından sağlanır. Nakit akımı düzenlemeleri, normal firmalara oranla uzman kişilerce yapılabilmekte, dış piyasaların bilgi ve kontrol dezavantajlarının üstesinden gelecek iç fon kaynakları oluşturulabilmektedir. Diğer bir avantajı ise, bağımsız bölümler arasında risk getiri dengesi kurularak firmanın toplam nakit akımı değişkenliği azaltılabilmekte ve uzun dönem stratejilerin geliştirilebilmesine olanak sağlamaktadır. Uzmanlaşmış firmalara oranla daha ucuz finansman elde edebilmektedir (Bruche, 2000, s. 13).

İlişkisiz çeşitlendirmenin temel sorunlarından birisi, daha fazla yönetim bilgi ve becerisi gerektirmesidir. Faaliyet bölümlerinin sayısındaki ve çeşitliliğindeki artış bir takım sıkıntıları beraberinde getirmektedir. Çapraz faaliyet stratejilerinde uyumun olmaması ve her bir faaliyet bölümünün kendi stratejisini oluşturması, rekabet avantajını sınırlandırmaktadır. İşletme yapıları karmaşıklaşmakta, endüstrinin doğal döngüsü ile koordinasyonda zorlanılmaktadır.

İlişkisiz çeşitlendirme ile yöneticiler, kendi risklerini azaltabilirler. Çeşitlendirme amaçlı birleşme ve devralmalar sinerji yaratmasa, negatif net bugünkü değere sahip olsalar bile yine de gerçekleşebilir. Üstelik yöneticiler kendi iş güvenliği için firmanın iflas olasılığını azaltabilirler. İşletme topluluğu oluşturmayı amaçlayan birleşmeler, yönetici ve hissedarlar arasındaki temsil çatışmasından kaynaklı olabilmektedir (Amit ve Livnat, 1988, s. 20).

2.1.3.3. Coğrafik Çeşitlendirme

Coğrafik çeşitlendirme, ürün ve hizmetlerin farklı coğrafik bölgelerde satışının yapılması ile oluşmaktadır. Coğrafik çeşitlendirme, ölçek ekonomileri, faaliyet bölgesine özgü avantajlar ve sinerji etkisi aracılığıyla firma değerine katkıda bulunmaktadır. Coğrafik çeşitlendirme, uluslararası olması, piyasaların tam rekabet piyasası koşullarında olmaması ve yabancı piyasalardaki fırsatlarından yararlanmaya dayanmaktadır (Emm, 2005, s. 11).

Uluslararasılaşma teorisi (Internationalization Theory), önemli ve kıt kaynakların tek bir yerde toplanmamış olabileceğini, bu nedenle firmaların farklı coğrafik alanlarda faaliyette bulunarak kaynakları paylaşmalarını ve kullanmalarını önermektedir. Böylelikle düşük maliyetli girdi sağlayabilme, işgücü ve sermaye maliyetini minimum yapabilme olanağı elde edilebilecek, ölçek ekonomilerinden faydalanılabilecektir. Kaynağa kolaylıkla ulaşabilen firma, farklı bölgelerdeki ürün hatları arasında kritik kaynakları etkin şekilde dağıtarak, firma içinde kaynak dağılımı optimizasyonu sağlayabilecektir (Li, Qian ve Qian, 2007, s. 7).

Uluslararası rekabetin söz konusu olduğu dönemlerde belirlenen birkaç yabancı piyasada işlem yapılırken, küresel rekabetin söz konusu olduğu günümüzde büyük ülkelerde ve değişik kıtalarda bulunan piyasalarda girişimde bulunulmaktadır. Ülkeler arasında, kültürel farklılıklar, demografik özellikler, pazar şartları (büyüme oranı, dağıtım kanalları, yanıt verme düzeyi), döviz kurları ve faaliyette bulunulan ülkenin kısıtlamaları şeklinde pek çok farklılıklar bulunmaktadır. Firmalar küresel olarak genişleyerek yeni müşteriler bulma, rekabet pozisyonunu güçlendirerek düşük maliyetlere ulaşma, temel yeteneği paraya dönüştürebilme, geniş piyasalar arasında işletme riskini yayma, hammaddeye ulaşma, döviz kuru dalgalanmalarından korunma, ticaret politikası ve tarifelerinin olumsuzluklarını kaldırma nedenleriyle coğrafik çeşitlendirmeye gitmektedirler.

Bir şirket faaliyette bulunduğu ülkede belli bir büyüklüğe eriştikten sonra, büyümek için çoğunlukla yabancı piyasalara yönelmektedir. Özellikle büyük ölçekli firmalar üretimlerinde temel oluşturan hammaddeyi temin etmek için dünyanın pek çok yerinde faaliyette bulunmaktadırlar. Hiçbir ülke tek başına tüm teknolojilerde lider olma özelliğine sahip değildir. Diğer bir neden ise, üretimde verimliliğin sağlanmasıdır. Günümüzde üretim maliyetleri yüksek olan ülkeler, üretimlerini maliyetlerin düşük olduğu ülkelere kaydırmaktadır. Üretimi ülkeler arasında kaydırabilme olanağı işçilik

maliyetleri açısından önemli faydalar sunmakta, teknoloji, üretim ve piyasa paylaşımı ile de sinerji elde edilebilmektedir. Coğrafik çeşitlendirme ile artan faaliyet esnekliği piyasalar arasındaki riski azaltmaktadır. Ayrıca, politik engellerden kaçınmaya yardımcı olmaktadır (Jeffrey, 1991, s. 114). Şirketler dünya çapında üretim ve pazarlama faaliyetlerinde bulunarak birbirinden farklı ekonomik eğilimlerin etkileri azaltılabilmektedir (Rita ve Carter, 1984, s. 93).

Uluslararası faaliyette bulunan şirketler, genel merkezleri ve bağlı şirketlerle iletişimlerinde gelişmiş bilgi ve iletişim teknolojilerini kullanmakta, örgütsel faaliyetleri yönünde küresel yönetim bilgi sistemleri geliştirmektedir. Bu şirketlerde bilgi geliştirme, bilgilere erişme, bilgileri kullanma ve paylaşma düzeyi yüksektir (Karabulut, 2005, s. 250). Maddi olmayan varlık açısından sahipliğin uluslararası düzeye yayılması, firmanın piyasa değerini artırmaktadır. Coğrafik çeşitlendirme yapan firmaların piyasa değerlerinin, yapmayan firmalara oranla daha yüksek olacağı beklenmektedir (Pantzalis, 2001, s. 151).

Farklı piyasalarda ve coğrafik bölgelerde çeşitlendirme yapılması beraberinde bir takım maliyetler de getirmektedir. Bunlar, piyasaya giriş maliyetleri, farklı ülke ve bölgelerdeki faaliyet bölümleri arasında koordinasyon maliyetleri, birçok bölgeye yayılan şubelerin kontrolü ve farklı kültürel özeliklere sahip tüketici ihtiyaçlarıyla yönetimin farklılaşması gereği şeklinde ortaya çıkmaktadır (Li, Qian ve Qian, 2007, s. 7). Ayrıca, çok uluslu şirketler, farklı coğrafik piyasalarda karmaşık uyum problemleri ile yüz yüze kalmakta, uluslararası faaliyet göstermenin yapısında bulunan riskleri de barındırmaktadır. Söz konusu riskler; düzenleyici kurallar ve tarifelerde beklenmeyen değişimler, yerel politikalar ve ekonomik gelişmeler, yabancı faaliyetlerin yönetimi ve personel alımında zorluklar, döviz kuru kontrolleri, kamulaştırma, ödeme döngülerinin uzaması, muhasebe alacaklarının toplanmasında artan sorunlar, yabancı para döviz kuru oranlarındaki değişimler şeklindeki problemlerle yüz yüze kalmaktadır (Emm, 2005, s. 11). Bu nedenle şirketler açık ve genel bir strateji sürdürmede zorlanmakta, genellikle de belirsiz ulusal talepler için esnek politikalar belirlemek zorunda kalmaktadırlar.

2.1.4. Çeşitlendirmeyi Etkileyen Faktörler

Firmaların mevcut kaynaklarını ve/veya faaliyet alanlarını genişletme veya daraltma istekleri, firmanın kendine özgü yapısından ve çevresinden kaynaklanan faktörlere bağlı olarak değişebilmektedir. Firma çevresinden kaynaklanan faktörler,

politik, ekonomik, sosyal ve teknolojik faktörler şeklinde belirtilebilir. Politik değişimler, bütün endüstriyi etkileyen düzenlemeleri içermektedir. Ekonomik değişimler, yeni müşteri grupları yaratabilir, potansiyel müşteri kitlesini hızla büyütebilir. Sosyal değişimler, müşterilerin ve çalışanların farklı endüstrilere geçmelerine yol açabilir. Teknolojik değişimler ise, ürünlerin kullanımını ve birim maliyetlerini etkilemektedir. Bu faaliyetlere ilişkin riskleri azaltmada çeşitlendirmeden yararlanılabilmektedir. Firmanın kendisinden kaynaklanan faktörler arasında, bölümlerin özerkliği, firma kültürü, yönetim stilleri ve sistemler yer almaktadır. Ayrıca, temel yetenek veya ayırıcı rekabet konuları çeşitlendirme aracılığıyla transfer edilebilmektedir (Datta, Rajagopalan ve Rasheed., 1991, s. 531). Firmanın kurumsal çevresini oluşturan ürün piyasası, sermaye piyasası, işgücü piyasası, kanunlar ve düzenlemeler, sözleşme yükümlülükler çeşitlendirme kararları üzerinde etkili olmaktadır (Li ve Wong, 2003, s. 261).

Çeşitlendirme, uzmanlaşmış firmaların istenmeyen talep dalgalanmalarında yaşayabilecekleri problemlere çözüm olabilmektedir. Talepteki geçici mevsimsel ve dönemsel dalgalanmalar, dayanıklı tüketim mallarına ve yeni ürünlere olan talep dalgalanmaları firmanın kaynaklarını etkin kullanamamasına ve kazançlarında aşırı değişkenliklere yol açmaktadır. Bu durum, firmayı kaynaklarını tam kapasite kullanmak ve değişkenliği azaltmak için yeni ürünlere yönlendirmektedir. Yapılacak olan çeşitlendirme, belirli şartlar altında fayda sağlayacaktır. Firmanın temel ürününe olan talep düştüğü zaman; bu dönemde üretebilecek diğer ürünler varsa ve bu ürünler firmanın temel ürününe talep tekrar yükseldiğinde avantaj elde etmesini olumsuz etkilemiyorsa çeşitlendirme karlılığı olumsuz etkilememektedir. Yeni ürün kısa dönemde değer yaratmaz ve temel ürüne olan talep de bu dönemde artarsa çok karmaşık bir problem ortaya çıkmaktadır. Bu sorun, özellikle yeni ürünün, eski ürün için gerekli olan kaynakların bir kısmını kullanması durumunda ortaya çıkmaktadır. Çeşitlendirmenin bir başka amacının da, firmaların sabit varlıklarının etkin kullanımını sağlayarak maliyetlerin azalması olduğu düşünüldüğünde, eski ürüne olan talep yükseldiği zaman, yeni ürünün üretimi eski ürünün üretimini olumsuz etkileyebilir. Firma olası dalgalanmaların büyüklüğünü tahmin ederek, kaynakların kullanımını planlamalıdır. Talepteki dalgalanmalar kolaylıkla tahmin edilemediğinde sıkıntılar ortaya çıkmaktadır (Penrose, 1995, s. 140).

Çeşitlendirmeyi etkileyen önemli faktörlerden birisi de endüstrinin yapısıdır. Endüstrideki yoğunlaşma derecesi, büyüme oranları, endüstrinin karlılığı ve giriş

engelleri çeşitlendirmede önemli rol oynamaktadır. Firmalar arasında ekonomik faaliyetlerle oluşan ilişkilerde endüstri yapısı önemli bir faktör olarak öne çıkmaktadır. İşlem maliyetleri dikkate alındığında endüstri yapısı, giriş, çıkış ve pazar payı dinamikleri şeklindeki üç anahtar faktörün bir fonksiyonu olarak değerlendirilebilir (Klein ve Lien, 2009, s. 299).

Faaliyet gösterilen endüstrinin içinde bulunduğu yaşam evresi çeşitlendirme kararını etkileyebilmektedir. Pek çok endüstride firmalar, varlıklarını yeni faaliyetlere yönlendirmektedir (Bruche, 2000, s. 15). Endüstrilerin yaşam evrelerinin ilk safhalarında küçük ölçekli firmalarda, tedarik koşullarındaki yetersizlikler, tedarik maliyetlerinin yüksekliği ve pazarlık güçlerinin düşük olması bu firmaları dikey bütünleşmeye yönlendirmektedir. Endüstrinin olgunlaşması ve ürünlerin standartlaşmasıyla birlikte, işletmelerin dış kaynaklara bağımlılığı da artmaktadır. Bu nedenle, olgun endüstrilerdeki büyük ölçekli firmalar daha az bütünleşme eğiliminde olurken, genç endüstrilerdeki küçük işletmelerde dikey bütünleşmeye yönelme daha sık görülmektedir (Levy, 1993, s. 321).

Firma büyüklüğü, çeşitlendirme kararında önemi bir faktör olup, çeşitlendirilmiş büyük firmalar uzmanlaşmış firmalara oranla bazı avantajlara sahiptir. Bir çok ülkede rekabet edebilen küresel firmalarla karşılaştırıldığında, çeşitlendirilmiş firmalar büyüklüklerini kullanarak rakiplerini piyasa dışına itme olanağına sahip olabilmektedir. Karşılıklı satın alma anlaşmaları çeşitlendirilmiş firmalara, tedarik işlemlerinde satın alma gücünü kullanma olanağı sağlayabilir. Çeşitlendirilmiş büyük firmalar, küresel firmalarla karşılaştırıldığında, sosyal paydaş gruplarına karşı daha fazla güç ve seçeneğe sahip olmaktadır (Bruche, 2000, s. 10).

2.1.5. Çeşitlendirme Yöntemleri

Firmaların yeni faaliyet alanlarına girmelerinin başlıca yolları, iç büyüme ve dış büyümedir. İç büyüme, işletmenin kendi olanaklarıyla, faaliyetlerinden elde ettiği kaynakları ya da sağladıkları yabancı kaynakları yeni yatırımlara yöneltmeleri şeklinde gerçekleşmektedir (Akgüç, 1998, s. 891). İç büyüme şeklinde gerçekleştirilen çeşitlendirmede, mevcut faaliyetler ile yeni faaliyetler arasında uyumun olması ve kontrol açısından benzerlik göstermesi durumunda olumlu sonuçlar elde edilebilmektedir. Firma, çeşitlendirme yapmayı düşündüğü alanda ihtiyaç duyduğu kaynaklara sahipse ve yeteri kadar zamanı varsa, kendi kaynaklarıyla çeşitlendirme

yapması, başka bir firmayı ele geçirmesine oranla daha az maliyetli olabilir. Ayrıca güçlü rakipleri yok ise, yeni faaliyet alanındaki başlangıç yükümlülükleri az ise ve eklenen kapasite endüstride tedarik-talep dengesine ters bir etki yapmayacaksa iç büyüme cazip olmaktadır. Aksi durumda dış büyüme yoluna gidilebilir.

Dış büyüme, bir firmanın farklı bir başka firmaya ait varlıkların tamamını veya bir kısmını elde ederek büyümesi şeklinde ifade edilebilir. Bu kapsamda firma faaliyetlerinin çeşitlendirilmesi, genel olarak birleşme, ele geçirme ve satın almalar yoluyla sağlanmaktadır. Özellikle, işletmeler çevrelerindeki fırsatlardan yararlanmak amacıyla yeni faaliyetler geliştirmek istediklerinde, zaman ve üretim üstünlüklerinin olmaması durumlarında dış büyüme yöntemiyle çeşitlendirmeyi tercih edebilirler.

Birleşme, iki işletmenin, genellikle eşit koşullarda birbirlerinin kaynak ve yeteneklerini kullanarak, daha güçlü bir rekabet avantajı elde etmek amacıyla faaliyetlerini bir şirket çatısı altında birleştirmeleridir. Şirket birleşmeleri, genellikle karşılıklı anlaşma ile olduğundan dostça yapılan birleşmelerdir. Bu şekilde oluşan birleşme şekilleri; devralma, yeni bir tüzel kişilik altında toplanma (Konsalidasyon), alınan şirketin tüzel kişiliğinin korunması veya varlıkların satın alınması yoluyla gerçekleşmektedir. Birleşme ve satın alma yoluyla büyüme, iç büyümeye oranla hızlı bir şekilde gerçekleşmektedir (Akgüç, 1998, s. 892).

Çeşitlendirme, şirket birleşmelerinin finansal amaçları arasında yer almaktadır. Birleşmeler yoluyla büyüme, faaliyet sinerjisi, finansal sinerji, düşük değerlenmiş varlıklara yatırım ve temsil maliyetlerinin azaltılması şeklinde finansal hedeflere ulaşılabilmektedir. Birleşme sonrasında ortaya çıkan iki şirketin değerinin, birleşme öncesi ayrı ayrı değerleri toplamından daha fazla olması sinerji olarak belirtilmektedir. Satışlarda artış, maliyetlerde azalma ve kaynakların daha etkin kullanılması faaliyet sinerji şeklinde ifade edilirken, daha yüksek fiyat/kazanç oranı, daha düşük sermaye maliyeti ve daha fazla borçlanma kapasitesi sağlayabilmek finansal sinerji olarak belirtilmektedir. Finansal sinerjinin kaynakları ise, birleşme sonucunda karların ve nakit akımlarının daha istikrarlı hale gelmesi, firma riskinin azalması, finansal ölçek ekonomisinin oluşması ve içsel fonlarla yatırım fırsatlarının daha iyi uyumlaştırılmasıdır (Yılgör, 2004, s. 384).

Firmaların birleşmeler yoluyla çeşitlendirmeye yönelmelerinde, ana işletmenin faaliyet gösterdiği endüstrinin olgunluk düzeyine erişmiş olması, büyüme oranının yavaşlaması ve bu endüstrideki yoğun rekabetin karlılığı azaltması etkili olmaktadır. Çeşitlendirmenin risk azaltıcı etkisini elde edebilmek için birleşme yoluna gidilmesi,

özellikle halka açık olmayan işletmeler açısından söz konusu olabilmektedir. İşletme riskinin dağıtılması amacıyla hisse senetlerinin belirli bir kısmının satılması yönetimin paylaşılmasına yol açabilmekte ve işletme sahibine vergi yükümlülüğü yaratabilmektedir. Böyle bir durumda şirket birleşmesi yoluyla çeşitlendirmeye gidilmesi, firmanın kendi bünyesinde çeşitlendirmeye yönelmesinden daha avantajlı olabilmektedir (Yılgör, 2004, 385-386).

Firma çeşitlendirmesinin birleşme yöntemiyle yapılması durumunda, imalata doğrudan etkileri veya kapsam ekonomileri için fırsat oluşturması, büyüyen monopol gücü aracılığıyla rekabetçi satış pozisyonlarının artması, yeni ürünlerle ilişkili temel teknolojik uzmanlık ile araştırmalarda tamamlayıcılık sağlaması ve nadir bulunan yönetimsel hünerlerle uyumlu çeşitlendirmelerin yönetimsel etkinliği artırması şeklinde kazançlar elde edilmesine olanak sağlamaktadır (Levellen, 1971, s. 521).

Firmalar açısından çeşitlendirme amacıyla yapılan şirket birleşmeleriyle, firma bünyesinde kazançların istikrarının artırılması ve karşı karşıya olunan risklerin azaltılması olanağı elde edilirken, diğer yandan birleşmelerin bir takım makro ekonomik etkileri de ortaya çıkabilmektedir. Bu kapsamda, sektörel yoğunlaşma düzeyi, piyasanın rekabet düzeyi ve piyasa yapısı etkilenmektedir (Yılgör, 2002, s. 122).

Ele geçirme, firmaların çeşitlendirme faaliyetlerinde önemli rol oynamaktadır. Ele geçirmelerde, firma bünyesinde çeşitlendirme yapılmasıyla ortaya çıkan maliyetler ile yeni alanlara girmenin yönetsel ve teknik zorlukların azaldığı belirtilmektedir. Değerli bir pazar pozisyonu, uzun sürede elde edilebilecekken, ele geçirme ile kısa sürede elde edilebilmektedir. Bu nedenlerle, çeşitlendirmenin çoğu zaman ele geçirme aracılığıyla gerçekleştirilmektedir (Penrose, 1995, s. 127). Bu yöntem, daha hızlı sonuç vermesi ve giriş engelleriyle uğraşılmaması açısından faydalı iken, doğru şirketi bulma güçlüğünü içermektedir. Varlıkları düşük değerlenmiş firmalar, finansal sıkıntıda olan firmalar ve yatırım sermayesi düşük ancak büyüme fırsatı parlak olan firmalar, çeşitlendirme amacıyla yapılan ele geçirmeler için cazip görülmektedir.

Çeşitlendirme kararında, bütünleşme derecesi farklılık göstermektedir. İlişkili çeşitlendirmelerde bölümler arasındaki koordinasyon seviyesi yüksektir. İlişkili çeşitlendirmenin bu avantajı, bölümler arasında kapsam ekonomilerini gerçekleştirebilme yeteneğinden kaynaklanmaktadır. Bunun tersine, ilişkisiz çeşitlendirmelerde bölümler arasında koordinasyona çok az ihtiyaç vardır. Mevcut faaliyetlere yenilerinin eklenmesi, genelde zor ve maliyetlidir. Daha da önemlisi, ele geçirmeler şeklinde bütünleşme farklı kültürler ve sistemler içermesi nedeniyle iç

büyümeye oranla daha zordur. İç büyüme durumunda bütünleşme derecesi daha yüksek olmaktadır. Firmanın mevcut kaynak yapısı çeşitlendirme türünü etkilemektedir. İçsel genişleme yöntemi açısından; ihtiyaç duyulan kaynakların maliyeti düşükse ve gerekli bütünleşme derecesi yüksek ise yeni işlere kaynaklar yüksek oranda uyarlanabilir. Ele geçirme yöntemi açısından; ihtiyaç duyulan kaynakların ele geçirme maliyeti orta derecedeyse ve gerekli bütünleşme derecesi yüksekse yeni işlere kaynaklar yüksek oranda uyarlanabilir (Silverman, 2002, s. 23).

2.2. Firma Çeşitlendirmesine İlişkin Yaklaşımlar

Firma çeşitlendirmesinin rasyonelliği konusunda, farklı teorik yaklaşımlar bulunmaktadır. Bunlar, endüstriyel organizasyon yaklaşımı, kaynaklara dayalı yaklaşım ve finans yaklaşımı olarak sınıflandırılmaktadır.

2.2.1. Endüstriyel Organizasyon Yaklaşımı

Endüstriyel organizasyon yaklaşımında, işlem maliyetlerine odaklanılmaktadır. Bu yaklaşım, firmanın ihtiyaç duyduğu kaynakları satın alması veya kiralaması seçeneklerinde işlem maliyetlerinin yüksek olması durumunda, çeşitlendirme aracılığıyla genişleme yoluna gidilmesini önermektedir. Bu kapsamda, çeşitlendirilmiş firmaların varlıklarını daha etkin kullanmaları ve diğer firmalara oranla daha karlı olmaları beklenmektedir.

İşlem maliyetleri yaklaşımına göre firmalar, firma içi yönetimin marjinal maliyetleri, marjinal faydalarını aştığı zaman yeni iş kollarına çeşitlendirme yapmalıdır. Böylelikle çeşitlendirme aracılığıyla, kapsam ekonomileri ve iç fon kaynakları oluşturma olanağı elde edilebilmektedir.

Firmalar ekonomik sistem içinde faaliyetlerini sürdürürken çeşitli işlem maliyetleri ile karşı karşıya kalabilirler. Ronald Coase'un 1937 tarihli "The Nature of the Firm" makalesinde, firmaların niçin var olduğu, sınırlarını nelerin belirlediği ve organizasyonun nasıl olması gerektiği konularını açıklarken, firmaların varlık nedenini "fiyat mekanizmasının kullanılmasının maliyeti" şeklinde belirtmiştir. Fiyat mekanizmasının kullanımının en açık maliyeti, fiyat düzeyinin belirlenmesi ile ilgili araştırma maliyetleridir. Bu maliyet tamamen ortadan kaldırılamamakta ancak azaltılabilmektedir. İkinci maliyet unsuru, sözleşmelerin müzakere maliyetleridir.

Piyasada her işlem için sözleşme ve görüşmeler yapılmasının maliyetleri hesaba katılmalıdır. Üçüncü maliyet unsuru ise, uzun dönemli sözleşmelerden kaynaklanan değişen koşullara uyum sağlayabilme esnekliğinin azalmasıyla oluşan maliyetlerdir. Bir üretim faktörü bir dizi birbirini takip eden ve sınırlamalar getiren sözleşmeleri içerebilir. Dördüncü maliyet unsuru ise, hükümet ve düzenleyici otoritelerin firma içi işlemlere uygulamayıp, piyasa işlemlerine getirdiği (vergi gibi) maliyetlerdir (Williamson ve Winter, 1993, s. 21-26). Bu maliyetler, işlem maliyetleri olarak da ifade edilmektedir. Ekonomik sistem içinde üretim faaliyetini kapsayan işlemlerin firma olarak ifade edilen organizasyon birimi içerisinde koordineli bir şekilde yürütülmesiyle işlem maliyetleri azaltılabilmektedir.

Williamson'ın işlem maliyetleri yaklaşımı, sınırlı akılcılık ve fırsatçılık gibi iki temel davranışsal varsayım üzerine inşa edilmiştir. Sınırlı akılcılık, insanların elde edebilecekleri bilginin kısıtlı olması ve herkes tarafından tam olarak anlaşılabilmesinin sınırlı olacağını ifade etmektedir. Bu durum, piyasaları etkinlikten uzaklaştırmakta ve sözleşmelerin kaçınılmaz olarak tamamlanmamış sözleşmeler olarak ele alınmalarına neden olmaktadır. Fırsatçılık ise, bireylerin bir hile amacıyla kendi çıkarları peşinde koşmalarını ifade etmekte, aynı zamanda dürüst davranan karar birimleri arasındaki anlaşmazlıkları da içermektedir (Yılmaz, 2002b, s. 158). Sınırlı akılcılık ve fırsatçılık, piyasadaki işlemlerin daha da maliyetli olmasına yol açmaktadır. Fırsatçılığın neden olduğu ahlaki tehlikeyi (moral hazard) dikkate alan Williamson, varlık spesifikasyonu ve dikey bütünleşmelerin dayanaklarını açıklamıştır.

Varlık spesifikasyonu, bir varlığın sadece belirli bir işleme özgü olması ve o ilişkinin dışında firma açısından değerinin olmamasını ifade etmektedir. Başka bir ifadeyle varlık spesifikasyonu, bir varlığın üretken değerinden fedakarlık etmeksizin alternatif kullanıcılara ve alternatif kullanımlara ne derece tahsis edilebileceğiyle ilgilidir. Varlık spesifikasyonu arttıkça, diğer alanlarda kullanım olanağı o kadar azalmaktadır. Bu varlıklara yatırım yapılması, firmada esneklik ve pazarlık gücünü azaltmaktadır. Williamson'nın belirttiği dikey bütünleşmeler bu şekilde ortaya çıkan işlem maliyetlerini azaltarak, etkinliği artırabilmektedir (Yılmaz, 2002b, s. 158). Varlık spesifikasyonunun yüksek olması halinde, sözleşmesel tehlikeler ve ilgili yönetim maliyetleri artmakta, firmanın piyasadan satın alması yerine kendi bünyesinde üretmesi seçeneği ortaya çıkmaktadır (Ward, Bowman, Kakabadse, 2005, s. 257). Bazı durumlarda ise, firmaların ürünü kendileri üretmeyerek piyasadan tedarik etmeleri üretim maliyeti avantajı sağlayabilmektedir. Eğer firmanın ihtiyaçları küçükse, kendi

bünyesinde üretmek yerine piyasadan satın alma yoluna gitmelidir. Ayrıca, talep dengesizliği olan ürünlerde dışarıdan satın alma seçeneği riskin azaltılmasına yardımcı olmaktadır (Williamson, 1981, s. 1548).

Firmanın varlık spesifikasyon düzeyi saptanırken, mevcut faaliyetlerden özellikli olanlar belirlenmelidir. Bu aşamada, işlemlerin sıklığı, işlem konularının belirsizliği, devamlık ve işlem özellikli yatırımlar tarafından desteklenen işlemlerin derecesi dikkate alınmaktadır. Varlık spesifikasyonu, üç açıdan oluşmaktadır. İlki, yer-mevki spesifikasyonu olup, stok ve işlem maliyetlerini azaltmada her birinin diğerlerine yakın yerlerde olmasını ifade etmektedir. İkincisi fiziksel varlık spesifikasyonudur, bir ürünü üretmede özel kalıpların olmasını içerir. Üçüncüsü ise, insan kaynaklarının spesifikasyonudur. Varlık spesifikasyonunun kritik olmasının nedeni, alıcı ve satıcı arasındaki ilişkilerin belirlemesinden kaynaklanmaktadır. Tedarikçiler, yüksek sermaye gerektiren özel kullanımlarda, işlemleri önemli derecede etkileyebilirler. Benzer şekilde, alıcının, alternatif tedarik kaynaklarının bulunmaması süreci etkilemekte, alıcı işlemleri kabul etmektedir. Buna göre, varlık spesifikasyonu büyük olduğunda, alıcı ve satıcı değişim işlemini gerçekleştirirken özel bir çaba harcamaktadır (Williamson, 1981, s. 1546).

Firma tarafından transfer edilen özel bilgi, özel bir yetenek olduğu zaman, kodlamak ve şekillendirmek zor olacağından bilginin aktarılması önemli işlem maliyetleri içermektedir. Çünkü patent şeklinde belirli bir yapı oluşturmak güçtür. Firmaların teknolojik ve ticari bilgi olarak rekabet avantajı sağladıkları değerli varlıklarının transferi durumunda, piyasa kısıtlıkları ve yayılma riskinden dolayı yüksek işlem maliyetleri oluşturmaktadır (Saee, 2007, s. 54). Varlık spesifikasyonu ve özel bilginin varlığıyla oluşan yüksek işlem maliyetleri, firmayı çeşitlendirmeye yönlendirmektedir (Silverman, 2002, s. 19).

Varlık spesifikasyonu yüksek olduğunda, belirsizliğin olması ve tekrar eden işlemlerin varlığı halinde, fırsatçı davranışlara karşı daha fazla güvenlik ihtiyacı olacaktır. Bu durumda, çeşitlendirme aracılığıyla firma içi üretim tercih edilecektir. Varlık spesifikasyonu yüksek değilse ve orta düzeyde belirsizlik içeriyorsa, ortak girişim en uygun seçenek olmaktadır. Etkin olmayan piyasalarda ise, koşullar ortak girişim oluşturulmasından yana olmaktadır (Yılmaz, 2002a, s. 75).

Çeşitlendirme yoluyla firma bünyesinde üretim yapılarak bir takım faydalar elde edilebilir. Ara malını kendisi üreten firmalar değişen pazar koşullarına daha kolay uyum sağlayabilir. Üretim ve kapasite değişimleri gecikme olmaksızın aynı firmanın

bölümleri arasında gerçekleştirilebilir. Firma içi işlemler, işleme taraf olan birimlerin fırsatçı davranış eğilimlerini azaltabilir. Üretimde dikey ilişkili aşamalar oluşturularak, fırsatçı davranışların azalması, aynı firmanın birbirleriyle ilişki içerisinde olduğu bölümler arasında resmi olmayan iletişimin artması, bölümlerin performans bilgilerine daha kolay ulaşılması ve bilginin iç denetimlerle doğrudan elde edilebilmesi yoluyla bilgi akışı gerçekleştirilebilir. Bu durumda, firma içi üretimle faaliyette bulunulması, piyasadan kiralanması veya satın alınmasına göre daha cazip hale gelmektedir (Kaserman, 1978, s. 487).

Firma dikey bütünleşmeyle bir takım faydalar sağlarken, beraberinde bazı olumsuzluklar da ortaya çıkabilmektedir. Dikey bütünleşme arttıkça yönetimsel koordinasyonla ilişkili anlaşmazlıklar şiddetlenmektedir. Ayrıca dikey bütünleşmenin piyasa bozucu özelliği bulunmaktadır (Williamson, 1971, s. 114). Bütünleşmenin piyasa bozucu özelliği, rekabeti engelleyici sonuçlar doğurmasından kaynaklanmaktadır. Bütünleşmenin, fiyat farklılaştırması ve giriş engelleri etkileri şeklinde iki tür etkisi vardır. Fiyat farklılaştırmasında, talep faklılıkları önceden belirlenerek yeniden satışa engel olmak için düzenleme yapılmaktadır. Giriş engeli etkisi ise, üretimde dikey bütünleşmenin anlaşmalı bir giriş engeli oluşturması şeklinde ortaya çıkmaktadır (Williamson, 1971, s. 119).

İşlem maliyetleri yaklaşımı, firmanın hangi endüstri dalına çeşitlendirme yapması konusunda tahminde bulunmazken, bu tahmin, hangi kaynağın nerede kullanılacağını tanımlayan kaynaklara dayalı yaklaşımla birlikte yapılabilmektedir.

2.2.2. Kaynaklara Dayalı Yaklaşım

Kaynaklara dayalı yaklaşım (Resource Based View), stratejik yönetim kapsamında ele alınmakta ve stratejik varlıklara sahip olan firmaların, planlarını bu varlıklar çerçevesinde değerlendirmeleri halinde daha yüksek performans elde edebilecekleri düşüncesine dayanmaktadır. İşlem maliyetleri yaklaşımı, maliyetlerin azaltılması doğrultusunda hareket ederken, kaynaklara dayalı yaklaşım değerli kaynakların birleştirilmesi ve kullanılması yoluyla işletme değerinin maksimizasyonunun sağlanması yönünde açıklamalarda bulunmaktadır. Kaynaklara dayalı yaklaşım, işlem maliyetleri yaklaşımı ile geliştirilen modelleri tamamlayıcı niteliktedir. Yaklaşımın ana teması, firmada kaynakların uygun ve rekabetçi kullanımları sonucunda stratejik avantaj sağlanarak değer yaratabileceğidir.

İşletmeler belirli kaynaklara sahip olup, işletmelerin bir kısmı kaynaklar konusunda kendi kendine yeterken, büyük çoğunluğu önemli kaynaklar için başka işletmelere bağlı olmaktadır. Bu nedenle bir veya daha fazla stratejik kaynağın eksik olması, işletmeleri çeşitlendirmeye yönelten nedenler arasında yer almaktadır. Çeşitlendirme sayesinde belirsizlik azaltılarak işletmenin kaynak bağımlılığı daha iyi bir şekilde yönetilebilmekte ve kritik kaynaklara etkin bir şekilde ulaşılarak firmanın performansı artırılmaktadır.

Stratejik kararlar firma içerisinde oluşturulur ve piyasa performansı ve yapısı açısından önemli çıkarımlar ifade eder. Firma çeşitlendirmesi konusu, Penrose'un 1959 yılında yazdığı "Theory of the Growth of the Firm" isimli makalesinde kapsamlı şekilde incelenmiş ve kaynaklara dayalı yaklaşım temelinde açıklanmıştır. Piyasa mekanizmaları ve yapıları dışında, firmaların diğer firmalarda bulunmayan varlıklarını ve kendilerine özgü yeteneklerini kullanarak, rekabet avantajı elde edebilecekleri ve normalin üstünde kazanç sağlayabilecekleri belirtmiştir (Silverman, 2002, s. 8).

Firmada bazı kaynakların bölünemez olması, bu kaynakların düşük kapasitede kullanılmalarına neden olmaktadır. Bu özellikteki kaynaklar için alternatif kullanım alanlarında değerlendirilme yoluna gidilecektir. Alternatif kullanım alanları, mevcut durumda faaliyette bulunma, faktör piyasalarında kaynakların satılması, bir diğer firmayla kaynakların sözleşme aracılığıyla paylaşılması, ürün piyasalarında genişleme ve çeşitlendirme yapma şeklindedir (Singh ve Montgomery, 1987, s. 378).

Kaynaklara dayalı yaklaşım, üretim faktörlerindeki fazla kapasite sorununa çözüm olarak kiralamaya yönelen firmaları incelemektedir. Fazla kapasite, firmanın piyasadan satın aldığı faktörleri, yaratılan hizmetleri ve firmanın zamanla oluşturduğu özel bilgiyi içermektedir. Bu yaklaşımda, düşük kapasitede kullanılan kaynakların daha karlı çalışma alanlarına yönlendirilmesi yoluyla firma genişlemeye teşvik edilmektedir. Eğer bir firmanın kullanılmayan kaynakları piyasada etkili bir şekilde satılabiliyorsa, çeşitlendirme açısından rasyonellik ortaya çıkmaktadır (Montgomery, 1994, s. 167).

Firma stratejisi, hedeflerin belirlenmesini, ürünleri ve sunulacak hizmetler konusundaki tercihleri, firmanın ürün piyasasındaki pozisyonunu, kapsam ve çeşitlendirme seviyesinin seçimini ve yönetim politikalarının oluşturulmasını içerir. Bu tercihler, firmanın başarılı veya başarısız olması konusunda kritik unsurlardır (Rumelt, Schendel ve Teece, 1991, s. 7). Çeşitlendirilmiş bir firmada strateji, bölüm stratejisi ve şirket stratejisi olarak iki aşamada şekillenmektedir. Bölüm stratejisinde, her bir bölümün rekabetçi avantajlarının nasıl yaratılacağı değerlendirilirken, şirket

stratejisinde, işletmede ne tür işler yapılacağı ve bu faaliyet bölümlerinin nasıl yönetileceği sorularına odaklanılmaktadır (Porter, 1987, s. 43).

Kaynaklara dayalı yaklaşım firmayı, maddi varlıklar, maddi olmayan varlıklar ve yeteneklerin farklı bileşimleri olarak görmektedir. İki şirket birbirinin aynısı olamaz, çünkü iki şirket aynı organizasyon kültürünü oluşturamaz veya aynı varlıklar ve aynı yetenekleri elde ederek aynı deneyimlere sahip olamaz. Bu varlıklar ve yetenekler, firmanın nasıl etkili şekilde faaliyetlerini yerine getirebileceğini belirler. Bu mantığı takip ederek bir firma; faaliyetleri ve stratejileri açısından, en iyi ve uygun kaynak bileşimine sahip olması halinde başarılı olabilecektir (Collis ve Montgomery, 1995, s. 119).

Kaynaklara dayalı yaklaşımda, mevcut kaynaklar iyi tanımlanmalı ve firma bütün bir kaynak olarak değerlendirilmelidir. Kaynakların rekabet açısından değerli olup olmadıkları, bir takım göstergelere göre belirlenmektedir (Ward Bowman ve Kakabadse, 2005, s. 257). Bu göstergeler aynı zamanda rekabet avantajının sürdürülebilmesi açısından da bilgi verici niteliktedir. Buna göre kaynaklar, değerli, taklit edilemez, bugün ve gelecekte rekabet açısından az bulunur olmalı ve stratejik eşdeğer ikamesi olmamalıdır. Kaynakların bu özellikleri, kaynaklarının heterojenliği ve sabitliği konusunda fikir vermekte ve sürdürülebilir rekabet stratejisi açısından firma kaynaklarının nasıl kullanılacağını göstermektedir. Sürdürülebilir rekabet avantajı konusunda kaynaklara dayalı yaklaşım, firma bütünleşmelerinden yana olmaktadır. Bütünleşme, sürdürülebilir rekabet avantajı sağlamanın ekonomik bir yolu olarak değerlendirilmektedir (Barney, 1991, s. 116).

Kaynakların stratejik önemlerinin belirlenmesinde, kaynakların değerlerini yitirme hızları önemlidir. Marka tanınırlığı dağıtım faaliyetleri aracılığıyla bozulabilir. Bu aşamada ürünlerin ve hizmetlerin kalitesi ve bunu etkileyen unsurlar önemlidir. Ürün kalitesini tedarikçilerin faaliyetleri etkilerken, hizmet kalitesi çalışanların davranışlarınca belirlenmektedir. Kaynakların değer kaybetme hızını etkileyen diğer bir faktör, kaynaklar arasındaki ilişkidir. Kaynaklar birbirini etkileyerek büyümelerini bir döngü halinde birlikte yapabilirler. Satış hacminin artması daha fazla nakit ve pazar payı sağlamakta, bu artışla birlikte yeni piyasalara girişler artmaktadır (Kourdi, 2009, s. 67).

Kaynakların ikame edilebilir olmaları durumunda, tedarikçiler ve alıcıların pazarlık gücü farklılık göstermektedir. Bir kaynağın kendisi veya onun elde edilebilmesi için gerekli hammaddelerden biri tekelci bir grup tarafından kontrol ediliyorsa,

kaynağın kullanıcıları için elde edilebilir getirisi azalacaktır. Eğer kaynakların kullanımıyla oluşturulan ürünler yalnızca tekelci piyasalarda satılabiliyorsa ürün çıktısı tarafında da benzer durum ortaya çıkmaktadır. İkame kaynakların elde edilebilirliği, bir kaynağın sahibine sağladığı getirilerini zayıflatma eğilimindedir (Wernerfelt, 1984, s. 173).

Firmaların rekabet avantajı elde edecekleri kaynaklara sahip olmalarıyla uzun dönemde performans artışı sağlanacağı düşünülmektedir. Kaynakların tanımlanması ve belirlenmesi yoluyla stratejik öneme sahip kaynaklara karar verilir. Kaynakların stratejik özelliklerinin belirlenmesiyle birlikte, firma açısından başarı ve değer kaybetme sinyalleri geliştirilir ve firma performansı izlenerek stratejiler geliştirme yoluna gidilir (Kourdi, 2009, s. 69).

İşletme stratejisi literatüründe firmanın karlılık seviyesi ve çeşitlendirme dereceleri, kaynaklarının fonksiyonu olarak değerlendirilir. Firmaların varlık spesifikasyonları birbirinden farklılık göstermektedir. Az sayıda endüstride etkin şekilde uygulanabilen üretim teknolojisiyle marjinal getiriler sağlanabilir. Aksine, daha az özelliğe sahip kaynaklar, çeşitlendirilmiş firmalar için esas oluşturmakta ve geleceğe transfer edilebilmektedir. Bu tür kaynaklar kolaylıkla bulunabildiği için daha az kiralanma yoluna gidilmektedir. Bu durum, kaynaklara dayalı yaklaşım tarafından dikkate alınmakta ve önemli çıkarımlarda bulunulmaktadır. Çünkü, firmalar farklıdır ve farklı optimal çeşitlendirme seviyelerine sahip olacaklardır. Spesifik varlıkları az firmalar, göreceli olarak daha yüksek çeşitlendirme seviyelerinde kar maksimizasyonu sağlarken, çok özellikli varlıklara sahip olan firmalar daha düşük çeşitlendirme seviyelerinde yüksek kar seviyeleri elde edilebilmektedir (Montgomery, 1994, s. 168).

Bir firmanın çeşitlendirme davranışı üç faktöre göre belirlenmektedir. Bunlardan ilki, firmanın mevcut kaynaklarına uyumlu alanların büyüklüğüdür. Başka bir ifadeyle, firmanın kaynakları temelinde rekabet avantajı sağlayabilecek işlerin belirlenmesidir. İkincisi, firmanın ilişkili olduğu piyasalardaki işlem maliyetlerinin büyüklüğüdür. Üçüncüsü ise, firmanın kaynaklarını kullanarak rekabet avantajını sürdürebilmesiyle ilişkilidir (Silverman, 2002, s. 21).

Çeşitlendirmenin yönü üzerinde, kaynakların etkisi vardır. Firmanın mevcut kaynaklarının yeni iş koluna uyarlanma derecesi, ihtiyaç duyulan kaynakların düşük veya yüksek maliyetler içermesi ve gerekli bütünleşme derecesi çeşitlendirmenin yönü ve yöntemini etkilemektedir. Bir firmayı çeşitlendirmeye yaklaştıran unsurlar; mevcut kaynakların çeşitlendirmeye uyarlanabilir olması, mevcut kaynakların sözleşmelere

dayalı olup ve tehlikelere konu olması, sürdürülebilir rekabet avantajını artırmaya esas oluşturan kaynakların güvence altına alınması şeklinde belirtilebilir. Böylelikle bir firma, mevcut kaynaklarına daha fazla uyarlanabilen alanlara içsel genişleme yoluyla çeşitlendirme yapma yoluna gidecektir (Silverman, 2002, s. 22).

Temel analiz birimlerini kaynakların oluşturduğu yaklaşım, kısa sürede stratejik tutum değiştirme yeteneği açısından olumsuzluklar içermektedir. Temel ilgi alanı, varlıkların elde edilebilmesi ve değişimine dayanmaktadır (Teece, Pisano ve Shuen, 1997, s. 527). Kaynaklara dayalı yaklaşım, kaynakların, endüstriler arasında kullanım potansiyeli ile özellikli kaynakların birleşik değerini vurgular. Bu yaklaşım, sözleşmesel tehlikelerden uzak olma eğilimindedir. Belirli faaliyetlerde özellikli kaynakların dağıtımı ile ilgili olup, bir yasal varlık olarak firmanın sınırı ile ilgili değildir. Bireysel veya birleşik olarak faktörlerin getirilerine odaklanır, ancak birleşik kazançların faktör sahipleri arasında nasıl paylaştırılacağını açıklamakta veya uygulanan ve yönetilen paylaşma mekanizmasının nasıl olacağını belirtmemektedir (Klein ve Lien, 2009, s. 6).

2.2.3 Finans Yaklaşımı

Finans literatüründe çeşitlendirme ile ilgili çalışmalar, firmaların çeşitlendirme yapma nedenleri ve firma çeşitlendirmesinin etkileri konularına odaklanmaktadır. Çeşitlendirme nedenleri genel olarak, çeşitlendirilmiş firmalarda bölümler arasındaki kaynak dağılımında etkinlik sağlayan iç fon kaynakları yaratma, borçlanma kapasitesini ve firmanın piyasa gücünü artırma şeklindedir. Firma yöneticilerinin kişisel faydalarını artırmaları doğrultusunda çeşitlendirme yapılabileceği de belirtilmektedir.

Çeşitlendirme stratejisi firmaların sermaye yapısını farklı yollarla etkileyebilmektedir. Ortak sigorta etkisi olarak bilinen etki, faaliyetlerin çeşitlendirilmesiyle tek bir alandaki faaliyetleriyle ilişkili risklerin azaltılmasına dayanmaktadır. Bu risk azalması firmanın borçlanma kapasitesini güçlendirmekte ve ortak sigorta etkisi yaratmaktadır. Ayrıca firma bünyesinde faaliyetler gerçekleştirilirken işlem maliyetleri ortaya çıkmaktadır. Diğer bir etki ise, temsil maliyeti etkisidir. Firmanın kararları, varlıklarının yapısına bağlı olduğu için, çeşitlendirme kararı ve sermaye yapısı arasında sıkı bir ilişki vardır. Bu etkiler, firmanın finansal yönetim sürecinde önemle üzerinde durması gereken konulardır. Finans literatüründe, firma çeşitlendirmesinin, firma değerine, riskine ve performansına etkileri incelenmektedir. Tez çalışmasının II. Bölümünde "Firma Çeşitlendirmesi ile Firma

Değeri, Firma Riski ve Firma Performansı İlişkisi" başlığı altında finans yaklaşımı açısından firma çeşitlendirmesi konusu ayrıntılı olarak incelenmektedir.

BÖLÜM III

FİRMA ÇEŞİTLENDİRMESİ İLE FİRMA DEĞERİ, FİRMA RİSKİ VE FİRMA PERFORMANSI İLİŞKİSİ

Çeşitlendirmenin firma bütünü açısından yarattığı etkiler, genel olarak firma değerine, riskine ve performansına olan etkiler olarak değerlendirilebilir. Firma çeşitlendirmesi literatüründe, çeşitlendirmenin firma değerine etkisi, çeşitlendirme primi ve çeşitlendirme iskontosu açısından değerlendirilmektedir. Ayrıca, çeşitlendirmenin firma riskini ve firma performansını etkilediği belirtilmektedir. Belirtilen bu etkiler, çeşitlendirmenin derecesine ve yönüne göre farklılık göstermektedir.

Çeşitlendirme stratejisi firmaların sermaye yapısını farklı yollarla etkileyebilmektedir. Ortak sigorta etkisi, faaliyetlerin çeşitlendirilmesiyle tek bir alandaki faaliyetleriyle ilişkili risklerin azaltılmasına dayanmaktadır. Riskin azalması firmanın borçlanma kapasitesini güçlendirmektedir. Ayrıca firma bünyesinde faaliyetler gerçekleştirilirken işlem maliyetleri ve temsil maliyetleri çeşitlendirme kararında etkili olmaktadır. Firmanın kararları, varlıklarının yapısına bağlı olduğu için, çeşitlendirme kararı ve sermaye yapısı arasında sıkı bir ilişki vardır.

Çeşitlendirmenin firma bütünü açısından yarattığı etkiler, genel olarak firma değerine, firma riskine ve firma performansına olan etkileri açılarından incelenebilir. Bu kapsamda yapılan genel değerlendirme, çeşitlendirmenin firma riskinde azalma sağlayacağı ve firma performansını güçlendireceği şeklindedir. Belirtilen bu etkiler, çeşitlendirmenin derecesine ve yönüne göre farklılık göstermektedir.

3.1. Firma Çeşitlendirmesi ve Firma Değeri

Firma çeşitlendirmesi, hissedarlar, borç verenler, firma yöneticileri ve bütün olarak firma değeri açısından farklı etkilere konu olmaktadır. Firmanın çeşitlendirmeden sağladığı faydaların, maliyetleri aştığı noktaya kadar çeşitlendirme yapabileceği, tersi durumda, belirli bir alana odaklanmayı tercih edeceği belirtilmektedir (Lang ve Stulz, 1994, s. 1253).

Çeşitlendirmenin, firma değerini artıracağı veya azaltacağı konusuna odaklanılmakta ve firma değerini etkileyebilecek diğer faktörler dikkate alınarak

değerlendirmeler yapılmaktadır. Özellikle firma büyüklüğü, karlılık ve büyüme fırsatları firma değerini önemli derecede etkileyebilecek faktörler arasında öne çıkmaktadır.

Firma çeşitlendirmesinin firma değeri üzerinde bütünüyle etkili olduğu konusunda açık bir yargıya varılamamaktadır. Bazı teoriler, çeşitlendirmeyi bir değer artırıcı karar olarak değerlendirirken, diğer bir kısmı çeşitlendirmenin değeri azaltabileceği görüşündedir. Firma değeri ile çeşitlendirme arasında doğrusal olmayan bir ilişkinin varlığını gösteren bulgular da saptanmıştır.

3.1.1. Çeşitlendirme İskontosu ve Primi

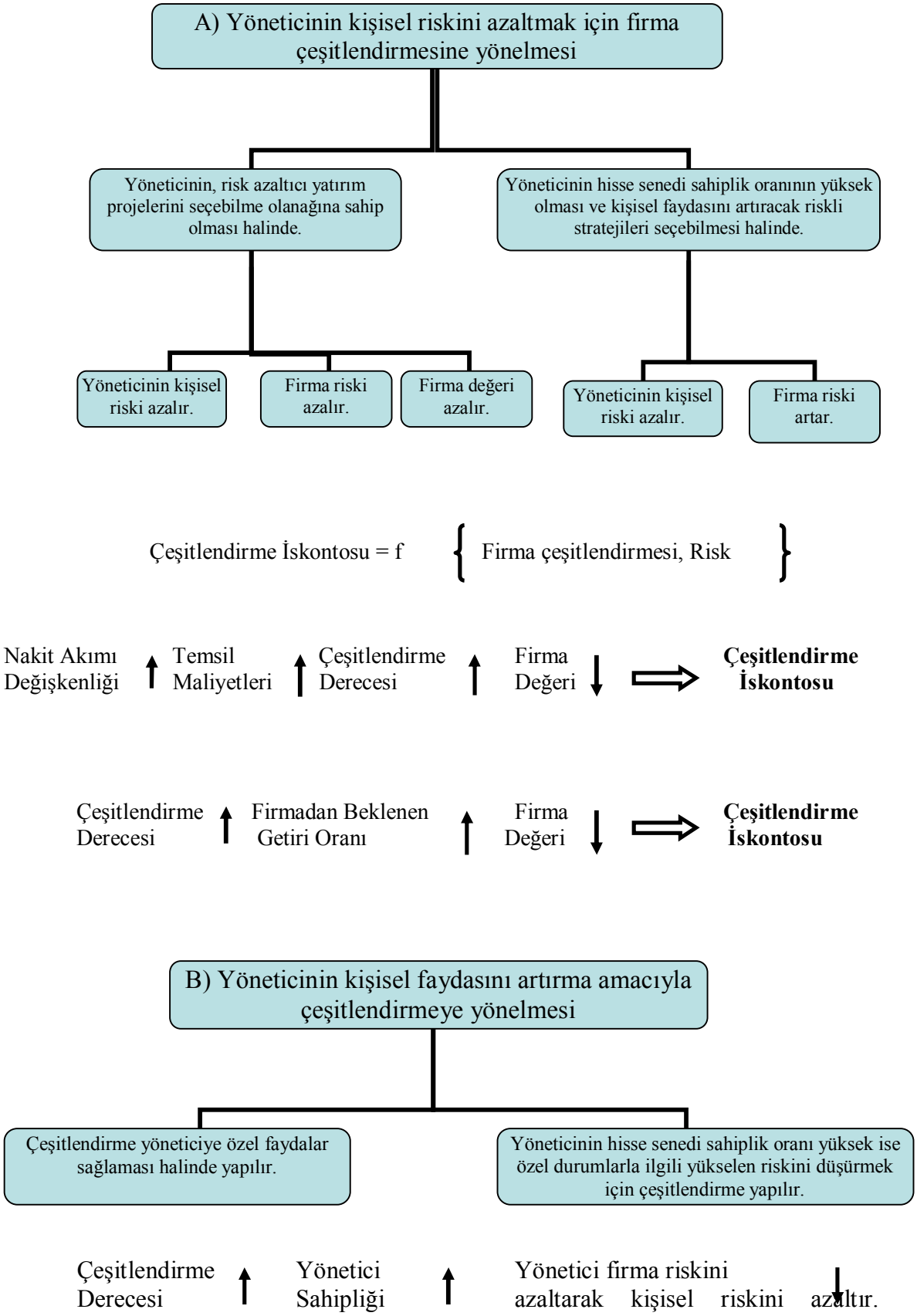
Çeşitlendirmenin firma değerine etkisi konusunda açık bir öngörü olmayıp, çeşitlendirilmiş firmanın belirli bir alanda faaliyet gösteren firmaya oranla bir iskonto ile faaliyette bulundukları belirtilmekte ve çeşitlendirme iskontosu olarak ifade edilmektedir (Xing, 2003, s. 15). Çeşitlendirilmiş firmaların aynı sektördeki rakiplerine oranla ortalama olarak %13-15 değer kaybına uğradıkları belirtilirken, farklı ekonomik çevrelerde yapılan araştırmalarda bu oran değişiklik göstermektedir. Çeşitlendirilen firmaların, tek yönlü firmalara oranla değer kaybına uğramalarının yani çeşitlendirme iskontosunun nedeni, etkin olmayan kaynak dağılımı, yönetici ve hissedar arasındaki temsil problemleri ve asimetrik bilgi gösterilmektedir (Berger ve Ofek, 1995, s. 60-61).

Firmaların farklı alanlara ilişkin faaliyetleri bir arada yapmaları durumunda, her bir sektörün kendine özgü yatırım fırsatlarına sahip olması ve bölümlere göre farklılık göstermesi, kazançların bölümler arasında aktarılabilme olanağını sağlamaktadır. Böylelikle, bölümler arasında yatırım fırsatları göz önünde tutularak çapraz ikameler yapılabilmektedir. Etkin olmayan yatırımlar şeklinde çapraz ikame yapılması, değer bozucu yatırımlara yol açmaktadır. Diğer yandan serbest nakit akımlarının fazla olması, yöneticiyi kişisel faydalarını artıracak alanlara, başka bir ifadeyle etkin olmayan yatırımlara yönlendirebilmektedir.

Çeşitlendirme iskontosu temsil problemleri kapsamında, yöneticinin kişisel faydalarını artırma ve kişisel riskini azaltma girişimlerinin bir sonucu olarak ortaya çıkmaktadır. Asimetrik bilgi ise, çeşitlendirilmiş firmaların uzmanlaşmış firmalara oranla daha az şeffaf olmalarından ve bölüm yöneticileri ile firma yöneticisi arasındaki bilgilenme düzeyindeki aksaklıklardan kaynaklanmaktadır. Etkin olmayan yatırımlar,

temsil maliyeti kapsamında değer azaltıcı yatırımlar olarak bilinmektedir (Emm, 2005, s. 11).

Temsil teorisi, yöneticilerin özel yetenekleriyle uyumlu çeşitlendirme yatırımlarına yönelerek, firmada mevcut pozisyonlarını sağlamlaştırma ve dolayısıyla kişisel risklerini azaltma eğiliminde olacaklarını belirtir. Asimetrik bilginin yüksek olmasıyla birlikte, yöneticiler ve büyük hissedarlar kendi amaçları doğrultusunda kolaylıkla hareket edebilme olanağı elde edebilmektedir. Bu durum, firma açısından maliyet unsuru oluşturmakta ve bütün olarak firma değerini azaltıcı etki yapmaktadır. Çeşitlendirme aracılığıyla yönetici kendi riskini azaltacak ve firmanın ortalama finansal performansını devam ettirebilecek bir firma portföyü yaratabilmektedir (Chiao ve Ho, 2009, s. 56). Temsil maliyetleri nedeniyle, çeşitlendirilmiş firmanın performansının kötüye gideceği belirtilmektedir. Yöneticinin riskini azaltmak için veya kişisel faydalarını artırma amacıyla çeşitlendirmeye gitmesinin firma ve yönetici açısından oluşturacağı etkiler, firma değeri, temsil maliyeti ve çeşitlendirme iskontosu kapsamında değerlendirilerek Şekil 1'de gösterilmektedir.



Şekil 1. Firma değeri-temsil maliyeti-çeşitlendirme iskontosu

Şekil 1'de yöneticinin riskini azaltmak ve kişisel faydasını artırmak için çeşitlendirmeye yönelmesi halinde yönetici ve firma açısından olası sonuçlar görülmektedir. Çeşitlendirme iskontosu, firma çeşitlendirmesi ve firma riskinin bir fonksiyonu olarak ortaya çıkmaktadır. Nakit akımı değişkenliği yüksek olan bir firmada temsil maliyetleri artmaktadır. Böyle bir ortamda, çeşitlendirme derecesinin artırılması, firma değerinde azalmayla sonuçlanabilmekte ve çeşitlendirme iskontosu oluşmaktadır. Çeşitlendirme iskontosuna yol açabilecek diğer bir durum ise, firmada çeşitlendirme derecesinin yükselmesiyle, firmaya yatırımda bulunan kişilerin firmadan bekleyecekleri getiri oranını artırmasıdır. Getiri oranındaki bu artış firma değerinde azalmayla sonuçlanmakta ve çeşitlendirme iskontosu söz konusu olmaktadır. Hisse senedi sahiplik oranı yüksek olan yönetici çeşitlendirmeye giderek kişisel riski azaltabilmekte ve çeşitlendirmeyi kendi kişisel faydalarını artırmak amacıyla gerçekleştirmektedir.

Çeşitlendirme primi, çeşitlendirme iskontosunun tersine bir firmanın farklı alanlarda faaliyet göstermesi halinde, uzmanlaşmış firmalara oranla daha fazla firma değerine sahip olunmasını ifade etmektedir. Çeşitlendirme, firma riskini azaltma, iç fon kaynakları oluşturma, sinerji yaratma ve vergi sorumluluğunu azaltma yoluyla firma değerinde prim oluşturabilmektedir.

Firma çeşitlendirmesiyle, kaynakların birbirinden bağımsız bölümler arasında değişim esnekliği kazanması firma riskini mümkün olduğunca azaltmaktadır. Çeşitlendirmeyle firma açısından korunma sağlanmakta, ancak belirsizlik tamamen ortadan kaldırılamamaktadır. Risk yapıları farklı ürünler üretilerek, üretim kaynakları riski azaltılabilir ve önlem alınabilir risk faktörlerine karşı korunma aralığı yaratılabilir.

İç fon kaynakları aracılığıyla firmada kaynak havuzu oluşturularak kazanan ancak yatırım fırsatları az olan bölümlerden, yatırım fırsatları daha fazla olan bölümlere kaynakların aktarılmasıyla firma bütününde kaynak kullanımında etkinlik artırılmakta ve firma değerine katkı sağlanmaktadır. Ayrıca, iç fon kaynakları oluşturularak dış fon kaynağı gereksinimi azalmakta, dış fon kaynağı kullanmak istemeyen yöneticinin net bugünkü değeri düşük olan yatırımlara yönelmesi (underivestment problem) sorunu azalmaktadır. Sermaye bütçelemesinde etkinlik sağlanmasında çeşitlendirmenin firma değeriyle ilişkili çıkarımları, firma değerini etkileyebilecek çapraz ikamenin nasıl olacağına odaklanmaktadır. Uzmanlaşmış firmalarda bölümler aynı iş grupları ve ilişkili projelerle faaliyette bulmakta, projenin başarılı veya başarısız olması bütünü etkilemektedir. Oysa çeşitlendirme seviyesi yüksek olan firmalarda, farklı endüstriler

arasında veya endüstri içinde, görece ilişkisiz sektörler arasında faaliyetler dağıtılarak risk azaltılmaktadır (Ding ve Kang, 2009, s. 28).

Çeşitlendirme priminin kaynaklarından bir diğeri de, sinerji yaratılmasıdır. Çeşitlendirme amaçlı birleşme ve satın almalarla sinerji yaratılmaktadır. Sinerji, kapsam ve ölçek ekonomileri sağlamakta, gereksiz fonksiyonların çıkarılması olanağı sunmakta, yönetsel yeteneklerin birleştirilmesine olanak sağlamaktadır.Çeşitlendirmede iki tip finansal sinerji elde edilmektedir. Bunlardan birincisi, iç fon kaynaklarıyla sağlanan sinerji olup, dış finansman bağımlılığı farklı derecelerde olan bölümlerin bir araya gelmesiyle ortaya çıkmaktadır. Diğeri ise, finansal bölüm sinerjileri olup, bir işletme grubu içerisinde bir veya daha fazla finansal bölümün faaliyette bulunmasıyla oluşmaktadır. Bu ölçüler, işletme grubunun finansal sinerji potansiyelini yansıtarak, firma seviyesinde bölümlerin değişen dış finansman ihtiyacını belirleme fırsatını yansıtmaktadır (Huszar ve Peek, 2009, s. 14).

Çeşitlendirme aracılığıyla oluşan diğer bir değer kaynağı, vergi sorumluluğundaki azalmadır. Çeşitlendirme ile firma riskindeki bütün olarak azalma, firmanın borçlanma kapasitesini artırmakta ve daha yüksek vergi kalkanı elde edilmesine olanak sağlayarak firma değerine katkı sağlamaktadır. Vergi faydasının oluşmasında, kazanç ve kayıpların farklı vergi uygulamalarına konu olması etkilidir. Çeşitlendirme aynı yıl içerisinde bazı bölümlerin kayıpları ile diğer bölümlerin kazançları arasında dengeleme yapılmasına olanak sağlamakta ve firma değerine katkı yapmaktadır.

Çeşitlendirme primi ve iskontosu belirlenirken, faaliyet gösterilen piyasanın gelişmişlik düzeyi de önemli bir faktör olarak öne çıkmaktadır. Bir ülkedeki çeşitlendirilmiş ve çeşitlendirilmemiş firmalar değerlendirilirken, bu ekonomilerde bilgi asimetrisinin yüksek seviyeleri ve diğer piyasa kısıtlıkları dikkate alındığında, firma çeşitlendirmesinin firma değerini farklı düzeylerde etkilemesi beklenmektedir. Diğer bir unsur ise, endüstri grupları arasındaki farklılıktır. Firma sahiplik yapısı özellikleri, başlıca yönetici sahipliği, çeşitlendirilmiş firma açısından iskonto veya prim yaratabilmektedir. Yönetici grubun sahiplik yoğunluğu yüksek olan çeşitlendirilmiş firmaların düşük değerli olduğu belirtilmekte, bu durumun yöneticinin pozisyonunu sağlamlaştırma etkisinden kaynaklandığı vurgulanmaktadır. Çeşitlendirme iskontosu, yöneticinin kontrol hakkı, nakit akım hakkını aştığı durumlarda daha yüksek olmaktadır. Piramit sahiplik yapılarında içeridekilerin kontrol haklarının nakit akımı haklarından fazla olduğu durumda çeşitlendirme iskontosu hızla artmaktadır.

Çeşitlendirilmiş firmalar uzmanlaşmış firmalara oranla, gelişmekte olan piyasalarda daha düşük değerlenmektedir (Lins ve Servaes, 2002, s. 6).

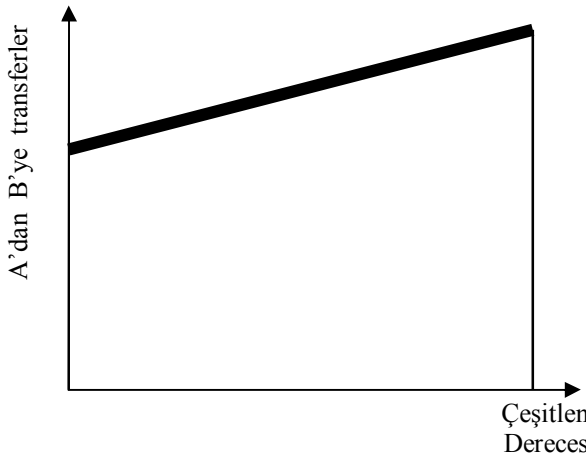
İngiltere, Amerika (Amerika Birleşik Devletleri-ABD), Almanya ve Japonya gibi gelişmiş piyasalarda çeşitlendirmenin faydalarının gelişmekte olan piyasalara oranla daha fazla olabileceği belirtilmektedir. Bu farklılık, gelişmekte olan piyasalarda piyasa kısıtlıklarının çok güçlü olmasından kaynaklanmaktadır. Gelişmekte olan piyasalarda piyasa kısıtlıklarının daha güçlü olması çeşitlendirmeyle ilişkili potansiyel temsil maliyetlerinin artmasına dayandırılmaktadır. Bilgi asimetrisinin varlığı halinde, dış fonların maliyeti iç fonlara oranla daha fazla artmaktadır. Yüksek asimetrik bilgi, yönetici ve büyük hissedarın firmayı kendi çıkarları için kolaylıkla kullanabilmelerine olanak sağlayabilmektedir (Lins ve Servaes, 2002, s. 6-7).

Asimetrik bilgi açısından çeşitlendirilmiş firmalar, uzmanlaşmış firmalara oranla daha az şeffaftır. Ayrıca çeşitlendirilmiş firmaların muhasebe sistemleri, uzmanlaşmış firmalara oranla daha karmaşık bir yapıya sahiptir. Merkezi yönetim ile bölüm yöneticisi arasında asimetrik bilgi maliyetleri daha yüksek olmaktadır. Çeşitlendirme, firmaların hisse senedi ihracı öncesi ve sonrası dönemlerde piyasa açısından işaret niteliği taşımaktadır.

3.1.2. Çeşitlendirme ve Firma Değerinin Doğrusal Olmayan İlişkisi

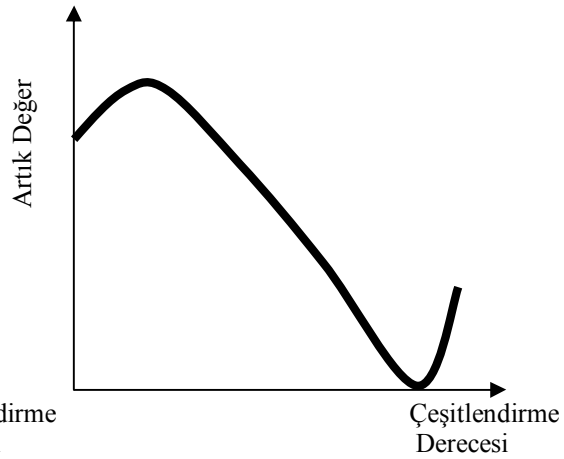
Çeşitlendirmenin firma değerine etkilerinin belirlenmesinde çeşitlendirme tipi ve çeşitlendirme seviyesinin etkisini inceleyen bir kısım çalışmalar, çeşitlendirme ve firma değeri arasında doğrusal olmayan bir ilişki olduğunu belirtmektedir. Doğrusal olmayan ilişkinin varlığı çeşitlendirme ve değer arasında optimal bir nokta olduğunu göstermektedir. Buna göre, çeşitlendirmeye başlandığında firma değeri artmakta, belirli bir noktadan sonra çeşitlendirmenin artmasıyla birlikte firma değerinde azalma başlamaktadır (Galvan, Pindado ve Torre, 2007, s. 1).

Çeşitlendirilmiş firmalarda kaynakların, farklı bölümler arasında dağılımı, özellikle yatay bütünleşmeye sahip bölümler ve ilişkisiz bölümler arasındaki ayrımı önemlidir. Çeşitlendirme seviyeleri düşük olduğunda, kaynak transferleri doğru yönetilmekte ve firma aynı yolla kaynaklarını tekrar dağıtamayacak olan uzmanlaşmış firmaya göreceli olarak bir prim ile ticaret yapmaktadır (Rajan, Servaes ve Zingales, 2000, s. 50). Bu durum Şekil 2 ve Şekil 3'de gösterilmektedir.



*Şekil 2.*Çeşitlendirilmiş firmada kaynak transferleri ve çeşitlendirme derecesi

Kaynak: Rajan, Servaes ve Zingales, 2000, s. 50.



Şekil 3. Artık değer ve çeşitlendirme derecesi

Kaynak: Rajan, Servaes ve Zingales, 2000, s. 50.

Şekil 2'de çeşitlendirme derecesinin artması durumunda firma içerisinde bölümler arasındaki kaynak transferleri artış göstermektedir. Şekil 3'de ise, çeşitlendirme derecesindeki artışa bağlı olarak başlangıçta artık değerde artış sağlanmakta, çeşitlendirmenin daha da artırılması halinde artık değerde çeşitlendirmeye bağlı bir azalma başlamaktadır.

Çeşitlendirme primi ve iskontosu, çeşitlendirmenin genişliğine bağlı olarak değişmektedir. Ayrıca, çeşitlendirmenin ilişkili veya ilişkisiz alanlara yapılma özelliği çeşitlendirmenin firma değerine olan etkilerini değiştirebilmektedir.

3.1.3. Çeşitlendirme ve Firma Değeri İlişkisini Belirleme Yöntemleri

Çeşitlendirme iskontosu veya primi, firmanın toplam değeri ve bölümlerinin tek başlarına emsal değerleri toplamı arasındaki fark ile ölçülmektedir. Söz konusu etkinin belirlenmesinde yararlanılan farklı yöntemler bulunmaktadır. Bunlar arasında, vaka çalışmaları, çeşitlendirme kararı öncesi ve sonrasında hisse senedi fiyat değişimlerinin incelenmesi, Tobin q oranı ve endüstri çarpanı yöntemleri yer almaktadır.

Vaka çalışmalarında, çeşitlendirme yapan bir firmanın, çeşitlendirme öncesi ve sonrası dönemlerine ilişkin veriler elde edilmekte, çeşitlendirmenin etkileri kuramsal açıdan ve gerçekleşen durum açısından bire bir değerlendirilmektedir. Bu yöntemde çeşitlendirmenin etkilerinin belirlenebilmesi için vaka tarihlerinin açıkça belirlenmesi gerekmektedir. Ancak, gerçek dünyada bunu belirlemek oldukça zordur. Hisse senedi

fiyat değişimleri yöntemi kullanıldığında ise, hisse senedi ihraç ilanları esas alınmaktadır. Burada, hisse senedi fiyat değişimlerinin birebir çeşitlendirme kararının etkisini belirlemek güçtür. Söz konusu değişime neden olabilecek ekonomik ortamdaki diğer pek çok faktör işleme dahil olmaktadır. Bu nedenle ilan tarihindeki hisse senedi fiyat değişimleri kullanılarak çeşitlendirmenin etkisi açıkça belirlenememektedir.

Tobin q oranı yaklaşımı firmanın yapısal değişimlerinde firma değeri seviyesinin nasıl olacağını açıklayan çalışmalarda kullanılmaktadır. Bu yöntemde, çeşitlendirilmiş firmanın her bir bölümü açısından benzer endüstride yer alan firmalar aracılığıyla emsal q değerleri belirlenmektedir. Bölümlerin emsal q değerlerinin toplamı, emsal q değerini ifade etmektedir. Çeşitlendirilmiş firmanın emsal q değeri ile emsal q değeri arasındaki fark dikkate alınarak değerlendirme yapılmaktadır. Tobin q hesaplamaları, firmanın yerine koyma değerini tahmin etmede enflasyon ve amortisman oranları hakkında varsayımlar gerektirmektedir. Ayrıca değerleme çalışmaları, endüstriler arasında büyük değişimler olması nedeniyle endüstriye göre düzeltilmiş q değerinin kullanılması çeşitlendirme çalışmalarında güvenirliği düşürmektedir. Çünkü bölüm piyasa değerleri ve bölümün yerine koyma değerleri elde edilen veri ile doğrudan hesaplanamamaktadır. Ayrıca, Tobin q oranı kullanılarak değer etkisini belirlemek için çeşitlendirmenin fayda veya maliyetlerinin temel kaynağının ne olduğunu açıklamada sınırlıdır (Berger ve Ofek, 1995, s. 47). Lang ve Stulz (1994) çalışmalarında Tobin q yaklaşımı ile artık değer belirleme süreci açıklanarak, çeşitlendirme ile firma performansı arasındaki ilişki değerlendirilmiştir.

Endüstri çarpanı yaklaşımı, çeşitlendirmeyle ilişkili doğrudan değer tahminleri sağlamaktadır. Ayrıca, bütün olarak değeri etkileyen faktörlerin bölüm seviyesinde değerlendirebilme olanağı sunmaktadır (Berger ve Ofek, 1995, s. 47). Berger ve Ofek yaklaşımı, endüstri çarpanı yaklaşımını esas almaktadır.

3.1.3.1. Berger ve Ofek Yaklaşımı

Çeşitlendirme yapan firmaların bir miktar iskonto veya prim ile faaliyet gösterip göstermedikleri konusunda literatürde yaygın olarak kullanılan yöntem, Berger ve Ofek (1995) çalışmasında belirtilen artık değer (excess value) yöntemidir. Yöntem, çeşitlendirilmiş firmanın bölümlerinin her birinin tek bir firma olarak faaliyet göstermeleri halinde hesaplanabilecek emsal değer ile çeşitlendirilmiş firmanın bütün olarak değerinin karşılaştırılmasını esas almaktadır. Böylelikle, firmanın toplam değeri

ile firmanın bölümlerinin emsal değerlerinin toplamı arasındaki yüzde fark, çeşitlendirmenin etkisini yansıtmaktadır (Berger ve Ofek, 1995, s. 46).

Artık değer belirleme sürecinde, bölümlerin emsal değerlerinin hesaplanmasında yararlanılan çarpan değeri, endüstri çarpanı kullanılarak oluşturulmaktadır. Endüstri çarpanları genel olarak satışlar çarpanı, varlık çarpanı ile faiz ve vergiden önceki kar (FVÖK) çarpanı olarak dikkate alınmıştır. Bu çapan değerleriyle bölümlerin emsal değeri belirlenmekte, bölümlerin emsal değerleri toplamı firmanın emsal değerini oluşturmaktadır. Emsal değer (Imputed Value) firmanın geçek değeri ile karşılaştırılarak, çeşitlendirme iskontosu veya primi konusunda karar verilmektedir. Artık değer ve emsal değer aşağıda belirtilen eşitliklerle hesaplanmaktadır (Berger ve Ofek, 1995, s. 60-61);

$$\text{Artık Değer} = \ln\left(\frac{Gerçekdeğer}{Emsal\ \deg er}\right) \qquad (1)$$

Eşitlik 1'de payda yer alan gerçek değer firmanın toplam sermayesi olup, firmanın hisse senetlerinin piyasa değeri ile borcun defter değerinin toplamını ifade etmektedir. Artık değer, firmanın gerçek değeri ile emsal değeri oranının logaritması alınarak belirlenmektedir.

$$\text{Emsal Değer} = \sum_{i=1}^{n} AI_i \times \left(Ind_i (V / AI)_{mf}\right) \qquad (2)$$

AI_i: Firmanın i bölümün endüstri çarpanı belirlenmesine esas muhasebe değişkeninin tutarını (satışlar, varlıklar veya FVÖK),

V: Firmanın toplam sermayesini (Hisse senedinin piyasa değeri ile borcun defter değeri toplamı),

$Ind_i(V/AI)_{mf}$: i.bölüm için hesaplanan endüstri çarpanını,

n: Firmanın bölüm sayısını göstermektedir.

Firmanın emsal değeri, bölümlerin emsal değerlerinin toplamıdır. Bir bölümün emsal değeri, o bölümün endüstrisindeki uzmanlaşmış firmalar dikkate alınarak belirlenmektedir. Uzmanlaşmış firmalardan en az beş tanesi bir araya geldiğinde, söz konusu bölümün endüstrisini ifade etmektedir. Uzmanlaşmış firmalar aracılığıyla

endüstri için çarpan değerleri belirlenmektedir. Çarpan belirlenmesi sürecinde, bölümlerin satışlar, varlıklar ve FVÖK değerlerinin herhangi birisi dikkate alınmaktadır. Çeşitlendirilmiş firmanın her bir bölümü için belirlenen çarpan değerleriyle, bölümün çarpan belirlemeye esas teşkil eden muhasebe değişkeni (varlıklar, satışlar veya FVÖK değeri) çarpılarak, bölüm için emsal değer hesaplanmaktadır (Berger ve Ofek, 1995, s. 43).

Sektör çarpanlarının belirlenmesi aşamasında, firmaların bölüm bazında bilgilerine ihtiyaç duyulmaktadır. Firmaların mali tablolarının hazırlanması aşamasında, her bir bölümün satışlar, varlıklar veya FVÖK değerleri, firmanın toplam değeri içindeki oranı %10'dan fazla ise, "bölümlere göre raporlama" yapılması zorunludur. Aksi durumda, firma endüstri kodu ile genel olarak raporlama yapmakta, ayrıca bölümler için satışlar, varlıklar ve FVÖK değerlerine göre raporlama yapılmamaktadır. Faaliyet alanı tek olan firmalar, uzmanlaşmış firmalar olarak tanımlanmaktadır. Bu firmalar aracılığıyla endüstri için varlıklar çarpanı, "Toplam Sermaye/Varlıklar" oranının ortancası alınarak belirlenmekte ve eşitlik 3'de gösterilmektedir;

$$\text{Endüstri Varlıklar Çarpanı}=\frac{V_{mj}}{a_{mj}} = median\left\{\frac{V_{1j}}{a_{1j}}, \frac{V_{2j}}{a_{2j}}, ..., \frac{V_{nj}}{a_{nj}}\right\} \qquad (3)$$

V_{nj}: j bölümündeki i firmasının toplam sermayesi
α_{nj}: j bölümündeki i firmasının toplam varlıkları,
(V_{mj}/ α_{mj}): bölümün endüstri çarpan değeridir.

Çeşitlendirilmiş firmaların her bir bölümünün emsal değeri, bölümün endüstri çarpanı aracılığıyla hesaplanarak eşitlik 4'de, firmanın bölümlerinin emsal değerlerinin toplamı firmanın bütün olarak firmanın emsal değerini ifade etmekte ve eşitlik 5'te gösterilmektedir;

$$IV_{ij} = a_{ij} \times \left\{\frac{V_{mj}}{a_{mj}}\right\} \qquad (4) \qquad\qquad IV_i = \sum_{j=1}^{j} IV_{ij} \qquad (5)$$

IV_{ij} : i firmasının j bölümünün emsal değeri,
α_{ij} : j bölümündeki i firmasının toplam varlıklar değeri
(V_{mj}/ α_{mj}): bölümün endüstri çarpan değeri,
IV_i, : bölümlerin emsal değerleri toplamı şeklinde i firmasının emsal değeridir.

Satışlar çarpanı, "Toplam Sermaye/Satışlar" oranı ile belirlenir. Bölümlerin varlık veya FVÖK çarpanlarından ziyade satışlar çarpanı tercih edilmektedir. Bunun nedeni, firma satışlarının genellikle firmanın bölüm satışları bilgilerini doğrudan yansıtmasından kaynaklanmaktadır. Varlık çarpanında firmanın toplam varlıklarından sadece bir bölümünün aldığı payın belirlenmesi güç olmaktadır. Ortak kullanılan varlıkların olması bölüm değerinin belirlenmesini zorlaştırmaktadır (Berger ve Ofek, 1995, s. 43). Karlılık çarpanı konusunda, bu çerçeve o kadar net olmamaktadır.

3.1.3.2. Lang ve Stulz Tobin Q Yaklaşımı

Artık değer hesaplanmasında kullanılan yaklaşımlardan birisi de, Tobin q oranından yararlanılmasıdır. Lang ve Stulz (1994) ve Rajan, Servaes ve Zingales (2000) çalışmalarında firmanın Tobin q değeri ile emsal q değeri arasındaki farkı dikkate almışlardır. Lang ve Stulz (1994) çalışmasında Chop-shop yöntemini kullanmış, çeşitlendirilmiş firmanın Tobin q değeri ile emsal q değeri toplamı arasındaki fark negatif ise çeşitlendirme iskontosu, pozitif ise çeşitlendirme primi olarak değerlendirilmiştir.

Çeşitlendirilmiş firmaların performansları çoğunlukla, belirli bir zamandaki performanslarından ziyade bir zaman dönemi üzerinden değerlendirilmektedir. Bu durumda, örneklem dönemi sonuçlar üzerinde büyük oranda etkili olmaktadır. Bununla birlikte, karşılaştırma için uygun firmanın belirlenmesi ve zayıf performans elde edilmesi halinde, yorumlamalarda problemler ortaya çıkabilmektedir.

Emsal Tobin q değeri belirlenirken, bölümlerin yerine koyma değerlerini belirlemek için bölüm varlıklarının defter değeri kullanılmaktadır. Bölümlerin yerine koyma değerlerinin toplamı, firmanın toplam varlıklarına eşit olmaktadır. Bu durumda, bir bölümün yerine koyma değerinin firmanın yerine koyma değerine oranını tahmin etmek ile emsal değerini karşılaştırmak arasında fark olmamaktadır (Lang ve Stulz, 1994, s. 1266). Tobin q oranı Eşitlik 6'da belirtildiği gibi hesaplanmaktadır;

$$\text{Tobin q} = \frac{\text{Adi Hisse Senedinin Piy. Değ.+İmtiyazlı Hisse Senedinin Defter Değ.+ Borç}}{\text{Toplam Varlıklar}} \quad (6)$$

Tobin q ölçütünün kullanılması durumunda risk için ayrıca bir düzeltme işlemine gerek kalmamakta ve belirli bir noktada gözlenen performans ölçüsü kullanılmasının sakıncalarından kaçınılabilmektedir. Tobin q oranı, çeşitlendirmenin firmaya sağladığı faydaları içermektedir. Piyasaların etkin olduğu ve firmanın piyasa değerinin nakit akımlarının şimdiki değerinin toplamı olduğu varsayım altında Tobin q oranının çeşitlendirmenin etkisi konusunda piyasanın bakış açısını yansıttığı kabul edilmektedir. Bu varsayımlarla, "Firmanın Piyasa Değeri/Firmanın Varlıklarını Yerine Koyma Değeri" oranı, firmanın maddi olmayan varlıklarının piyasa değerine katkısını da içermektedir. Yönetimsel faaliyetler, negatif değere sahip maddi olmayan varlıkların değerini direkt olarak etkilemekte, Tobin q formülün paydasındaki maddi duran varlıkların yerine koyma değerini artırabilme veya azaltabilme olanağına sahip olunmaktadır (Lang ve Stulz, 1994, s. 1252-1253).

Firma ilişkisiz bölümlerden oluşan bir portföy şeklinde değerlendirildiğinde, bu portföyün değeri, basitçe ilişkisiz bölümlerin değerlerinin toplamı kadardır. Bu durumda, çeşitlendirilmiş firmaların her bir bölümünün Tobin q oranları, bölümün benzeri olan uzmanlaşmış firmaların Tobin q oranından farklı olmamalıdır. Eğer çeşitlendirme değer yaratıyorsa veya azaltıyorsa, çeşitlendirilmiş firmanın Tobin q oranı, uzmanlaşmış firmaların Tobin q oranlarından fazla veya az olmalıdır. Firma değerini etkileyen tüm değişkenler Tobin q değerini de etkilediği için, çeşitlendirme ile Tobin q oranı arasındaki ilişki araştırılırken, firma büyüklüğü ve AR-GE yoğunluğu dikkate alınmaktadır. Çeşitlendirilmiş firmalar büyük olabileceği için firmanın etkinliği çeşitlendirme derecesinden ziyade firma büyüklüğüne bağlı olabilmektedir. AR-GE'ye yoğun yatırım yapan firmalar yüksek Tobin q değerlerine sahip olacaktır (Lang ve Stulz, 1994, s. 1253).

Çeşitlendirmenin etkisi belirlenirken, çeşitlendirilmiş firmanın değerinin, tek başına bölümlerinin değerleri toplamına eşit olacağı düşüncesinden yola çıkılmaktadır. Bir işletme grubunun Tobin q değeri, her bir bölümün yerine koyma maliyetinin toplamının, piyasa değerleri toplamına bölünmesine eşit olmalıdır. Bu yönteme göre, karşılaştırma yapılabilmesi için bölümün yerine koyma maliyetleri ve piyasa değerleri bilgilerine sahip olunmalıdır. Bölümün Tobin q değeri, bölümün endüstrisindeki uzmanlaşmış firmaların ortalama Tobin q değerleri aracığıyla belirlenmektedir. Bölümün endüstrisi için belirlenen Tobin q değerine "pure-play q" denilmektedir. Çeşitlendirilmiş bir firma için pure-play q belirlendiği zaman, firmalar portföyünün q değeri firmaların yerine koyma değerlerinin ağırlıklı ortalamasıdır, piyasa değerinin

ağırlıklı ortalaması değildir. Çeşitlendirilmiş firmanın q değeri ile bölümlerinin q değerlerinin eşit ağırlıklı ya da değer ağırlıklı ortalamasını karşılaştırmak, çeşitlendirilmiş firmanın mevcut durumdan daha az değerli olduğu şeklinde yanıltıcı sonuçlar verebilmektedir. Çeşitlendirmenin firma değerini etkilememesi halinde, çeşitlendirilmiş firmanın Tobin q değerinin, "pure play q" değerine eşit olması beklenmektedir. Çeşitlendirmenin değer etkisi q aracılığıyla belirlenirken, bölümün yerine koyma maliyeti eşit ağırlıklı pure-play q ve piyasa değeri ağırlıklı pure-play q olmak üzere iki farklı ağırlık dikkate alınarak belirlenebilmektedir. Bu karşılaştırma eşitlik 7'de gösterilmiştir (Lang ve Stulz, 1994, s. 1263-1264);

$$
\begin{aligned}
q - \sum_{i=1}^{i=n} \alpha_i q_i &= \frac{\sum_{i=1}^{i=n} M_i}{\sum_{i=1}^{i=n} R_i} - \sum_{i=1}^{i=n} \alpha_i \frac{M_i}{R_i} \\
&= \sum_{i=1}^{i=n} \frac{R_i M_i}{\left(\sum_{i=1}^{i=n} R_i\right) R_i} - \sum_{i=1}^{i=n} \alpha_i q_i \qquad (7) \\
&= \sum_{i=1}^{i=n} \frac{R_i}{\left(\sum_{i=1}^{i=n} R_i\right)} q_i - \sum_{i=1}^{i=n} \alpha_i q_i \\
&= \frac{1}{E(R_i)} \left[\operatorname{cov}(R_i, q_i) + E(R_i)E(q_i)\right] - n\left[\operatorname{cov}(\alpha_i, q_i) + E(\alpha_i)E(q_i)\right]
\end{aligned}
$$

Burada, E(.) ve cov(.,.), örneklem ortalamalarını ve kovaryansları göstermektedir. Bir holding şirketin n sayıda firmaya sahip olması halinde α_i, holding şirketin emsal Tobin q değerinin oluşumundaki i. firmanın ağırlığıdır. Eşitlik 7'de belirtilen gösterim, üç farklı ağırlık şeması için değerlendirebilir. İlki, α_i, yerine koyma maliyetinin ağırlığı olarak, i. bölümünün yerine koyma maliyetinin firmanın bölümlerinin yerine koyma maliyetlerinin toplamına bölünmesi şeklinde belirlenir. Çeşitlendirmenin bir etkisinin olmaması halinde, eşitlik 0'a eşit olacak ve bir holding şirketin Tobin q değeri bölümlerin Tobin q değeri toplamı olarak belirlenen "chop-shop q" ya eşit olacaktır. Başka bir ifadeyle, çeşitlendirme nötr ise, çeşitlendirilmiş firmanın Tobin q değeri ve chop-shop q değeri arasında fark olmayacaktır. Tersine, çeşitlendirilmiş firmanın Tobin q değeri, bölümün Tobin q değerinin eşit ağırlıklı veya değer ağılırlıklı olarak karşılaştırıldığında, çeşitlendirme yapılmadığı zamanda bile

değer azaltıcı bir durum olarak gösterecektir. Bölümün eşit ağırlıklı ortalamasının alınması durumu eşitlik 8'de gösterilmektedir (Lang ve Stulz, 1994, s. 1265);

$$q - \sum_{i=1}^{i=n} \alpha_{.i} q_i = \frac{1}{E(R_i)} \left[\text{cov}(R_i, q_i) + E(R_i)E(q_i) \right] - n \left[\text{cov}(\frac{1}{n}, q_i) + E(\frac{1}{n})E(q_i) \right] \quad (8)$$
$$= \text{cov} \left[\frac{R_i}{E(R_i)}, q_i \right]$$

Bir holding şirketinin Tobin q değeri onu oluşturan bölümlerin eşit ağırlıklı Tobin q değeriyle karşılaştırıldığında oluşan q değerleri ve yerine koyma maliyetleri negatif korelasyona sahipse, holding şirketin Tobin q değeri eşit ağırlıklı ortalama Tobin q değerinden daha düşük olacaktır. Üstelik, yerine koyma maliyeti büyük bölümlerin düşük Tobin q değerlerine sahip endüstrilerde bulunmaları halinde, çeşitlendirme ve Tobin q değeri arasında negatif ilişki olduğu sonucuna ulaşılacaktır.

Çeşitlendirilmiş firmanın Tobin q değerini, bölümlerin piyasa değeri ağırlıklarıyla karşılaştırdığımızda; çeşitlendirme nötr olduğu zaman bile, çeşitlendirilmiş firmanın, bölümlerinin piyasa değeri ağırlıklı portföylerinden daha fazla veya daha az değerli olduğu sonucuna ulaşılacaktır. Bu durum, eşitlik 9'da görülmektedir (Lang ve Stulz, 1994, s. 1265);

$$q - \sum_{i=1}^{i=n} \alpha_{.i} q_i = q - \frac{E(M_i q_i)}{E(M_i)}$$
$$= \frac{E(M_i)}{E(R_i)} - \frac{1}{E(M_i)} E\left(\frac{M_i^2}{R_i} \right) \quad (9)$$
$$= \frac{1}{E(M_i)} \left[\frac{E(M_i)^2}{E(R_i)} - E\left(\frac{M_i^2}{R_i} \right) \right]$$

Jensen eşitsizliği nedeniyle, yerine koyma değerinin tersi piyasa değerinin[2] karesiyle korelasyona sahip olmaması halinde, parantez içindeki gösterim negatif

[2] Eşitlikte; $E(M^2 / R) = \text{cov}(M^2, 1/R) + E(M^2)E(1/R)$, eğer kovaryans terimi sıfır olursa, Jensen eşitsizliğinde, $E(M^2)E(1/R)$ ile $E(M)^2/E(R)$ nin birbirinden farkı olmayacaktır. Kovaryans terimi sıfır olmaz ise, işaret, dağılım varsayımları (distributional assumptions) kesin olmaksızın değerlendirilememektedir. Büyük piyasalarda yerine koyma değerleri büyük olduğu için, covaryans terimi negatif beklenmektedir. Bu takdirde covaryans terimi Jensen eşitsizliğinin etkisini azaltmaktadır.

olmaktadır. Üstelik, çeşitlendirme firma değerini etkilemese bile, bir holding şirketler portföyü, bölümlerinin değer ağırlıklı ortalama Tobin q değerinden daha düşük Tobin q değerine sahip olarak elde edilecektir. Genel olarak, piyasa değeri ağırlıkları kullanıldığı zaman bir taraf tutma vardır, ama taraf tutmanın işaretini değerlendirmek, piyasa ve yerine koyma değerlerinin ortaklaşa dağılımlarına bağlı olduğu için güç olmaktadır.

3.2. Firma Çeşitlendirmesi ve Firma Riski İlişkisi

Firma çeşitlendirmesi, finansal risk yönetimi açısından önemli sonuçlar doğurmakta, firmanın toplam riskinin azaltılmasına yardımcı olmaktadır. Faaliyetlerini çeşitlendiren firmalarda oluşan ortak sigorta etkisi, tek bir alanda faaliyet gösterilmesinin neden olacağı riskin azalmasına olanak sağlamaktadır (Xing, 2003, s. 21). Levellen'in çalışmasında (1971), taraflar açısından bir "sıfır toplam" oyunundan farklı olacak birleşmenin şartları belirtilmiştir. Buna göre, çeşitlendirilmiş firmalar, uzman firmalara oranla daha düşük riske sahip olduklarından borç kapasitelerini artırabilecekler ve faizin vergi kalkanı faydasından yararlanacaklardır.

Uzman firmalar, diğer karlı endüstrilerin veya yeni gelişen pazarların olası getirilerinden faydalanmadıkları için yüksek riskle karşı karşıya kalabilmektedir. Bu firmalarda belirli bir aşamadan sonra satışlar azalmaya başlayacaktır. Eğer firma bu problemi fark ederek önlem almaz ise finansal sıkıntı yaşayabilir. Firmayı çeşitlendirmeye yönelme nedenlerinden birisi de, iyi olmayan koşullara sahip mevcut ürün piyasasına olan bağlılığı azaltmaktır. Endüstriyel faaliyetlerini genişleten firma, tek ürün piyasasındaki talep şoklarından göreceği zararı da azaltabilmektedir (Chiau ve Ho, 2009, s. 59-60).

Çeşitlendirmeden, talep dalgalanmalarıyla ilgili belirsizliğe karşı bir araç olarak yararlanılabilmektedir. Çeşitlendirme firma açısından korunma sağlamakta, ancak belirsizlik tamamen ortadan kaldırılamamaktadır. Firma çeşitlendirmesiyle, kaynaklar birbirinden bağımsız bölümler arasında dağıtılmakta ve esneklik kazanılarak risk mümkün olduğunca azaltılabilmektedir. Burada bahsedilen risk, endüstriye özgü risk olup, bölümler arasında farklılık göstermektedir. Çeşitlendirme aracılığıyla firmaya özgü risklerde azalış olmasına rağmen; sistematik risk ile firma çeşitlendirmesi arasında güvenilir bir ilişki olmadığı da belirtilmektedir.

Firma çeşitlendirmesi ile riskin büyüklüğü arasındaki ilişki, riske maruz nakit akımı (Cash Flow-at-Risk) yöntemiyle belirli bir dönem üzerinden incelenebilmektedir.[3] Çeşitlendirilmiş firmaların uzmanlaşmış firmalara oranla, daha düşük riske maruz nakit akımları seviyelerine sahip oldukları belirtilmektedir. Nakit akımı dağılımları, ilişkili çeşitlendirmelerde ilişkisiz çeşitlendirmelere oranla daha değişkendir. İlişkisiz alanlara çeşitlendirme yapılmasıyla farklı risk ve getiri özelliklerine sahip bölümlerin bir arada faaliyet göstermesi olanağı elde edilmekte, bölümler arasında denge sağlanarak firma bazında nakit akımı değişkenliği azaltılabilmektedir. İlişkili çeşitlendirme yapan firmalarda nakit akımı değişkenliği, ilişkisiz çeşitlendirme yapan firmalara oranla daha yüksek olacağı, uzman firmalarda ise, riskli nakit akımlarına sahip olunacağı belirtilmektedir (Chiu, 2007, s. 5).

Çeşitlendirilmiş firmanın bölümlerinin getirileri arasında negatif korelasyon olması halinde, çeşitlendirme getirilerdeki değişkenliği azaltacaktır. Pozitif korelasyonda ise, korelasyonun seviyesi düştükçe toplam getirilerdeki değişkenlik azalma gösterecektir. Bir portföy olarak değerlendirilen firmanın farklı risk ve getiri özelliğine sahip iki bölümle faaliyette bulunduğu düşünüldüğünde; w, bölümün firmadaki ağırlık değerini, σ ise bölümün riskini temsil etmektedir. Bu durumda, varyans aracılığıyla belirlenen toplam firma riski, eşitlik 10 aracılığıyla belirlenebilir (Canbaş ve Doğukanlı, 2007, s. 499);

$$Varyans = w^2{}_1\sigma^2{}_1 + w^2{}_2\sigma^2{}_2 + 2Cov_{1,2}w_1w_2 \qquad (10)$$

Eşitlik 10'da getiriler arasındaki kovaryans arttıkça toplam firma riskinin de artacağı görülmektedir. Kovaryans negatif olduğu zaman, toplam risk tek tek bölümlerin risklerinin toplamından daha az olacaktır. Bu durumda, ilişkisiz çeşitlendirme, negatif korelasyonla sonuçlanmakta veya en düşük korelasyonu oluşturmaktadır.

[3] Riske maruz nakit akımı modeli, belirli bir istatistiki anlamlılık düzeyinde firmanın gelecek hafta veya ay içerinde ne kadar nakit akımı sıkıntısının olacağını değerlendirme ölçüsü olup, riske maruz nakit akımını ifade etmektedir.

3.2.1. Çeşitlendirme, Sistematik ve Sistematik Olmayan Risk İlişkisi

Çeşitlendirme konuları, bölümler arasındaki ilişkilerin nasıl yönetileceği ve bir arada faaliyet gösterilmesi halinde en yüksek faydanın sağlanabileceği bölümlerin nasıl olması gerektiği konularına odaklanmaktadır. İşletme grubu birleşmelerin yüksek kaldıraca sahip oldukları ve işletme grubu firmaların sermaye yapılarında işletme grubu olmayan firmalara oranla daha fazla borç bulundurdukları belirtilmektedir. Bu doğrultuda, sistematik riskin ölçüsü olarak beta, işletme grubu firmalarda işletme grubu olmayan firmalara oranla daha yüksek seviyelerde elde edilmektedir (Montgomery ve Singh, 1984, s. 182).

Çeşitlendirme, firmayı dönemsel dalgalanmalara ve uzun dönemli belirsizliklere karşı koruyarak riskini azaltmasına yardımcı olmaktadır. Firma çeşitlendirmesi ve risk arasındaki ilişki hakkında çok az bilgi olup, mevcut bilgi Modern Portföy Teorisi'nden (MPT) gelmektedir. MPT'si, hisse senedi çeşitlendirmesi ve risk tahmini yapabilmesi için yatırımcılara yol göstermektedir. Aynı yol, firma çeşitlendirmesinin riskini tahmin etmek için de kullanılabilmektedir (Lubatkin ve Chatterjee, 1994, s. 110).

Hisse senedi getirisinin riski, sistematik risk ve sistematik olmayan riske göre belirlenmektedir. MPT'ne göre, Sermaye Varlıkları Fiyatlama Modeli (SVFM), firma riskini sistematik ve sistematik olmayan risk şeklinde bileşenlere ayırmaktadır. Sistematik riskin kaynağı, tüm firmaları etkileyen nitelikte olup, sosyal, politik ve ekonomik çevredeki değişimlerdir. Sistematik olmayan risk kaynakları ise, firmaya ve faaliyet gösterilen sektöre özgü risklerdir.

Sistematik ve sistematik olmayan riskin ayrımı SVFM'i temelinde yapılmakta ve modelin varsayımlarına dayanmaktadır. Modelde, sermaye piyasalarının dengede olduğu, risksiz faiz oranı ile sınırsız miktarda borç alınıp verilebildiği, işlem maliyetleri ve vergilerin olmadığı ve yatırımcıların bilgiye tam olarak ulaşabildikleri varsayılmaktadır. Ancak gerçek dünyada bu durum böyle olmayıp, işlem maliyetleri, vergiler ve farklı bilgilenme durumu vardır. Vergiler dikkate alındığında, borcun faizi vergiden indirilebilmekte ve hissedarların sermaye maliyetinin bir kısmı devlete aktarılmaktadır. Firma özsermaye yerine borç finansmanını kullanarak hissedar açısından yaratacağı değeri belirli sınırlar içinde tutabilirler (Lubatkin ve Chatterjee, 1994, s. 111).

Sistematik risk çeşitlendirilemez olduğu için firma çeşitlendirmesi ve sistematik risk arasında istatistiksel açıdan bir ilişki olmadığı, firma çeşitlendirmesinin sistematik

riski azaltamayacağını belirten görüşler bulunmaktadır. Ancak firma çeşitlendirmesi teorisi, iç ilişkili bölümlerin bir araya getirilmesiyle oluşan sinerjinin sistematik ve sistematik olmayan riski azaltacağını savunmaktadır. Bu portföy teorisinin yanlış olduğu anlamına gelmemektedir. Firma çeşitlendirmesiyle yönetici, farklı risk profiline sahip bölümler aracılığıyla risk profilini etkileyebilmektedir. Böylelikle birleşen getirilerin beklenen varyansı, tarihi varyansın doğrusal uzantısı olmayabilecektir. Diğer yandan, portföy teorisi, pasif yönetim önermesine dayanmaktadır, nakit akımları birleşmiştir fakat çeşitlenmemiştir. Firma çeşitlendirmesi teorisi, hissedarın elde edemeyeceği bir durum olarak yöneticinin şirket riskini düşürebilmek için aktif şekilde müdahale edilebileceğini varsaymaktadır. Bunun tersine uzman firmalarda, herhangi bir portföy etkisi yaratacak sinerji içeren iç ilişki bulunmadığı için belirsizlik riskine maruz kalınmakta ve rekabet avantajları azalmaktadır. Bu firmalarda getiriler, sistematik olmayan risk kaynaklarından birisi olan iş riskine ve sistematik risk kaynaklarından makroekonomik dalgalanmalara yüksek duyarlılık gösterecektir. Yatay çeşitlendirme derecesi yüksek olan firmalar, bu etkilere karşı ortalama bir kayıp yaşayacaklardır. Dikey çeşitlendirmeli firmalarda, belirsizliğin etkisi azaltıldığı için uzman firmalara oranla daha düşük risk seviyeleri elde edilmektedir. Ayrıca işlem maliyetlerindeki azalma, çeşitlendirilmiş firmada bütün olarak ekonomik dalgalanmalara karşı duyarlılığı azalmaktadır (Lubatkin and Chatterjee, 1994, s. 117).

Firma açısından makroekonomik faktörler sistematik risk kaynağıdır. Endüstriye özgü giriş engelleri, sistematik riskin direkt belirleyicisidir. Bir endüstride giriş engeli oluşturacak şekilde firma yapılanmasına gidilmesi, firmaya, girdi fiyatları ve çıktı fiyatlarını kontrol edebileceği piyasa gücünü sağlayabilmektedir. Böylelikle, firmanın nakit akımları seviyesi artmakta, makroekonomik dalgalanmalara karşı duyarlılık azalarak, firmanın sistematik riski azalmaktadır. Firmanın nakit akımlarını, giriş engelleri ve diğer ekonomik faktörler etkilemekte [nakit akımları = f (giriş engelleri+diğer faktörler)], firmanın sistematik riski de nakit akımlarına bağlı [sistematik risk = f (nakit akımları)] olarak değişmektedir (Lubatkin and Chatterjee, 1994, s. 112).

Beta, ilişkili ve ilişkisiz çeşitlendirme açısından farklılık göstermektedir. İlişkisiz çeşitlendirme yapan firmaların betaları, ortalama betalardan daha yüksek seviyelerde gerçekleşmektedir. Bunun nedenleri, ilişkisiz çeşitlendirme yapan firmaların pazar gücünün düşük olması, sermaye yoğunluğunun düşük olması ve borçla finansmanın yüksek seviyelerde olmasıdır. İlişkisiz çeşitlendirmede firmaların düşük

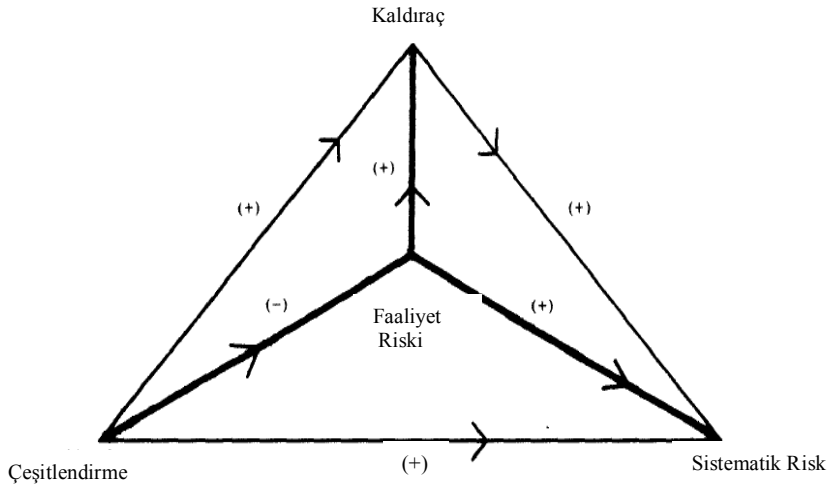
piyasa gücüne sahip olmaları beklenmektedir. Endüstride lider olmayan ve kaynaklarını tek bir alana yönlendirmek istemeyen ilişkisiz çeşitlendirme yapmış bir firmanın, dikey bütünleşmeye yönelmesi beklenmektedir. İlişkisiz çeşitlendirmede firma, uzun dönem getiriler sunan yoğun sermaye yatırımlarından ziyade kısa dönem getirilere odaklanmaktadır. Bu firmalarda, farklı risk ve getiri özelliklerine sahip bölümlerden elde edilen nakit akımlarının değişkenliği az olmakta ve bu da firmanın iflas riskini azaltmaktadır. Artan firma büyüklüğü sermaye piyasalarda daha iyi kaynağa ulaşabilme olanağı sağlamakta, finansal korunma ile maliyet tasarrufları elde edilebilmektedir. Bu durum, yüksek oranda çeşitlendirilmiş firmalarda borç finansmanının artmasına yol açmaktadır. Borç finansmanındaki artış nedeniyle ilişkisiz çeşitlendirmeli firmalarda diğer firmalara oranla daha yüksek betalar olması beklenmektedir (Montgomery ve Singh, 1984, s. 184).

3.2.2. Çeşitlendirme, Firma Kaldıracı ve Sistematik Risk İlişkisi

Firma çeşitlendirmesinin, sermaye yapısı ve sistematik risk üzerine etkileri vardır. Firmalar çeşitlendirme aracılığıyla, faaliyet risklerini azaltabilir ve vergi avantajını elde edebilmek için finansal kaldıracı artırabilirler. Getirileri tam korelasyon içermeyen faaliyet alanlarında çeşitlendirme yapılarak, borçlanabilme kapasitesi artırılabilmekte ve faaliyet nakit akımlarının değişkenliği azaltılabilmektedir. Çeşitlendirmenin sermaye yapısı açısından oluşturabileceği diğer bir etki ise, faaliyet riskindeki azalmanın iflas olasılığı ve maliyetlerini düşürmesi şeklindedir (Amit ve Livnat, 1988, s. 21-22).

Çeşitlendirme stratejilerinin firmaların sermaye yapısı ve sistematik riski üzerindeki etkilerini belirlemenin bir yolu da, "path analizi" ile değerlendirme yapılmasıdır. Path analizi tekniği, birden çok değişkenden oluşan bir grupta, değişkenler arasındaki nedensel ilişkilerin önemini ve büyüklüğünü belirlemede kullanılan bir yöntemdir. Değişkenler üzerindeki, direkt ve dolaylı etkilerin belirlenmesinde kullanılır.

Çeşitlendirme ile firmanın sistematik riski, finasal ve faaliyet riskinin yaratabileceği doğrudan ve dolaylı etkilere göre değişebilmektedir. Path analizinde, çeşitlendirme ölçüleri ve sistematik risk arasındaki korelasyon üç açıdan değerlendirilir. Kaldıraç, faaliyet riski, çeşitlendirme ve sistematik risk arasındaki teorik ilişki Şekil 4'te gösterilmektedir.



Şekil 4. Çeşitlendirme ve sistematik risk
Kaynak: Amit ve Livnat, 1988, s. 33.

Şekil 4'te çeşitlendirme derecesinin büyüklüğü firmanın faaliyet riskini ters yönlü olarak etkilemektedir. Firmanın finansal kaldıracı, çeşitlendirmenin büyüklüğüne ve firmanın sahip olduğu faaliyet riski miktarına bağlıdır. İlişkisiz çeşitlendirmede, çeşitlendirme derecesi arttıkça finansal kaldıraç derecesinin artması beklenmektedir. Faaliyet ve finansal riskteki artış, sistematik riskte artışa yol açabilmektedir. Ayrıca, faaliyet ve finansal riskin etkileri dışında çeşitlendirmeden direkt olarak da etkilenmektedir

3.3. Firma Çeşitlendirmesi ve Firma Performansı İlişkisi

Çeşitlendirme ile firma performansı arasındaki ilişkide çeşitlendirmenin fayda ve maliyetleri önem taşımaktadır. Firma performansı, söz konusu fayda ve maliyetler arasındaki dengenin nasıl sağlandığına bağlı olarak değişmektedir. Bu fayda ve maliyetler, yöneticiler ve yatırımcılar açısından eşit olmayabilir.

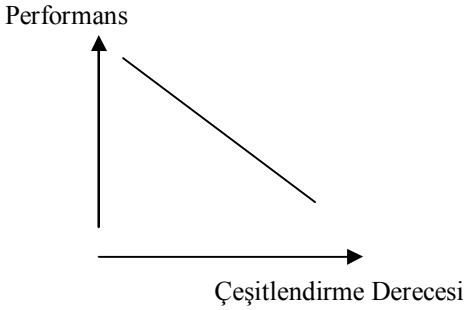
Performans ölçülerinin başında firma karlılığı gelir. Satışların büyüme hızı ve nakit akımlarına dayalı performans ölçüleri yaygın olarak kullanılmaktadır. Çeşitlendirme çalışmalarında performans ölçüsü olarak, finansal veya muhasebeye dayalı getiri ölçülerinden yararlanılmaktadır.

Çeşitlendirme ve performans arasındaki ilişki tek düze olmayıp bir takım şartlara göre değişmektedir. İlişkinin derecesi ve yönü, yönetim yeteneği ve çeşitlendirme yöntemi gibi değişkenlerden etkilenmektedir (Pandya ve Rao, 1998, s. 67).

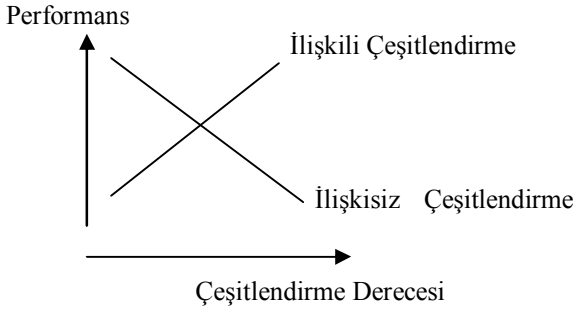
Çeşitlendirme ve firma performans arasındaki ilişki konusunda, bir kısım çalışmalarda pozitif ilişki olarak belirtilirken, bir kısmında negatif ilişki olduğunu belirtilmektedir. Söz konusu ilişki, kaynaklara dayalı yaklaşım ve temsil teorisi kapsamında açıklanmaktadır. Kaynaklara dayalı yaklaşımda, yoğun olarak kullanılan kaynaklar ve firma performansına etkileri dikkate alınmaktadır. Kaynakların varlık spesifikasyonunun yüksek olup olmaması ve özel yetenekler konusuna odaklanılmaktadır. Kaynakların tanımlanması yoluyla stratejik öneme sahip kaynaklar belirlenir. Kaynakların bu özellikleri firmanın performansını etkileyecek olan unsurlar olarak görülmektedir.

Temsil teorisine göre, yönetim ve sahipliğin ayrılmasıyla, tepe yöneticisi ve firma sahipleri asındaki çıkarların farklılaşabileceği, bu durumun firma performansını etkileyeceği belirtilmektedir. Temsil problemlerine asimetrik bilginin eklenmesiyle birlikte, yöneticinin firma performansını olumsuz etkileyebilecek ilişkisiz eşitlendirme stratejilerine yönelmesi için gerekli şartlar oluşmaktadır (Li ve Wong, 2003, s. 243).

Yöneticinin kişisel riskini azaltma isteği ve/veya kişisel faydalarını daha fazla artırma isteği ile firma kaynaklarının kendi çıkarları doğrultusunda kullanması, firmada temsil maliyetleri oluşmakta ve firma performansını bütün olarak olumsuz etkilemektedir. Çeşitlendirme ve performans arasındaki ilişki, temsil maliyetleri ve kaynaklara dayalı yaklaşım temelinde Şekil 5 ve Şekil 6'da gösterilmektedir.



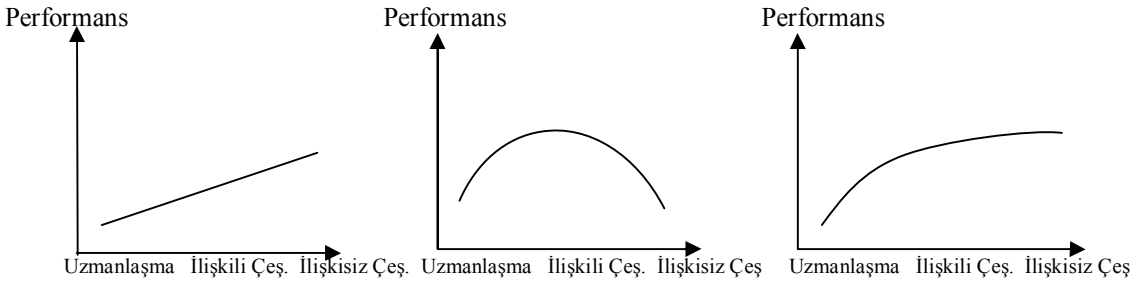
Şekil 5. Temsil teorisi
Kaynak: Chiau ve Ho, 2009, s. 58.



Şekil 6. Kaynaklara dayalı yaklaşım
Kaynak: Chiau ve Ho, 2009, s. 58.

Şekil 5 ve 6'da temsil teorisine göre çeşitlendirme arttıkça performansın azaldığı görülmektedir. Kaynaklara dayalı yaklaşımda ise, çeşitlendirmenin türüne göre farklılık göstermekte, ilişkisiz çeşitlendirme durumunda performansta azalma görülürken, ilişkili çeşitlendirme arttıkça performans da yükselmektedir. Kaynaklara dayalı yaklaşımda, ilişkisiz çeşitlendirme derecesi arttıkça performans seviyelerinde düşme görülmektedir.

Çeşitlendirme ile firma performansı arasında ilişki, çeşitlendirmenin derecesi, çeşitlendirmenin tipi ve çeşitlendirme modeli olarak üç farklı açıdan incelenmektedir. Bu modellerde, çeşitlendirmenin firma performansına etkileri farklılık göstermektedir (Data ve diğ., 1991, s. 532). Modeller, doğrusal model (Linear Model), ters U modeli (Inverted U (Curvilinear) Model) ve ara model (Intermadiate Model) olup, Şekil 7'de gösterilmektedir.



a) Doğrusal Model b) Ters U Modeli c) Ara Model

Şekil 7. Çeşitlendirme ve performans ilişkisinin modelleri

Kaynak: Palich, Cardinal & Miller, 2000, s. 157.

Şekil 7'ye göre, doğrusal modelde, pazar gücü elde edilmesi, antirekabetçi uygulamalar yapılması, yıkıcı fiyatlama yani ölçek ve kapsam ekonomileri elde edilmesi halinde çeşitlendirmenin performans etkisi görülmektedir. Firmanın faaliyet gösterdiği pazarı etkileyebilecek güce sahip olması durumunda, çeşitlendirme firmanın daha yüksek performans seviyelerine ulaşmasına olanak sağlamaktadır. İlişkisiz çeşitlendirmede, en yüksek performans düzeyleri elde edilmektedir. Ters U modelinde, uzmanlaşmış firmalara oranla çeşitlendirme yapan firmaların tek bir alanda faaliyet göstermenin oluşturacağı riskleri azaltması, portföy etkisi ile sinerji oluşması ve yatırım fırsatlarının artması şeklinde firma performansını artırıcı etki sağlanmaktadır. Bu etki sürekli olmayıp, belirli bir noktadan sonra daha fazla çeşitlendirmeye gidilmesiyle, çeşitlendirmenin marjinal faydalarından daha fazla marjinal maliyetler oluşturmakta ve performansta azalma görülmektedir. Ara modelde, çeşitlendirmeye gidilmesinin başlangıçta uzmanlaşmaya oranla firma performansında artış sağlayacağı, ilişkili çeşitlendirme düzeyinin optimal noktasına ulaştıktan sonra tamamen ilişkili olmayan alanlarda çeşitlendirmeye devam edilmesiyle kapsam ekonomilerinden yararlanılması ve performansın belirli düzeyde tutulması, rakiplerine oranla daha hızlı ve ucuz kaynaklara ulaşılmasını önermektedir. Bu aşamada ilişkisiz çeşitlendirme ile finansal

sinerji yaratılması, endüstri riskinin azaltılması, portföy etkisinin yarattığı riskte azalma firmanın bütün olarak iflas olasılığını azaltmaktadır (Palich, Cardinal & Miller, 2000, s. 156-161).

Yüksek performanslı firmalar çeşitlendirme aracılığıyla özel yeteneklerini ve bilgilerini ellerinde tutabilirler. Yüksek performansa sahip firmalar rakiplerine oranla daha hızlı büyüyebilirler. Firmanın başarısı büyümeyi etkilemekte ve göreceli olarak daha büyük pazar payları oluşturulmaktadır.

Çeşitlendirme ve performans arasındaki nedensellik ilişkinin özelliği konusunda farklı yaklaşımlar öne sürülmektedir. İlki, çeşitlendirmeye yönelme açısından firmanın yüksek performans seviyelerine sahip olması gerektiği şeklindedir. Bu durumda, çeşitlendirme derecesi ile performans arasında pozitif ilişki vardır. Diğeri ise, yüksek performans seviyelerinin çeşitlendirme için gerekli, ancak tek başına yeterli bir neden olmayacağı şeklindedir. Performans ve çeşitlendirme arasındaki ilişki yumurta-tavuk ilişkisine benzetilmektedir (Hall, 1995, s. 38).

BÖLÜM IV

FİRMA ÇEŞİTLENDİRMESİNİ İNCELEYEN ÇALIŞMALAR

Firma çeşitlendirmesi literatüründe, çeşitlendirme ile ilgili çalışmalar dayandıkları farklı yaklaşımlara, kullanılan yöntemler ve değişkenlere göre farklılık göstermektedir. Bir kısım çalışmalarda firmaların niçin çeşitlendirme yaptıkları incelenirken, diğer bir kısmında da çeşitlendirmenin etkileri araştırılmaktadır. Finans literatüründe çeşitlendirmenin etkilerinin araştırıldığı çalışmalar, firma değeri, riski ve performansı üzerine etkilerinin incelendiği çalışmalar olarak gruplandırılabilir.

4.1. Firma Çeşitlendirmesi ve Firma Değeri İlişkisini İnceleyen Çalışmalar

Çeşitlendirmenin firma değeri açısından oluşturabileceği etkiler, çeşitlendirme primi, çeşitlendirme iskontosu ve çeşitlendirmenin belirli bir noktasına kadar firma değerine olumlu katkı sağlayıp daha fazla çeşitlendirme yapılması halinde firma değerini azaltacağı yönündedir. Ampirik çalışmalarda, çeşitlendirmenin bu etkilerine neden olabilecek faktörler araştırılmaktadır.

Levellen (1971), iş dünyasında özellikle 1960'lı yıllar boyunca çok büyük birleşmeler yaşandığını vurgulayarak birleşmelerin, birleşen firmalar için sıfır toplamlı bir oyun olmamasını sağlayacak birleşme nedenlerini araştırmıştır. Şirket birleşmelerinin sağlayacağı getirinin kaynakları, finansal faydalar ve borç kapasitesi üzerinde yaratacağı etkiler açıklanmıştır. Çalışmada, uzman firmalara oranla çeşitlendirilmiş firmaların düşük risk taşıdıkları ve bunun da borç kapasitelerini artırdığını belirtilmiştir. Bu firmalarda, borcun vergi tasarrufu faydasından yararlanılarak çeşitlendirmeden fayda sağlanabileceği bulunmuştur.

Higgins ve Schall (1975), firmaları çeşitlendirmeye yönlendiren finansal güdüleri araştırmışlardır. Çeşitlendirme ile elde edilebilecek iflas olasılığı ve maliyetindeki azalma ile vergi kalkanı avantajı faydalarının olmaması halinde, çeşitlendirmenin hissedarlar açısından değer yaratamayacağı belirtilmiştir. Firma çeşitlendirmesinin yol açacağı ortak sigorta etkisi teorik olarak açıklanmıştır. Çeşitlendirmeyle elde edilen ortak sigorta etkisi tahvil sahipleri açısından fayda sağlarken, çeşitlendirme amacıyla birleşen firmaların toplam nakit akımlarının aynı

kaldığı ve değerlerinin değişmediği vurgulanmıştır. Tahvil sahibinin varlığındaki artış, hissedarın varlığındaki azalmayla dengelenmektedir. Bu durumda, çeşitlendirmenin hisse senedi sahiplerine zarar verebileceği belirtilmiştir.

Jacquemin ve Berry (1979), çeşitlendirme ve firma değeri ilişkisini entropi ölçüsü kullanarak belirlemişlerdir. Entropi ölçüsüyle toplam firma çeşitlendirmesi, ilişkili ve ilişkisiz çeşitlendirme şeklinde bileşenlerine ayrılarak hesaplanmıştır. İmalat sanayi firmalarından 460 firmanın 1960-1965 dönemine ilişkin verileri kullanılmıştır. Entropi değerleri, 2 ve 4 basamak endüstri seviyesinde belirlenmiş ve entropi ölçüsünün analitik çıkarımlar yapabilme olanağını artırdığı vurgulanmıştır. Analizlerde bağımlı değişken, büyüme oranı olarak kullanılmıştır. Bağımsız değişkenler ise, toplam varlıklar, kazançlar, beklenen büyüme, 2 basamak herfidahl endeksine göre belirlenen çeşitlendirme derecesindeki yüzde değişim ve 4 basamak herfidahl endeksine göre belirlenen çeşitlendirme derecesindeki yüzde değişim olarak belirlenmiştir. Benzer şekilde entropi ölçüsü kullanılarak da tekrarlanan analizlerde, büyüme ve çeşitlendirme arasında pozitif ilişki bulunmuştur. Herfidahl ve entropi ölçüleri ile elde edilen bulguların birbiriyle uyumlu olduğu sonucuna ulaşmışlardır.

Lang ve Stulz (1994) çalışmalarında, firma çeşitlendirmesi ve Tobin q değeri arasındaki ilişkiyi araştırmışlardır. Analizlerde, 1978-1990 dönemine ait veriler kullanılmıştır. Söz konusu ilişkinin belirlenmesinde, çeşitlendirme, büyüklük, AR-GE, finansal piyasalara ulaşabilme yeteneği ve kar payı ödemeleri şeklinde belirlenen değişkenlerden yararlanılmıştır. Çalışmada, uzman firmalar portföyünün Tobin q değerleri ile çeşitlendirilmiş firmaların Tobin q değerlerinin karşılaştırılmasına dayanan "chop-shop" yaklaşımı kullanılmıştır. Çalışmanın sonucunda, çeşitlendirilmiş firmaların, uzman firmalara oranla daha zayıf performans gösterdikleri belirtilmiştir. Yüksek oranda çeşitlendirilmiş firmaların Tobin q değerlerinin uzman firmalara oranla anlamlı derecede düşük olduğu saptanmıştır. Çalışmada, çeşitlendirilmiş firmaların uzman firmalara oranla daha düşük değere sahip oldukları belirtilerek, çeşitlendirme iskontosu tespit edilmiştir. Çeşitlendirilmiş firmaların düşük Tobin q değerlerine sahip olmalarında, çeşitlendirme derecesinin yanında diğer faktörler de incelenmiş ve firma büyüklüğü ile çeşitlendirme arasında anlamlı pozitif ilişki bulgusuna ulaşmışlardır.

Berger ve Ofek (1995) çalışmalarında, çeşitlendirmenin firma değeri üzerindeki etkisini ve bu etkinin kaynaklarını 1986-1991 dönemine ilişkin verilerle incelemişlerdir. Çalışmada, satışlar çarpanı, varlıklar çarpanı ve FVÖK çarpanı yöntemleri kullanılarak artık değer belirlenmiştir. Belirlenen artık değerlerin bağımlı değişken olarak yer aldığı

modellerde, firma büyüklüğü, çeşitlendirme derecesi, satışların karlılığı ve sermaye harcamaları değişkenleri bağımsız değişkenleri oluşturmuştur. Çeşitlendirme dereceleri, Berry-Herfindahl çeşitlendirme ölçüsü aracılığıyla belirlenmiştir. Çeşitlendirilmiş firmaların uzman firmalara oranla %13-15 değer kaybına uğradıkları, diğer bir ifadeyle çeşitlendirme iskontosu olduğu saptanmıştır. Çeşitlendirme iskontosunun kaynağı, düşük yatırım fırsatlarına sahip bölümlere aşırı yatırım yapılması ve kazanç sağlamayan birimlere çapraz ikame yapılması olarak belirtilmiştir. Çeşitlendirme ile firma büyüklüğü arasında pozitif ilişki tespit edilmiştir. Aynı zamanda, çeşitlendirme derecesi arttıkça, yatırım fırsatları ve karlılık düzeyinin artacağını gösteren pozitif ilişki bulgusuna ulaşmışlardır.

Bodnar, Tang ve Weintrop (1998), firma özellikleri ve artık değer arasındaki ilişkiyi araştırmışlardır. Bu ilişkinin, endüstriyel çeşitlendirme yapan firmalar, uzman firmalar ve coğrafik çeşitlendirme yapan firmalar açısından farklılık gösterip göstermediğini incelemişlerdir. ABD'de faaliyet gösteren şirketlerin 1987-1993 yıllarına ilişkin verileriyle analizler yapılmıştır. Endüstriyel çeşitlendirmenin firma değerine negatif etkisinin, firma değeri ile korelasyona sahip coğrafik çeşitlendirme değişkeninin analizlere dahil edilmemiş olmasından kaynaklanabileceği düşüncesinden yola çıkılmıştır. Endüstriyel olarak çeşitlendirilmiş firmaların bir kısmı beraberinde coğrafik çeşitlendirme yaptıkları için endüstriyel çeşitlendirmenin firma değeri üzerindeki etkisini doğru değerlendirmede coğrafik çeşitlendirme faktörünün kontrol altına alınması gerektiği belirtilmiştir. Coğrafik çeşitlendirme yapan firmaların, uzman yurt içi firmalara oranla % 2,2 daha yüksek değere sahip oldukları anlaşılmıştır. Çeşitlendirilmiş firmalar, uzman yurt içi firmalara oranla %5,4 daha düşük değere sahip oldukları bulgusuna ulaşmışlardır. Artık değerin; endüstriyel çeşitlendirmeyle negatif, firma büyüklüğüyle pozitif, yatırım fırsatlarıyla pozitif ve karlılık düzeyiyle pozitif ilişkili olduğu bulgularına ulaşmışlardır. Coğrafik çeşitlendirmenin firma değerine etkisi pozitif iken, endüstriyel çeşitlendirmenin etkisinin negatif olduğu sonucuna ulaşmışlardır.

Rajan, Servaes ve Zingales (2000), firmada bölümler arasındaki çatışmaları ve kaynak dağılımındaki bozulmaları modelleyerek, etkin olmayan yatırımlara yönelmenin nedenlerini araştırmışlardır. Örneklem ABD'deki çeşitlendirilmiş firmalardan oluşmuştur. Bu firmaların 1980-1993 dönemine ilişkin verileri kullanılarak analizler yapılmıştır. Çeşitlendirilmiş firmalarda kaynak dağılımı analiz edilirken, farklı iş hatlarına sahip firmanın faaliyetlerine odaklanılmış ve yatay bütünleşmeye sahip

bölümler ile ilişkisiz bölümler arasındaki ayrıma önem verilmiştir. Çeşitlendirmenin düşük seviyelerinde, kaynak transferlerinin doğru yönetildiği ve uzman firmalara göre primle faaliyet gösterildiği belirtilmiştir. Çeşitlendirmenin yüksek seviyelerinde ise, firmada çeşitlendirmeye bağlı olarak bir iskonto oluştuğu saptanmıştır. Çeşitlendirme primi ve iskontosunun, çeşitlendirmenin genişliğine göre farklılaştığı sonucuna ulaşmışlardır.

Fleming, Oliver ve Skourakis (2001), Avustralya'da firmaların 1988-1998 dönemine ilişkin verileri kullanılarak, Berger ve Ofek yöntemiyle çeşitlendirme iskontosu incelemişlerdir. Artık değer ölçüsünün belirlenmesi aşamasında, varlıklar, satışlar ve vergiden önceki kar (VÖK) çarpanları kullanılmıştır. Bağımlı değişkenin artık değer ölçüsü olduğu çalışmada, bağımsız değişkenler, firma büyüklüğü, karlılık ve sermaye harcamaları değişkenlerinden oluşmaktadır. EKK yöntemiyle yapılan analizlerde, yüksek performanslı çeşitlendirilmiş firmaların, uzman firmalara oranla çeşitlendirme primiyle faaliyette bulundukları belirtilmiştir. Çalışmanın sonucunda, yüksek performanslı çeşitlendirilmiş firmalarda, diğer çeşitlendirilmiş firmalara oranla daha yüksek çeşitlendirme primi bulgusu tespit etmişlerdir. Regresyon analizi sonuçları artık değer belirleme yöntemine göre farklılık göstermiştir.

Lins ve Servaes (2002), çeşitlendirmenin fayda ve maliyetlerini açıklamışlardır. Gelişmekte olan piyasalarda faaliyet gösteren çeşitlendirilmiş ve uzman firmalar karşılaştırılmıştır. Gelişmekte olan piyasalardan, Hong Kong, Hindistan, Endonezya, Malezya, Singapur, Kuzey Kore ve Tayland piyasalarına ilişkin 1995 yılı verileriyle analizler yapılmıştır. Çeşitlendirme ölçüsü, kukla değişken olarak modele dahil edilmiştir. Çeşitlendirilmiş firmaların, uzman firmalara oranla yaklaşık %7 oranında çeşitlendirme iskontosu ile faaliyette bulunduklarını tespit etmişlerdir. Yöneticilerin firmadaki sahiplik oranı %10-30 arasında olan firmalarda çeşitlendirme iskontosu tespit etmişlerdir. Yöneticinin nakit akımı haklarının, kontrol haklarını aştığı durumlarda iskontonun daha da şiddetlendiği belirtilmiştir. Çeşitlendirilmiş firmaların, tek bölümlü firmalara oranla gelişmekte olan piyasalarda daha düşük değerlendikleri bulgusuna ulaşmışlardır. Çalışmada ayrıca firma performansı ve çeşitlendirme arasındaki ilişki araştırılmıştır. Firma performansını temsilen Tobin q oranının bağımlı değişkeni oluşturduğu regresyon analizinde, çeşitlendirme ile firma performansı arasında negatif yönlü ilişki olduğu saptanmıştır.

Mansi ve Reeb (2002) çalışmalarında, çeşitlendirmenin iskonto etkisini incelemiş ve iskontonun firma çeşitlendirmesinin risk azaltıcı etkisinden

kaynaklanabileceğini araştırmışlardır. Çeşitlendirmenin hissedar değerini azaltırken, firma riskindeki azalma yoluyla tahvil sahibinin değerindeki artış sağlayıp sağlamadığı incelenmiştir. Örneklem, 2856 firmanın 1988-1999 yıllarına ilişkin verilerden oluşmuştur. Artık değer, bölüm sayısı, büyüklük, gelir, sermaye harcamaları ve kaldıraç şeklinde belirlenen değişkenler kullanılarak firma çeşitlendirmesi ve firmanın özgü faktörler arasındaki ilişki analiz edilmiştir. Çalışmanın sonucunda, çeşitlendirme ve firma değeri arasındaki ilişkinin sıfırdan anlamlı derecede farklı olmadığı bulgusuna ulaşmışlardır. Hissedarların çeşitlendirmeden kaynaklanan kayıplarının firma kaldıracındaki artıştan kaynaklandığı ifade edilmiştir. Tamamen özsermaye ile finanse edilen firmalarda çeşitlendirme iskontosunun yaşanmayacağını belirtmişlerdir. Ayrıca, artık değer belirlenirken, borcun defter değerinin kullanılması halinde, çeşitlendirilmiş firmalarda artık değeri azaltacağı tespit edilmiştir. Artık değerin, firma büyüklüğü ile negatif ilişkili, yatırım fırsatları ve karlılık düzeyi ile pozitif ilişkili olduğu sonuçlarına ulaşmışlardır.

Campa ve Kedia (2002), çeşitlendirmenin firma değerine etkisini araştırmışlardır. Firmaların çeşitlendirme kararı, Compustat Industry Segment veri tabanından elde edilen 1978-1996 yıllarına ilişkin verilerle analiz edilmiştir. Firma büyüklüğü, sermaye harcamaları, karlılık (FVÖK/Satışlar), çeşitlendirme ve kaldıraç şeklinde belirlenen kontrol değişkenleri ile artık değer arasındaki ilişki değerlendirilmiştir. Bu ilişki, firmaların çeşitlendirme ve yeniden odaklanma kararları açısından incelenmiştir. Artık değer, Berger ve Ofek (1995) yaklaşımı kullanılarak satışlar ve varlıklar çarpanı yöntemlerine göre belirlenmiştir. Artık değerde 1978-1996 yılları süresince görülen değişimin, endüstrilere göre farklılık gösterdiği anlaşılmıştır. Artık değer ile çeşitlendirme arasında güçlü negatif korelasyon bulgusuna ulaşmışlardır. Regresyon analizi sonuçlarında, çeşitlendirme iskontosu tespit etmişlerdir. Ancak, çeşitlendirme iskontosunun azaldığı ve bazı dönemlerde prime dönüştüğü tespit edilmiştir. Firmaların faaliyetlerini tek bir endüstride mi yürüteceği, birden fazla endüstride çeşitlendirmeyi mi tercih edeceği veya yeniden kendi faaliyetlerine mi odaklanacağı kararları ayrıca araştırılmıştır. Bu aşamada bir firmanın çeşitlendirmeyi, çevresinden kaynaklanan ve firma değerini etkileyebilecek dışsal değişimlere yanıt olarak tercih ettiği ifade edilmiştir. Firmaların çeşitlendirme derecelerini daha da artırmaları halinde firma değerlerinin önemli derecede azaldığı belirtilmiştir. Yüksek değere sahip firmaların bulunduğu endüstri dalına çeşitlendirme yapılması halinde, endüstrideki diğer firmalara oranla daha düşük firma değerine sahip olunmaktadır.

Çeşitlendirilmiş firmaların daha düşük performans seviyelerine sahip olduğu sonucuna ulaşmışlardır. Artık değer ile firma büyüklüğü, yatırım fırsatları ve karlılık düzeyi arasında pozitif ilişki olduğu saptanmıştır. Analiz dönemlerinin farklılaşmasının, elde edilen sonuçları etkilediği belirtilmiştir.

Hyland (2003), çeşitlendirme öncesi ve sonrası dönemleri dikkate alarak çeşitlendirmenin firma değerine etkilerini araştırmıştır. ABD'de uzman firmalar arasından çeşitlendirmeyi tercih eden 118 firmanın 1978-1995 dönemine ilişkin verileri kullanılarak analizler yapılmıştır. Firmaların çeşitlendirme öncesi üç yılı ve çeşitlendirme sonrası üç yılı dikkate alınarak, yatay kesit verilerle analizler yapılmıştır. Artık değer değişkeni, yaklaşık Tobin q yöntemi ve Berger ve Ofek (1995) yöntemi takip edilerek belirlenmiştir. Endüstri çarpan değerleri, satışlar, varlıklar ve FVÖK çarpanları yöntemleri aracılığıyla belirlenmiştir. Analizlerde, çeşitlendirilmiş firmaların uzman firmalara oranla daha düşük değerleme çarpanına sahip olduklarını belirlemiş ve çeşitlendirme iskontosu bulgusuna ulaşmıştır. Çeşitlendirmeyle ilişkili olarak uzun dönemde firma değerinde azalma bulgusuna ulaşılamamıştır. Analiz dönemi boyunca, çeşitlendirmenin ilk yıllarında firma değerinde azalma görülürken, ilerleyen yıllarda bu azalmanın ortadan kalktığı ifade edilmiştir. Berger ve Ofek yönteminde ise, firma değerinde azalmayı destekleyen çok az kanıt bulunmuştur. Artık değer ile firma büyüklüğü arasında negatif ilişki olduğu sonucuna ulaşmıştır.

Xing (2003), çeşitlendirme iskontosu ve büyüme fırsatları açısından çeşitlendirmenin firma değerine etkisini ve çeşitlendirmenin firma riskini azaltıp azaltmayacağını araştırmıştır. Analizler, 257 çeşitlendirilmiş firmanın 1994-2000 yıllarına ilişkin verileri aracılığıyla yapılmıştır. Çeşitlendirilmiş firmalar benzer büyüme fırsatına sahip uzman firmalarla karşılaştırıldığında, çeşitlendirme iskontosu bulgusuna ulaşmıştır. Çeşitlendirmenin firma değerini azalttığına dair kanıtlar elde etmiştir. Çeşitlendirme ve firma riski ilişkisi, hisse senedi getirilerinin varyansı, geleneksel tek faktörlü model ve Fama French 3 faktörlü modeli ile GARCH tahminlerine dayanan zamana göre değişen risk tahminleri kullanılarak incelenmiştir. Çeşitlendirme ile varyansa şeklinde hesaplanan risk arasındaki ilişkide, herfindahl çeşitlendirme ölçüsü kullanıldığında negatif yönlü ilişki belirlenmiş, bölüm sayısı ve kukla değişken kullanıldığında ise pozitif yönlü ilişki elde etmiştir. Çeşitlendirmenin firma riskini azaltmasından ziyade, artışa yol açtığı sonucuna ulaşmıştır.

Martin ve Sayrak (2003) çalışmalarında, firma çeşitlendirmesi literatüründeki son gelişmeler ve elde edilen bulgulardaki farklılıklar değerlendirilmiştir. İlgili çalışmalardaki analizler, yatay kesit çalışmalar ve boylamsal çalışmalar şeklinde genel olarak iki grupta toplanmıştır. Literatürdeki bulgular; firma çeşitlendirmesinin hissedar değerini olumsuz etkilediği, çeşitlendirmenin hissedar değerini olumsuz etkilemediğini ve çeşitlendirmenin hissedar değeri yarattığını raporlayan çalışmalar şeklinde gruplanmıştır. Ayrıca çalışmada, firma çeşitlendirmesi ölçüsü; bölüm sayısına dayalı çeşitlendirme ölçüleri ve firma çeşitlendirmesinin stratejik ölçüleri şeklinde sınıflandırılarak bu ölçüm yöntemleri arasında karşılaştırma yapılmıştır. Veri tabanının kısıtlı olmasının yaratacağı sorunlar ve işletmelerin raporlama süreçlerinde oluşan farklılıkların yaratacağı etkiler değerlendirilmiştir. Çeşitlendirmeyi ölçme tekniklerinin, çeşitlendirme iskontosu veya primi şeklinde sonuçlar elde edilmesinde etkili olduğu belirtilmiştir.

Villalonga (2004a), ABD ekonomisinin tamamını dikkate alan bir veri tabanını (Business Information Tracking Series) kullanarak, çeşitlendirilmiş firmaların prim veya iskonto yapıp yapmadıklarını incelemiştir. Çeşitlendirilmiş firmaların uzmanlaşmış firmalara oranla iskontoyla faaliyette bulunduğu bulgularının analizlerde kullanılan verilerin yapısından kaynaklanabileceği araştırılmıştır. Artık değer, Tobin q yöntemi kullanılarak belirlenmiştir. Çeşitlendirme ölçüsü olarak, çeşitlendirme kukla değişkeni, bölüm sayısı, Herfindahl endeksi, Entropi endeksi kullanılmıştır. Analizler, 1989–1996 dönemine ilişkin verilerle yapılmış ve çeşitlendirilmiş firmaların aynı endüstrideki uzman firmalara oranla istatistiksel olarak anlamlı şekilde çeşitlendirme primiyle faaliyet gösterdikleri bulgularına ulaşmıştır. Çeşitlendirme priminin, analiz yöntemindeki değişkenlerin sayısına, örnekleme, artık değer ölçüsüne ve çeşitlendirme derecesine göre farklılık gösterdiğini belirtmiştir.

Villalonga (2004b) çalışmasında, çeşitlendirmenin firma değerine etkisi, eğilim skorları kullanılarak değerlendirilmiştir. Değerlendirme, ABD'de 1990-1997 dönemine ilişkin verilerle yapılmış ve endüstriye göre düzeltilmiş q değişkeni kullanılmıştır. Bu aşamada Lang ve Stulz'un (1994) "chop-shop" yaklaşımı takip edilmiştir. Probit model uygulandığında, çeşitlendirilmiş firma örneklemi benzer büyüklük ve endüstrideki firmalara oranla anlamlı derecede çeşitlendirme iskontosuna sahip olmaktadır. Eğilim skorlarına göre belirlenen 38 çeşitlendirilmiş firma ve 508 uzman firma aracılığıyla yapılan analizde, çeşitlendirmenin anlamlı derecede prim sağladığı belirlenmiştir. Çeşitlendirilmiş ve çeşitlendirilmemiş firmaların kendilerine özgü farklı özellikleri

eğilim skoru yöntemiyle kontrol altına alındığında, çeşitlendirme iskontosu ortadan kalkmakta ve prime dönüşmektedir. Artık değer ile firma büyüklüğü arasında pozitif ilişki olduğu belirtilmiştir. Yatırım fırsatları ve karlılık düzeyi ise, artık değer ile negatif ilişkili olarak tespit edilmiştir. Çalışmanın sonucunda, çeşitlendirilmiş firmalardaki iskontonun, çeşitlendirmeden kaynaklanmayabileceği belirtilmiştir.

Barnes ve Brown (2006) çalışmalarında, çeşitlendirmenin firma değerine etkisini değerlendirmişlerdir. Analizlerde, İngiltere'de faaliyet gösteren firmaların 1996–2000 dönemine ilişkin verileri kullanılmıştır. Çalışmada Piyasa Değeri/Defter Değeri ölçüsü ve düzeltilmiş değer ölçüsü olarak iki farklı bağımlı değişken üzerinde, yıl, coğrafik çeşitlendirme, endüstri dalı, firma büyüklüğü, kaldıraç, FVÖK/Satışlar, Sermaye harcamaları/Satışlar, AR-GE/Satışlar ve firmanın değişkenlik oranından (rate of firm volatility) oluşan bağımsız değişkenlerin etkileri araştırılmıştır. Yapılan analizlerde, firmaların %14 coğrafik çeşitlendirme iskontosuyla faaliyet gösterdikleri belirtilmiştir. Firma değeri açısından, endüstriyel çeşitlendirmenin negatif etkisi, coğrafik çeşitlendirmenin pozitif etkisi olduğu sonucuna ulaşmışlardır. Ayrıca artık değer, firma büyüklüğü ile negatif ilişkiye sahip iken, yatırım fırsatları ve karlılık düzeyiyle pozitif ilişkili bulunmuştur.

Galvan, Pindado ve Torre (2007), çeşitlendirme stratejisinin firma değerine etkilerini incelemişlerdir. Çeşitlendirmenin şekli ve derecesiyle ilgili değer modeli önerilerek Genelleştirilmiş Momentler Yöntemiyle tahminler yapılmıştır. Panel veri kullanılarak yapılan analizlerde 10 ülkedeki 845 firmanın 1990–2003 yıllarına ilişkin verileri kullanılmıştır. Bağımlı değişken, firma değeri, bağımsız değişkenler; çeşitlendirme derecesi, yatırımlar, borç, kar payları, maddi olmayan varlıklar, nakit akımı ve firma büyüklüğü olarak belirlenmiştir. Analizler sonucunda, Avrupa Birliğine bağlı ülkelerde çeşitlendirilmiş firmaların iskonto ile faaliyette bulundukları ifade edilmiştir. Ayrıca, artık değer ile firma büyüklüğü arasında pozitif ilişki olduğu belirtilmiştir. Firma değerinin etkileyen diğer faktörler kontrol altına alındığında, çeşitlendirme ile firma değeri arasında doğrusal olmayan bir ilişki saptanmış ve çeşitlendirmenin optimal bir seviyesi olduğu sonucuna ulaşmışlardır. İlişkili çeşitlendirmenin, ilişkisiz çeşitlendirmeye oranla daha fazla değer yarattığı anlaşılmıştır.

Firma çeşitlendirmesinin firma değerine etkilerini inceleyen çalışmaların sonuçları genel olarak değerlendirildiğinde, çeşitlendirme iskontosu ve primi açısından kesin bir yargıya varılamamaktadır. Son yıllarda yapılan çalışmalarda çeşitlendirme

primi bulgusunun daha sıklıkla raporlandığı görülmektedir. Sonuçlar üzerinde, analiz dönemi, çeşitlendirme ölçeği ve artık değer belirleme sürecinde kullanılan yöntemlerin etkisi olduğu anlaşılmaktadır.

4.2. Firma Çeşitlendirmesi ve Firma Riski İlişkisini İnceleyen Çalışmalar

Firma çeşitlendirmesinin firma riskine etkilerini araştıran çalışmalarda, toplam firma riski ve riskin bileşenleri kullanılarak değerlendirmeler yapılmaktadır. Araştırma modellerinde sıklıkla firma büyüklüğü ve borçlanma düzeyi, açıklayıcı değişkenler olarak dikkate alınmaktadır.

Bettis ve Hall (1982), çeşitlendirilmiş firmalarda risk ve getiri arasındaki ilişkiyi, ilişkili ve ilişkisiz çeşitlendirme düzeylerini dikkate alarak araştırmışlardır. ABD'de 80 firmanın 1973-1977 dönemine ilişkin verileriyle analizler yapılmıştır. Çeşitlendirme, ilişkili ve ilişkisiz çeşitlendirme türlerinin alt gruplarına ayrılarak incelenmiştir. Analizlerde bağımlı değişken, varlıkların getirisi, bağımsız değişken ise, varyans olarak hesaplanan risk değişkeni kullanılmıştır. Bulgulara göre, ilişkili çeşitlendirmede varlıkların getirisi ile firma riski arasında negatif yönlü ilişki bulunmaktadır. İlişkisiz çeşitlendirmede ise, varlıkların getirisi ile risk arasında pozitif ilişki olduğu sonucuna ulaşmışlardır. İlişkili çeşitlendirmeyle elde edilen getiri artışının, büyük oranda endüstri etkisinden kaynaklanabileceği belirtilmiştir.

Amit ve Livnat (1988), firma çeşitlendirmesi ve firma riski arasındaki ilişkiyi, firmaların sermaye yapısı ve sistematik risk üzerindeki etkileri açısından araştırmışlardır. Çeşitlendirmenin etkisi, 283 firmanın 1977-1983 dönemine ait verileriyle "path analizi" yöntemi kullanılarak değerlendirilmiştir. Finansal kaldıraç, faaliyet kaldıracı, firmanın betasından oluşan değişkenler ile toplam çeşitlendirme, ilişkili çeşitlendirme ve ilişkisiz çeşitlendirme değişkenleri analize dahil edilmiştir. Analizler sonucunda, çeşitlendirmenin faaliyet riskini azalttığı anlaşılmıştır. Finansal kaldıraç, çeşitlendirme derecesi ve firmanın faaliyet riski pozitif ilişkili bulunmuştur. İlişkisiz çeşitlendirmede, çeşitlendirme derecesi arttıkça finansal kaldıraç derecesi artmaktadır. Firmanın sistematik riskinin, firmanın faaliyet ve finansal riskine bağlı olarak değiştiği, aynı zamanda çeşitlendirmeden direkt olarak pozitif ilişkiye sahip olduğu sonucuna ulaşmışlardır.

Lubatkin ve Chatterjee (1994) çalışmalarında, literatürde yaygın şekilde kabul gören "çeşitlendirmenin firmanın sistematik olmayan riskini azalttığı fakat sistematik riski etkilemediği" düşüncesi araştırılmıştır. Çalışmada modern portföy teorisinin çeşitlendirmeye ilişkin çıkarımları ile firma çeşitlendirme teorisinin dayanakları arasındaki farklılıklar belirtilmiştir. Sistematik ve sistematik olmayan riskin, çeşitlendirme derecelerine göre etkilenme özellikleri ve söz konusu ilişkinin doğrusal olup olmadığı araştırılmıştır. Bu ilişkinin, ayı piyasası ve boğa piyasası dönemlerinde nasıl şekillendiği incelenmiştir. ABD'de faaliyet gösteren firmaların 1978-1980 dönemine ait verileriyle analizler yapılmıştır. Çeşitlendirme ölçüsü olarak, Rumelt sınıflaması dikkate alınmıştır. Firma riskini etkileyebilecek, çeşitlendirme derecesi, sermaye yoğunluğu, AR-GE yoğunluğu, kaldıraç, firma büyüklüğü ve karlılık değişkenleri kontrol altına alınmıştır. Bağımlı değişkenler ise, sistematik ve sistematik olmayan risk ölçüleri olarak belirlenmiştir. Çalışmanın sonucunda, firma büyüklüğü ile risk arasında negatif yönlü ilişki, borçlanma düzeyi ile risk arasında pozitif yönlü ilişki olduğu tespit edilmiştir. Firma çeşitlendirmesi ile hisse senedi getiri riski arasındaki ilişki, U şeklinde bir grafik oluşturmaktadır. Firmalar açısından çeşitlendirme ve risk arasında doğrusal olmayan ilişkinin varlığı, dolayısıyla optimal bir seviyenin olduğu bulgusuna ulaşmışlardır. Farklı şekillerde belirlenen risk ölçülerinin tamamının, çeşitlendirmenin orta seviyelerinde minimum seviyeye ulaştığı belirlenmiştir. Firmada riskin azaltılabilmesi için farklı iş kollarından ziyade benzer iş kolları arasında çeşitlendirme yapmaları önerilmiştir. Firmaların riski minimum yapmaları için yumurtaları ne aynı sepete ne de tamamen farklı sepetlere koymamaları, birbirine benzer sepetlere koymaları belirtilmiştir. İlişkisiz çeşitlendirilmiş firmalarda, sistematik olmayan riskin yüksek seviyelerde olduğu sonucuna ulaşmışlardır.

Alonso (2000), firma çeşitlendirmesinin sermaye yapısına etkilerini açıklamıştır. İspanya'da faaliyet gösteren 480 firmanın 1991-1994 dönemine ilişkin verileri kullanılarak analizler yapılmıştır. Borçlanma düzeyi bağımlı değişken, çeşitlendirme derecesi, firma riski, büyüme fırsatları, firma büyüklüğü, AR-GE ve karlılık bağımsız değişkenler olarak analiz edilmiştir. Firmanın borçlanma düzeyi ile çeşitlendirme derecesi arasında negatif ilişki olduğu belirtilmiştir. Ters yönlü ilişki, firma büyüklüğü, büyüme fırsatları, maddi olmayan varlıklar seviyesi ve faaliyet riski kontrol altına alındığında durumda da aynı şekilde tespit edilmiştir. Bu bulgunun yönetici kararları üzerinde borcun disiplin etkisiyle uyumlu olduğu sonucuna ulaşmışlardır.

Kim, Kim ve Pantzalis (2001), kazançların değişkenliği ve firma çeşitlendirmesi arasındaki ilişkiyi incelemişlerdir. Regresyon analizlerinde, ABD'de 391 tane uluslararası faaliyet gösteren firmanın 1989-1993 dönemine ilişkin verileri kullanılmıştır. Bağımlı değişken, kazançlardaki değişkenlik, bağımsız değişkenler ise; finansal kaldıraç, risk, büyüklük, faaliyet kaldıracı, coğrafik çeşitlendirme, endüstriyel çeşitlendirme, coğrafik ve endüstriyel çeşitlendirmenin birleşik etkisi, yönetim faktörü, kurumsal hissedarlar ve endüstri dalı olarak dikkate alınmıştır. Firmalar, çeşitlendirme derecelerine göre 4 alt gruba ayrılarak analizler yapılmıştır. Analizlerin sonucunda, hem firma bünyesinde hem de coğrafik çeşitlendirme yapan şirketlerde kazançlardaki değişkenliğin en düşük düzeyde olduğu anlaşılmıştır. Kazançlardaki değişkenlik ve çeşitlendirme derecesi arasındaki ilişkinin, çeşitlendirme derecesine bağlı olarak değiştiği belirtilmiştir. Tüm regresyon sonuçları, endüstriyel ve coğrafik çeşitlendirmenin kazançlardaki değişkenliği azalttığını göstermiştir. Ancak, endüstriyel çeşitlendirmenin etkisinin daha güçlü olduğu sonucuna ulaşmışlardır.

Low ve Chen (2004), endüstriyel ve coğrafik çeşitlendirmenin firmaların sermaye yapısına etkisini araştırmışlardır. Analizlerde, 30 ülkede 232 firmanın 1986-1990 dönemine ilişkin verileri kullanılmıştır. Borçlanma oranı bağımlı değişken olarak analizlere dahil edilmiştir. Coğrafik çeşitlendirme ile finansal kaldıraç arasında negatif ilişkili olduğu, ancak bu özelliğin başlıca ABD'deki firmalarda gözlendiği belirtilmiştir. ABD dışındaki diğer ülkelerde, anlamlı ilişki elde edilememiştir. Endüstriyel çeşitlendirme ile finansal kaldıraç arasında pozitif ilişkili olduğu saptanmıştır. Firma riski ile borçlanma düzeyi arasında, negatif yönlü ilişki tespit etmişlerdir. Çeşitlendirmenin, firmaların risklerini azaltmalarına yardımcı olduğu ve yüksek borçlanma seviyelerine ulaşabilmelerine olanak sağladığı sonucuna ulaşmışlardır.

Chiu (2007), firma çeşitlendirmesi ve riske maruz nakit akımı aracılığıyla belirlenen risk değişkeni arasındaki bağı araştırmıştır. Riske maruz nakit akımı modelleri, belirli bir dönem için çeşitlendirilmiş firmaların nakit akımı dağılımlarını yeniden biçimlendiren bir özelliğe sahiptir. Analizler, 398 firmanın 1999-2005 dönemini kapsayan verileriyle yapılmıştır. Çeşitlendirilmiş firmaların uzman firmalara oranla daha düşük riske maruz nakit akımı seviyeleri olduğunu belirtmiştir. İlişkili çeşitlendirmede nakit akımı dağılımları, ilişkisiz çeşitlendirmeye oranla daha değişken olarak elde edilmiştir. Uzman firmaların daha riskli nakit akımlarına sahip oldukları anlaşılmıştır. Çeşitlendirilmiş firmaların, iç fon kaynaklarını kullanarak riske maruz nakit akımı düzeyini azaltabildikleri belirtilmiştir. Üstelik iç fon kaynakları

kullanımının, çeşitlendirilmiş firmaların yöneticilerine hissedar değeri yaratabilecek projelerin uygulanması konusunda daha iyi bir kontrol sunacağı ifade edilmiştir.

Rocca, Rocca, Gerace ve Smark (2009), çeşitlendirme kararının firmanın finansal tercihlerine etkilerini araştırmışlardır. İlişkili ve ilişkisiz çeşitlendirme kararı kapsamında değerlendirilen konu, 1980-2006 yılları arasındaki dönem üzerinden analiz edilmiştir. Çeşitlendirme derecesi, entropi endeksi aracılığıyla belirlenmiştir. Bağımlı değişken, firma kaldıracı, bağımsız değişkenler ise, varlıkların getirisi, borçsuz vergi kalkanı, sahiplik yoğunluğu, maddi varlıklar, firma büyüklüğü ve büyüme fırsatları değişkenlerinden oluşmaktadır. Çalışmanın sonucunda, sermaye yapısı belirleyicileri arasında çeşitlendirme faktörünün dikkate alınması gerektiği belirtilmiştir. Özellikle ilişkili çeşitlendirme ve ilişkisiz çeşitlendirme durumlarında farklı sermaye yapıları görülmektedir. İlişkili çeşitlendirmeli firmalarda uzman firmalara oranla daha düşük borçlanma düzeyi olduğu belirtilerek, bu oranın ilişkisiz çeşitlendirme yapan firmalarda yüksek seviyelerde olduğu ifade edilmiştir. Diğer yandan, ilişkili çeşitlendirmede borçlanma seviyesi düşük seviyelerde elde edilmiştir. Borçlanma düzeyi ile ilişkili çeşitlendirme arasında negatif ilişki, borçlanma düzeyi ile ilişkisiz çeşitlendirme arasında pozitif ilişki olduğu bulgusuna ulaşmışlardır. İlişkisiz çeşitlendirmede yüksek borç oranının finansal sinerjiyle ilişkili olduğu belirtilerek, bu firmalarda borcun vergi kalkanı avantajı ve ortak sigorta etkisinden yararlanılması önerilmiştir.

Kahloul ve Hallara (2010) çalışmalarında, çeşitlendirmenin firma performansı ve riski üzerindeki etkilerini inceleyerek, şirketlerin yeniden odaklanma kararlarını araştırmışlardır. İlk aşamada en büyük Fransız işletme grubu firmaların çeşitlendirme özellikleri incelenmiş daha sonra çeşitlendirme seviyesi ile performans ve risk arasındaki ilişki değerlendirilmiştir. Çeşitlendirme ölçüsü olarak, herfindahl ve entropi ölçüleri kullanılmıştır. Fransa'da büyük ölçekli 69 firmanın 1995-2005 dönemine ilişkin GMM yöntemiyle yapılan analizlerde, 2000-2005 yılları arasında firmaların uzmanlaşmaya gittikleri tespit edilmiştir. Performans ölçüsü olarak Tobin q ve varlıkların getiri oranının kullanıldığı analizlerde, çeşitlendirme ve performans arasında doğrusal olmayan ilişki elde etmişlerdir. Toplam risk ile çeşitlendirme arasında doğrusal olmayan bir ilişki elde edilirken, sistematik risk ve çeşitlendirme arasında pozitif anlamlı doğrusal ilişki olduğu saptanmıştır. Çeşitlendirmenin derecesi arttıkça sistematik riskin arttığı, çeşitlendirme derecesi azaldıkça sistematik riskin azaldığı belirtilmiştir. Çeşitlendirilmiş firmaların piyasa riskinin arttığı ve bu firmaların önemli finansal kaldıraç seviyelerine sahip olma eğiliminde oldukları sonucuna ulaşmışlardır.

Anderson, Stowe ve Xing (2011), çeşitlendirmenin firma riskine etkilerini araştırmışlardır. Çeşitlendirmeye geçilmeden önceki ve sonraki dönemde, riskte meydana gelen değişim incelenmiştir. Analizler, 1981-1997 dönemine ilişkin veriler kullanılarak yapılmıştır. Firma riski, hisse senedi getirilerinin varyansı ve tek faktörlü model aracılığıyla belirlenmiş ve bağımlı değişken olarak analizlere dahil edilmiştir. Bağımsız değişkenler, çeşitlendirme derecesi, firma büyüklüğü, kaldıraç ve endüstri dalı değişkenlerinden oluşmuştur. Firma çeşitlendirme ile sistematik risk arasında negatif yönlü ilişki olduğu belirtilmiştir. Çeşitlendirme, bir kısım firmalarda toplam riski azaltıcı etki yaparken, diğer bir kısmı için toplam riski artırdığı bulgularına ulaşmışlardır. Firma çeşitlendirmesinin ortalamada firma riskini azaltmadığı sonucuna ulaşmışlardır.

Firma çeşitlendirmesi ve risk arasındaki ilişkiyi inceleyen çalışmalar dikkate alındığında söz konusu ilişkinin, çeşitlendirme ölçüsüne, çeşitlendirmenin yönüne, risk değişkeninin hesaplanma yöntemine ve analiz dönemlerine göre farklılaştığı görülmektedir. Çeşitlendirme ile risk arasında pozitif ilişki, negatif ilişki ve doğrusal olmayan ilişki bulgularına ulaşıldığı anlaşılmıştır.

4.3. Firma Çeşitlendirmesi ve Firma Performansı İlişkisini İnceleyen Çalışmalar

Firma çeşitlendirmesi ve performansı arasındaki ilişki çoğunlukla firma stratejisi açısından dikkate alınmakta, son yıllarda finans literatüründe de sıklıkla araştırılan konular arasında yer almaktadır. Bu çalışmalarda, çeşitlendirme derecesi ve yönünün firma performansı üzerinde oluşturacağı etkiler incelenmektedir.

Rumelt (1974) çalışması, çeşitlendirme ve firma performansı arasındaki ilişkiyi araştıran öncü nitelikte çalışmalardan birisidir. ABD'de 246 firmanın 1949–1969 dönemine ilişkin verileri kullanılarak analizler yapılmıştır. Performans ölçüsü olarak, sermayenin getirisi, hisse senedinin getirisi ve hisse başına kar ölçüleri kullanılmıştır. Çalışmada, ilişkili çeşitlendirme yapan firmaların ilişkisiz çeşitlendirme yapan firmalara oranla daha iyi performans gösterdikleri sonucuna ulaşmıştır. Uzman firmalar karlılık derecesi düşük olarak elde edilmiştir. Rumelt (1982) çalışmasında ise, çeşitlendirme stratejileri ve karlılık arasındaki ilişkiyi güncel verilerle yeniden incelemiştir. Rumelt 1974 çalışmasına benzer şekilde, endüstrilerin karlılık etkileri kontrol altına alındığında bile, ilişkili çeşitlendirmede yüksek performans seviyeleri elde edilmiş, çeşitlendirme ile performans arasında pozitif ilişki olduğu sonucuna ulaşmıştır.

Montgomery (1982), standart endüstri kodları ile belirlenen çeşitlendirme derecesi ile Rumelt sınıflaması çeşitlendirme dereceleri arasında karşılaştırma yapmıştır. Analizler, 1974–1977 dönemi için 128 firmaya ait verilerle yapılmıştır. Standart endüstri kodları kullanılarak, firmaların çeşitlendirme dereceleri ve çeşitlendirmenin yönü belirlenebilmektedir. Rumelt (1974) sınıflamasında, firmanın bir piyasadaki toplam satışlarının yüzdesi kullanılarak çeşitlendirme derecesi hesaplanmaktadır. Firmaların çeşitlendirme derecelerinin belirlenmesinde kullanılan iki yöntemin karşılaştırıldığı bu çalışmada, ölçülerin her birinin belirli araştırma konuları ve metodolojik yaklaşımlar için avantaja sahip olduğu düşüncesinin aksine, belirtilenden daha benzer oldukları sonucuna ulaşmıştır.

Bettis (1982), bir veya birden fazla alanda faaliyet gösterilmesinin firma riskini nasıl etkileyeceğini araştırmıştır. Firmaların çeşitlendirme özellikleri, ilişkili ve ilişkisiz çeşitlendirme şeklinde belirlenmiş ve 58 firmaya ait verilerle analizler yapılmıştır. Modelde, varlıkların getirisi firma performansının ölçüsü olarak belirlenmiş ve bağımlı değişken olarak dikkate alınmıştır. Analizler sonucunda, çeşitlendirme derecesi ile firma performansı arasında pozitif ilişki bulgusuna ulaşmıştır.

Palepu (1985) çalışmasında, çeşitlendirme ve firma performansı arasındaki ilişkiyi Jacquemin-Berry entropi endeksi aracılığıyla değerlendirmiştir. Örneklem, 1973–1979 dönemini kapsayan 30 gıda işletmesi verilerinden oluşmuştur. Çeşitlendirme derecesi arttıkça, firmaların karlılık seviyelerinin artıp artmayacağı araştırılmış, ilişki çeşitlendirmenin bu konuda oluşturacağı etki incelenmiştir. Performans ölçüsü olarak, satışların getirisi ve satışların getirisindeki büyüme kullanılmıştır. Analizler sonucunda, yoğun olarak ilişkili çeşitlendirme yapan firmalarda, ilişkisiz çeşitlendirme yapanlara oranla anlamlı şekilde daha iyi performans seviyeleri sağladıkları sonucuna ulaşmıştır.

Hall (1995), firma çeşitlendirmesi ve performansı arasındaki ilişkiyi incelemiştir. Çalışmada, firmanın geçmiş döneme ait performansının gelecek dönemde elde edeceği performansına etkisinin nasıl olacağı, çeşitlendirme ve performans arasındaki nedensellik ilişkisi araştırılmıştır. Firma performansının göstergesi olarak, varlıların, hisse senedinin ve satışların getirisi değişkenleri kullanılmıştır. Kontrol değişkenleri ise, kaldıraç, likidite, firma büyüklüğü ve endüstri yoğunluğu olarak dikkate alınmıştır. Çeşitlendirme derecesi, entropi ölçüsü aracılığıyla belirlenmiştir. ANACOVA kovaryans analizi sonuçlarına göre, yüksek çeşitlendirme derecesine sahip firmalarda yüksek performans seviyeleri olduğu, çeşitlendirme ile performans arasında pozitif ilişki elde edildiği ifade edilmiştir. Çeşitlendirme derecesi az olan firmalarda,

çeşitlendirme ve performans arasında negatif yönlü ilişki bulgusuna ulaşmıştır. Çeşitlendirmenin tipi dikkate alındığında, çeşitlendirmenin yüksek performansa yol açtığı anlaşılmıştır. Karlılığın yüksek seviyelerinin çeşitlendirme için gerekli ancak yeterli olmayabileceği belirtilmiştir. Çalışmada, performans ve çeşitlendirme arasındaki ilişki yumurta-tavuk ilişkisine benzetilmiştir

Pandya ve Rao (1998) çalışmalarında, çeşitlendirilmiş firmaların daha az çeşitlendirilmiş firmalara oranla daha iyi performans sağlayabilecekleri düşüncesinden hareketle, çeşitlendirme derecesi yüksek olan firmaların, orta derecede çeşitlendirilmiş veya uzman firmalara oranla daha iyi performans göstereceği hipotezi test edilmiştir. Hipotezler, 2637 firmanın 1981–1990 dönemine ilişkin verileri kullanılarak analiz edilmiştir. Firmalar, uzman firmalar, orta derecede çeşitlendirme yapan firmalar ve yüksek derecede çeşitlendirme yapan firmalar şeklinde gruplara ayrılarak incelenmiştir. Performans ölçüsü olarak, hisse senedinin getirisi, varlıkların getirisi ve piyasa getirisi ölçüleri kullanılmıştır. Analizlerin sonucunda, yüksek oranda çeşitlendirme yapan firmalarda diğer iki gruba oranla ortalama hisse senedi getirisinin daha yüksek olduğu bulgusuna ulaşmışlardır. Çeşitlendirme derecesi arttıkça firma performansının arttığı şeklinde pozitif yönlü ilişki sonucuna ulaşmışlardır.

Palich, Cardinal ve Miller (2000), literatürde çeşitlendirme ve performans arasındaki ilişkinin teorik ve ampirik çalışmalarda farklı boyutlarda değerlendirildiğine dikkat çekilerek, çeşitlendirme ve performans arasında doğrusal olmayan bir ilişkinin varlığını araştırmışlardır. Çeşitlendirme ve performans arasındaki ilişki, doğrusal model (The Linear Model), ters U modeli (The Inverted-U Model) ve orta model (Intermediate Model) açılarından incelenmiştir. Performans ölçüsü olarak, muhasebeye ve piyasaya dayalı verilerle oluşan ölçüler kullanılmıştır. Meta analiz yöntemiyle literatürde bulunan 55 çalışmanın sonuçları değerlendirilmiş ve çeşitlendirmenin orta derecelerinde yüksek performans seviyelerine ulaşıldığı tespit edilmiştir. Ayrıca, uzman firmanın ilişkili çeşitlendirme yapması halinde performans seviyesinin arttığı belirtilmiştir. Ancak ilişkili çeşitlendirmeden ilişkisiz çeşitlendirmeye gidilmesi halinde performans seviyelerinde azalma görüldüğü saptanmıştır. Analizler sonucunda ters U modelini destekleyen bulgulara ulaşmışlardır.

Chen (2006), firmada sermaye yatırımlarının ekonomik etkisini incelerken çeşitlendirmeye oranla yeniden odaklanmanın rolünü açıklamıştır. Analizler, Ocak 1989 ve Aralık 1999 dönemi için 246 firmaya ait veriler ile yapılmıştır. Çalışmada, sermaye yatırımlarının ilanına karşın hisse senedi piyasası yanıtlarının, uzmanlaşmış firmalarda

çeşitlendirilmiş firmalara oranla daha fazla olduğu belirtilmiştir. Uzmanlaşmış firmaların çeşitlendirilmiş firmalara oranla, anlamlı ve daha iyi bir yatırım sonrası faaliyet performansı gösterdikleri anlaşılmıştır.

Lee ve Jang (2007), otel işletmelerinde çeşitlendirme kararının firmanın finansal performansı ve istikrarı üzerine etkisini değerlendirmişlerdir. Halka açık 36 otel işletmesinin 1997-2001 dönemine ilişkin verileri kullanılarak, çeşitlendirilmiş ve çeşitlendirilmemiş otel işletmeleri açısından firma performansı ve istikrarı araştırılmıştır. Finansal performansın ölçüsü olarak, muhasebe verilerine dayanan performans ölçüleri, piyasa ölçüleri ve riske göre düzeltilmiş performans ölçüleri kullanılmıştır. Analizler sonucunda, çeşitlendirme yapmayan otellerde diğer firmalara oranla daha iyi performans seviyelerine ulaşıldığı belirtilmiştir. Çeşitlendirme ile performans arasında negatif yönlü ilişki bulgusuna ulaşmışlardır.

Chakrabarti, Singh ve Mahmood (2007), farklı gelişmişlik seviyelerine sahip kurumsal çevrelerde makro ekonomik şartların çeşitlendirme kararına etkisini araştırmışlardır. Önemli makro ekonomik şoklar süresince ve göreceli olarak değişkenliğin az olduğu dönemlerde çeşitlendirmenin firma performansına olan etkileri araştırılmıştır. Asya'da bulunan 6 ülkenin (Endonezya, Japonya, Malezya, Singapur, Güney Kore ve Tayland) 1988-2003 dönemine ilişkin veriler kullanılmıştır. Çeşitlendirme dereceleri, entropi ölçüsüyle oluşturulmuştur. Performans ölçüsü, varlıkların getirisi şeklinde belirlenmiş ve bağımlı değişken olarak analizlerde yer almıştır. Bağımsız değişkenler ise, firma büyüklüğü, firma yaşı, dönen varlıklar oranı ve borçlanma oranından oluşmaktadır. Çalışmanın sonucunda, çok gelişmiş kurumsal çevrelerde çeşitlendirmenin performansa etkisi negatif olarak bulunmuştur. Buna karşın, daha az gelişmiş kurumsal çevrelerde çeşitlendirmenin performansı güçlendirdiği raporlanmış, belirtilen bu pozitif etkinin işletme grubuna dahil olan bir kısım firmalarda elde edildiği ifade edilmiştir. Çeşitlendirmenin performansa etkisinin, kurumsal çevre, ekonomik süreç ve işletme grubuna ait olma özelliklerine göre farklılaştığı sonucuna ulaşmışlardır.

Santalo ve Becerra (2008), çeşitlendirme ile performans ilişkisinin endüstriler açısından farklılık gösterip göstermediğini araştırmışlardır. Analizler, 1993-2001 dönemine ilişkin verilerle yapılmıştır. Berger ve Ofek yöntemi takip edilerek çeşitlendirme ile performans arasındaki ilişki belirlenmiştir. Örneklem, 2 basamak ve 4 basamak seviyede belirlenen uzman firmalar şeklinde iki gruba ayrılmıştır. Kontrol değişkenleri, firma büyüklüğü, FVÖK/Satışlar ve sermaye harcamalarından

oluşmaktadır. Bağımlı değişken, firmanın finansal performans ölçüsü olarak belirlenmiştir. Bu aşamada, endüstriye göre düzeltilmiş Piyasa Değeri/Defter Değeri oranı ve Piyasa Değeri/Satışlar oranlarından yararlanılmıştır. Bulgulara göre, çeşitlendirilmiş firmaların uzman firmalara oranla daha iyi performans gösterdiği anlaşılmıştır. Bir endüstrideki uzman firmaların ortalaması arttıkça, çeşitlendirmenin performansa etkisinin azalma gösterdiği ifade edilmiştir. Endüstride az sayıda uzman firma rakibin olması halinde, çeşitlendirme değer yaratırken, uzmanlaşmış rakip sayısı arttıkça çeşitlendirmenin değer kaybettireceği sonucuna ulaşmışlardır. Ayrıca, uzman firmaların piyasa payları arttıkça çeşitlendirmenin performans üzerindeki etkisinin azaldığı belirtilmiştir. Performans ile firma büyüklüğü arasında pozitif yönlü ilişki elde etmişlerdir.

Daud, Salamudin ve Ahmad (2009), muhasebe ve piyasa verilerine dayalı ölçüler kullanarak, çeşitlendirmenin firma performansına olan etkilerini araştırmışlardır. Malezya'da 70 firmanın 2001-2005 dönemine ilişkin panel verileriyle analizler yapılmıştır. Analizler sonucunda, uzmanlaşma stratejisini seçen firmaların, çeşitlendirilmiş firmalara oranla daha iyi performans gösterdikleri belirlenmiştir. Risk, firma büyüklüğü, kaldıraç, ve enflasyon kontrol altına alındığında, farklı performans ölçüleriyle yapılan değerlendirmelerde sonuçların farklılık gösterdiği belirtilmiştir. Muhasebeye dayalı performans ölçüsü kullanıldığında, uzman firmaların daha yüksek performans seviyeleri elde ettiği anlaşılmıştır. Muhasebeye dayalı performans ölçüsü, firma riski ve firma büyüklüğünden anlamlı şekilde etkilenmektedir. Piyasaya dayalı ölçülerin ise, kaldıraç seviyesi ve enflasyona karşı daha duyarlı olduğu saptanmıştır. Risk arttıkça performansın azaldığı şeklinde negatif yönlü ilişkinin varlığı tespit edilmiştir. Çeşitlendirme ile kaldıraç ve firma büyüklüğü arasında pozitif ilişkili, çeşitlendirme ile enflasyon ve risk arasında negatif ilişkili olduğu sonucuna ulaşmışlardır.

Shyu ve Chen (2009) çalışmalarında, firma çeşitlendirmesi ile firma performansı arasındaki ilişkiyi firmanın farklı yaşam evreleri açısından değerlendirmişlerdir. Tayvan'da faaliyet gösteren 214 firmanın 1996-2004 yıllarına ilişkin verileri kullanılarak analizler yapılmıştır. Bağımlı değişken, Tobin q değeri şeklinde belirlenen performans ölçüsüdür. Bağımsız değişkenler ise, çeşitlendirmenin genişliği, yönetimsel sahiplik, yönetim kurulu sahipliği, firma büyüklüğü, büyüme fırsatları ve borçlanma oranından oluşmaktadır. Faktör analiziyle sınıflanan firmalarla yapılan analizlerde, firmanın yaşam evresinin çeşitlendirme ve performans ilişkisinde önemli bir faktör

olduğu belirlenmiştir. Büyüme aşamasındaki firmalarda çeşitlendirme performansı azaltırken, olgunlaşmış firmalar da bu bulguya ulaşılamamıştır. İlişkisiz çeşitlendirmede firma performansının azaldığı belirtilirken, ilişkili çeşitlendirmede firma performansının arttığını tespit etmişlerdir. Temsil teorisini destekler nitelikte, yöneticilerin kendi kişisel risklerini azaltmak için ilişkili çeşitlendirmeye yakın oldukları belirlenmiştir. Yönetim kurulu sahipliği ile çeşitlendirme ve performans arasında pozitif ilişki olduğu saptanmıştır. Firma büyüklüğü ile performans arasında negatif yönlü ilişki tespit etmişlerdir.

Chiao ve Ho (2009), firma çeşitlendirmesinin firma riski ve performansına etkilerini entropi ölçüsü aracılığıyla değerlendirmişlerdir. ABD'de 3500 firmanın 2000-2006 dönemine ilişkin verileriyle yapılan analizlerde, çeşitlendirme, firma yaşı, firma performansı ve firma riski arasında korelasyon analizleri yapılmıştır. Performans ölçüsü olarak, varlıkların getirisi kullanılmıştır. Risk ölçüsü, firmanın net kar marjının varyansı şeklinde hesaplanmıştır. Çalışmanın sonucunda, çeşitlendirme ile firma riski ve performansı arasında negatif korelasyon ilişkisi olduğu belirtilmiştir. Ayrıca, çeşitlendirme ile firma yaşı arasında pozitif korelasyon olduğu saptanmıştır. Çeşitlendirme performansı azaltabilmekte, buna karşın beraberinde değişkenliği azaltarak fayda sağladığı ifade edilmiştir. Yöneticilerin, makul risk sınırları içerisinde iyi performans seviyelerini elde edebilmek için çeşitlendirme dengesini iyi kurmaları gerektiğini belirtmişlerdir.

Marinelli (2011), firma performansı ile çeşitlendirmesi arasında nedensellik ilişkisinin olup olmadığını araştırmıştır. Kuzey Amerika'da 317 firmanın 1996-2006 dönemine ilişkin verileri kullanılmıştır. Performans göstergesi olarak, varlıkların getirisi, Satışlar/Varlıklar oranı ve satışların getirisi değişkenlerinden yararlanılmıştır. Çalışmada bir kısım çeşitlendirilmiş firmalarda hissedar değeri yaratabildiği belirlenmiş ve ilişkisiz çeşitlendirmede daha yüksek performans seviyelerine ulaşıldığı ifade edilmiştir. Firma büyüklüğü ile performans arasında negatif ilişki olduğu tespit edilmiştir. Firma çeşitlendirmesi ve performansı arasındaki ilişkinin nedensel olmadığı saptanmıştır. Ancak, işletme bölümlerinin ilişkililik derecesi ve iç fon kaynağı yaratma etkinliği derecesinden farklı olarak bir takım faktörlerin de etkili olduğu belirtilmiştir. Firma çeşitlendirmesi ile performans arasında pozitif ilişki olduğu belirlenmiştir. İlişkili çeşitlendirmeli firmaların düşük performans seviyelerine sahip olduğu sonucuna ulaşmışlardır.

Firma çeşitlendirmesi ve performansı arasındaki ilişkiyi araştıran çalışmalar genel olarak bakıldığında, firma değeri ve riski açısından elde edilen bulgulara benzer şekilde değerlendirme yapılabilmektedir. Çeşitlendirme ve performans arasındaki ilişki, çeşitlendirme derecesine, yönüne ve analiz dönemine göre farklılık göstermektedir.

Türkiye'ye ilişkin literatür taramasında, firma çeşitlendirmesinin etkilerinin direkt olarak incelendiği çalışmalara rastlanamamış olmakla birlikte, pazarlama alanında yapılan bir kısım çalışmalarda ürün ve endüstriyel çeşitlendirme şeklinde incelendiği görülmektedir. Buna ilaveten, bazı yönetim çalışmalarında da kurumsal strateji kapsamında değerlendirildiğine rastlanmaktadır.

Ural ve Kakilli Acaravcı (2006) çalışmalarında, Türkiye'de imalat sanayi firmalarına ilişkin veriler kullanılarak, firmanın stratejik faktörlerinin ihracat yoğunluğu ve firma performansına etkileri araştırılmaktadır. Bu etkiler başlıca, düzenli ihracat yapan firmalar ile düzenli olarak ihracat yapmayan firmalar karşılaştırılarak incelenmiştir. Stratejik faktörler, firmanın rekabet durumu, büyüme fırsatları ve firmaya özgü faktörler olarak dikkate alınmıştır. İMKB'de faaliyet gösteren 64 tane imalat sanayi firmalarının 1999-2004 dönemine ilişkin verileri kullanılarak panel veri analizleri yapılmıştır. Çeşitlendirme, büyüme fırsatları kapsamına dikkate alınmıştır. Ürün ve endüstriyel çeşitlendirmenin düzenli ihracat yapan firmalarda ekonomik performansı pozitif etkilediği bulgusuna ulaşmışlardır. Buna karşın endüstriyel çeşitlendirmenin, düzenli olarak ihracat yapmayan firmaların ekonomik performansını negatif olarak etkilediği belirtilmiştir. Endüstriyel çeşitlendirme ile ihracat yoğunluğu arasındaki ilişkinin her iki grup açısından farklı olduğu tespit edilmiş olup, düzenli ihracat yapan firmalarda negatif, diğer grupta pozitif ilişki olduğu saptanmıştır.

Karaveli (2006) çalışmasında, işletme gruplarının çevresel değişimlere uyum sağlamaları konusunda çeşitlendirme stratejisinin etkilerini değerlendirmiştir. Çeşitlendirme stratejisinin, büyüme, riskten kaçınma ve kapsam ekonomilerinden yararlanma amaçlarıyla yapıldı belirtilmektedir. Firmaların yönetim kontrol sistemlerinin, tercih ettikleri çeşitlendirme stratejisinden etkilendiği belirtilerek, ilişkisiz çeşitlendirme yapılması halinde finansal kontrol sistemlerinin ön plana çıktığı vurgulanmıştır. İlişkili çeşitlendirmede ise, stratejik kontrol sistemlerinin daha yoğun olarak kullanıldığı belirtilmiştir.

Karaveli (2008) çalışmasında, Türkiye'deki işletme gruplarında çeşitlendirme stratejisinin uygulanma süreci açıklanmıştır. Gelişmiş ekonomiler ile gelişmekte olan ekonomilerde uygulanan çeşitlendirme stratejileri kuramsal açıdan incelenmiştir.

Çalışmada, gelişmiş ekonomiler için belirtilen kuramların, gelişmekte olan ekonomilerdeki şirketlerin çeşitlendirme stratejilerini açıklamada yetersiz kaldığı ve firmaların çok odaklı çeşitlendirme stratejisine yöneldikleri tespit edilmiştir.

Çınar ve Göksel (2010) çalışmalarında, ihracattaki büyüme incelenerek, kriz dönemlerinde dış satımda coğrafik çeşitlendirme ve istikrar konuları incelenmiştir. Coğrafik çeşitlendirme, Jacquemin-Berry entropi endeksi aracılığıyla ölçülmüştür. Çalışmada, 2002-2009 döneminde ihracatla birlikte coğrafik çeşitlendirmenin arttığı saptanmıştır. Ayrıca, kriz döneminde istikrarsızlığın arttığı belirtilerek, kriz öncesinde istikrarlı olan şirketlerin kriz döneminde ihracat açısından daha az etkilendikleri bulgusuna ulaşmışlardır. Pazarlarını daha çok çeşitlendiren firmaların ihracat açısından daha istikrarlı oldukları anlaşılmıştır.

BÖLÜM V

TÜRKİYE'DE FİRMA ÇEŞİTLENDİRMESİ VE ETKİLERİNİN ANALİZİ

Finans literatüründe firma çeşitlendirmesinin etkileri başlıca firma değeri, riski ve performansı açısından değerlendirilmektedir. Bu çalışmanın genel amacı, firma çeşitlendirmesinin etkilerinin Türkiye'de İMKB'ye kayıtlı firmalar aracılığıyla belirlenmesidir. Aynı zamanda çeşitlendirmenin firma değerine etkisinin incelenmesi aşamasında, "artık değer" değişkeninin farklı endüstri çarpanları kullanılarak hesaplanmasının sonuçlar üzerinde etkisi olup olmadığı araştırılmıştır. Endüstri çarpanı yöntemlerinden, satışlar çarpanı yöntemi ve varlıklar çarpanı yöntemi kullanılarak karşılaştırma yapılmıştır. Çalışmada, farklı çeşitlendirme ölçüleri kullanılmasının çeşitlendirmenin söz konusu etkileri açısından değişik sonuçlara neden olup olmadığı ayrıca araştırılmıştır. Jacquemin-Berry çeşitlendirme endeksi, Berry-Herfindahl çeşitlendirme endeksi ve bölüm sayısı yöntemleri kullanılarak, farklı çeşitlendirme ölçülerinin etkilerinin belirlenmesi hedeflenmiştir.

Çalışmanın bu bölümünde, yukarıda belirtilen amaca yönelik yapılacak olan araştırmanın kapsam ve kısıtlıkları, araştırma modelleri, veri seti ve değişkenler, analiz yöntemi açıklanmıştır. Analizler sonucunda elde edilen bulgular değerlendirilmiştir.

5.1. Araştırmanın Kapsam ve Kısıtları

Firma çeşitlendirmesi kararının Türkiye'de faaliyet gösteren firmalar açısından nasıl şekillendiğinin belirlenmesinde, mali tablolarına ulaşılabilen firmalar esas alınmıştır. Bu doğrultuda, İMKB'ye kayıtlı firmalar araştırma kitlesini oluşturmuştur. Analizler, 2005 ile 2010 yılları arasındaki dönem itibariyle yapılmıştır. Başlangıç döneminin belirlenmesinde, 2004 yılında enflasyon muhasebesine geçilmesi ve önceki yıllara ilişkin verilerin farklılık göstermesi belirleyici faktör olmuştur. Firmaya özgü değişkenler, yıl bazında hazırlanan mali tablolardan elde edilen veriler kullanılarak belirlenmiştir.

Sermaye Piyasası Kurulu'nun 24/12/2009 tarih ve 37/1147 sayılı kararı çerçevesinde, 01.01.2010 tarihinden itibaren şirketler tarafından Kurul ve Borsa Mevzuatı çerçevesinde kamuya duyurulması gereken tüm bildirimler sadece Kamuyu

Aydınlatma Platformu'nda (KAP) yer almaktadır. Bu çalışmada 2005-2008 yıllarına ait veriler İMKB internet sitesinden (www.imkb.gov.tr) elde edilirken, 2009 yılı ve sonrasına ilişkin veriler KAP internet adresinden (www.kap.gov.tr) elde edilmiştir.

Firma çeşitlendirmesinin etkilerinin belirlenmesi aşamasında örneklem, İMKB'de yer alan firmalar arasından analizlerin yapılabilmesine olanak sağlayan verilerin elde edilebildiği firmalardan oluşturulmuştur. Bu doğrultuda, mali kuruluşlar, holding şirketler ve kamu kurumları işlem dışı tutulmuştur. Mali sektörde faaliyet gösteren firmaların finansal tablolarının diğer sektörlerden farklı olması ve bu durumun analizlerde kullanılacak olan bir kısım değişkenlerin hesaplanmasında sorun teşkil etmesi nedeniyle işlem dışı tutulmuştur. Ayrıca, çok sınıflı hisse senedine sahip olan firmalar analize dahil edilmemiştir. Bu kapsamda, 2005-2010 döneminde İMKB'ye kayıtlı olan firmaların sektörel dağılımı ve analizlerin yapıldığı örnekleme ilişkin veriler Tablo 1'de gösterilmektedir.

Tablo 1

İMKB'ye Kayıtlı Firmalarının Sektörel Dağılımı ve Örneklem

	SEKTÖR	**2005**	**2006**	**2007**	**2008**	**2009**	**2010**
1	TARIM ORMAN VE BALIKÇILIK	-	-	-	-	-	-
2	MADENCİLİK	1	1	1	1	2	2
3	İMALAT SANAYİİ	174	174	174	168	164	164
4	ELEKTRİK GAZ VE SU	4	4	4	4	4	5
5	İNŞAAT VE BAYINDIRLIK	2	2	2	2	3	4
6	TOPTAN VE PERAKENDE TİCARET, OTEL VE LOKANTALAR	18	18	19	19	20	20
7	ULAŞTIRMA, HABERLEŞME VE DEPOLAMA	5	6	6	6	7	9
8	MALİ KURULUŞLAR	86	93	101	102	102	115
9	TEKNOLOJİ	10	13	13	13	13	14
10	EĞİTİM, SAĞLIK, SPOR VE DİĞER SOSYAL HİZMETLER	6	6	6	6	6	6
	İMKB TOPLAMI	**306**	**317**	**326**	**321**	**321**	**339**
	Çok sınıflı hisseye sahip firmalar	*2*	*3*	*3*	*3*	*3*	*3*
	Mali kuruluşlar	*86*	*93*	*101*	*102*	*102*	*115*
	ÖRNEKLEM	***218***	***221***	***222***	***216***	***216***	***221***

Tablo 1 incelendiğinde, 2005-2010 dönemi açısından İMKB'de imalat sanayi firmalarının sayısında azalma olurken, mali sektörde İMKB'ye kayıtlı firma sayısının arttığı görülmektedir. Diğer sektörlerde firma sayılarında önemli bir değişiklik olmadığı anlaşılmaktadır.

Analiz döneminde borsaya kayıtlı firmalardan yıl bazında mali tablolarına ulaşılabilen firmalar açısından değişkenlerin hesaplanmasında bir alt sınır belirlenmiştir.

Bu aşamada Avrupa Birliği ile uyumlaştırılan KOBİ tanımında belirtilen satış tutarı esas alınmıştır.[4] Bu alt sınır, artık değer hesaplama sürecinde, sektör çarpan değerlerinin belirlenmesi aşamasında dikkate alınmıştır. Bir kısım firmaların çok düşük tutarlarda satış tutarları raporlamış olmaları, satış tutarına dayalı hesaplanan değişkenlerde uç değerler oluşmasına neden olmaktadır. Alt sınır belirlenerek bu problem azaltılmıştır.

5.2. Araştırmanın Modelleri

Firma çeşitlendirmesinin, firma değerine, firma riskine ve firma performansına etkilerini belirleyebilmek için, üç model oluşturulmuştur. Söz konusu etkilerin belirlenmesinde firma çeşitlendirme düzeyi, açıklayıcı değişken olarak modellere dahil edilmiştir. Firma büyüklüğü değişkeni, her üç modelde yer almaktadır.

Model 1: Firma değeri ve firma çeşitlendirmesi ilişkisini değerlendirmek amacıyla oluşturulmuştur. Modelde artık değer yöntemi ile belirlenen bağımlı değişken üzerinde, firma değerine etkisi olabilecek faktörlerden, firma büyüklüğü, yatırım fırsatları ve karlılık faktörünün etkileri belirlenecektir (Berger ve Ofek, 1995, 49-52). Model 1'de çeşitlendirilmiş firmaların, çeşitlendirme yapmayan firmalardan daha yüksek firma değerine (Çeşitlendirme Primi) veya daha düşük firma değerine (Çeşitlendirme İskontosu) sahip olup olmadıkları araştırma sorusu olarak belirlenmiştir. Bu kapsamda, oluşturulan hipotezler aşağıdaki gibidir;

$H_{1.1.0}$: Çeşitlendirilmiş firmaların değeri ile çeşitlendirilmemiş firmaların değeri arasında fark yoktur.

$H_{1.1.A}$: Çeşitlendirme primiyle uyumlu olarak, çeşitlendirilmiş firmalar, çeşitlendirilmemiş firmalara oranla daha yüksek firma değerine sahiptir.

$H_{1.2.0}$: Çeşitlendirilmiş firmaların değeri ile çeşitlendirilmemiş firmaların değeri arasında fark yoktur.

---

[4] Bakanlar Kurulu'nun 2005/9617 sayılı kararı ile kabul edilen "Küçük ve Orta Büyüklükteki İşletmelerin Tanımı, Nitelikleri ve Sınıflandırılması Hakkında Yönetmelik" e göre, Mikro işletme: 10 kişiden az yıllık çalışan istihdam eden ve yıllık net satış hasılatı ya da mali bilançosu 1 milyon YTL'yi aşmayan çok küçük ölçekli işletmelerdir. Küçük işletme: 50 kişiden az yıllık çalışan istihdam eden ve yıllık net satış hasılatı ya da mali bilançosu 5 milyon YTL'yi aşmayan işletmelerdir. Orta büyüklükteki işletme: 250 kişiden az yıllık çalışan istihdam eden ve yıllık net satış hasılatı ya da mali bilançosu 25 milyon YTL'yi aşmayan işletmelerdir.

$H_{1.2.A}$: Çeşitlendirme iskontosuyla uyumlu olarak, Çeşitlendirilmiş firmalar, çeşitlendirilmemiş firmalara oranla daha düşük firma değerine sahiptir.

Çeşitlendirmenin firma değerine etkisinin belirlenmesi sürecinde "artık değer" bağımlı değişken olarak belirlenmiştir. Firma değerini etkileyebilecek pek çok faktör bulunmasına karşın, bu faktörler arasından özellikle firma büyüklüğü, karlılık düzeyi ve sahip olduğu yatırım fırsatları değişkenleri benzer çalışmalarda etkileri önemli ölçüde ortaya konmuş faktörlerdir. O halde, Model 1, aşağıdaki gibi ifade edilebilir:

$$\ln[V_{j,t}/I(V_{j,t})] = \alpha + \beta_1(\text{Çeşitlendirme}_{j,t}) + \beta_2[\ln(\text{Firma Büyüklüğü}_{j,t})] + \beta_3(\text{Karlılık}_{j,t}) + \beta_4(\text{Yatırım Fırsatları}_{j,t}) + \varepsilon_{j,t}$$

Modelde "$\ln[V_{j,t}/I(V_{j,t})]$", t yılında j firması için artık değer ölçüsünü ifade etmektedir. "Çeşitlendirme" değişkeni, t yılında j firmasının çeşitlendirme düzeyini, "$\ln(\text{Firma Büyüklüğü}_{j,t})$"değişkeni, t yılında j firmasının toplam varlıklarının doğal logaritmasını, "$\text{Karlılık}_{j,t}$" değişkeni, t yılında j firmasının faizden ve vergiden önceki kazançlarının toplam satışlara oranını ve "$\text{Yatırım Fırsatları}_{j,t}$" değişkeni, t yılında j firmasının sermaye harcamalarının toplam satışlara oranını ifade etmektedir. α, sabit terim olup, uzman firmaların artık değerini göstermektedir. "$\varepsilon_{j,t}$", hata terimini ifade etmektedir. β_1, çeşitlendirilmiş firmaların değeri olup, negatif değer iskontoyu gösterirken pozitif değer primi göstermektedir.

Çeşitlendirme derecesi ile firma değeri arasındaki ilişkinin incelenmesi aşamasında "artık değer" değişkenin, satışlar çarpanı yöntemi ve varlıklar çarpanı yöntemi aracılığıyla hesaplanmasının analiz sonuçları üzerindeki etkisi araştırılmıştır. Farklı çeşitlendirme ölçüleri kullanılması halinde, söz konusu ilişkilerin değişip değişmediği incelenmiştir. Bu aşamada Model 1 iki farklı artık değer belirleme yöntemine göre ve üç farklı çeşitlendirme ölçüsüne göre alt gruplara ayrılarak incelenmiş olup, modeller aşağıdaki gibi belirlenmiştir.

Model 1A: Satışlar çarpanı yöntemi ile artık değer belirlenmesi;

$$\ln[V_{j,t}/I(V_{j,t})]_{S.Ç.} = \alpha + \beta_1(\text{Jacquemin-Berry Çeşitlendirme Derecesi}_{j,t}) + \beta_2[\ln(\text{Firma Büyüklüğü}_{j,t})] + \beta_3(\text{Karlılık}_{j,t}) + \beta_4(\text{Yatırım Fırsatları}_{j,t}) + \varepsilon_{j,t}$$

$$\ln[V_{j,t}/I(V_{j,t})]_{S.Ç.} = \alpha + \beta_1(\text{Berry-Herfindahl Çeşitlendirme Derecesi}_{j,t}) + \beta_2[\ln(\text{Firma Büyüklüğü}_{j,t})] + \beta_3(\text{Karlılık}_{j,t}) + \beta_4(\text{Yatırım Fırsatları}_{j,t}) + \varepsilon_{j,t}$$

$$\ln[V_{j,t}/I(V_{j,t})]_{S.Ç.} = \alpha + \beta_1(\text{Bölüm Sayısı Çeşitlendirme Derecesi}_{j,t}) + \beta_2[\ln(\text{Firma Büyüklüğü}_{j,t})] + \beta_3(\text{Karlılık}_{j,t}) + \beta_4(\text{Yatırım Fırsatları}_{j,t}) + \varepsilon_{j,t}$$

Model 1B: Varlıklar çarpanı yöntemi ile artık değer belirlenmesi;

$$\ln[V_{j,t}/I(V_{j,t})]_{V.Ç.} = \alpha + \beta_1(\text{Jacquemin-Berry Çeşitlendirme Derecesi}_{j,t}) + \beta_2[\ln(\text{Firma Büyüklüğü}_{j,t})] + \beta_3(\text{Karlılık}_{j,t}) + \beta_4(\text{Yatırım Fırsatları}_{j,t}) + \varepsilon_{j,t}$$

$$\ln[V_{j,t}/I(V_{j,t})]_{V.Ç.} = \alpha + \beta_1(\text{Berry-Herfindahl Çeşitlendirme Derecesi}_{j,t}) + \beta_2[\ln(\text{Firma Büyüklüğü}_{j,t})] + \beta_3(\text{Karlılık}_{j,t}) + \beta_4(\text{Yatırım Fırsatları}_{j,t}) + \varepsilon_{j,t}$$

$$\ln[V_{j,t}/I(V_{j,t})]_{V.Ç.} = \alpha + \beta_1(\text{Bölüm Sayısı Çeşitlendirme Derecesi}_{j,t}) + \beta_2[\ln(\text{Firma Büyüklüğü}_{j,t})] + \beta_3(\text{Karlılık}_{j,t}) + \beta_4(\text{Yatırım Fırsatları}_{j,t}) + \varepsilon_{j,t}$$

Model 2: Firma riski ile firma çeşitlendirmesi ilişkisini değerlendirmek amacıyla oluşturulmuştur. Modelde, firma riski bağımlı değişken olup, firmanın borçlanma oranı, firma büyüklüğü ve çeşitlendirme derecesi bağımsız değişkenlerdir. Model 2'de firma riski ile firma çeşitlendirmesi arasında ilişkinin yönü araştırma sorusu olarak belirlenmiştir. Bu kapsamda, belirlenen hipotezler aşağıdaki gibidir;

$H_{2.1.0}$: Çeşitlendirme derecesi ile firma riski arasında negatif ilişki yoktur.
$H_{2.1.A}$: Çeşitlendirme derecesi ile firma riski arasında negatif ilişki vardır.

$H_{2.2.0}$: Çeşitlendirme derecesi ile firma riski arasında pozitif ilişki yoktur.
$H_{2.2.A}$: Çeşitlendirme derecesi ile firma riski arasında pozitif ilişki vardır.

Firma riskini etkileyebilecek bir çok faktör bulunmasına karşın, literatürde firmanın borçlanma oranı ve firma büyüklüğü incelenen faktörler arasında sıklıkla yer almaktadır. Model 2, aşağıdaki gibi ifade edilebilir:

$$\text{Firma Riski}_{j,t} = \alpha + \beta_1(\text{Çeşitlendirme}_{j,t}) + \beta_2[\ln(\text{Firma Büyüklüğü}_{j,t})] +$$

β_3(Borçlanma Oranı$_{j,t}$) + $\varepsilon_{j,t}$

Modelde "Firma Riski$_{j,t}$" değişkeni, t yılında j firmasının toplam riskini ifade etmektedir. "Çeşitlendirme$_{j,t}$" değişkeni, t yılında j firmasının çeşitlendirme düzeyini, "Firma Büyüklüğü$_{j,t}$" değişkeni, t yılında j firmasının toplam varlıklarının doğal logaritmasını, "Borçlanma Oranı$_{j,t}$" değişkeni, t yılında j firmasının "Toplam Borç/Toplam Varlıklar" oranını, α, sabit terimi ve $\varepsilon_{j,t}$ hata terimini ifade etmektedir.

Çeşitlendirme derecesi ile firma riski arasındaki ilişkinin incelenmesi aşamasında farklı çeşitlendirme ölçüleri kullanılması halinde, söz konusu ilişkilerin değişip değişmediği araştırılmıştır. Bu bağlamda Model 2 üç farklı çeşitlendirme ölçüsüne göre alt gruplara ayrılmış olup, modeller aşağıdaki gibi belirlenmiştir.

Firma Riski$_{j,t}$ = α + β_1(Jacquemin-Berry Çeşitlendirme Derecesi$_{j,t}$) + β_2[ln(Firma Büyüklüğü$_{j,t}$)] + β_3(Borçlanma Oranı$_{j,t}$) + $\varepsilon_{j,t}$

Firma Riski$_{j,t}$ = α + β_1(Berry-Herfindahl Çeşitlendirme Derecesi$_{j,t}$) + β_2[ln(Firma Büyüklüğü$_{j,t}$)] + β_3(Borçlanma Oranı$_{j,t}$) + $\varepsilon_{j,t}$

Firma Riski$_{j,t}$ = α + β_1(Bölüm Sayısı Çeşitlendirme Derecesi$_{j,t}$) + β_2[ln(Firma Büyüklüğü$_{j,t}$)] + β_3(Borçlanma Oranı$_{j,t}$) + $\varepsilon_{j,t}$

Model 3: Firma performansı ile firma çeşitlendirmesi arasındaki ilişkiyi belirlemek amacıyla oluşturulmuştur. Firma performansının göstergesi olarak, Tobin q oranı kullanılmıştır. Model 3'te firma performansı ile firma çeşitlendirmesi arasındaki ilişkinin yönü araştırma sorusu olarak belirlenmiştir. Bu kapsamda, oluşturulan hipotezler aşağıdaki gibidir;

$H_{3.1.0}$: Çeşitlendirme derecesi ile firma performansı arasında negatif ilişki yoktur.
$H_{3.1.A}$: Çeşitlendirme derecesi ile firma performansı arasında negatif ilişki vardır

$H_{3.2.0}$: Çeşitlendirme ile firma performansı arasında pozitif ilişki yoktur.
$H_{3.2.A}$: Çeşitlendirme ile firma performansı arasında pozitif ilişki vardır.

Tobin q oranının bağımlı değişkeni oluşturduğu modelde, firma büyüklüğü ve yatırım fırsatları bağımsız değişkenler olarak yer almaktadır. Model 3, aşağıdaki gibi ifade edilebilir:

$$\text{Firma Performansı}_{j,t}=\alpha+\beta_1(\text{Çeşitlendirme}_{j,t}) + \beta_2[\ln(\text{Firma Büyüklüğü}_{j,t})] + \beta_3(\text{Yatırım Fırsatları}_{j,t}) + \varepsilon_{j,t}$$

Modelde "Firma Performansı$_{j,t}$" değişkeni, t yılında j firmasının faiz ve vergiden önceki karının toplam satışlar tutarına oranını ifade etmektedir. "Çeşitlendirme$_{j,t}$" değişkeni, t yılında j firmasının çeşitlendirme düzeyini, "Firma Büyüklüğü$_{j,t}$" değişkeni, t yılında j firmasının toplam varlıklarının doğal logaritmasını, "Yatırım Fırsatları$_{j,t}$" değişkeni, t yılında j firmasının sermaye harcamalarının toplam satışlara oranını ifade etmektedir. α, sabit terimi ve $\varepsilon_{j,t}$ hata terimini temsil etmektedir.

Çeşitlendirme derecesi ile firma performansı arasındaki ilişkinin incelenmesi aşamasında farklı çeşitlendirme ölçüleri kullanılması halinde, söz konusu ilişkilerin değişip değişmediği araştırılmıştır. Bu aşamada Model 3, üç farklı çeşitlendirme ölçüsüne göre alt gruplara ayrılmış olup, modeller aşağıdaki gibi belirlenmiştir.

$$\text{Firma Performansı}_{j,t}=\alpha+\beta_1(\text{Jacquemin-Berry Çeşitlendirme Derecesi}_{j,t}) + \beta_2[\ln(\text{Firma Büyüklüğü}_{j,t})] + \beta_3(\text{Yatırım Fırsatları}_{j,t}) + \varepsilon_{j,t}$$

$$\text{Firma Performansı}_{j,t}=\alpha+\beta_1(\text{Berry-Herfindahl Çeşitlendirme Derecesi}_{j,t}) + \beta_2[\ln(\text{Firma Büyüklüğü}_{j,t})] + \beta_3(\text{Yatırım Fırsatları}_{j,t}) + \varepsilon_{j,t}$$

$$\text{Firma Performansı}_{j,t}=\alpha+\beta_1(\text{Bölüm Sayısı Çeşitlendirme Derecesi}_{j,t}) + \beta_2[\ln(\text{Firma Büyüklüğü}_{j,t})] + \beta_3(\text{Yatırım Fırsatları}_{j,t}) + \varepsilon_{j,t}$$

5.3. Veri Seti ve Değişkenler

Araştırma modelleri için belirlenen hipotezlerin test edilmesi aşamasında, panel ve yatay kesit verileri kullanılmıştır. Veri seti, araştırmanın kapsamı ve kısıtlar bölümünde belirtilen hususlar dikkate alınarak oluşturulmuştur. Bu kapsamda, belirlenen örneklemde yer alan firmalar iki gruba ayrılmıştır. Tek bir alanda faaliyet gösteren ve finansal raporlarında "Bölümlere Göre Raporlama Yapmayan" firmalar,

"Uzman Firmalar" olarak sınıflandırılmıştır. Birden fazla alanda faaliyet gösteren ve mali tablolarında "Bölümlere Göre Raporlama Yapan" firmalar ise, "Çeşitlendirilmiş Firmalar" olarak belirlenmiştir. Uzman firmalar grubu, "artık değer" belirleme aşamasında, çeşitlendirilmiş firmaların bölümleri için emsal değer hesaplanırken kullanılan sektör çarpanlarının belirlenmesine esas teşkil eden firmalar grubudur. Uzman firmaların sayısı, 2005-2010 döneminin bütünü açısından 162 olarak tespit edilmiştir. Çeşitlendirilmiş firmaların sayısı ise, 41 tanedir. Analizler toplam 203 firma açısından gerçekleştirilmiştir. Örneklemi oluşturan uzman firmalar ve çeşitlendirilmiş firmaların yıllar itibariyle dağılımı Tablo 2'de gösterilmektedir.

Tablo 2

Uzman Firmalar ve Çeşitlendirilmiş Firmaların Dağılımı

	Uzman Firmalar	Çeşitlendirilmiş Firmalar	Toplam	İMKB Örneklemi	Veri Seti (%)
2005	146	17	163	218	75
2006	137	17	154	221	70
2007	125	23	148	222	67
2008	125	22	147	216	68
2009	110	30	140	216	65
2010	110	27	137	221	62

Tablo 2'de, analiz dönemi kapsamında uzman ve çeşitlendirilmiş firmaların İMKB örneklemi içerisindeki payı % 62 ile %75 oranları arasındadır. Bu yüzden analizler sonucunda elde edilecek olan bulguların İMKB bütünü açısından genellenebilir nitelikte olduğu düşünülebilir.

Veri setinin bir kısmı, firmaların mali tablolarında sunulan veriler kullanılarak hesaplanan oran niteliğindeki değişkenlerden oluşmaktadır. Bu değişkenler, firma büyüklüğü, karlılık, yatırım fırsatları, kaldıraç oranı ve firma performansı değişkenleridir. Artık değer, firmaların çeşitlendirme düzeyi ve firma riski değişkenleri literatürde belirtilen yöntemler kullanılarak oluşturulmuştur.

Araştırma modellerinde yer alan bağımlı ve bağımsız değişkenlerin hesaplanma yöntemleri, modele dahil edilmelerinin teorik alt yapısı ve literatürdeki benzer çalışmalarda elde edilen bulgular aşağıda detaylı olarak açıklanmıştır.

Firma Büyüklüğü: Firma büyüklüğü, firmanın toplam varlıklar değerinin logaritması [ln(Toplam Varlıklar)] ile ölçülmüştür. Firmaların cari toplam varlıklar değerleri, Üretici Fiyat Endeksi kullanılarak enflasyondan arındırma işlemi

(reelleştirme) yapılmıştır.[5] Firma büyüklüğü, satışlar tutarının logaritması ve çalışan sayısının logaritması kullanılarak da belirlenebilmektedir. Bu çalışmada, toplam varlıkların logaritması olarak hesaplanmış olup, araştırma modellerinin tamamında açıklayıcı değişken olarak analizlere dahil edilmiştir.

Model 1'de firma büyüklüğü, artık değer açısından açıklayıcı faktör olarak dikkate alınmıştır. Firma büyüklüğünün firma değerine olan etkisi, yapılan pek çok çalışmada araştırılmıştır. Büyüklük faktörü, finansal piyasalardan yararlanabilme ve fon kaynaklarına ulaşmada etkili olduğu için firmalar arasında sermaye yapısı farklılıklarına neden olabilmektedir (Hall, Hutchinson ve Michaelas, 2004, s. 716). Firma büyüklüğü, işletme kararlarını belirlemede önemli bir faktör olmakta ve bütün olarak faaliyetlere etki yapabilmektedir. Firma değeri ile firma büyüklüğü arasındaki ilişkinin beklenen işareti pozitiftir (Pandya ve Rao, 1998; Lang ve Stulz, 1994; Fleming, Oliver ve Skourakis, 2001; Daud, Salamudin ve Ahmaad, 2009).

Model 2'de firma büyüklüğü, toplam firma riski açısından açıklayıcı faktör olarak dikkate alınmıştır. Büyük ölçekli firmalar, ölçek ekonomisi avantajlarını elde edebilirler. Bu firmaların fon kaynaklarına kolaylıkla ulaşabilmeleri ve borçlanma maliyetlerinin küçük ölçekli firmalara kıyasla göreceli olarak daha düşük olması, ölçek ekonomi faydası şeklinde ifade edilebilir. Belirtilen nedenler, küçük ölçekli firmalara oranla daha az risk unsuru içermelerine olanak sağlayabilmektedir. Ampirik çalışmalarda, firma büyüklüğü ve borçları ödeme sıkıntısı arasında güçlü negatif bir korelasyon olduğu raporlanmaktadır. Firma büyüklüğü ile uzun süreli borç kullanımı arasında pozitif, kısa süreli borç kullanımı arasında negatif ilişki olduğu belirtilmektedir (Hall, Hutchinson ve Michaelas, 2004, s. 716). Model 2'de, firma büyüklüğü ile toplam firma riski arasındaki ilişkinin beklenen işareti pozitiftir.

Model 3'te firma büyüklüğü, firma performansı açısından açıklayıcı faktör olarak dikkate alınmıştır. Ölçek ekonomileri ve piyasa gücü dikkate alınarak, firma büyüklüğü ile firma performansı arasındaki önemli korelasyon olduğunu belirten ampirik çalışmalar bulunmaktadır. Firma büyüklüğü ile firma performansı arasındaki ilişkinin beklenen işareti pozitiftir (Chen, Nehrt ve Guisinger, 1998, s. 9). Shyu ve Chen (2009), firma büyüklüğü ile performans arasında negatif yönlü ilişki tespit etmişlerdir.

[5] Üretici FiyatEndeksi değerleri, www.tcmb.gov.tr adresinden elde edilmiştir.

Karlılık: Karlılık değişkeni, "FVÖK/Satışlar" oranı şeklinde hesaplanmıştır. Firmanın faizden ve vergiden önceki kar değeri esas alınarak belirlenen karlılık değişkeni, faaliyetlerden elde edilen karlılığı yansıtmaktadır. Faizden ve vergiden önceki kar şeklinde dikkate alınması, sermaye yapısından bağımsız değerlendirme yapabilme olanağı sağlamaktadır. Bu durumda, faaliyet karının oluşmasına neden olan varlıkların nasıl finanse edildiği işleme dahil edilmemekte, bir firmanın esas faaliyetinin ne derece karlı olduğu hakkında fikir vermektedir.

Model 1'de karlılık değişkeni, artık değer açısından açıklayıcı güce sahip olabileceği için dikkate alınmıştır. Daha yüksek kar düzeyine sahip olan bir firmada firma değerinin de yüksek olması beklenmektedir.

Yatırım Fırsatları: Firmanın yatırım fırsatlarının göstergesi olarak, "Sermaye Harcamaları/Satışlar" oranından yararlanılmaktadır. Sermaye harcamaları, duran varlıklar için yapılan nakit harcamaları göstermektedir. Net sermaye harcamaları, dönem sonu net duran varlıklar tutarından dönem başı net duran varlıklar tutarının çıkarılması ve bu tutara ilgili dönemde ayrılan amortisman tutarının eklenmesi şeklinde hesaplanmaktadır (Ercan ve Ban, 2005, s. 29). Duran varlıklar için ayrılan amortisman tutarı, bir nakit çıkışı gerektirmeyen gider olduğu için eklenmektedir (Brealey, Myers ve Marcus, 2001, s. 38).

Model 1'de yatırım fırsatları değişkeni, artık değer açısından açıklayıcı faktör olarak dikkate alınmıştır. Firmaların daha yüksek yatırım fırsatlarına sahip olmaları, bu fırsatların değerlendirilerek daha yüksek firma değerine ulaşabilmelerine olanak sağlayacağı kabul edilmektedir. Bu kapsamda, artık değer ile yatırım fırsatları arasındaki ilişkinin beklenen işareti pozitiftir.

Model 3'de yatırım fırsatları, firma performansı açısından açıklayıcı faktör olarak analizlere dahil edilmiştir.

Firma Riski: Toplam firma riski, hisse senedi getirilerinin varyansı aracılığıyla ölçülmektedir. Firma riski, bütün olarak firmanın getirilerindeki değişkenliği yansıtmaktadır. Söz konusu değişkenliği etkileyen faktörler iki açıdan incelenmektedir. Bunlardan ilki firmaya özgü faktörlere bağlı değişkenlik olup sistematik olmayan risk olarak ifade edilmektedir. Diğeri ise, firma dışında piyasaya bağlı olarak değişen ve firmanın kendi çabalarıyla azaltamayacağı risk olup, sistematik risk olarak tanımlanmaktadır.

Model 2'de firmanın toplam riski bağımlı değişken olarak dikkate alınmış, firma riski ile firmaların çeşitlendirme özellikleri arasındaki ilişki araştırılmıştır. Her bir firmanın açısından aylık hisse senedi getirilerinin varyansı kullanılarak yıl bazında toplam risk hesaplanmıştır. Bir varlığın getirisi, beklenen değerle hesaplanırken, riski, varyans veya varyansın karekökü olan standart sapma ile ölçülmektedir. Bir menkul kıymetin beklenen getirisi ve varyansı aşağıdaki formüller aracılığıyla hesaplanmaktadır (Korkmaz ve Ceylan, 2006, s. 480-481):

$$E(R_i) = \sum_{i=1}^{n} P_{ij} R_{ij} \qquad (11)$$

$$\sigma_i^{\,2} = \sum_{i=1}^{n} P_{ij} \left[R_{ij} - E(R_i) \right]^2 \qquad (12)$$

Eşitlik 11 ve 12'de, $E(R_i)$, beklenen getiriyi, P_{ij}, her bir getirinin gerçekleşme olasılığını, R_{ij}, olasılık dağılımının herhangi bir getiri oranını temsil etmektedir.

Firma riskinin hesaplanmasında yararlanılan aylık hisse senedi getirileri, İMKB'nin internet sitesinden elde edilmiştir.[6] Hisse senedi getirileri, borsada gerçekleşen günlük işlemlerin sonunda hesaplanmaktadır. Aylık getiri, bir hisse senedinin bir ay boyunca elde tutulması sonucunda elde edilen getiri olup, aşağıdaki gibi hesaplanmaktadır;

$$G_i = \frac{F_i * (BDL + BDZ + 1) - R * BDL + T - F_{i-1}}{F_{i-1}} \qquad (13)$$

G_i: i. aya ait getiri.

F_i: i. aya ait en son kapanış fiyatı.

BDL: Ay içinde alınan bedelli hisse adedi.

BDZ: Ay içinde alınan bedelsiz hisse adedi.

R: Rüçhan hakkı kullanma fiyatı.

T: Ay içinde 1.000 TL/1 TL nominal değerli bir hisse senedine ödenen net temettü tutarı.

[6] http://www.imkb.gov.tr/Data/fiyat_getiri_aciklama.aspx

F_{i-1}: i. aydan bir önceki aya ait en son kapanış fiyatı.

Firmaların aylık getiri verileri aracılığıyla her yıl için varyans hesaplanmış ve firmanın toplam riskinin ölçüsü olarak analizlerde kullanılmıştır. Firma riski ile firma çeşitlendirmesi arasındaki ilişkiyi inceleyen çalışmalarda, firma çeşitlendirmesinin firma riskini artırdığı, azalttığı veya etkilemediğini belirten bulgular raporlanmaktadır. Levellen (1971), çeşitlendirilmiş firmaların uzman firmalara oranla düşük riske sahip olduğunu belirtmiştir. Amit ve Livnat (1988), firma çeşitlendirmesinin faaliyet riskini azalttığını raporlamıştır. Pandya ve Rao (1998), Low ve Chen (2004), Daud, Salamudin ve Ahmaad (2009) ile Chiao ve Ho (2009) çalışmalarında çeşitlendirmenin firma riskini azalttığı bulgularına ulaşmışlardır. Kim, Kim ve Pantzalis (2001), çeşitlendirmenin firmanın kazançlarındaki değişkenliği azalttığını tespit etmişlerdir. Diğer yandan, Xing (2003) ve Anderson, Stowe ve Xing (2011) çalışmalarında çeşitlendirme ile firma riski arasında pozitif ilişki olduğu belirtilmiştir. Kahloul ve Hallara (2010) çalışmasında, çeşitlendirilmiş firmalarda piyasa riskinin arttığı, çeşitlendirme ile risk arasında pozitif ilişki olduğu saptanmıştır.

Borçlanma Oranı: Borçlanma oranı, bir firmanın borçlanma düzeyini yansıtmakta ve "Toplam Borç/Toplam Varlıklar" oranı aracılığıyla hesaplanmaktadır. Firmaların borçlanma düzeyi arttıkça finansal sıkıntı ve iflas olasılığında artış beklenmektedir. Model 2'de borçlanma oranı, toplam firma riski açısından açıklayıcı bir faktör olarak modele dahil edilmiştir. Firma riski ile firmanın borçlanma oranı arasında pozitif yönlü ilişki beklenmektedir.

Çeşitlendirilmiş firmalarda ortak sigorta etkisi yaratılarak firmada faaliyet riski azaltılabilmekte, azalan faaliyet riski borç kapasitesinde artışa yol açmaktadır. Bu açıdan değerlendirildiğinde çeşitlendirme derecesi ile borçlanma düzeyi arasında pozitif ilişki beklenmektedir. Temsil teorisi, çeşitlendirme derecesi ile borçlanma düzeyi arasında negatif ilişki önermektedir. Yönetici ve hissedar arasındaki çatışmaların, serbest nakit akımları fazla olduğunda şiddetleneceği, finansmanda borç kullanılması ile bu çatışmaların azaltılabileceği vurgulanmaktadır. Borçla finansmanda borç verenler tarafından yöneticinin izlenmesi disiplin etkisi oluşturmaktadır. Yöneticinin değer azaltıcı yatırımlara yönelme durumu azalmakta, dolayısıyla firmada temsil maliyetleri azalabilmektedir. Yöneticinin kişisel faydalarını maksimize edecek çeşitlendirme girişimleri de azalmış olacaktır. İşlem maliyetleri açısından bakıldığında, firmada

finansal kararlar varlıkların spesifikasyon derecesi dikkate alınarak verilmektedir. Varlık spesifikasyonu yüksek olduğunda, bu varlıkların likiditasyon değerleri düşük olacağı için özsermaye finansmanı tercih edilmelidir. Varlık spesifikasyonu düşük olduğunda, varlıkların likiditasyon değerleri yüksek olacak ve borç finansmanı daha uygun bir seçenek olacaktır. Bu durumda, varlık spesifikasyonu yüksek iken ilişkili çeşitlendirme, düşük iken ilişkisiz çeşitlendirme yapılması önerilmektedir. İlişkili çeşitlendirmelerde hisse senedi finansmanı, ilişkisiz çeşitlendirmelerde ise borç finansmanı uygun kaynak olarak değerlendirilmektedir. Varlık spesifikasyonu düşük olduğunda, çeşitlendirme derecesi ile borçlanma düzeyi arasında pozitif ilişki beklenmektedir.

Tobin Q Oranı: Tobin q oranı, "yaklaşık Tobin q oranı" yöntemi kullanılarak hesaplanmıştır. Bu yöntem, borcun defter değeri ile piyasa değeri arasında fark olmadığı varsayımına dayanmaktadır. Ayrıca, firmanın arazi ve demirbaşlarının yerine koyma değerlerinin defter değerlerine eşit olduğu varsayılmaktadır. Yaklaşık q hesaplamalarının Tobin q hesaplamalarıyla karşılaştırıldığında, yaklaşık q değerinin Tobin q değerindeki değişimleri %96,6 oranında açıkladığı belirlenmiştir. Oldukça az veri kullanılarak hesaplanabilen yaklaşık Tobin q değeri aşağıdaki gibi hesaplanmaktadır (Chung ve Pruitt, 1994, s. 71);

Yaklaşık Tobin Q = (Hisse senetlerinin piyasa değeri + İmtiyazlı hisse senetlerinin değeri + Toplam Borç)/Toplam Varlıklar

Tobin q oranı yüksek olan firmaların varlıklarını etkin kullandıkları ve performans seviyelerinin yüksek olduğu değerlendirmesi yapılmaktadır. Aynı zamanda firmanın büyüme fırsatlarının göstergesidir. Tobin q değeri 1'in üzerinde olan firmalar iyi performans seviyelerine sahip olan ve büyüme fırsatları bulunan firmalar olarak değerlendirilmektedir. Canbaş, Doğukanlı, Düzakın ve İskenderoğlu (2005) çalışmalarında İMKB'ye ait veriler yapılan analizlerde, Tobin q oranının performans ölçüsü açısından bir gösterge oluşturduğu belirtilmiştir.

Model 3'de yaklaşık Tobin q oranı, bağımlı değişken olarak belirlenmiştir. Firma performansı ile firmanın çeşitlendirme düzeyi arasındaki ilişki araştırılmıştır. Temsil teorisine göre, çeşitlendirme derecesi ile firma performansı arasında negatif ilişki vardır. Kaynaklara dayalı yaklaşımda ise, çeşitlendirmenin yönüne göre firma

performansı ile çeşitlendirme derecesi arasındaki ilişkinin farklı olacağı belirtilmektedir. İlişkili çeşitlendirme derecesinin yüksek seviyelerinde performansla çeşitlendirme arasında pozitif ilişki olması, ilişkisiz çeşitlendirmenin yüksek seviyelerinde ise, negatif ilişkili olması beklenmektedir (Chiau ve Ho, 2009, s. 58). Literatürde firma performansı ile çeşitlendirme derecesi arasındaki ilişkiyi araştıran çalışmalarda, pozitif, negatif ve doğrusal olmayan ilişki şeklinde faklı bulgulara ulaşılmaktadır. Söz konusu ilişkinin, çeşitlendirmenin yönü ve derecesinden etkilendiği belirtilmektedir. Marinelli (2011), Palich, Cardinal ve Miller (2000), Santallo ve Becerra (2008) çalışmalarında, performans ile çeşitlendirme derecesi arasında pozitif ilişki olduğu belirtilmektedir. Lang ve Stulz (1994), Bodnar, Tong ve Weintrop (1998), Hyland (2008), Campa ve Kedia (2002), Fleming, Oliver ve Skourakis (2001), Rumelt 1974 ve Lee ve Jang (2007) çalışmalarında ise, performans ile çeşitlendirme derecesi arasında negatif ilişki elde etmişlerdir. Shyu ve Chen (2009), Tobin q oranı şeklinde hesapladıkları firma performansı ölçüsü ile çeşitlendirme arasında pozitif yönlü ilişki olduğunu belirtmişlerdir.

Model 1'de yer alan "artık değer" bağımlı değişkeni ile modellerin tamamında bağımsız değişken olarak yer alan "firmaların çeşitlendirme dereceleri" özel yöntemler kullanılarak hesaplanmıştır. Bu yöntemler ayrıntılı olarak açıklanmıştır.

5.3.1. Artık Değer

Artık değer, birden fazla faaliyet alanında çeşitlendirme yapan bir firmanın, faaliyet alanlarının her birinde uzman bir firma olarak çalışmış olması durumunda oluşacak firma değerinin, mevcut durumdaki firma değeri ile karşılaştırılmasını içermektedir. Artık değer, "Gerçek Değer/Emsal Değer" oranının logaritması alınarak hesaplanmaktadır. Bu değişken, Model 1'de bağımlı değişken olarak analizlere dahil edilmiştir. Artık değer değişkeninin belirlenmesi sürecinde, literatürde sıklıkla kullanılan Berger ve Ofek (1995) artık değer belirleme yöntemi takip edilmiştir. Buna göre, artık değer, firmanın toplam değeri ile firmanın bölümlerinin tek başına girişimler olarak emsal değerlerinin toplamı arasındaki yüzde farkı olarak ölçülmüş ve çeşitlendirmenin firma değerine etkisi belirlenmiştir (Berger ve Ofek, 1995, s. 46). Artık değer belirleme süreci, bu çalışmanın II. Bölümünde "Berger ve Ofek Yaklaşımı" başlığı altında ayrıntılı olarak açıklanmıştır.

Artık değer, çeşitlendirilmiş firmalar ile uzman firmalara ait veriler kullanılarak hesaplanmıştır. Bu aşamada, İMKB'ye kayıtlı firmalardan analize uygun olan firma örneklemi oluşturularak, çeşitlendirilmiş firmalar ve uzman firmalar şeklinde gruplandırılmıştır. Çeşitlendirme yapan firmaların her biri açısından, faaliyet gösterdikleri bölümün uluslararası standart endüstri kodu (International Standart Industry Code-ISIC) esas alınarak, aynı alanda faaliyet gösteren uzman firma grupları oluşturulmuştur. Çeşitlendirme yapan firmanın faaliyet bölümlerine karşılık emsal değerlerin belirlenmesi için en az 5 uzman firmanın dahil olduğu sektörler belirlenmiştir. Çeşitlendirme yapan bir firmanın faaliyet bölümüne karşılık 5 ve daha fazla uzman firmanın bulunmaması halinde, bu firma analiz dışı bırakılmıştır. Emsal değerlerin belirlenmesine esas oluşturan sektörlerin çarpan değerleri, satışlar çarpanı, varlıklar çarpanı ve FVÖK çarpanları şeklinde hesaplanmıştır. Çeşitlendirme yapan firmada bir bölümün emsal değeri, bölümün satışları ile ilgili endüstrideki uzman firmaların satışlar çarpanı medyanı çarpılarak elde edilmiştir.

Çarpan değerlerinin belirlenmesi sürecinde, bölümlere göre raporlama yapan firmaların bir kısmı bölümün bilançosu ve gelir tablosunu ayrıntılı olarak raporlarken, bir kısım firmalarda sadece bölüm satış değerlerinin raporladığı görülmektedir. Bu nedenle bölümlere göre raporlama yapan firmaların tamamı için satışlar çarpanı oluşturulurken, varlıklar ve FVÖK çarpanı bir kısım firmalar için hesaplanabilmiştir. Bu aşamada çok az firmanın FVÖK çarpanı ile emsal değer ölçüsü belirlenmiştir. Bu nedenle analizde, FVÖK çarpanı işlem dışı tutulmuştur. Emsal değer belirleme sürecinde karşılaşılan diğer bir konu, satışlar, varlıklar ve FVÖK değerleri açısından firmanın toplam değerleri ile bölümlerin değerleri arasında farklılık olmasıdır. Bu konuda düzeltme işlemleri, satışlar, varlıklar ve FVÖK değerlerinin bütünü açısından yapılmıştır.

Çeşitlendirme yapan firmaların, hisse senetlerinin piyasa değerine toplam borç tutarı eklenerek "Gerçek Değer" tutarları hesaplanmıştır. Artık değerler arasından uç değerler işlem dışı tutulmuştur.

Literatürde yer alan çalışmalardan, Villalonga (2004a-2004b), Levellen (1971) ve Fleming, Oliver ve Skourakis (2001) çeşitlendirme primi olduğunu raporlamışlardır. Hyland (2008) çalışmasında, çeşitlendirme priminin büyük ölçekli firmalarda küçük ölçekli firmalara oranla artış gösterdiğini ortaya koymuştur. Campa ve Kedia (2002), çeşitlendirme iskontosu bulgusunun zamanla azaldığı ve prime dönüştüğünü

belirtmiştir. Hyland (2003) çalışmasında, çeşitlendirmenin ilk yıllarında firma değerinde azalma görüldüğü ancak ilerleyen yıllarda bu durumun ortadan kalktığını ifade etmiştir.

Çeşitlendirme iskontosu bulgusu, Higgins ve Schall (1975), Berger ve Ofek (1995), Bodnar, Tang ve Weintrop (1998), Lins ve Servaes (2002), Xing (2003) ile Barnes ve Brown (2006) çalışmalarında tespit edilmiştir. Shyu ve Chen (2009), büyüme aşamasındaki firmalar ve ilişkisiz çeşitlendirme yapan firmalarda çeşitlendirme iskontosu bulgularına ulaşmışlardır. Galvan, Pindado ve Torre (2007) çalışmalarında, söz konusu ilişkinin doğrusal olmayıp, çeşitlendirmenin belirli bir noktaya kadar firma değerine katkı sağladığı daha fazla çeşitlendirmeye gidilmesi halinde firma değerinde azalma olduğu, başka bir ifadeyle çeşitlendirme seviyesinde optimal bir noktanın varlığı belirtilmiştir.

5.3.2. Firmaların Çeşitlendirme Derecelerinin Belirlenmesi

Firmaların çeşitlendirme düzeylerinin belirlenmesi sürecinde, esas olarak bölümlere göre raporlama yapıp yapmadıkları belirlenmekte, bölümlere göre raporlama yapan firmalar için çeşitlendirme düzeyi hesaplanabilmektedir. Firmalar faaliyetlerini, mali tablolarında farklı şekillerde raporlayabilmektedir. Bu raporlar, faaliyet gösterilen sektöre ve firmanın kendine özgü çalışma koşullarına göre farklılıklar gösterebilmektedir. Ancak, genel olarak endüstriyel bölümlere göre raporlama ve coğrafik bölümlere göre raporlama şeklinde yapılmaktadır. Bu bilgiler çeşitlendirme derecesinin belirlenmesine olanak sağlamaktadır.

Firmaların çeşitlendirme özelliklerinin belirlenmesinde yer alan temel veri, ana faaliyet konuları dikkate alınarak oluşturulan Standart Endüstri Sanayi Sınıflaması (SIC) kodlarıdır. Bu kodlar, "Sermaye Piyasasında Mali Tablo ve Raporlara İlişkin İlke ve Kurallar Hakkında Tebliğ" doğrultusunda hazırlanan mali tablolarda belirtilen "İşletmenin fiili faaliyet konusu" dikkate alınarak belirlenmektedir. Borsada işlem gören firmaların sektörel sınıflama kodları İMKB internet sitesinde yer alan "Yıllık Faaliyet Raporları"nda 2 basamak seviyede sunulmaktadır. Bu çalışmada İMKB'de 2 basamak seviyede sunulan kodlar esas alınarak, 3 ve 4 basamak seviyedeki kodlar Türkiye İstatistik Kurumu internet sitesinden elde edilen SIC Revision 2-3-4 tabloları aracılığıyla belirlenmiştir.[7]

[7] http://tuikapp.tuik.gov.tr/DIESS/SiniflamaSurumListeAction.do?turId=1&turAdi= 1. Faaliyet Sınıflamaları

Emsal değerlerin belirlenmesi aşamasında, çeşitlendirilmiş firmaların tamamı değerlendirildiğinde, bu firmaların satışlar çarpanları kullanılarak belirlenen emsal değerleri ortalama %28'i 2 basamak endüstri koduna dayanmakta, %37'si 3 basamak endüstri koduna dayanmakta ve %35'i 4 basamak endüstri koduna dayanmaktadır. Campa ve Kedia (2002) çalışmasında, tüm firmaların %50 sinin satışlar çarpanları kullanılarak emsal değerler, 4 basamak kod ile uyumlu, %26,5 i 3 basamak kod ile uyumlu, %23,5 i 2 ve daha az basamak kod ile uyumlu olarak raporlamışlardır.

Farklı faaliyet bölümlerinden gelir elde eden bir işletmenin bölümlere göre raporlama verisi olmaksızın, bütün olarak sunduğu finansal tablolarındaki verilerle, firmanın bütün olarak başarısını ölçmede ve üretilen ürünlerin hangilerinin diğerlerine göre daha fazla getiriye sahip olduğunu belirlemek mümkün değildir. Firma kararlarının verilmesi sürecinde ve firmanın finansal tablolarındaki verileri kullananlar açısından bölüm bilgilerinin yayınlanması, firmanın risk, getiri ve performansının doğru saptanması ve bunların kaynaklarının belirlenmesi açısından önemlidir. Bu nedenlerle borsada işlem gören firmaların mali tabloları, 1 Ocak 2009 yılında yürürlüğe giren "Türkiye Finansal Raporlama Standartları 8 (TFRS-8)" düzenlemesiyle "bölümlere göre raporlama" yapma kriterleri uluslararası standartlar seviyesine getirilmiştir.[8] Bu tarihten önce, kullanılan "Türkiye Muhasebe Standartı (TMS 14) Bölümlere Göre Raporlama" kriterleri, TFRS 8 standartlarının uygulamaya konulmasıyla birlikte uygulamadan kaldırılmıştır.

TFRS 8'e göre bir işletme, finansal tablo kullanıcılarının, işletmenin gerçekleştirdiği faaliyetler ile faaliyette bulunduğu ekonomik ortamın niteliğini ve finansal etkilerini değerlendirmelerini mümkün kılabilmek için faaliyet bölümlerine ilişkin bilgilerini açıklamalıdır.

Faaliyet bölümleri, bir işletmenin:

a) Hasılat elde edebildiği ve harcama yapabildiği (aynı işletmenin diğer kısımları ile yapılan işlemlere ilişkin hasılat ve giderler de dahil olmak üzere) işletme faaliyetlerinde bulunan,
b) Faaliyet sonuçlarının, bölüme tahsis edilecek kaynaklara ilişkin kararların alınması ve bölümün performansının değerlendirilmesi amacıyla işletmenin

[8] http://www.tmsk.org.tr/dosyalar/TFRS-8.pdf

faaliyetlere ilişkin karar almaya yetkili mercii tarafından düzenli olarak gözden geçirildiği ve

c) Hakkında ayrı finansal bilgilerin mevcut olduğu bir kısmıdır.

Firma bir faaliyeti, belirli şartlar sağlandığında iki farklı şekilde raporlayabilir. Buna göre, faaliyet bölümleri şeklinde sınıflandırılabilen bölümleri iki veya daha fazlasının bir araya getirilmesinden elde edilen sonuçları raporlar. Raporlanabilir bölüm belirlenmesinde bölümleri birleştirme kriterlerinden yaralanılır. Faaliyet bölümleri benzer ekonomik özelliklere sahip ise, genellikle benzer uzun vadeli finansal performans gösterirler. Örneğin, ekonomik özelliklerinin benzer olması durumunda, iki faaliyet bölümünün uzun vadeli ortalama brüt satış karlarının benzer olması beklenir. Birleştirmenin bu TFRS'nin temel ilkesi ile uyumlu olması, bölümlerin benzer ekonomik özelliklere sahip ve bölümlerin belirli konularda benzer olmaları durumunda, iki veya daha fazla faaliyet bölümü tek bir faaliyet bölümü olarak birleştirilebilir. Bu konular, ürün ve hizmetlerin niteliği, üretim süreçlerinin niteliği, ürün ve hizmetleri için müşteri türü veya sınıfı, ürünlerini dağıtmak veya hizmetlerini sunmak üzere kullandıkları yöntemler, uygulanabilir olması durumunda bankacılık, sigorta veya kamu hizmetleri gibi düzenleyici çevrenin niteliğidir. İkinci raporlama şekli ise, belirlenmiş sayısal alt sınırları (eşik değerleri) geçenlerin raporlanmasıdır. Sayısal alt sınırlar;

a) İşletme dışı müşterilere yapılan satışlar ve bölümler arası satışlar veya transferler de dahil olmak üzere, raporlanan hasılatının, işletme içi ve dışı tüm faaliyet bölümlerinin toplam hasılatının yüzde 10'unu veya daha fazlasını oluşturması. Yani, raporlanan hasılatın (işletme içi ve işletme dışı) tüm bölümlerin toplam satışlarının (işletme içi ve işletme dışı) %10'undan daha fazla olması,
b) Raporlanan kârının veya zararının mutlak tutarının, (i) zarar bildirmemiş olan tüm faaliyet bölümlerinin birleştirilerek raporlanmış kârının, ve (ii) zarar bildirmiş olan tüm faaliyet bölümlerinin birleştirilerek raporlanmış zararının**,** mutlak rakamlarla, yüzde 10'u veya daha fazlası olması. Yani, Raporlanan karın kar elde eden bölümlerin toplam karının %10'undan fazla olması, veya raporlanan zararın zarar elde eden bölümlerin toplam zararının %10'undan fazla olması,
c) Varlıklarının, tüm bölümlerin toplam varlıklarının yüzde 10'undan fazla

olmasıdır.

Raporlanabilir olmayan diğer işletme faaliyetlerine ve faaliyet bölümlerine ilişkin bilgiler bir araya getirilerek 'diğer tüm bölümler' kategorisi altında açıklanır. Bölüm bazında bilgiler açıklandıktan sonra, bölümler ve işletme arasında mutabakatlar yapılır. Bu mutabakatlar, bölümlerin toplam hasılatı ve işletmenin hasılatı, bölümlerin toplam kar veya zararı ve işletmenin vergiden önceki kar veya zararı, bölümlerin toplam varlıkları ve işletmenin varlıkları, bölümlerin toplam borçları ve işletmenin borçları, bölümlere ilişkin açıklanan diğer önemli tutarlar ve işletmenin bunlara karşılık gelen tutarları arasında yapılmaktadır. Raporlanabilir bölümlerin varlıkları ile işletme varlıklarının ölçümü arasındaki farklılık, muhasebe politikaları ve ortak kullanılan varlıkların tahsisine ilişkin politikalardan kaynaklanabilmektedir.

Firmaların çeşitlendirme özelliklerinin belirlenmesinde, bölümlere göre raporlama yapıp yapmadıkları temel kriter olarak dikkate alınmıştır. Bu doğrultuda bölümlere göre, raporlama yapan firmalar "çeşitlendirilmiş firmalar" olarak değerlendirilirken, bölümlere göre raporlama yapmayan firmalar belirli bir faaliyet alanında uzmanlaşmış firmalar olarak kabul edilmiştir. Bu değerlendirmenin esası ise, bölümlere göre raporlama yapma kriterlerinden kaynaklanmaktadır. Bölümlere göre raporlama yapan firmalar arasından 2 basamak kod seviyesinde farklı alanlarda raporlama yapılması ilişkisiz çeşitlendirme, aynı faaliyet dalında raporlama yapılması ise ilişkili çeşitlendirme olarak değerlendirilmektedir. Bu firmaların ilişkili veya ilişkisiz çeşitlendirme yapma düzeyleri ayrıca her bir bölümün satış tutarları ve bölümlerin sanayi sınıflaması kodlarına göre oluşturulmaktadır.

Firma çeşitlendirmesi ölçeğinin belirlenmesine esas oluşturan sektör kodlarının belirlenmesi aşamasında, çeşitlendirilmiş ve uzman firmaların tamamı dikkate alınmıştır. Firmaların 2 basamak seviyede SIC kodları, İMKB'nin internet sitesinden elde edilmiştir. Bu kodlar esas alınarak, SIC Revizyon 2-3-4 tabloları aracılığıyla 3 ve 4 basamak seviyede kodlar belirlenmiştir.

Firmaların çeşitlendirme dereceleri bölüm sayısı, Berry-Herfindahl endeksi yöntemi ve Jacquemin-Berry Entropi endeksi yöntemleri ile hesaplanmıştır. Jacquemin-Berry entropi ölçüsü açısından tüm firmaların toplam çeşitlendirme dereceleri analizlerde kullanılmıştır. Jacquemin-Berry Entropi endeksi kullanılarak, firmaların bir kısmı için ilişkili ve ilişkisiz çeşitlendirme derecesi elde edilebilmiştir. Bu belirlemede, firmaların bölüm sayıları, bölümlerin her birinin farklı sektörde olması ve bölümlerin

tamamının aynı alt sektörde yer almış olması belirleyici olmuştur. Berry-Herfindahl endeksi, Jacquemin-Berry Entropi endeksi ve bölüm sayısı yöntemleri aşağıda ayrıntılı olarak açıklanmıştır.

Berry-Herfindahl Endeksi: Berry-Herfidahl endeksi, yoğunlaşma ölçüsü olarak yaygın şekilde kullanılan Herfindahl endeksinden türetilmiştir. Bu ölçüden, firmada bulunan faaliyetlerin yoğunlaşması yani çeşitlenme derecesinin belirlenmesinde yararlanılmaktadır. Çeşitlendirme, yoğunlaşmanın tersi olarak ölçülebilir ve çeşitlendirme azaldıkça, yoğunlaşma derecesi artar (Foldvary, 2006, s. 1).

Bir firmanın çeşitlendirme derecesi, ürün kümesinin seviyesine bağlıdır ve bunlara ilişkin verilerle ölçülür. Herfindahl endeksi ile firma çeşitlendirmesi ölçüsü aşağıdaki gibidir (Jacquemin ve Berry, 1979, s. 360);

$$H = \left(1 - \sum_{i=1}^{n} P_i^2 \right) \qquad (14)$$

H değeri, çeşitlendirme endeksini, n, firmanın faaliyet sayısını yani firmanın dahil olduğu 2 basamak (3 veya 4) SIC kodu sayısını, P_i, toplam firma satışları içindeki her bir SIC kodunun satışlarının göreceli payını ifade etmektedir. Eşitlikte endeks değeri, çeşitlendirme derecesi yükseldikçe artmaktadır. Bu ölçüde, eğer firma tek bir alanda faaliyet gösteriyorsa çeşitlendirmenin herfindahl endeksi sıfır olacaktır.

Herfindahl endeksi, satışlara veya varlıklara dayalı olarak hesaplanabilmektedir. Satışlara dayalı Herfindahl endeksinde, bir bölümün satışlarının, firmanın toplam satışları içerisindeki oranı dikkate alınarak hesaplanmaktadır. Varlıklara dayalı endekste ise, bölüm varlıklarının firma toplam varlıkları içerisindeki değeri dikkate alınmaktadır.

Jacquemin-Berry Entropi Endeksi: Jacquemin-Berry entropi endeksi, firma çeşitlendirmesinin üç temel faktörüne dayanır. Bunlar; firmanın faaliyet gösterdiği bölümlerin sayısı, firmanın bölümlere göre satış oranları ve çeşitli bölümler arasındaki ilişki derecesidir. Entropi ölçüsünün üstünlüğü, çeşitlendirme derecesini ilişkili ve ilişkisiz çeşitlendirme boyutları açısından da bilgi verici nitelikte olmasıdır (Palepu, 1985, s. 244). Firmanın toplam çeşitlendirme ölçüsü, ilişkili ve ilişkisiz çeşitlendirme

derecelerinin toplamı olarak ifade edilmektedir. Çeşitlendirmenin ilişki düzeyi ayrıştırılarak aşağıdaki gibi formüle edilebilir (Rajan ve Lacktorin, 2000, s. 3)

Toplam Çeşitlendirme $$TD = \sum_{i=1}^{n} P_i * \ln(1/P_i) \quad (15)$$

İlişkili Çeşitlendirme $$RD = \sum_{j=1}^{m} RTD_j P^j \quad (16)$$

$$RTD = \sum_{i\&j} P_i^j * \ln(1/P_i^j) \quad (17)$$

İlişkisiz Çeşitlendirme $$UTD = \sum_{j=1}^{m} P^j * \ln(1/P^j) \quad (18)$$

m: Endüstri gruplarının sayısı (firmanın dahil olduğu 2 basamak SIC kodlarının sayısı)
n: Endüstrinin bölüm sayısı (Firmanın 2 basamak SIC kodunun içindeki 4 basamak SIC kodu sayısı)
Pi: Toplam şirket satışlarındaki i. bölümün payı
P^j: Toplam firma satışlarındaki j'grubunun (2 basamak SIC gruplarından her biri) payı
P_i^j: j grubu için toplam satışlar içindeki i. bölümün satışlarının payı
ln: Doğal logaritma

Bir firmanın 2 basamak endüstri sınıfında faaliyet gösterdiği ve bu sınıfların da kendi aralarında 4 basamak seviyede farklı bölümlere ayrıldığı düşünüldüğünde, her bir faaliyet bölümünde farklı satış düzeyleri dikkate alınarak hesaplanması halinde firma çeşitlendirme endeksinde oluşacak farklılıklar Tablo 3'te gösterilmektedir (Palepu, 1985, s. 253).

Tablo 3

Jacquemin-Berry Entropi Endeksi ile Çeşitlendirme Dereceleri

	Satışlar							
	Grup 1			Grup 2		Çeşitlendirme Dereceleri		
Toplam	Bölüm 1	Bölüm 2	Bölüm 1	Bölüm 2	Bölüm 3	Toplam	İlişkili	İlişkisiz
100	100					0	0	0
100	95	5				0,20	0,20	0
100	90	10				0,32	0,32	0
100	80	10	10			0,64	0,32	0,32
100	70	20	10			0,80	0,48	0,32
100	60	10	10	10	10	1,23	0,62	0,61
100	20	20	20	20	20	1,61	0,94	0,67

Tablo 3'te entropi ölçüsü olarak elde edilen değerin [1/ln(n)]*100 ifadesiyle çarpılması yoluyla, 0≤ Entropi ≤ 100 aralığında değerler şeklinde ifade edilebilmektedir. Berry-Herfindahl çeşitlendirme endeksine benzer şekilde, Jacquemin-Berry Entropi endeksi de tek bir alanda faaliyet gösteren firma için sıfır değerini almaktadır. Hesaplanan değer yükseldikçe, çeşitlendirme derecesinin arttığı anlaşılmaktadır. Bu iki endeks arasındaki temel fark, Herfindahl endeksinde Jacquemin–Berry entropi endeksine oranla ürün grubunun bölüm değerleri küçüldükçe ağırlıkları da azalarak dağıtmaktadır. Jacquemin–Berry entropi endeksinde ise, çeşitlendirme hesaplanırken, bir firmanın başlıca bölümünden veya baskın bölümün büyüklüğünden etkilenmemektedir (Rajan ve Lacktorin, 2000, s. 4). Entropi endeksi, küçük firmalar açısından Herfindahl endeksine oranla daha duyarlıdır. Herfindahl endeksi ve Entropi endeksi değerleri birbirine oldukça yakın sonuçlar vermektedir (Jacquemin ve Berry, 1979, s. 360-364).

Endüstriyel Bölüm Sayısı: Firmalar, mevzuatla belirlenen finansal raporlama standartları kapsamında bir faaliyet alanından elde ettikleri gelirin toplam gelir içindeki payı %10 ve daha fazla olması halinde, mali tablolarında bölümlere göre finansal raporlama yapmak zorundadır. Bu şekilde, finansal raporlama yapılan bölümlerin sayıları, firma çeşitlendirmesi açısından bir ölçü olarak değerlendirilmektedir. Bu yöntemde, ürünlerin ait oldukları sektörün standart sanayi sınıflaması kodlarına göre ayrıldığı gruplar dikkate alınmakta ve aşağıdaki gibi hesaplanmaktadır;

$$\text{Çeşitlendirme Derecesi} = \log(\text{Bölüm Sayısı}) \qquad (19)$$

Bir firmanın bölüm sayısı ne kadar artarsa, o kadar çok çeşitlendirilmiş olduğu kabul edilmektedir (Lang ve Stulz, 1994, s. 1257). Çeşitlendirme ölçüsü olarak bölüm sayısının dikkate alınması, diğer endüstrilerdeki yüksek kazançlar veya büyüme beklentileri konusunda firmanın ilişkisiz faaliyetlere girebilme genişliği hakkında bilgi vermektedir. Basit endüstri sayısına dayanan çeşitlendirme ölçüsü, endüstriyel faaliyetlerde geniş dağılım olması halinde uygunsuz ağırlıklar verebilmektedir (Gort, 1962, s. 10-11).

5.4. Analiz Yöntemi

Çalışmada panel ve yatay kesit verileri kullanılarak araştırma modelleri tahmin edilmiştir. Ekonometrik analizlerde, yapılan tahminlerin güvenilir olup olmadıkları, esas olarak üç açıdan değerlendirilmektedir. Bunlar, oluşturulan modelin ekonomi teorisi ile uyuşup uyuşmadığı, istatistiksel açıdan testlerin güvenirliği ve ekonometrik tahmin yönteminin varsayımlarının sağlanmasıdır. Çoklu doğrusal regresyon modeli kullanılarak yapılan tahminlerde, analiz çıktılarının istatistiksel açıdan güvenilir olup olmadıklarının test edilmesi gerekmektedir. Bu aşamada, t, F ve R^2 katsayılarından yararlanılmaktadır.

Panel veri yöntemi, firmalar ve ülkeler gibi belirli bir gruba ait gözlemlerin belirli bir zaman dönemi üzerinden değerlendirilebilmelerine olanak sağlamaktadır. Panel veri, çoğu kez zaman serilerinin ve kesit gözlemlerin (cross-sectional) birleştirilmesiyle (havuzlanmış veri-pooled data) oluşmaktadır. Bir çok alt gruplarının olmasına rağmen, tüm bu isimler esas olarak kesit gözlem birimlerinin zaman içindeki hareketiyle ilgilidir (Gujarati, 2004, s. 640). Panel veri analizinde klasik regresyon modeli aşağıdaki gibidir;

$$y_{it} = \alpha + \beta' x_{it} + \varepsilon_{it} \qquad (20)$$

Modelde y_{it}, bağımlı değişkeni, x_{it} bağımsız değişkenleri, β' eğim katsayılarını, ε_{it} hata terimi vektörü ve α sabit katsayıyı ifade etmektedir. i, modelde yer alan grup sayısını (i: 1,2,3…n) ve t her bir gruba ait zamanı (t: 2005, 2006..) göstermektedir.

Kesit gözlem birimi, zaman serisi gözlemleriyle aynı sayıya eşit olduğunda panel veri, dengeli panel olarak ifade edilir. Panel üyeleri arasında gözlemlerin sayıları farklılaşması halinde dengesiz panel olarak tanımlanmaktadır (Gujarati, 2004, s. 637).

Panel veri analizlerinde, araştırma modelinde yer alan bağımsız değişkenler arasında yüksek korelasyon ilişkisinin bulunması, analiz sonuçlarının güvenirliliğini olumsuz etkileyebileceği için istenmeyen bir durumdur. Regresyon modelinde yer alan değişkenler arasındaki ilişkinin yönü ve dereceleri korelasyon katsayıları aracılığıyla belirlenmelidir.

Panel veri analizi yönteminin kendine özgü bir takım üstünlükleri bulunmaktadır. Panel veri, firmalar, ülkeler ve bireylerle ilişkili olduğu için bu

birimlerde heterojenlik kesin olarak bulunmaktadır. Panel veri tahmin teknikleri kendine özgü değişkenlere olanak sağlayarak heterojenliği dikkate almaktadır. Kesit ve zaman serisi gözlemlerini birleştirerek, daha fazla bilgi verici ve değişken bir veri seti elde edilebilmektedir. Değişkenler arasında çoklu bağlantı (multicollinearity) sorunu daha az ortaya çıkmaktadır. Daha fazla serbestlik ve etkinlik sağlamaktadır. Tekrar eden kesit gözlemlerle çalışılan panel veriler, değişim dinamiklerinin çalışılması açısından daha iyi uyum göstermektedir. Ayrıca, kısa zaman serisi ve/veya yetersiz kesit gözlemlerin olması halinde bile ekonometrik analiz yapılabilmesine olanak sağlamaktadır. Çoğu ölçek ekonomileri ve teknolojik değişim gibi karmaşık davranışsal modellerin çalışılmasına imkan sağlayarak zengin ampirik çalışmalara olanak sağlamaktadır (Gujarati, 2004, s. 637-638).

Zamana göre değişmeyen (din v.b. gibi.) değişkenler panel veri analizinde kontrol altına alınabilmektedir. Zaman serisi çalışmaları veya yatay kesit (cross section) çalışmalarda bu mümkün değildir. Panel veri, değişim dinamikleri çalışmalarına daha iyi uyum göstermektedir. Ayrıca, sadece zaman serisi veya sadece yatay kesit özelliği gösterdiği tam olarak belirlenemeyen etkilerin ölçümü konusunda daha iyi sonuçlar sunmakta ve uygulanmaktadır. Karmaşık davranışsal modellerin test edilebilmesine olanak sağlamaktadır. Bireyler ve firmalardan toplanan küçük panel veri seti, benzer daha büyük panel veri setine oranla, verilerin toplulaştırılmasının neden olabileceği sorunları engelleyerek daha doğru ölçümler sağlayabilmektedir. Panel veri analizinin sağladığı yararların yanında bir takım kısıtlar da içermektedir. Verilerin elde edilmesi ve panel veri seti şeklinde düzenlenmesi aşamasında değişkenlerin özelliğine bağlı olarak sorun yaşanabilmektedir. Her bir değişken açısından zaman serisi boyutunun kısa olması ve bunun yanında yatay kesit boyutunun geniş olması ölçüm hatalarına yol açabilmektedir (Baltagi, 2005, s. 6-9).

Çalışmada panel veri analizlerine ek olarak yatay kesit verilerle ek küçük kareler tahmin yöntemi uygulanmıştır. Yatay kesit veri analizinde, bir veya daha fazla değişkenin belirli bir zaman noktasında toplanan verileri kullanılmaktadır. Zaman serisi verilerde, durağanlık sorunu sıklıkla ortaya çıkarken, yatay kesit verilerde heterojenlik problemi olmaktadır (Gujarati, 2004, s. 27). Yatay kesit regresyon analizinde, bağımlı ve bağımsız değişkenler arasındaki ilişki yıl bazında incelenmektedir. Yatay kesit verilerde gözlem sayısı, panel verilere oranla daha az olabilmektedir. Yatay kesit veri kullanılarak yapılan tahminlerde sadece birimler arasındaki farklılıklar incelenebilmektedir.

Panel veri regresyon analizleri sabit, eğim ve hata terimi açısından farklı varsayımlar dikkate alınarak çeşitli şekillerde tahminler yapılabilmektedir. Zaman ve yatay kesitler arasında, sabit ve eğim katsayısının değişmediği diğer yandan hata teriminin zamanla oluşan farklılıkları yakalayabildiği varsayılabilir. Eğim katsayısının sabit olduğu buna karşılık sabit katsayının yatay kesitlerde değiştiği (Sabit Etkiler Modeli-Fixed Effect)) varsayılabilir. Eğim katsayısı sabit ancak sabit katsayının yatay kesitlerde ve zamanda değiştiği varsayılabilir. Bütün katsayıların yatay kesitler boyunca değişebileceği varsayılabilir. Bütün katsayıların yatay kesitler ve zaman boyunca değişebileceği varsayılabilir (Gujarati, 2004, s. 638).

Sabit Etkiler Modeli, yatay kesitte sabit katsayıların farklı olmasına, buna karşılık eğim katsayılarının aynı olmasına izin vermektir. Modele, zamana göre değişmeyen bireysel değişken (cinsiyet, ırk vb.), zamanla değişen bireysel değişken (gelirdeki değişim vb.) ve dönem bireysel sabit değişkenler (mal ve hizmetin fiyatı gibi.) kullanılarak bağımlı değişken üzerindeki etkiler belirlenmeye çalışılmaktadır (Tarı, 2010, s. 488). Sabit etkiler modeli aşağıda gösterilmektedir (Gujarati, 2004, s. 642).

$$Y_{it} = \beta_{1i} + \beta_{2it}X_{2it} + \beta_3 X_{3it} + \upsilon_{it} \qquad (21)$$

Sabit etkiler modelinde, her bir yatay kesitin kendine ait bir sabit değeri olmaktadır. Sabit etkiler modelinde β_{1i}, her bir firmanın bireysel etkilerini ifade etmektedir. Rassal etkiler modelinde ise sabit terim, bütün yatay kesit sabit terimlerinin ortalama değeridir. Hata bileşeni, yatay kesite özgü sabitin bu ortalama değerden sapmalarını göstermektedir.

Panel veri analizlerinde, sabit etkiler veya rassal etkiler modellerinden hangisinin kullanılacağına karar verilmesi gerekmektedir. Bu karar, kesitler arasındaki olası korelasyon, yatay kesite özgü hata bileşeni ve bağımsız değişkenlere ilişkin varsayımlar göz önünde bulundurularak verilmektedir. Bu aşamada, hata terimi ve bağımsız değişkenler arasında ilişki yoksa rassal etkiler modeli, hata terimi ve bağımsız değişkenler ilişkili ise sabit etkiler modeli tercih edilebilir (Gujarati, 2004, s. 650). Bazı durumlarda zamana göre değişmeyen olası tüm faktörlerin bağımsız değişkenlerle korelasyon ilişkisinin olup olmadığı tam olarak kestirilememektedir. Bu durumda, sabit etkiler modeli kullanılmalıdır. Modeller arasında seçim yapılmasına, zaman ve kesit

boyutlarının değerlendirilmesi yardımcı olmaktadır. Panel verinin zaman boyutu (T), kesit boyutundan (N) büyük ise, her iki model açısından önemli bir fark olmayacaktır. Zaman boyutu kesit boyutundan küçük ise, iki yöntemler elde edilen tahminler önemli şekilde farklılık göstermektedir. Bu şartlar altında hata terimi ile bir veya daha fazla açıklayıcı değişken ilişkili ise, sabit etkiler modeli tahmincileri tutarlı olmaktadır. Rassal etkiler modelinin varsayımlarının geçerli olması halinde, rassal etkiler modeli tahmincileri daha etkin olmaktadır. Ayrıca, örneklem büyük bir ana kütleden rassal olarak seçilmiş ise, rassal etkiler modeli daha uygun olmaktadır (Tarı, 2010, s. 492-493).

İyi bir tahminci olarak değerlendirilen sabit etkiler modelinde, zaman ve kesit ile ilgili kullanılan yapay değişkenler (kukla değişken) serbestlik derecesi kaybına neden olmaktadır. Ayrıca, zamana göre değişmeyen (cinsiyet, ırk vb.) değişkenlerin etkilerini tanımlayamayabilir. Hata terimi varsayımları konusunda dikkatli olunmalı ve temel varsayımları sağlamalıdır (Gujarati, 2004, s. 646). Bunun için rassal etkiler modeli ya da diğer bir adıyla hata bileşen modeli önerilmiştir. Rassal Etkiler Modeli'nde bileşik hata terimi bulunmaktadır. Bileşik hata terimi, yatay kesit veya bireysel spesifik hata bileşeni ve zaman serisi ve yatay kesit hata bileşenlerinden oluşmaktadır.

Çalışmanın analizlerinde sabit etkiler ve rassal etkiler modellerinden hangisinin geçerli olacağını belirleyebilmek için Hausman testinden yararlanılmıştır. Elde edilen sonuçlar Tablo 4'te sunulmuştur.

Tablo 4

Hausman Testi Sonuçları

Modeller	Hausman Test İstatistiği	P Değeri	
Model 1	13,74	0,0081	Sabit Etki Modeli
Model 2	9,60	0,0222	Sabit Etki Modeli
Model 3	8,14	0,0431	Sabit Etki Modeli

Tablo 4'te modellerin tamamında %5 önem seviyesinde "rassal etki modeli sabit etki modelinden daha etkindir" hipotezi red edilmektedir. Hausman test sonuçlarından hareketle panel veri regresyon tahminlerinde sabit etki modeli kullanılmıştır. Bu modelle elde edilen bulguların raporlanmasında spesifik etkileri belirten sabite yer verilmemiştir. Panel verilerle yapılan regresyon analizlerinde değişen varyans problemi için White cross-section düzeltme işlemi uygulanmıştır.

5.5. Analiz Sonuçları

Tez çalışmasının analiz dönemi, 2005-2010 yıllarını kapsamaktadır. Modeller, 2005-2010 dönemine ait panel veriler ve yatay kesit veriler kullanılarak analiz edilmiştir. Ayrıca firma çeşitlendirmesinin etkilerinin alt dönem açısından farklılaşıp farklılaşmadığı araştırılmıştır. Bu kapsamda, 2007-2010 yılı gerek yıl gerekse de analize dahil olan firma sayısının fazla olması nedeniyle ayrıca incelenmiştir. En küçük kareler tahmin yöntemi, 2005-2010 dönemi ve 2007-2010 dönemi açısından panel veriler kullanılarak yapılmış, elde edilen sonuçlar her dönem için yapılan yatay kesit veri analizleriyle desteklenmiştir.

Araştırma örneklemi, çeşitlendirilmiş firmalar ve uzman firmalar olmak üzere iki gruba ayrılmış ve her grup açısından tanımlayıcı istatistikler hesaplanmıştır. Bu aşamada 2005-2010 döneminde verileri tam olan 32 tane çeşitlendirilmiş firmanın, firma büyüklüğü, karlılık düzeyi, toplam firma riski, borçlanma düzeyi, yatırım fırsatları ve bölüm sayısı özelliklerine ilişkin tanımlayıcı istatistikler Tablo 5'te verilmiştir.

Tablo 5

Çeşitlendirilmiş Firmaların Tanımlayıcı İstatistikleri

	Ortalama	**Ortanca**	**Maksimum**	**Minimum**	**Standart Sapma**	**Gözlem Sayısı**
Karlılık Düzeyi	-0.03685	-0.00438	0.475407	-1.263.335	0.220088	192
Firma Riski	0.020634	0.014405	0.159028	0.000723	0.022159	192
Firma Büyüklüğü	18.42627	19.05429	21.37499	12.82187	2.106265	192
Firma Performansı	0.585213	0.510249	2.380431	0.100954	0.406980	192
Borçlanma Düzeyi	0.463374	0.455802	1.296521	0.097953	0.228417	192
Yatırım Fırsatları	0.094342	0.057378	1.651293	-0.71649	0.220891	192
Bölüm Sayısı	0.927172	0.693147	1.609438	0.693147	0.313924	110

Tablo 5'e göre, çeşitlendirilmiş firmaların ortalama karlılık oranı yaklaşık ortalama -% 3,6 civarındadır. Firma riskleri ortalama % 2 iken, sermaye yapılarında borç kullanma seviyeleri ortalama % 46 olarak saptanmıştır. Tobin q ölçüsü aracılığıyla belirlenen firma performansının, ortalama % 58 olduğu görülmektedir. Yatırım fırsatları, ortalama % 9,4 seviyesindedir. Çeşitlendirilmiş firmaların ortanca bölüm sayısının 2 civarında (ln(2)=0.693147) olduğu belirlenmiştir.

Çeşitlendirilmiş firmaların her bir bölümü için emsal değer belirlenmesinde işleme dahil edilen ve 2005-2010 döneminde verileri tam olan 119 tane uzman firmaya

ilişkin tanımlayıcı istatistikler hesaplanmıştır. Uzman firmaların tanımlayıcı istatistikleri Tablo 6'da gösterilmektedir.

Tablo 6

Uzman Firmaların Tanımlayıcı İstatistikleri

	Ortalama	**Ortanca**	**Maksimum**	**Minimum**	**Standart Sapma**	**Gözlem Sayısı**
Karlılık Düzeyi	-0.12703	-0.02641	3.731794	-1.358.546	0.781783	714
Firma Riski	0.026326	0.016840	0.321396	0.001052	0.031256	714
Firma Büyüklüğü	18.52391	18.56282	23.24716	12.82187	1.512962	714
Firma Performansı	0.521997	0.428171	4.135682	0.016054	0.479145	714
Borçlanma Düzeyi	0.500736	0.420033	4.135585	0.006440	0.463553	714
Yatırım Fırsatları	0.092244	0.038820	9.210841	-4.846.378	0.539907	714

Tablo 6'da uzman firmaların ortalama karlılık oranı -% 12,7 civarında gerçekleşmiştir. Firmaların toplam riski ortalama % 2,6 seviyelerindedir. Borçlanma oranlarına bakıldığında, ortalama % 50 oranında sermaye yapılarında borç finansmanına yer verdikleri görülmektedir. Tobin q oranı aracılığıyla hesaplanan firma performanslarının ortalaması ise, % 52 olarak tespit edilmiştir. Firmaların, ortalama % 9,2 oranında yatırım fırsatlarına sahip oldukları anlaşılmıştır. Yatırım fırsatları firmalar arasında yüksek oranda değişkenlik göstermektedir.

Çeşitlendirilmiş firmalar ile uzman firmaların 2005-2010 dönemine ilişkin tanımlayıcı istatistikleri arasındaki farklar Tablo 7'de gösterilmiştir.

Tablo 7

Çeşitlendirilmiş ve Uzman Firmaların Tanımlayıcı İstatistiklerinin Karşılaştırılması

	Çeşitlendirilmiş Firmalar		**Uzman Firmalar**		**Fark**	
	Ortalama	**Ortanca**	**Ortalama**	**Ortanca**	**Ortalama**	**Ortanca**
Firma Büyüklüğü	18.42627	19.05429	18.52391	18.56282	-0.09764	0.49147
Karlılık Düzeyi	-0.03685	-0.00438	-0.12703	-0.02641	0.09018	0.02203
Firma Riski	0.020634	0.014405	0.026326	0.016840	-0.00569	-0.00244
Borçlanma Düzeyi	0.463374	0.455802	0.500736	0.420033	-0.03736	0.035769
Yatırım Fırsatları	0.094342	0.057378	0.092244	0.038820	0.002098	0.018558
Firma Performansı	0.585213	0.510249	0.521997	0.428171	0.063216	0.082078
Bölüm Sayısı	0.927172	0.693147	1	1	-0.072828	-0.30685

Tablo 7'de, çeşitlendirilmiş firmalar ile uzman firmaların ortalama büyüklüklerinin birbirine yakın olduğu görülmektedir. Çeşitlendirilmiş firmaların ortalama karlılık düzeylerinin, uzman firmalara oranla ortalama % 9 daha yüksek olduğu anlaşılmaktadır. Çeşitlendirilmiş firmalarda toplam firma riski ortalamasının, uzman firmalara oranla daha az olduğu saptanmıştır. Bu bulgu, çeşitlendirmenin ortak

sigorta etkisiyle firma riskinde azalma sağlayacağı düşüncesini destekler niteliktedir. Çeşitlendirilmiş firmalarda borçlanma düzeyi ortalama % 46 iken, uzman firmalarda % 50 olarak elde edilmiştir. Çeşitlendirilmiş firmaların borçlanma oranının uzman firmalardan düşük olmasında, çeşitlendirmeyle elde edilebilecek iç fon kaynaklarının kullanılması neden olarak gösterilebilir. Çeşitlendirilmiş firmaların performanslarının uzman firmalara oranla ortalama % 5,8 daha yüksek olduğu tespit edilmiştir. Buna göre, çeşitlendirilmiş firmaların kaynak kullanımında etkinlik sağladıkları düşünülebilir. Çeşitlendirilmiş firmalarda ortalama yatırım fırsatları % 9,4 ve uzman firmalarda % 9,2 oranında birbirine yakın değerler olarak tespit edilmiştir.

Çeşitlendirilmiş firmalarda, firma büyüklüğü, karlılık, toplam firma riski, borçlanma düzeyi, firma performansı ve yatırım fırsatları değişkenleri arasındaki ilişkinin yönü ve derecesini gösteren 2005-2010 dönemine ilişkin korelasyon katsayıları Tablo 8'de sunulmuştur.

Tablo 8

Çeşitlendirilmiş Firmaların Korelasyon Katsayıları

	Karlılık Düzeyi	Firma Riski	Firma Büyüklüğü	Firma Performansı	Borçlanma Düzeyi	Yatırım Fırsatları
Karlılık Düzeyi	1					
Firma Riski	-0.24888	1				
Firma Büyüklüğü	0.28379	-0.02343	1			
Firma Performansı	-0.17105	-0.09233	-0.57345	1		
Borçlanma Düzeyi	-0.43851	0.046649	-0.15036	0.610945	1	
Yatırım Fırsatları	0.246199	-0.06576	0.030033	0.036707	-0.04686	1

Tablo 8'e göre değişkenler arasında en yüksek korelasyon katsayısı, borçlanma düzeyi ile firma performansı açısından pozitif yönlü olarak elde edilmiştir. Çeşitlendirilmiş firmalarda borçlanma düzeyi ile performans arasındaki pozitif ilişki, temsil teorisi açıklamalarını destekler niteliktedir. Temsil teorisine göre, firmada serbest nakit akımlarının fazla olması temsil maliyetlerine yol açabilmektedir. Bu maliyetlerin azaltılmasında borçla finansman bir yöntem olarak önerilmektedir. Çeşitlendirilmiş firmalarda borçlanma düzeyindeki artışla birlikte firma performansının da yükselmesi, borç verenler tarafından firmanın izlenmesinin yöneticiler açısından disiplin etkisi oluşturacağı düşüncesini desteklemektedir. Değişkenler arasındaki en düşük korelasyon ilişkisi ise, firma büyüklüğü ile firma riski arasında negatif yönlü olarak tespit edilmiştir.

Uzman firmalar için hesaplanan değişkenlerin 2005-2010 dönemine ilişkin korelasyon katsayıları Tablo 9'da gösterilmektedir.

Tablo 9

Uzman Firmaların Korelasyon Katsayıları

	Karlılık Düzeyi	Firma Riski	Firma Büyüklüğü	Firma Performansı	Borçlanma Düzeyi	Yatırım Fırsatları
Karlılık Düzeyi	1					
Firma Riski	0.116313	1				
Firma Büyüklüğü	-0.10789	-0.13015	1			
Firma Performansı	-0.18336	-0.20305	0.096931	1		
Borçlanma Düzeyi	-0.19632	-0.0976	0.116758	0.967155	1	
Yatırım Fırsatları	0.391913	0.043275	0.002734	-0.08098	-0.08573	1

Tablo 9'da, çeşitlendirilmiş firmalara benzer şekilde uzman firmalara ait değişkenler arasında en yüksek korelasyon ilişkisi, borçlanma düzeyi ile firma performansı arasında pozitif yönlü olarak elde edilmiştir. Belirtilen pozitif yönlü ilişki, temsil teorisi çıkarımının uzman firmalar açısından da geçerli olduğunu göstermektedir. Değişkenler arasındaki en düşük korelasyon ilişkisi, yatırım fırsatları ile firma riski arasında pozitif yönlü olarak tespit edilmiştir.

5.5.1. Firma Çeşitlendirmesinin Firma Değerine Etkisinin İncelenmesi

Firma çeşitlendirmesi ve firma değeri arasındaki ilişkinin belirlenmesi sürecinde, yararlanılan "artık değer" değişkeni, satışlar çarpanı yöntemi, varlıklar çarpanı yöntemi ve FVÖK çarpanı yöntemlerine göre üç farklı yöntemle belirlenmiştir. Bu aşamada, çeşitlendirilmiş firmaların tamamı açısından satışlar çarpanı yöntemi aracılığıyla artık değer hesaplanabilmiştir. Ancak, varlıklar çarpanı ve FVÖK çarpanı yöntemleri açısından firmaların bütünü için artık değer hesaplanması mümkün olmamıştır. Bu durum, firmaların bir kısmının bölümlerine ait varlıklar değerleri ve bölüme ilişkin gelir tablosu verilerini raporlamamış olmalarından kaynaklanmıştır. Varlıklar çarpanı yöntemiyle belirlenen artık değerler analiz yapılabilmesi için yeterli iken, FVÖK çarpanı yönteminde firma sayısının çok az olması nedeniyle analizlerde dikkate alınamamıştır.

Firma çeşitlendirmesinin, firma değeri üzerinde oluşturabileceği etki, başka bir ifadeyle çeşitlendirmenin firma değeri açısından çeşitlendirme iskontosu veya primi oluşturup oluşturmadığı belirlenmek istenmiştir. Söz konusu etkinin belirlenmesi aşamasında "artık değer" bağımlı değişken olarak analize dahil edilmiştir. Artık değer bağımlı değişkeni, satışlar çarpanı yöntemi ve varlıklar çarpanı yöntemi aracılığıyla belirlenmiştir. Bu yöntemler açısından çeşitlendirmenin firma değeri üzerindeki etkisine

yönelik bulgularının farklılık gösterip göstermeyeceği incelenmiştir. Satışlar çarpanı yöntemi (Model 1A) ve varlıklar çarpanı yöntemi (Model 1B) açısından regresyon analizleri yapılmıştır.

Model 1A'da bağımlı değişken, artık değer değişkeni olup, bağımsız değişkenler, firma büyüklüğü, karlılık, yatırım fırsatları ve firmanın çeşitlendirme derecesi şeklindedir. Çeşitlendirme derecesi, Jacquemin-Berry Entropi ölçüsü, Berry-Herfindahl çeşitlendirme ölçüsü ve bölüm sayısı çeşitlendirme ölçüsü şeklinde üç farklı yönteme göre regresyon analizlerine dahil edilmiştir. Bu değişkenlerin 2005-2010 dönemine ilişkin korelasyon katsayıları Tablo 10'da gösterilmiştir.

Tablo 10

Açıklayıcı Değişkenler Arasındaki Korelasyon Katsayıları

	Jacquemin-Berry Ç.D.	Berry-Herfidahl Ç.D.	Bölüm Sayısı Ç.D.	Artık Değer	Firma Büyüklüğü	Karlılık Düzeyi	Yatırım Fırsatları
Jacquemin-Berry Ç.D.	1						
Berry-Herfidahl Ç.D.	0.864005	1					
Bölüm Sayısı Ç.D.	0.859959	0.591156	1				
Artık Değer	0.096207	0.06488	0.009393	1			
Firma Büyüklüğü	0.208755	0.064773	0.58613	-0.04656	1		
Karlılık Düzeyi	-0.38662	-0.1905	-0.3857	-0.63293	-0.21935	1	
Yatırım Fırsatları	-0.20986	-0.28292	-0.14519	0.400519	0.076173	-0.2327	1

Tablo 10'da, artık değer ile çeşitlendirme dereceleri arasında pozitif yönlü korelasyon ilişkisi olduğu görülmektedir. Bu pozitif ilişki, çeşitlendirme derecesi yükseldikçe firma değerinin de yükseleceği anlamına gelmektedir. Artık değer ile firma büyüklüğü arasında düşük derecede negatif yönlü ilişki belirlenmiştir. Yatırım fırsatları ile artık değer arasında pozitif yönlü korelasyon ilişkisi olduğu anlaşılmıştır. Firmada yatırım fırsatları yükseldikçe, firma değerinin de arttığı anlaşılmaktadır. En yüksek korelasyon ilişkisi, artık değer ile karlılık değişkeni arasında negatif yönlü ilişki olarak tespit edilmiştir. En düşük korelasyon ilişkisi ise, bölüm sayısı çeşitlendirme derecesi ile artık değer değişkeni arasında elde edilmiştir.

Firma çeşitlendirmesinin firma değerine etkisinin incelendiği Model 1A'nın regresyon analizlerinde, panel veriler ve yatay kesit verilerin kullanıldığı en küçük kareler tahmin yöntemi kullanılmıştır. Panel veri analizleri, 2005-2010 dönemi ve 2007-2010 alt dönemi açısından yapılmıştır. Aynı zamanda, her iki dönem açısından yatay kesit veri analizleri uygulanmıştır. Regresyon analizi sonuçları Tablo 11'de gösterilmektedir.

Tablo 11

Firma Çeşitlendirmesi ve Firma Değeri İlişkisinin Regresyon Analizi Sonuçları

Model 1A 2005-2010 PANEL EKK SONUÇLARI									
			Çeşitlendirme Derecesi	Firma Büyüklüğü	Yatırım Fırsatları	Karlılık Düzeyi	Düz. R^2	DW	F İstatistiği
Jacquemin-Berry Çeş. Der.			0,5142 (0,0084)	-0,5676 (0,0408)*	1,0119 (0,0752)**	-1,7401 (0,0001)	0,63	1,74	7,8100 (0,0000)
Berry-Herfindahl Çeş. Der.			0,8221 **(0,1908)**	-0,4539 **(0,1274)**	1,0324 (0,0833)**	-1,8765 (0,0000)	0,62	1,74	7,5918 (0,0000)
Bölüm Sayısı Çeş. Der.			0,3984 **(0,2652)**	-0,5795 (0,0444)*	0,9425 (0,0967)**	-1,7481 (0,0000)*	0,63	1,77	7,6242 (0,0000)
Model 1A YATAY KESİT EKK SONUÇLARI									
	Zaman	Sabit Terim	Çeşitlendirme Derecesi	Firma Büyüklüğü	Yatırım Fırsatları	Karlılık Düzeyi	Düz. R^2		F İstatistiği
Jacquemin-Berry Ç.D.	2006	-0,5311 **(0,1925)**	0,2679 (0,0450)*	0,0181 **(0,2896)**	0,8041 (0,0297)*	-2,0313 (0,0116)*	0,99		1942,944 (0,0170)*
	2010	1,1493 **(0,6266)**	0,2686 **(0,4386)**	-0,0952 **(0,4379)**	3,9252 (0,0976)**	-6,1625 (0,0565)**	0,98		83,0421 (0,0820)**
Berry-Herfindahl Ç.D.	2006	-0,9634 **(0,1337)**	0,6656 (0,0580)**	0,0338 **(0,1997)**	0,8168 (0,0381)*	-2,0467 (0,0146)*	0,99		1169,582 (0,0219)*
Bölüm Sayısı Ç.D.	2006	-0,0834 **(0,1721)**	0,2443 (0,0059)	-0,0045 **(0,1706)**	0,7231 (0,0041)	-2,0471 (0,0015)	0,99		114587,5 (0,0022)
	2007	-5,5726 **(0,1518)**	-0,9140 (0,0528)**	0,3034 **(0,1436)**	3,6331 **(0,1115)**	-1,3954 (0,0887)**	0,98		75,2643 (0,0862)**
	2010	2,4744 (0,0856)**	0,5665 **(0,1093)**	-0,1818 (0,0602)**	4,0714 (0,0247)*	-5,6264 (0,0226)*	0,99		1152,005 (0,0220)*
Model 1A 2007-2010 PANEL EKK SONUÇLARI									
Jacquemin-Berry Çeş. Der.			-0,5668 (0,0693)**	1,1658 (0,0000)	0,0842 **(0,5697)**	-1,4284 (0,0111)*	0,79	1,75	12,5524 (0,0000)
Berry-Herfindahl Çeş. Der.			-1,2522 **(0,1348)**	1,0784 (0,0139)*	-0,0614 **(0,9069)**	-1,4212 (0,0006)	0,80	1,92	13,2713 (0,0000)
Bölüm Sayısı Çeş. Der.			-0,1144 **(0,8265)**	0,8782 (0,0914)**	0,3629 **(0,3858)**	-1,3182 (0,0205)*	0,78	1,67	11,8611 (0,0000)
Model 1A YATAY KESİT EKK SONUÇLARI									
	Zaman	Sabit Terim	Çeşitlendirme Derecesi	Firma Büyüklüğü	Yatırım Fırsatları	Karlılık Düzeyi	Düz. R^2		F İstatistiği
Jacquemin-Berry Ç.D.	2009	0,7525 **(0,5012)**	0,9090 (0,0599)**	-0,0959 **(0,1693)**	1,3603 **(0,5838)**	-3,3816 (0,0088)	0,76		7,5043 (0,0382)*
	2010	0,2931 **(0,8022)**	0,3984 **(0,2189)**	-0,0566 **(0,4000)**	3,9060 (0,0083)	-4,3156 (0,0133)*	0,82		10,3774 (0,0218)*
Berry-Herfindahl Ç.D.	2009	-0,3554 **(0,5695)**	2,1987 (0,0049)	-0,0536 **(0,1409)**	1,4560 **(0,3104)**	-3,7468 (0,0007)	0,92		27,2293 (0,0036)
	2010	-0,0716 **(0,9550)**	0,4514 **(0,4202)**	-0,0313 **(0,6438)**	3,6616 (0,0137)*	-4,4231 (0,0180)*	0,77		7,9306 (0,0348)*
Bölüm Sayısı Ç.D.	2010	1,5232 **(0,2275)**	0,9172 (0,0710)**	-0,1536 (0,0934)**	4,4146 (0,0033)	-3,8990 (0,0093)	0,89		17,5212 (0,0084)

Yatay Kesit EKK sonuçlarında, istatistiksel açıdan anlamlı olan yıllar raporlanmıştır.
Parantez içerisindeki rakamlar, ilgili katsayılara ilişkin olasılık (p) değerlerini ifade etmektedir.
* ilgili katsayının %5 önem düzeyinde istatistiksel açıdan anlamlı olduğunu göstermektedir.
** ilgili katsayının %10 önem düzeyinde istatistiksel açıdan anlamlı olduğunu göstermektedir.

Tablo 11'de belirtilen regresyon analizi sonuçlarının F istatistikleri, istatistiksel açıdan yüksek anlamlılık düzeylerine sahiptir. Model 1A'nın 2005-2010 dönemi panel verilerler yapılan regresyon analizi sonuçlarında Durbin-Watson istatistikleri 1,74 ile

1,77 arasında olup, pozitif otokorelasyon olduğuna dair kanıt bulunamamış ve otokorelasyon problemi olmadığı anlaşılmıştır (α:0,05, k:4, n:36 için d_L=1,236 ve d_u=1,724). Benzer şekilde, 2007-2010 dönemi panel regresyon analizi sonuçlarından bölüm sayısı çeşitlendirme derecesi modelinde otokorelasyon konusunda kesin kanıt bulunamamış, diğer iki modelde otokorelasyon problemi görülmemiştir. Modellerin açıklama gücü özellikle yatay kesit veri analizlerinde oldukça yüksek olarak elde edilmiştir. Model 1A'nın 2005-2010 dönemi panel veri analizi sonuçları incelendiğinde, Jacquemin-Berry çeşitlendirme derecesi ile artık değer arasında pozitif yönlü ilişki olduğu görülmektedir. Berry-Herfindahl ve bölüm sayısı çeşitlendirme dereceleri açısından istatistiksel açıdan anlamlı ilişki elde edilememiştir. Yatay kesit verilerle yapılan analizlerde, 2006 yılında üç çeşitlendirme derecesi ve 2007 yılında bölüm sayısı çeşitlendirme derecesi yöntemi ile artık değer arasında pozitif ilişki olduğu belirlenmiştir. Diğer yıllarda istatistiksel açıdan anlamlı bulgulara ulaşılamamıştır. Alt dönem açısından yapılan panel veri analizinde, çeşitlendirme derecesi ile artık değer arasında negatif ilişki bulgusuna ulaşılmıştır. Alt dönem için yapılan yatay kesit veri analizleri, 2009 ve 2010 yılları açısından pozitif ilişki olduğunu göstermiştir. Panel verilerle yapılan 2005-2010 dönemi sonuçları yatay kesit veri analizleri tarafından desteklenmektedir. Benzer şekilde korelasyon analizine göre, çeşitlendirme dereceleri ile artık değer arasında pozitif ilişki olduğu tespit edilmiştir.

Model 1A'nın regresyon analizleri sonuçlarına göre, araştırma hipotezlerinden "Çeşitlendirilmiş firmaların değeri ile çeşitlendirilmemiş firmaların değeri arasında fark yoktur" şeklinde belirlenen $Hipotez_{1.1.0}$ red edilmiştir. İMKB'de faaliyet gösteren firmalarda, çeşitlendirme primi bulgusuna ulaşılmıştır. Çeşitlendirme primi, çeşitlendirilmiş firmaların her bir bölümü için ayrı ayrı firmalar olarak faaliyette bulunmaları durumuna oranla, hali hazırda çeşitlendirilmiş bir firma olarak faaliyet göstermeleri halinde primle faaliyette bulunduklarını ifade etmektedir. Çeşitlendirme, firma riskini azaltma, iç fon kaynakları oluşturma, sinerji yaratma ve vergi sorumluluğunu azaltma yoluyla firma değerinde prim oluşturabilmektedir. İMKB'de faaliyet gösteren çeşitlendirilmiş firmaların, çeşitlendirme primi oluşturacak kaynaklardan yararlandıkları anlaşılmaktadır. Literatürde, çeşitlendirme primi bulgusunu destekleyen çalışmalar bulunmaktadır. Campa ve Kedia (1999) ve Fleming, Oliver ve Skourakis (2001) çeşitlendirme primi bulgularına ulaşmışlardır. Villalonga (2004) çeşitlendirmenin firma değerini negatif etkilemediğini belirtmiştir. Hyland

(2003), uzun dönemde firma çeşitlendirmesinin firma değerinde azalmaya neden olduğuna ilişkin kanıtlar bulunmadığını belirtmiştir.

Model 1A'nın 2005-2010 dönemi için yapılan panel veri analizleri sonucunda, firma büyüklüğü ile artık değer arasında negatif yönlü ilişki elde edilmiş olup, bölüm sayısı çeşitlendirme derecesi yatay kesit veri analiziyle (2010 yılı) desteklenmiştir. Diğer yıllara ilişkin modellerde istatistiksel açıdan anlamlı bulgulara ulaşılamamıştır. Benzer şekilde korelasyon analizinde, negatif yönlü ilişki tespit edilmiş olup, regresyon analizi sonuçlarını destekler niteliktedir. Firma büyüklüğü ile artık değer arasında negatif ilişki elde edilmesi, çeşitlendirilmiş firmalarda firma büyüklüğü arttıkça uzman firmalara oranla firma değerlerinde azalma görüleceğini ifade etmektedir. Benzer ilişkinin araştırıldığı çalışmalarda Hyland (2003), Mansı ve Reeb (2002), ve Barnes ve Brown (2006) firma büyüklüğü ile artık değer arasında negatif yönlü ilişki olduğunu belirtmişlerdir.

Model 1A'nın regresyon analizlerinde artık değer ile yatırım fırsatları arasında pozitif ilişki olduğu tespit edilmiştir. Çeşitlendirilmiş firmaların yatırım fırsatları yükseldikçe emsallerine göre prim ile faaliyette bulundukları ve firma değerlerinin yükseldiği anlaşılmaktadır. Teoride, yatırım fırsatları ile artık değer arasındaki ilişkinin beklenen işareti pozitif olup, elde edilen bulgu teori ile uyumludur. Berger ve Ofek (1995), Bodnar, Tang ve Weintrop (1998), Lins ve Servaes (2002), Mansı ve Reeb (2002), Xing (2003), Barnes ve Brown (2006) ve Campa ve Kedia (2002) çalışmalarında, yatırım fırsatları ile artık değer arasında pozitif ilişki tespit etmişlerdir.

Artık değer ile karlılık değişkeni arasında negatif yönlü ilişki olduğu saptanmıştır. Tablo 10'da raporlanan regresyon analizlerinin tamamında anlamlı negatif ilişki bulgusuna ulaşılmıştır. Kaynaklara dayalı yaklaşım, ilişkili çeşitlendirme ile karlılık arasında aynı yönde ilişki olduğunu vurgular. Firmaların ilişkili alanlara çeşitlendirme yapmalarının atıl kaynakların daha etkin kullanılmasına olanak sağlayacağı ve daha yüksek karlılık seviyelerine ulaşılabileceği belirtilir. Bu çalışmada elde edilen bulgu kaynaklara dayalı yaklaşımın bu öngörüsünü desteklememiştir. Villalonga (2004b) ile Huzsar ve Peek (2009) karlılık ile artık değer arasında negatif yönlü ilişki raporlamışlardır.

Firma çeşitlendirmesi ile firma değeri ilişkisinin araştırıldığı regresyon modellerinde yer alan değişkenlerin korelasyon katsayıları, panel veriler ile yapılan regresyon analizi sonuçları ve yatay kesit veriler ile yapılan regresyon analizi sonuçları Tablo 12'de özetlenmiştir. Çeşitlendirmenin firma değerine etkilerini değerlendiren

yaklaşımlara göre beklenen teorik ilişki ve konuyla ilgili literatürde yer alan çalışmaların bulguları karşılaştırılarak Tablo 12'de sunulmuştur.

Tablo 12

Firma Çeşitlendirmesi ve Firma Değeri İlişkisi Bulgularının Teori ile Karşılaştırılması

	Çeşitlendirme Derecesi		Firma Büyüklüğü		Yatırım Fırsatları		Karlılık Düzeyi	
	2005-2010	2007-2010	2005-2010	2007-2010	2005-2010	2007-2010	2005-2010	2007-2010
KORELASYON KATSAYISI	+	Çeş. ölçüsüne göre değişiyor.	-	-	+	+	-	-
PANEL EKK SONUÇLARI	+	-	-	+	+	Anlamsız	-	-
YATAY EKK SONUÇLARI	+	+	-	-	+	+	-	-
Genel sonuç	+		-		+		-	
TEORİK BEKLENTİ	+,-		+		+		+,-	
Teorik Uyum	**+ Uyum**				**+ Uyum**		**- Uyum**	
Lang ve Stulz (1994)	-							
Berger ve Ofek (1995)	-		+		+		+	
Hyland (2003)	+		-					
Villalonga (2004b)	+		+		-		-	
Fleming, Oliver ve Skourakis (2001)	+							
Bodnar ve diğ. (1998)	-		+		+		+	
Lins ve Servaes (2002)	-		+		+		+	
Mansı ve Reeb (2002)	-		-		+		+	
Xing (2003)	-		+		+		+	
Villalonga (2004a)	+							
Barnes ve Brown (2006)	-		-		+		+	
Galvan, Pindado ve Torre (2007)	-		+					
Campa ve Kedia (2002)	-		+		+		+	

Tablo 12'de, çeşitlendirme derecesi, yatırım fırsatları ve karlılık düzeyi faktörlerinin firma değerine etkileri açısından elde edilen bulguların, teorik beklentiye uyum gösterdiği görülmektedir

Varlıklar çarpanı yöntemiyle belirlenen artık değer bağımlı değişkeninin bulunduğu Model 1B'nin regresyon analizlerinde Model 1A'da izlenen süreç takip edilmiştir. Model 1B'de bulunan değişkenlerin 2005-2010 dönemine ilişkin korelasyon katsayıları Tablo 13'te gösterilmektedir.

Tablo 13

Açıklayıcı Değişkenler Arasındaki Korelasyon Katsayıları

	Jacquemin-Berry Ç.D.	Berry-Herfidahl Ç.D.	Bölüm Sayısı Ç.D.	Artık Değer	Firma Büyüklüğü	Karlılık Düzeyi	Yatırım Fırsatları
Jacquemin-Berry Ç.D.	1						
Berry-Herfidahl Ç.D.	0.512544	1					
Bölüm Sayısı Ç.D.	0.740443	0.074881	1				
Artık Değer	0.633964	0.338182	0.448404	1			
Firma Büyüklüğü	0.133554	-0.1136	0.662264	0.25311	1		
Karlılık Düzeyi	-0.5781	-0.1476	-0.46375	-0.78572	-0.23591	1	
Yatırım Fırsatları	0.15468	0.13159	0.052129	0.22354	0.132974	-0.43718	1

Tablo 13'e göre, varlıklar çarpanı yöntemi ile belirlenen artık değer ile, çeşitlendirme dereceleri arasında pozitif yönlü yüksek korelasyon ilişkisi olduğu görülmektedir. Artık değer ile firma büyüklüğü ve yatırım fırsatları arasında pozitif ilişki elde edilmiştir. Modelde yer alan değişkenler arasında en yüksek korelasyon katsayısı, artık değer ile karlılık değişkeni arasında ters yönlü olarak saptanmıştır. En düşük korelasyon ilişkisi ise, bölüm sayısı çeşitlendirme derecesi ile yatırım fırsatları değişkenleri arasında aynı yönlü olarak tespit edilmiştir.

Varlıklar çarpanı yöntemi ile belirlenen artık değer değişkeni ile çeşitlendirme dereceleri arasındaki pozitif korelasyon satışlar çarpanı yöntemine oranla daha güçlü olarak elde edilmiştir. Bu yöntemde, artık değer ile firma büyüklüğü arasındaki ilişkinin yönü negatiften pozitife dönmüştür. Model 1B'nin regresyon analizi sonuçları Tablo 14'te gösterilmektedir.

Tablo 14

Firma Çeşitlendirmesi ile Firma Değeri İlişkisinin Regresyon Analizi Sonuçları

Model 1B 2005-2010 PANEL EKK SONUÇLARI									
			Çeşitlendirme Derecesi	Firma Büyüklüğü	Yatırım Fırsatları	Karlılık Düzeyi	Düz. R^2	DW	F İstatistiği
Jacquemin-Berry Çeş. Der.			1,2115 (0,0010)	-0,7916 (0,0049)	0,5058 **(0,1736)**	-0,2877 **(0,5701)**	0,90	1,69	30,7407 (0,0000)
Berry-Herfindahl Çeş. Der.			2,1191 (0,0011)	-0,4180 (0,0000)	0,2104 **(0,6252)**	-1,1789 (0,0096)	0,86	1,90	21,5892 (0,0000)
Bölüm Sayısı Çeş. Der.			0,7604 (0,0307)*	-0,7033 (0,0382)*	0,5876 **(0,2160)**	-0,2441 **(0,7090)**	0,85	1,41	19,8347 (0,0000)
Model 1B 2007-2010 PANEL EKK SONUÇLARI									
Jacquemin-Berry Çeş. Der.			0,2759 **(0,6981)**	0,1663 **(0,8299)**	-0,3012 **(0,6632)**	-0,5383 **(0,2042)**	0,82	2,14	14,2899 (0,0000)
Berry-Herfindahl Çeş. Der.			0,0584 **(0,9506)**	0,3946 **(0,4648)**	-0,4732 **(0,4493)**	-0,5987 **(0,1373)**	0,82	2,16	14,1693 (0,0000)
Bölüm Sayısı Çeş. Der.			-0,0669 **(0,8766)**	0,4681 **(0,4064)**	-0,5280 (0,0002)	-0,6110 (0,0827)**	0,82	2,16	14,1748 (0,0000)
Model 1B YATAY KESİT EKK SONUÇLARI									
	Zaman	Sabit Terim	Çeşitlendirme Derecesi	Firma Büyüklüğü	Yatırım Fırsatları	Karlılık Düzeyi	Düz. R^2		F İstatistiği
Jacquemin-Berry Ç.D.	2009	2,1844 (0,0655)**	0,9863 (0,0526)**	-0,1606 (0,0330)*	0,6334 **(0,7588)**	-4,0153 (0,0054)	0,92		21,2355 (0,0154)*
Berry-Herfindahl Ç.D.	2009	1,1808 **(0,4111)**	1,8080 **(0,1724)**	-0,1101 **(0,1640)**	0,5032 **(0,8660)**	-4,2279 (0,0130)*	0,83		9,9363 (0,0445)*
Bölüm Sayısı Ç.D.	2009	3,0565 (0,0403)*	1,0950 (0,0661)**	-0,2224 (0,0283)*	1,0364 **(0,6408)**	-3,9938 (0,0068)	0,90		18,2877 (0,0190)*

Yatay Kesit EKK sonuçlarında, istatistiksel açıdan anlamlı olan yıllar raporlanmıştır.
Parantez içerisindeki rakamlar, ilgili katsayılara ilişkin olasılık (p) değerlerini ifade etmektedir.
* ilgili katsayının %5 önem düzeyinde istatistiksel açıdan anlamlı olduğunu göstermektedir.
** ilgili katsayının %10 önem düzeyinde istatistiksel açıdan anlamlı olduğunu göstermektedir.

Tablo 14'te, belirtilen regresyon analizi sonuçlarının F istatistikleri, istatistiksel açıdan yüksek anlamlılık derecelerine sahiptir. Model 1B'nin 2005-2010 dönemi panel EKK analizi sonuçlarında Durbin-Watson istatistikleri, Berry-Herfindahl çeşitlendirme derecesi modelinde otokorelasyon problemi olmadığını göstermiş olup, diğer iki modelde otokorelasyon olduğuna dair kesin karar verilememektedir (α:0,05, k:4, n:24 için d_L=1,013 ve d_u=1,775). 2007-2010 dönemi panel regresyon analizi sonuçlarında otokorelasyon problemine rastlanmamıştır (α:0,05, k:4, n:32 için d_L=1,177 ve d_u=1,732). Modellerin açıklama gücü yüksek olarak elde edilmiştir. 2005-2010 panel veri analizi sonuçlarında varlıklar çarpanı yöntemi ile belirlenen artık değer bağımlı değişkeninin, üç farklı çeşitlendirme derecesi ile pozitif ilişkili olduğu anlaşılmaktadır. 2007-2010 alt döneminde yatay kesit verilerle 2009 yılı için yapılan regresyon analizi sonuçlarında Jacquemin-Berry ve bölüm sayısı çeşitlendirme dereceleri açısından pozitif ilişki tespit edilmiştir. Diğer yıllarda istatistiksel açıdan anlamlı bulgulara

ulaşılamamıştır. Model 1B'nin bulguları Model 1A'da elde edilen bulguları destekler niteliktedir.

5.5.2. Firma Çeşitlendirmesinin Firma Riskine Etkisinin İncelenmesi

Farklı risk ve getiri özelliklerine sahip faaliyet alanları arasında çeşitlendirme yapılarak, toplam firma riskinin azaltılabileceği belirtilmektedir. Çeşitlendirmenin firma riski ile ilişkisinin belirlenmesi aşamasında firmaların hisse senedi getirilerinin varyansı, toplam firma riskinin göstergesi olarak dikkate alınmıştır.

Model 2'de toplam firma riski bağımlı değişkeni oluştururken, üç farklı yöntemle belirlenen çeşitlendirme ölçüleri, firma büyüklüğü ve firmanın borçlanma düzeyi bağımsız değişkenler olarak dikkate alınmıştır. Model 2'de bulunan değişkenlerin 2005-2010 dönemine ilişkin korelasyon katsayıları Tablo 15'te gösterilmiştir.

Tablo 15

Açıklayıcı Değişkenler Arasındaki Korelasyon Katsayıları

	Jacquemin-Berry Ç.D.	Berry-Herfidahl Ç.D.	Bölüm Sayısı Ç.D.	Firma Riski	Firma Büyüklüğü	Borçlanma Düzeyi
Jacquemin-Berry Ç.D.	1					
Berry-Herfidahl Ç.D.	0.864005	1				
Bölüm Sayısı Ç.D.	0.859959	0.591156	1			
Firma Riski	-0.25156	-0.36857	-0.08547	1		
Firma Büyüklüğü	0.208755	0.064773	0.58613	-0.04346	1	
Borçlanma Düzeyi	0.766311	0.606969	0.729036	-0.03901	0.365738	1

Tablo 15'te, firma riski ile çeşitlendirme dereceleri arasında negatif yönlü korelasyon ilişkisi olduğu görülmektedir. En yüksek korelasyon ilişkisi, borçlanma düzeyi ile Jacquemin-Berry çeşitlendirme ölçüsü arasında pozitif yönlü olarak elde edilmiştir. Çeşitlendirme derecesi arttıkça firmanın borçlanma düzeyinin de artacağı anlaşılmaktadır. Firma riski ile borçlanma düzeyi arasında ters yönlü korelasyon ilişkisi tespit edilmiştir. Değişkenler arasındaki en zayıf ilişki, firma riski ile firma büyüklüğü arasında negatif yönlü ilişki olarak elde edilmiştir.

Çeşitlendirmenin firma riskine etkilerini incelemek için oluşturulan panel veri regresyon analizleri, 2005-2010 dönemi ve 2007-2010 alt dönemi açısından yapılmıştır. Ayrıca, bu dönemler için yatay kesit verilerle regresyon analizleri yapılmıştır. Regresyon analizi sonuçları Tablo 16'da gösterilmektedir.

Tablo 16

Firma Çeşitlendirmesi ile Firma Riski İlişkisinin Regresyon Analizi Sonuçları

Model 2 2005-2010 PANEL EKK SONUÇLARI								
			Çeşitlendirme Derecesi	Firma Büyüklüğü	Borçlanma Düzeyi	Düz. R^2	DW	F İstatistiği
Jacquemin-Berry Çeş. Der.			-0,1330 (0,0026)	0,0418 (0,0697)**	0,1153 (0,0396)*	0,20	1,86	2,0968 (0,0719)**
Berry-Herfindahl Çeş. Der.			-0,2671 (0,0008)	0,0098 **(0,4683)**	0,0679 (0,0469)*	0,44	2,34	4,5323 (0,0013)
Bölüm Sayısı Çeş. Der.			0,0090 **(0,7043)**	0,0030 **(0,7708)**	-0,0190 **(0,6728)**	-0,12	1,64	0,5204 **(0,8305)**
Model 2 YATAY KESİT EKK SONUÇLARI								
	Zaman	Sabit Terim	Çeşitlendirme Derecesi	Firma Büyüklüğü	Borçlanma Düzeyi	Düz. R^2		F İstatistiği
Jacquemin-Berry Ç.D.	2009	0,0232 **(0,1459)**	0,0353 (0,0096)	-0,0015 (0,0872)**	0,0066 (0,0646)**	0,97		76,2718 (0,0129)*
Model 2 2007-2010 PANEL EKK SONUÇLARI								
Jacquemin-Berry Çeş. Der.			-0,1503 (0,0223)*	0,0596 (0,0560)**	0,0826 (0,0099)	0,22	2,15	1,9308 (0,0861)**
Berry-Herfindahl Çeş. Der.			-0,2783 (0,0000)	0,0227 **(0,3670)**	0,0772 (0,0000)	0,38	2,54	3,0190 (0,0114)*
Bölüm Sayısı Çeş. Der.			0,0013 **(0,9296)**	0,0058 **(0,8470)**	-0,0111 **(0,8834)**	-0,10	2,18	0,6851 **(0,7391)**
Model 2 YATAY KESİT EKK SONUÇLARI								
	Zaman	Sabit Terim	Çeşitlendirme Derecesi	Firma Büyüklüğü	Borçlanma Düzeyi	Düz. R^2		F İstatistiği
Jacquemin-Berry Ç.D.	2009	0,1916 (0,0044)	0,0222 (0,0963)**	-0,0102 (0,0036)	0,0074 **(0,6413)**	0,83		14,9262 (0,0062)
Berry-Herfindahl Ç.D.	2009	0,1581 (0,0024)	0,0493 (0,0235)*	-0,0088 (0,0011)	0,0135 **(0,2612)**	0,90		26,1088 (0,0017)
Bölüm Sayısı Ç.D.	2008	0,1678 (0,0110)*	0,0483 (0,0236)*	-0,0086 (0,0157)*	-0,0298 **(0,1121)**	0,57		4,6052 (0,0667)**
	2009	0,2184 (0,0084)	0,0262 **(0,1539)**	-0,0119 (0,0096)	0,0030 **(0,8717)**	0,81		12,4690 (0,0093)

Yatay Kesit EKK sonuçlarında, istatistiksel açıdan anlamlı olan yıllar raporlanmıştır.
Parantez içerisindeki rakamlar, ilgili katsayılara ilişkin olasılık (p) değerlerini ifade etmektedir.
* ilgili katsayının %5 önem düzeyinde istatistiksel açıdan anlamlı olduğunu göstermektedir.
** ilgili katsayının %10 önem düzeyinde istatistiksel açıdan anlamlı olduğunu göstermektedir.

Tablo 16'da firma çeşitlendirmesinin firma riskine etkilerinin saptanmasına yönelik yapılan panel verilerle yapılan regresyon analizi sonuçlarında bölüm sayısı yönteminin bulunduğu regresyon modelinin dışında, diğer iki model istatistiksel açıdan anlamlı F istatistiklerine sahiptir. Model 2'nin 2005-2010 dönemi panel veri regresyon analizlerinde Durbin-Watson istatistikleri, bölüm sayısı çeşitlendirme derecesi modelinde otokorelasyon olduğuna dair kesin karar verilememekle birlikte, diğer modellerde otokorelasyon problemi olmadığını göstermektedir (α:0,05, k:3, n:36 için d_L=1,295 ve d_u=1,654). 2007-2010 dönemi panel regresyon analizi sonuçlarında Berry-Herfindahl çeşitlendirme derecesi modeli dışında otokorelasyon problemine

rastlanmamıştır. Jacquemin-Berry Entropi endeksi ve Berry-Herfindahl endeksi çeşitlendirme dereceleri ile firma riski istatistiksel açıdan anlamlı negatif ilişkiye sahiptir. Buna göre, çeşitlendirme derecesi arttıkça firma riski azalmaktadır. Korelasyon matrisinde elde edilen negatif ilişki bulgusu, regresyon analizlerini destekler niteliktedir. Elde edilen bulgulara göre, "Çeşitlendirme derecesi ile firma riski arasında negatif ilişki yoktur." şeklinde belirlenen $Hipotez_{2.1.0}$ red edilmiştir.

Çeşitlendirmeyle oluşan ortak sigorta etkisi, firmaların faaliyet riskini azaltmakta, faaliyet riskindeki azalma borç verenler karşısında firmanın ödeme gücünü artırmakta, finansal sıkıntı ve iflas olasılığını azaltmaktadır. Bu sonuçlar, çeşitlendirme konusunda finans yaklaşımında belirtilen çeşitlendirmenin firma riskini azalttığı önermesini destekler niteliktedir. Çeşitlendirmeyle, kaynakların birbirinden bağımsız bölümler arasında değişim esnekliği kazanması firma riskini mümkün olduğunca azaltmaktadır. Firma açısından finansal korunma sağlanmaktadır. Aynı zamanda, iç fon kaynakları oluşturularak dış fon kaynağı gereksinimi azaltılabilmektedir. Uzman firmalar aynı iş gruplarında faaliyette bulmakta, projelerinin başarılı veya başarısız olması bütün firmayı etkilemektedir. Oysa çeşitlendirme yapan firmalarda, ilişkisiz sektörler arasında faaliyetler dağıtılarak risk azaltılabilmektedir.

Panel veriler kullanılarak 2007-2010 alt dönemi için gerçekleştirilen analizler, 2005-2010 döneminde elde edilen bulguları desteklemektedir. Ancak, yatay kesit verilerle yapılan analizlerin sonuçları panel verilerle elde edilen bulgulardan farklı olarak elde edilmiştir. Literatürde yer alan benzer çalışmalardan, Lewellen (1971), Kim, Kim ve Pantzalis (2001), Low ve Chen (2004), Chiu (2007) ve Chiao ve Ho (2009) çalışmalarında çeşitlendirme ile firma riski arasında negatif ilişki olduğu belirtilmiştir.

Model 2'de panel verilerle yapılan regresyon analizlerinde modellerin bir kısmı için firma riski ile firma büyüklüğü arasında anlamlı pozitif ilişki bulgusuna ulaşılmıştır. Buna karşın, yatay kesit veri analizlerinde özellikle 2007-2010 döneminde istatistiksel açıdan % 1 anlamlılık düzeyinde negatif ilişki olduğu saptanmıştır. Buna göre firma büyüklüğü arttıkça, firma riski azalmaktadır. Büyük ölçekli firmaların sermaye piyasalarına kolay ulaşabilmeleri, finansman maliyetlerinin küçük ölçekli firmalara oranla daha düşük olmasına olanak sağlamaktadır. Ayrıca çeşitlendirilmiş firmaların kapsam ve ölçek ekonomilerinden faydalanarak risklerini azaltabilecekleri belirtilmektedir. Benzer çalışmalardan, Xing (2003), Kim, Kim ve Pantzalis (2001), Kahloul ve Hallara (2010) ve Anderson, Stowe ve Xing (2011) çalışmalarında firma riski ile firma büyüklüğü arasında negatif ilişki tespit edilmiştir.

Model 2'de 2005-2010 dönemi panel veriler ve yatay kesit verilerle yapılan regresyon analizlerinde risk ile borçlanma düzeyi arasında pozitif ilişki olduğu saptanmıştır. Buna göre, firmaların borçlanma düzeyleri arttıkça, firma riski de artmaktadır. Borçlanma oranının yüksek olması halinde, finansal sıkıntı ve iflas maliyetleri yükselmektedir. Literatürde yer alan Xing (2003), Kim, Kim ve Pantzalis (2001), Kahloul ve Hallara (2010), Anderson, Stowe ve Xing (2011) ve Lubatkin ve Chatterjee (1994) çalışmalarında benzer sonuçlara ulaşılmıştır.

Firma çeşitlendirmesinin firmanın riskine etkilerinin araştırıldığı Model 2'de bulunan değişkenlerin korelasyon katsayıları ile panel veri ve yatay kesit verilerle yapılan regresyon analizi sonuçları Tablo 17'de özetlenmiştir. Ayrıca teorik beklenti ve literatürdeki çalışmalarda elde edilen bulgular karşılaştırılarak Tablo 17'de sunulmuştur.

Tablo 17

Firma Çeşitlendirmesi ve Firma Riski İlişkisi Bulgularının Teori ile Karşılaştırılması

	Çeşitlendirme Derecesi		Firma Büyüklüğü		Borçlanma Düzeyi	
	2005-2010	2007-2010	2005-2010	2007-2010	2005-2010	2007-2010
KORELASYON KATSAYISI	-	-	-	-	-	+
PANEL EKK SONUÇLARI	-	-	+	+	+	+
YATAY EKK SONUÇLARI	+	+	-	-	+	Anlamsız
Genel Sonuç	-		-		+	+
TEORİK BEKLENTİ	-,+		-		+	
Teorik Uyum	- **Uyum**		- **Uyum**		**+ Uyum**	
Lewellen (1971)	-					
Xing (2003)	+		-		+	
Amit ve Livnat (1988)	+					
Kim, Kim ve Pantzalis	-		-		+	
Low ve Chen (2004)	-					
Chiu (2007)	-					
Kahloul ve Hallara (2010)	Doğrusal ilişki yok		-		+	
Anderson, Stowe ve Xing (2011)	+,-		-		+	
Lubatkin ve Chatterjee (1994)	Doğrusal ilişki yok		-		+	
Chiao ve Ho (2009)	-					

Tablo 17'de, çeşitlendirme derecesi, firma büyüklüğü ve borçlanma düzeyi faktörlerinin firma riskine etkileri açısından elde edilen bulguların teorik beklentiye uyum gösterdiği görülmektedir.

5.5.3. Firma Çeşitlendirmesinin Firma Performansına Etkisinin İncelenmesi

Firma çeşitlendirmesinin firma performansı açısından oluşturabileceği etkileri belirlemek amacıyla oluşturulan Model 3'te bağımlı değişken olarak, firma performansı dikkate alınmıştır. Panel veri regresyon analizleri, 2005-2010 yılları arasındaki dönem dikkate alınarak yapılmış olup, 2007-2010 yıllarını kapsayan alt dönem açısından tekrarlanmıştır. Aynı dönemler için yatay kesit verilerle regresyon analizleri yapılmıştır.

Model 3'te bağımlı değişken yaklaşık Tobin q oranı, bağımsız değişkenler ise, çeşitlendirme dereceleri, firma büyüklüğü ve yatırım fırsatları değişkenlerinden oluşmaktadır. Modelde yer alan değişkenler arasındaki korelasyon katsayıları Tablo 18'de gösterilmektedir.

Tablo 18

Açıklayıcı Değişkenler Arasındaki Korelasyon Katsayıları

	Jacquemin-Berry Ç.D.	Berry-Herfindahl Ç.D.	Bölüm Sayısı Ç.D.	Firma Performansı	Firma Büyüklüğü	Yatırım Fırsatları
Jacquemin-Berry Ç.D.	1					
Berry-Herfidahl Ç.D.	0.864005	1				
Bölüm Sayısı Ç.D.	0.859959	0.591156	1			
Firma Performansı	0.76371	0.603318	0.72769	1		
Firma Büyüklüğü	0.208755	0.064773	0.58613	0.364395	1	
Yatırım Fırsatları	-0.20986	-0.28292	-0.14519	-0.01186	0.076173	1

Tablo 18'de firma performansı ile çeşitlendirme ölçüleri arasında önemli derecede pozitif yönlü korelasyon ilişkisi olduğu görülmektedir. Buna göre, firmaların çeşitlendirme dereceleri arttıkça performansları da aynı şekilde artmaktadır. Performans ile firma büyüklüğü arasında pozitif korelasyon ilişkisi elde edilmiş olup, bu bulgu çeşitlendirilmiş firmaların büyüklükleri arttıkça performanslarının da artacağını göstermektedir. Kapsam ve ölçek ekonomileri oluşturacak şekilde çeşitlendirme yapılması halinde, firmalar rekabet avantajı elde edebilmekte ve hammadde maliyetlerini azaltabilmektedirler. Buna bağlı olarak firmaların daha yüksek performans seviyelerine ulaşabilecekleri belirtilmektedir. Performans ile yatırım fırsatları arasında düşük derecede negatif korelasyon ilişkisi elde dilmiştir. Değişkenler arasındaki en düşük korelasyon ilişkisi, firma büyüklüğü ile Berry-Herfindahl çeşitlendirme ölçüsü arasında elde edilmiştir. En yüksek korelasyon ilişkisi ise, firma performansı ile Jacquemin-Berry çeşitlendirme ölçüsü arasında pozitif yönlü olarak belirlenmiştir.

Model 3'ün panel veriler ve yatay kesit veriler kullanılarak 2005-2010 dönemine ve 2007-2010 alt dönemine ilişkin yapılan regresyon analizi sonuçları Tablo 19'da gösterilmektedir.

Tablo 19

Firma Çeşitlendirmesi ile Firma Performansı İlişkisinin Regresyon Analizi Sonuçları

Model 3 2005-2010 PANEL EKK SONUÇLARI								
			Çeşitlendirme Derecesi	Firma Büyüklüğü	Yatırım Fırsatları	Düz. R^2	DW	F İstatistiği
Jacquemin-Berry Çeş. Der.			0,5581 (0,0000)	-0,1688 (0,0015)	0,1664 **(0,1968)**	0,85	1,43	27,2944 (0,0000)
Berry-Herfindahl Çeş. Der.			0,7204 (0,0119)*	-0,0287 **(0,7596)**	0,1865 **(0,2580)**	0,76	1,20	14,9405 (0,0000)
Bölüm Sayısı Çeş. Der.			0,4723 (0,0000)	-0,1989 (0,0084)	0,0987 **(0,1793)**	0,83	1,47	22,9560 (0,0000)
Model 3 YATAY KESİT EKK SONUÇLARI								
	Zaman	Sabit Terim	Çeşitlendirme Derecesi	Firma Büyüklüğü	Yatırım Fırsatları	Düz. R^2		F İstatistiği
Jacquemin-Berry Ç.D.	2005	-5,8309 (0,0026)	0,4625 (0,0034)	0,3029 (0,0024)	0,5938 (0,0881)**	0,99		348,7277 (0,0028)
Berry-Herfindahl Ç.D.	2005	-6,3720 (0,0074)	1,0769 (0,0112)*	0,3220 (0,0071)	0,4771 **(0,2925)**	0,98		105,5114 (0,0094)
Bölüm Sayısı Ç.D.	2005	-3,9345 (0,0178)*	0,6099 (0,0107)*	0,1932 (0,0204)*	1,5888 (0,0578)**	0,98		111,2764 (0,0089)
Model 3 2007-2010 PANEL EKK SONUÇLARI								
Jacquemin-Berry Çeş. Der.			0,3659 (0,0000)	0,0155 **(0,5510)**	0,0767 **(0,3174)**	0,88	2,08	26,1536 (0,0000)
Berry-Herfindahl Çeş. Der.			0,4626 (0,0086)	0,1397 (0,0000)	0,0476 **(0,6139)**	0,87	1,92	23,9370 (0,0000)
Bölüm Sayısı Çeş. Der.			0,2800 (0,0608)**	0,0623 **(0,6726)**	-0,0292 **(0,5279)**	0,87	2,31	23,4741 (0,0000)
Model 3 YATAY KESİT EKK SONUÇLARI								
	Zaman	Sabit Terim	Çeşitlendirme Derecesi	Firma Büyüklüğü	Yatırım Fırsatları	Düz. R^2	DW	F İstatistiği
Bölüm Sayısı Ç.D.	2010	2,3037 (0,0260)*	0,5359 **(0,1748)**	-0,1193 (0,0752)**	-0,1717 **(0,8040)**	0,52		3,9022 (0,0884)**

Yatay Kesit EKK sonuçlarında, istatistiksel açıdan anlamlı olan yıllar raporlanmıştır.
Parantez içerisindeki rakamlar, ilgili katsayılara ilişkin olasılık (p) değerlerini ifade etmektedir.
* ilgili katsayının %5 önem düzeyinde istatistiksel açıdan anlamlı olduğunu göstermektedir.
** ilgili katsayının %10 önem düzeyinde istatistiksel açıdan anlamlı olduğunu göstermektedir.

Tablo 19'da, 2005-2010 dönemi panel veri regresyon analizi sonuçları incelendiğinde, çeşitlendirme dereceleri ile performans arasında pozitif yönlü ilişki olduğu görülmektedir. Model 3'ün 2005-2010 dönemi panel EKK analizi sonuçlarında Durbin-Watson istatistikleri, otokorelasyon olduğuna dair kesin bir sonuca ulaşılamayacağını göstermektedir (α:0,05, k:3, n:36 için d_L=1,295 ve d_u=1,654). 2007-2010 dönemi panel regresyon analizi sonuçlarında otokorelasyon problemine rastlanmamıştır. Modelin açıklama gücünü temsil eden düzeltilmiş R^2 değerleri % 76-85

civarında gerçekleşmiş olup, %1 önem seviyesinde anlamlı F istatistikleri elde edilmiştir. Berry-Herfindahl çeşitlendirme ölçüsünde meydana gelebilecek %10 düzeyinde bir artış, firma performansında % 72 oranında bir artışa yol açmaktadır. Modelin söz konusu ilişkiyi açıklama gücünü ifade eden düzeltilmiş R^2 değeri % 76 olarak gerçekleşmiştir. Panel verilerle yapılan analizlerin sonuçları, yatay kesit verilerle yapılan regresyon analizleri tarafından desteklenmiştir. Sonuçlara göre, "Çeşitlendirme ile firma performansı arasında pozitif ilişki yoktur." boş hipotezi red edilmiştir. Literatürde yer alan Hall (1995), Pandya ve Rao (1998), Santalo ve Becerra (2008), Bettis (1982), Rumelt (1974 ve 1982), Palepu (1985) ve Marinelli (2011) çalışmalarında çeşitlendirme ile performans arasında pozitif ilişki bulgusuna ulaşmışlardır.

Kaynaklara dayalı yaklaşıma göre, firmalar stratejik kaynakları çerçevesinde çeşitlendirmeye gittiklerinde daha yüksek performans seviyelerine ulaşmaları beklenmektedir. Bu, atıl kapasiteyle kullanılan kaynakların tam kapasiteye yakın kullanımlarına olanak sağlanması ve ilişkili alanlara çeşitlendirme yapılmasının oluşturacağı sinerji etkisiyle meydana gelmektedir. Sinerji, kapsam ve ölçek ekonomileri sağlamakta, gereksiz fonksiyonların çıkarılması olanağı sunarak firma performansını güçlendirmektedir. Aynı zamanda, iç fon kaynakları aracılığıyla firmada kaynak havuzu oluşturularak kazanan ancak yatırım fırsatları az olan bölümlerden, yatırım fırsatları daha fazla olan bölümlere kaynakların aktarılmasıyla firma bütününde kaynak kullanımında etkinlik artırılmakta ve firma performansına katkı sağlanmaktadır. Firmaların, çeşitlendirmenin belirtilen bu faydalarından yararlandıkları anlaşılmaktadır.

Model 3'te 2005-2010 dönemi panel verilerle yapılan regresyon analizlerinde, Jacquemin-Berry ve bölüm sayısı çeşitlendirme dereceleri kullanılarak oluşturulan modellerde, firma performansı ile firma büyüklüğü arasında negatif ilişki olduğu belirlenmiştir. Bu dönemin yatay kesit verilerle yapılan regresyon analizlerinde ise, pozitif ilişki olduğu saptanmıştır. Korelasyon analizinde elde edilen pozitif ilişki, regresyon analizlerini destekler niteliktedir. Söz konusu ilişkinin, analiz dönemine göre farklılık gösterdiği görülmektedir.

Yatırım fırsatları ile firma performansının 2005-2010 dönemine ilişkin yatay kesit verilerle yapılan regresyon analizlerinde, pozitif ilişki bulgusuna ulaşılmıştır. Çeşitlendirilmiş firmalarda yatırım fırsatlarının yüksek olması halinde, firma performansının da yüksek olacağı anlaşılmaktadır. Diğer regresyon analizlerinde istatistiksel açıdan anlamlı sonuçlara ulaşılamamıştır.

Firma çeşitlendirmesinin firma performansına etkilerinin araştırıldığı regresyon analizi sonuçları ve korelasyon katsayıları Tablo 19'da özetlenmiştir. Konuya ilişkin teorik beklenti ve elde edilen bulgular karşılaştırılarak Tablo 20'de sunulmuştur.

Tablo 20

Firma Çeşitlendirmesi ve Firma Performansı İlişkisi Bulgularının Teori ile Karşılaştırılması

	Çeşitlendirme Derecesi		Firma Büyüklüğü		Yatırım fırsatları	
	2005-2010	2007-2010	2005-2010	2007-2010	2005-2010	2007-2010
KORELASYON KATSAYISI	+	+	+	-	-	-
PANEL EKK SONUÇLARI	+	+	-	+	Anlamsız	Anlamsız
YATAY EKK SONUÇLARI	+	Anlamsız	+	-	+	Anlamsız
Genel sonuç	+		+		+	
TEORİK BEKLENTİ	+		+		+	
Teorik Uyum	**+ uyum**		**+ uyum**		**+ uyum**	
Lang ve Stulz (1994) Q	-		-			
Lins ve Servaes (2002) Q	-					
Kahloul ve Hallara (2010) Q	Doğrusal değil		-			
Hyland (2008)	-					
Bettis (1982)	+					
Rumelt (1974)	+					
Rumelt (1982)	+					
Palepu (1985)	+					
Hall (1995)	+		+			
Pandya ve Rao (1998)	+					
Lee ve Jang (2007)	-					
Santalo ve Becerra (2008)	+		+		+	
Shyu ve Chen (2009)	-		-			
Chiao ve Ho (2009)	-					
Marinelli (2011)	+		-			
Chakrabarti, Singh ve Mahmood (2007)	-		+			
Daud, Salamudin ve Ahmad (2009)	-					

Tablo 20'de, çeşitlendirme derecesi, firma büyüklüğü ve yatırım fırsatları faktörlerinin firma performansına etkileri açısından elde edilen bulguların teorik beklentiye uyum gösterdiği görülmektedir

BÖLÜM VI

SONUÇ VE ÖNERİLER

6.1. Sonuç

Firma çeşitlendirmesi, firma riskinin azaltılarak daha yüksek performans seviyelerinin elde edilebilmesi ve hissedar değeri yaratılması amacına hizmet etmektedir. Tam rekabet piyasası şartlarında firma çeşitlendirmesinin hissedar açısından değer yaratamayacağı belirtilmekle birlikte, temsil maliyetleri, asimetrik bilgi maliyetleri ve işlem maliyetleri gibi piyasa aksaklıklarının varlığı kabul edildiğinde, firma çeşitlendirmesinin hissedar açısından değer yaratacağı kabul edilmektedir.

Çeşitlendirmenin rasyonelliği konusunda, işlem maliyetlerini azaltmak amacıyla çeşitlendirmeye yönelme seçeneği endüstriyel organizasyon yaklaşımına konu olurken, firma kaynaklarının stratejik özellikleri doğrultusunda çeşitlendirme yapılması yoluyla rekabet avantajı elde edilerek performansın artırılması ise kaynaklara dayalı yaklaşım çerçevesinde açıklanmaktadır. Diğer yandan çeşitlendirmenin sonuçlarına odaklanan finans yaklaşımı, çeşitlendirme primi ve iskontosunu incelemekte, bu sonucun oluşmasında etkili olabilecek faktörleri araştırmaktadır. Çeşitlendirmenin risk ve performans üzerinde meydana getireceği etkiler, söz konusu çeşitlendirme prim veya iskontosunun oluşmasında belirleyici olmaktadır.

Çeşitlendirmenin faydaları, çeşitlendirme primine dayanak oluştururken, maliyetleri, çeşitlendirme iskontosuna yol açmaktadır. Etkin olmayan kaynak dağılımı, yönetici ve hissedar arasındaki temsil problemleri ve asimetrik bilgi maliyetleri, çeşitlendirilmiş firmaların uzman firmalara oranla değer kaybına uğramaları yani çeşitlendirme iskontosunun nedenleri olarak belirtilmektedir. Çeşitlendirme primi ise, firma riskinde azalma, iç fon kaynakları oluşturma, sinerji yaratma ve vergi sorumluluğunda azalma yoluyla elde edilebilmektedir. Bu etkiler, çeşitlendirmenin derecesine ve yönüne göre farklılık gösterebilmektedir.

Firma çeşitlendirmesi literatüründe, sıklıkla çeşitlendirme iskontosu raporlanırken, son yıllarda çeşitlendirme primi bulgularına ulaşıldığı görülmektedir. Elde edilen sonuçlar üzerinde, analiz döneminin, çeşitlendirme ölçeğinin, çeşitlendirme derecesinin ve yönünün etkili olduğu vurgulanmaktadır. Genel olarak endüstriyel

ve/veya coğrafik çeşitlendirme konuları araştırılmaktadır. Endüstriyel çeşitlendirme, ilişkili ve ilişkisiz çeşitlendirme özellikleri dikkate alınarak değerlendirilmektedir.

Bu çalışmada firma çeşitlendirmesinin firma değeri, riski ve performansına etkileri, Türkiye'de İMKB'ye kayıtlı firmalar için test edilmiştir. Bu firmaların Ocak 2005 - Aralık 2010 dönemini ilişkin panel verileri ve yatay kesit verileri kullanılarak en küçük kareler tahmin yöntemiyle regresyon analizleri yapılmıştır.

Firma çeşitlendirmesinin, firma değeri, riski ve performansına etkileri doğrultusunda çalışmanın araştırma soruları ve hipotezleri oluşturulmuştur. Buna göre, çeşitlendirilmiş firmaların çeşitlendirme yapmayan firmalardan daha yüksek firma değerine sahip olup olmadıkları, firma çeşitlendirmesi ile firma riski arasındaki ilişkinin yönü ve firma çeşitlendirmesi ile firma performansı arasındaki ilişkinin yönü araştırma soruları olarak belirlenmiştir. Çeşitlendirmenin firma değerine etkilerinin belirlenmesi aşamasında bağımlı değişken olan artık değer değişkeni, satışlar çarpanı yöntemi ve varlıklar çarpanı yöntemi kullanılarak hesaplanmıştır. Farklı yöntemlere göre belirlenen artık değer değişkenleri kullanıldığında elde edilecek bulgularda değişiklik olup olmayacağı araştırılmıştır. Bununla birlikte modellerde yer alan çeşitlendirme derecesi değişkeni, Jacquemin-Berry Entropi ölçüsü, Berry-Herfindahl çeşitlendirme ölçüsü ve bölüm sayısı çeşitlendirme ölçüsü şeklinde hesaplanarak, farklı çeşitlendirme ölçüleri kullanılmasının bulgular üzerinde etkisi olup olmadığı araştırılmıştır.

Çeşitlendirilmiş ve uzman firmaların özellikleri karşılaştırılarak farklar belirlenmiştir. Çeşitlendirilmiş firmaların ortanca bölüm sayısı, iki olarak belirlenmiştir. Çeşitlendirilmiş firmalar ile uzman firmaların ortalama büyüklüklerinin birbirine yakın olduğu anlaşılmıştır. Uzman firmalara oranla çeşitlendirilmiş firmaların ortalama karlılık düzeyleri yüksek, toplam firma riskleri ve ortalama borçlanma düzeyleri daha düşük olarak tespit edilmiştir. Çeşitlendirilmiş firmaların borçlanma oranının düşük olmasında, çeşitlendirmeyle elde edilebilecek iç fon kaynaklarının kullanılmış olabileceği bir neden olarak gösterilebilir. Çeşitlendirilmiş firmalarda toplam firma riskinin düşük olması, ortak sigorta etkisiyle risk azalması önermesini destekler niteliktedir. Ortalama yatırım fırsatları her iki grup için birbirine yakın değerlerde bulunmuş, çeşitlendirilmiş firmaların performanslarının daha yüksek olduğu saptanmıştır. Bu, çeşitlendirilmiş firmaların kaynak kullanımında etkinlik sağlayabildikleri şeklinde değerlendirilebilir.

Çalışmada artık değer, satışlar çarpanı ile varlıklar çarpanı yöntemleri kullanılarak belirlenmiş ve regresyon analizleri her iki yöntem için ayrı ayrı yapılmıştır.

Satışlar çarpanı yöntemiyle elde edilen bulgular varlıklar çarpanı ile elde edilen bulgularla uyum göstermiştir. 2005-2010 dönemi panel veri analizlerinde, Jacquemin-Berry çeşitlendirme derecesi ile artık değer arasında pozitif yönlü ilişki elde edilmiştir. Yatay kesit verilerle yapılan analizlerde istatistiksel açıdan anlamlı olarak elde edilen bulgular büyük oranda panel verilerle elde edilen bulguları destekler niteliktedir. Benzer şekilde korelasyon analizine göre, çeşitlendirme dereceleri ile artık değer arasında pozitif ilişki olduğu tespit edilmiştir. Bu pozitif ilişki, çeşitlendirme derecesi yükseldikçe firma değerinin de yükseleceği anlamına gelmektedir. İMKB'de faaliyet gösteren firmalarda, çeşitlendirme primi bulgusuna ulaşılmıştır. Çeşitlendirme primi, çeşitlendirilmiş firmaların her bir bölümü için ayrı ayrı firmalar olarak faaliyette bulunmaları durumuna oranla, hali hazırda çeşitlendirilmiş bir firma olmaları halinde primle faaliyette bulunduklarını ifade etmektedir. Çeşitlendirme, firma riskini azaltma, iç fon kaynakları oluşturma, sinerji yaratma ve vergi sorumluluğunu azaltma yoluyla firma değerinde prim oluşturabilmektedir. İMKB'de faaliyet gösteren çeşitlendirilmiş firmaların, çeşitlendirme primi oluşturacak bu kaynaklardan yararlandıkları anlaşılmaktadır. Elde edilen sonuçlar literatürde yer alan Campa ve Kedia (1999), Fleming, Oliver ve Skourakis (2001) ve Villalonga (2004) çalışmalarıyla uyumlu bulunmuştur.

Artık değer ile firma büyüklüğü arasında negatif yönlü ilişki olduğu saptanmıştır. Bu negatif ilişki, çeşitlendirilmiş firmalarda firma büyüklüğü arttıkça firma değerlerinde azalma görüleceğini ifade etmektedir. Yatırım fırsatları ile artık değerin aynı yönde hareket ettiği bulgusuna ulaşılmıştır. Çeşitlendirilmiş firmaların yatırım fırsatları yükseldikçe firma değerlerinin yükseldiği anlaşılmaktadır. Artık değer ile karlılık değişkeni arasında, negatif yönlü ilişki tespit edilmiştir.

Çeşitlendirmenin firma riskine etkileri araştırılmış, çeşitlendirme dereceleri ile firma riskinin istatistiksel açıdan anlamlı negatif ilişkiye sahip olduğu anlaşılmıştır. Çeşitlendirme derecesi arttıkça firma riski azalmaktadır. Çeşitlendirmeyle oluşan ortak sigorta etkisi, firmaların faaliyet riskini azaltmakta, faaliyet riskindeki azalma borç verenler karşısında firmanın ödeme gücünü artırmakta, finansal sıkıntı ve iflas olasılığı azalmaktadır. Bu sonuçlar, çeşitlendirme konusunda finans yaklaşımında belirtilen çeşitlendirmenin firma riskini azalttığı önermesini destekler niteliktedir. Çeşitlendirmeyle, kaynakların birbirinden bağımsız bölümler arasında değişim esnekliği kazanması firma riskini mümkün olduğunca azaltmakta, firma açısından finansal

korunma sağlanmaktadır. Aynı zamanda, iç fon kaynakları oluşturularak dış fon kaynağı gereksinimi azaltılabilmektedir.

Firma riski ile firma büyüklüğü arasında yatay kesit veri analizlerinde 2007-2010 döneminde istatistiksel açıdan anlamlı negatif ilişki olduğu saptanmıştır. Buna göre firma büyüklüğü arttıkça, firma riski azalmaktadır. Büyük ölçekli firmaların sermaye piyasalarına kolay ulaşabilmeleri, finansman maliyetlerinin küçük ölçekli firmalara oranla daha düşük olmasına olanak sağlamaktadır. Ayrıca çeşitlendirilmiş firmaların kapsam ve ölçek ekonomilerinden faydalanarak risklerini azaltabilecekleri belirtilmektedir. Risk ile borçlanma düzeyi arasında pozitif ilişki tespit edilmiştir. Borçlanma oranının yüksek olması, finansal sıkıntı ve iflas maliyetlerini artırarak firma riskini yükseltmektedir.

Firma çeşitlendirmesinin performansa etkisi, pozitif yönlü olarak elde edilmiştir. Panel verilerle yapılan analizlerin sonuçları, yatay kesit verilerle yapılan regresyon analizleri tarafından desteklenmiştir. Buna göre, firmaların çeşitlendirme dereceleri arttıkça performansları da aynı şekilde artmaktadır. Firma büyüklüğü ve yatırım fırsatlarının artması halinde performansında artacağını belirten pozitif ilişki bulgusuna ulaşılmıştır. Kapsam ve ölçek ekonomileri oluşturacak şekilde çeşitlendirme yapılması halinde, firmalar rekabet avantajı elde edebilmekte ve hammadde maliyetlerini azaltabilmektedirler. Firmalar stratejik kaynakları çerçevesinde çeşitlendirmeye giderek daha yüksek performans seviyelerine ulaşabilmektedir. Bu, atıl kapasiteyle kullanılan kaynakların tam kapasiteye yakın kullanımlarına olanak sağlanması ve ilişkili alanlara çeşitlendirme yapılmasının oluşturacağı sinerji etkisiyle meydana gelmektedir. Sinerji, kapsam ve ölçek ekonomileri sağlamakta, gereksiz fonksiyonların çıkarılması olanağı sunarak firma performansını güçlendirmektedir. Aynı zamanda, iç fon kaynakları aracılığıyla firmada kaynak havuzu oluşturularak kazanan ancak yatırım fırsatları az olan bölümlerden, yatırım fırsatları daha fazla olan bölümlere kaynakların aktarılmasıyla firma bütününde kaynak kullanımında etkinlik artırılmakta ve firma performansına katkı sağlanmaktadır. Araştırmaya dahil edilen firmaların, çeşitlendirmenin belirtilen bu faydalarından yararlandıkları düşünülebilir.

Sonuç olarak, çeşitlendirmenin firma değerinde çeşitlendirme primi oluşturduğu, çeşitlendirmenin toplam firma riskini azalttığı ve firma performansını artırdığı tespit edilmiştir. Çeşitlendirme derecesi belirleme yöntemleri açısından bir birine yakın bulgular elde edilmiştir. Satışlar çarpanı ve varlıklar çarpanı artık değer belirleme yöntemlerinin bir birine yakın sonuçlar verdiği anlaşılmıştır.

6.2. Öneriler

İMKB'de kayıtlı firmalarda çeşitlendirme kararının etkilerinin belirlenmesi, yatırımcılar, borç verenler, hissedarlar ve ilgili kurumlar açısından önem arz etmektedir. Bu konunun İMKB'de sınanmasının, konuya dikkatin çekilmesi ve benzer çalışmalar yapılabilmesi açısından fayda sağlayacağı düşünülmektedir. Yeni yapılacak çalışmalarla, çeşitlendirme priminin dayanaklarının araştırılması ve endüstriyel çeşitlendirme ile coğrafik çeşitlendirme boyutlarının incelenmesi, firmaların çeşitlendirme kararını verme süreçlerine ışık tutacaktır.

KAYNAKÇA

Aggarwal, R., & Zhao, S. (2009). The Diversification Discount Puzzle: Evidence for a Transaction-Cost Resolutation. *The Financial Review*, 44, 113-135.

Akgüç, Ö. (1998). *Finansal Yönetim.* (7. Baskı). Avcıol Basım.

Alonso, E.J.M. (2000). The Effect of Firm Diversification on Capital Structure: Evidence from Spanish Firms. *European Financial Management Association Annual Meeting.* Athens (Greece). 1-17.

Amihud, Y., & Lev, B. (1981). Risk reduction as a managerial motive for conglomerate mergers. *The Bell Journal of Economics*, 12, Autumn, 605-617.

Amit, R., & Livnat, J. (1988). Diversification, Capital Structure, and Systematic Risk: An Empirical Investigation. *Journal of Accounting, Auditing&Finance*, 19-43.

Anderson, I. R., Stowe, J. D., & Xing, X. (2011). Does corporate diversification reduce firm risk? Evidence from diversifying acquisitions. *Working Paper Series*, 1-28. http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1755654 (ErişimTarihi: Mayıs 2011).

Aras, G. (2004). Sermaye Piyasalarında Asimetrik Bilgi Etkisi ve Piyasalardaki İşleyişin Rolü. *İktisat-İşletme-Finans Dergisi*, Aralık, 81-93.

Baltagi, B. H. (2005). *Econometric Analysis of Panel Data*. Third Edition. England. Jhon Wiley & Sons.

Barnes, E., & Brown, G. H. (2006). The Diversification Puzzle: Revisiting the Value Impact of Diversification for UK Firms. *Journal of Business Finance & Accounting*, 33(9) & (10), November/December, 1508-1534.

Barney, L. (1991). Firm Resources and Sustained Competitive Advantage. *Journal of Management*, 17 (1), 99-120.

Berger, P. G., & Ofek, E. (1995). Diversification's effects on firm value. *Journal of Financial Economics*, 37, 39-65.

Bettis, R. A. (1982). Risk considerations in modelling corporate strategy. Proceedings of the 1982 National Academy of Management Meetings, 22–25.

Bettis, R. A., & Hall, W. K. (1982). Diversification Strategy, Accounting Determined Risk, and Accounting Determined Return. *Academy of Management Journal*, 25(2), 254-264.

Bodnar, G. M., Tang, C., & Weintrop, J. (1998). Both Sides of Corporate Diversification: The value impacts of geographic and industrial diversification. *Weiss Center Working Papers. 9*8 (02). Wharton School-Weiss Center for International Financial Research. 1-40.

Brealey, R. A., Myers, S. C., & Marcus, A. J. (1995). *İşletme Finansının Temelleri* (Ü. Bozkurt, T. Arıkan, H. Doğukanlı, Çev.) İstanbul: Literatür Yayıncılık. (Orijinal Baskı,2001).

Bruche, G. (2000). Corporate Strategy, Relatedness and Diversification. Working Papers of the Business Institute Berlin School of Economics, September, 13, 1-34. http://www.mba-berlin.de/fileadmin/doc/Working_Paper/working_paper_13pdf (Erişim Tarihi: Mayıs 2009).

Caldeira, A., Moyses, G. L. R., Costantin, P. D., Lex, S., & Bertoncello, S. L. T. (2005). Vertical Integration and Corporate Diversification Strategies-Study Based on Brazilian Industries. *The Business Association of Latin American Studies*, May, 1-12.

Campa, J. M., & Kedia, S. (2002). Explaning The Diverisification Discount. *The Journal of Finance,* 57(4), August, 1731-1762.

Canbaş, S. ve Doğukanlı, H. (2007). *Finansal Pazarlar.* (4. Baskı). Karahan Kitabevi.

Canbaş, S., Doğukanlı, H., Düzakın, H., & İskenderoğlu, Ö. (2005). Performans Ölçümünde Tobin Q Kullanılması, Hisse Senetleri İMKB'de İşlem Gören Sanayi İşletmeleri Üzerine Bir Deneme. *Muhasebe ve Finansman Dergisi.* 28, Ekim, 24-36.

Chakrabarti, A., Singh, K., & Mahmood, I. (2007). Diversification and Performance: Evidence from East Asian Firms. *Strategic Management Journal*, 28, 101-120.

Chen, C., Nehrt, C. & Guisinger, S. (1998). Product, International Market, and International Operation Diversification: Relationship with Firm Performance in the U. S. Computer Peripheral Industry. *Annual Conference of the Academy of International Business Southwest Chapter*, Dallas, February, 1-15.

Chen, S. (2006). The Economic Impact of Corporate Capital Expenditures: Focused Firms versus Diversified Firms. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 41(2), 341-355.

Chiao, C., & Ho, C. (2009). A Proposed Perspective Inspired by Entropy on Diversification, Corporate Performance and Risk. *International Journal of Organizational Innovation* (Online). 2(1). July. 53-68. http://international.vlex.com/vid/perspective-entropy-corporate-performance-27790419 Erişim Tarihi: Kasım 2010.

Chiu, Y-C. (2007). Corporate Diversification and Risk Management: Methodological Approach. *Journal of Financial Management and Analysis*, 20(2), 1-6.

Chung, K. H., & Pruitt, S. (1994). A Simple Approximation of Tobin's q. *Financial Management*, 23(3), Autumn, 70-74.

Coase, R. (1937). The Nature of the Firm. *Economica,* Vol.4. in Williamson O.E., & Winter, S. G. (1993). *The Nature of the Firm*. Oxford University Pres. ABD. 18-33.

Collis, D. J., & Montgomery, C. A. (1995). How do you create and sustain a profitable strategy?. *Harward Business Review*, July-August, 118-128.

Çınar, Y., & Göksel T. (2010). İhracatta Bölgesel Çeşitlendirme ve İstikrar. Ankara Üniversitesi SBF Dergisi, 65(2), 29-57.

Datta, D. K., Rajagopalan, N., & Rasheed, A. M. A. (1991). Diversification and Performance: Critical Review and Future Directions. *Journal of Management Studies.,* 28(5), September, 529-558.

Daud, M. N. W., Salamudin, N., & Ahmad, I. (2009). Corporate Diversification and Performance. *International Business Education Journal*, 2(1), 1-18.

Ding, F., & Kang, H. G. (2009). Discount or Premium? Diversification, Firm Value and Capital Budgeting Efficiency. SSRN Working Paper Series, November 26, 1-43.

Dorsey, S. G. (2006). Measuring The Impact of Integration and Diversification on Firm Value in The Food Industry. Ph.D. dissertation, Kansas State University, November.

Emm, E. E. (2005). Efficiency Implications of Corporate Diversification: Evidence from Micro Data. Ph.D. dissertation, Georgia State University.

Ercan, M. K. ve Ban, Ü. (2005). *Değere Dayalı İşletme Finansı Finansal Yönetim*. Gazi Kitabevi, Ocak, Ankara.

Fleming, G., Oliver, B., & Skourakis, S. (2001). The Valuation Discount Of Diversified Firms in Australia. ANU School of Finance and Applied Statistics, Working Paper 01-04, October.

http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=279330
(Erişim Tarihi: Kasım 2009).

Foldvary, F. E. (2006). The Measurement of Inequality, Concentration and Diversification, *Indian Economic Journal*, 54(3), October-December,

Foltz, J. C., Aracı, H., & Kırgın, M. (2002). Mergers, Acquisitions, Joint Ventures, and Consolidations in Agribusiness: An Example of Acquisition (Acquisition of Continental Grain by Cargill). *Yönetim ve Ekonomi*, Celal Bayar Üniversitesi İ.İ.B.F., 9(1-2), 137

Galvan, A., Pindado, J., & Torre, C. (2007). Diversification: Value-Creating or Value-Destroying Strategy? Evidence from Using Panel Data. Documento de Trabajo 04/07, 1-35.

Gort, M. (1962). *Diversification and Integration in American Industry*. Princeton University Press, Princteton, NJ.

Gujarati, D. N. (2004). *Basic Econometrics*. Rhe McGraw-Hill Companies: Fourth Edition.

Hall, E. H. (1995). Corporate Diversification and Performance: An Investigation of Causality. *Australian Journal of Management*, 20(1), June, 25-42.

Hall, G. C., Hutchinson, P. J., & Michaelas, N. (2004). Determinants of the Capital Structures of European SMEs. *Journal of Business Finance & Accounting,* 31(5-6), June, 711-728.

Haris, M., & Raviv, A. (1991). The Theory of Capital Structure. *The Journal of Finance*, 46(1), March, 297-355.

Higgins, R. C., & Schall, L. D. (1975). Corporate Bankruptcy and Conglomerate Merger. *The Journal of Finance*, 30 (1), March, 93-113.

Huszar, Z. R., & Peek, J. (2009). The role of financial synergis in corporate Diversification. *Asian Finance Association 2009 Confer*ence, Brisbane Australia, June, 26, 1-42.

Hyland, D. C. (2003). The Effect of Diversification on Firm Value: A pre- and Post-Diversification Analysis. *Economics and Finance*, 21(2) Autumn, 22-39.

Hyland, D. C. (2008). The Long-run performance of diversifying firms. *Journal of Economics and Finance,* 32, 294-310.

Hyland, D. C., & Diltz, J. D. (2002). Why Firms Diversify: An Empirical Examination. *Financial Management*, Spring, 51-81

Jacquemin, A. P., & Berry, C. H. (1979). Entropy Measure of Diversification and Corporate Growth. *The Journal of Industrial Economics*, 27(4), June, 359-369.

Jeffrey, A. F. (1991). The Japanese Cost of Finance: A Survey. *Financial Management*, Spring, 95-127.

Jensen, C. M., & Meckling, H. W. (1976). Theory of The Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Econ*omics, 3, 305-360.

Jensen, C. M., & Smith, C. (1985). Stockholder, Manager and Creditor Interest: Applications of Agency Theory. in E.I. Altman and M.G: Subrahmanyan, E.D., *Recent Advancey in Corporate Finance,* Irwin, Homewood, IL.

Kahloul, I., & Hallara, S. (2010). The Impact of Diversification on Firm Performance and Risk: An Empirical Evidence. *International Research Journal of Finance and Economics*, 35, 150-162.

Karabulut, T. (2005). Türkiye'deki Yabancı Sermayeli Şirketlerin Stratejik Karar Alma Yaklaşımlarını Belirlemeye Yönelik Bir Araştırma. İstanbul Ticaret Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi, 4(7), Bahar, 245-259.

Karaveli, A. (2006). Çeşitlendirme stratejileri ve yönetim kontrol sistemlerinin Türkiye'deki işletme gruplarının değişim kapasitesi üzerindeki etkileri. Sabancı Üniversitesi. 1-24.
http://research.sabanciuniv.edu/828/1/stvkaf07a89.doc
(Erişim Tarihi: Ocak 2010).

Karaveli, A. (2008). Türkiye'deki İşletme Gruplarında Çeşitlendirme Stratejilerinin Evrimi. Yönetim Araştırmaları Dergisi, 1-2, 1-36. Erişim Tarihi: Ocak 2010 http://research.sabanciuniv.edu/11300/

Kaserman, D. (1978). Theories of Vertical Integration: Implications for Antitrust Policy. *Antitrust Bulletin*, 23, 483-510.

Kim, C., Kim, S., & Pantzalis, C. (2001). Firm Diversification and Earnings Volatility: An Empirical Analysis of U.S. – Based MNCs. *American Business Review*, January, 26-38.

Klein, P. G., & Lien, L. B. (2009). Diversification, Industry Structure, and Firm Strategy: An Organizational Economics Perspective. Working Paper No.03, April, 1-30.

Kohn, M. (1994). *Financial Institutions and Markets*. McGraw-Hill International Editions. (First Edition). Singapore.

Korkmaz, T., & Ceylan, A. (2006). *Sermaye Piyasası ve Menkul Değer Analizi.* (3. Baskı). Ekin Kitabevi.

Kourdi, Jeremy. (2009). *Business Strategy: A Guide to Taking Your Business Forward.* (2nd Edition), Economist Intelligence Unit.

Lang, L. H. P., & Stulz, R. M. (1994). Tobin's Q, Corporate Diversification and Firm Performance. *Journal of Political Eco*nomy, 102 (6), 1248-1280.

Lee, M. J., & Jang, S. (2007). Market diversification and financial performance and stability: A study of hotel companies. Hospitality Management, 26, 362-375.

Lewellen, W. G. (1971). A Pure Financial Rationale for The Conglomerate Merger. *The Journal of Finance*, 26, 521-537.

Levy, D. T. (1993). Comment on "Small Firms and Merger Mania". Small Business Economics, 5, 319-322.

Li, M., & Wong, Y. (2003). Diversification and Economic Performance: An Empirical Assesment of Chinese Firms. *Asia Pacific Journal of Management*, 20, 243-265.

Li, L., Qian, G., & Qian, Z. (2007). Product Diversification, Multinationality, and Country Involment: What Is the Optimal Combination. *Journal of Global Marketing*, March, 5-23

Liebenberg, A. P. (2004). The Determinants and Effects of Corporate Diversification: Evidence From The Property-Liability Insurance Industry. Ph.D. dissertation. The University of Georgia.

Lins, K. V., & Servaes, H. (2002). Is Corporate Diversification Benefical in Emerging Markets?. *Financial Management*, Summer, 5-31.

Lopes, T. S. (2003). Diversification Strategies in the Global Drinks Industry. Business and Economic History, *BHC Annual Meeting*, 1-48.
http://www.aueb.gr/deos/EIBA2002.files/PAPERS/C52.pdf
(Erişim Tarihi: Ocak 2009).

Low, P. Y., & Chen, K. H. (2004). Diversification and Capital Structure: Some International Evidence. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 23, 55-71.

Lubatkin, M., & Chatterjee, S. (1994). The Domain od Corporate Diverisification: Does it Apply?. *Academy of Management Journal*, 37(1), 109-136.

Mansı, S. A., & Reeb, D. M. (2002). Corporate Diversification: What Gets Discounted?. The *Journal of Finance*, 57(5), October, 2167-2183.

Marinelli, F. (2011). The Relationship Between Diversification and Firm's Performance: Is There Really a Causal Relationship?. *Working Paper-907*, February, 1-32.

Martin, J. D., & Sayrak, A. (2003). Corporate diversification and shareholder value: a survey of recent literature. *Journal of Corporate Finance*, 9, 37-57.

Montgomery, C. A. (1982). The Measurement of Firm Diversification: Some New Empirical Evidence. *Academy of Management Journal*, 25(2), 299-307.

Montgomery, C. A. (1994). Corporate Diverisification. *Journal of Economic Perspectives*, 8(3), Summer, 163-178.

Montgomery, C. A., & Singh, H. (1984). Diversification Strategy and Systematic Risk. *Strategic Management Journal*, 5, 181-191.

Palepu, K. (1985). Diversification Strategy, Profit Performance and the Entropy Measure. *Strategic Management Journal*, 6(3), 239-255.

Palich, L. E., Cardinal, L. B., & Miller, C. C. (2000). Curvilinearity in the diversification performance linkage: an examination over three decades of research. *Strategic Management Journal,* 21(2), 155-174.

Pandya, A. M., & Rao, N. V (1998). Diversification and Firm Performance: An Emprical Evaluation. *Journal of Financial and Strategic Decisions,* 11(2), 67-81.

Pantzalis, C. (2001). Does Location Matter?: An Empirical Analysis of Geographic Scope and MNC Market Valuation. *Journal of International Business Studies*, 32(1), 133-155.

Penrose, E. (1995). *The Theory of The Growth The Firm*. Wiley N.Y. Qxford University. www.oxfordscholarship.com
(Erişim Tarihi: Ocak 2010).

Porter, M. E. (1987). From competitive advantage to corporate strategy", *Harvard Business Review,* May-June, 43-59.

Rajan, M. N., & Lacktorin, M. J. (2000). A Longitudinal Examination of Corporate Diversification and Restructuring Activities Using Multiple Measures. *ABAS International Conference,* Prauge, July.

Rajan, R., Servaes, H., & Zingales, L. (2000). The Cost of Diversity: The Diversification Discount and Inefficient Investment. *The Journal of Finance*, 60, 35-80.

Rita, R., & Carter, E. (1984). *International Financial Management*. Englewood Cliffs, N.J. Prentice-Hall.

Rocca, M., Rocca, T., Gerace, D., & Smark, C. (2009). Effect of diversification on capital structure. *Accounting and Finance*, 49, 799–826

Rumelt, R. P. (1982). Diversification Strategy and Proftability. *Strategic Management Journal*, 3(4), 359-369.

Rumelt, R. P. (1989). Strategy-Structure Data Base. in Rumelt, R.P. *Strategy, Structure, and*

Economic Performance, Division of Research, Harvard Business School, Boston, Revised edition published by the Harvard Business School Press.

Rumelt, R. P., Schendel, D., & Teece, D. J. (1991). Strategic Management and Economics", *Strategic Management Journal*, Vol. 12, 1991, 5-29

Saee, J. (2007). *Contemporary Corporate Strategy Global Perspectives*. Taylor&Francis Group, London and New York.

Santalo, J., & Becerra, M. (2008). Competition from Specialized Firms and the Diversification–Performance Linkage. *The Journal of Finance*, 63(2), April, 851-883.

Shyu, J., & Chen, Y. (2009). Diversification, Performance, and the Corporate Life Cycle. *Emerging Markets Finance&Trade*, November–December, 45(6), 57–68.

Silverman, B. S. (2002). The Theory of the Growth of the Firm. Studies in Global Competition Series, Newyork.

Singh, H., & Montgomery, C. A. (1987). Corporate acquisition Strategies and Economic Performance. *Strategic Management Journal*, 8, 377-386.

Tarı, R. (2010). *Ekonometri*. Umuttepe Yayınları, 6. Baskı, Kocaeli.

Teece, D. J., Pisano, G., & Shuen, A. (1997). Dynamic Capabilities and Strategic Management. *Strategic Management Journal*, 18(7). 509-533.

Tong, Z. (2007). Firm Diversification and the Value of Corporate Cash Holdings. June, 1-42. http://69.175.2.130/~finman/Prague/Papers/DiversificationCash_Tong.pdf (Erişim Tarihi: Mayıs 2010).

Ural, T., & Acaravci, S. K. (2006). The Effects of Firm's Strategic Factors on Export and Firm Performance: A Comparison of Permanent and Sporadic Exporters. *Problems and Perspectives in Management,* 4(4), 42-62.

Ward, K., Bowman, C., & Kakabadse, A. (2005). *Designing World Class Corporate Strategies: Value-Creating Roles for Corporate Centres*. Elsevier, First Edition, Great Britain.

Wernerfelt, B. (1984). A Resource-based View of the Firm", *Strategic Management Journal*, Vol. 5, April-June, 171-180.

Williamson, O. E. (1971). The Vertical Integration of Production: Market Failure Considerations. *American Economic Review*, 61(2), pp. 112-123.

Williamson, O. E. (1981), The Modern Corporation: Origins, Evolution, Attributes. *Journal of Economic Literature,* 19, December, 1537-1568.

Williamson, O. E., & Winter, S. G. (1993). *The nature of the firm: origins, evolution, and development.* Oxford University Press.

Xing, X. (2003). Essays on Firm Diversification. Ph.D. dissertation. University of Missouri-Columbia, May.

Villalonga, B. (2004). Diversification Discount or Premium? New Evidence from the Business Information Tracking Series. *The Journal of Finance*, 59(2), April, 479-506.

Villalonga, B. (2004b). Does Diversification Cause the "Diversification Discount"?. Financial Management, Summer, 5-27.

Yıldırım, E. (1995). Ekonomik Yapı ve Ölçek Ekonomileri. *Çukurova Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitü Dergisi,* Cilt.3, Sayı.3, 65-82.

Yılgör, A. G. (2002). Şirket Birleşme, Ele Geçirme ve Devralma İşlemlerinin Makro Ekonomik Etkileri. *Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitü Dergisi*, Haziran, 119-126.

Yılgör, A. G. (2004). Şirket Birleşme, Ele Geçirme ve Satın Alma İşlemlerinin Finansal Çerçevesi. H. Sumer ve H. Pernsteiner (Ed.). *Şirket Birleşmeleri* içinde (s. 381-408). Alfa Yayınları. 1. Baskı. Ocak. İstanbul.

Yılmaz, F. (2002a). Piyasa-Firma Ayırımı Tartışmaları Çerçevesinde Firma Teorisi. *Gazi Üniversitesi İ.İ.B.F. Dergisi,* 1, 67-82.

Yılmaz, F. (2002b). Güç İlişkileri ve Firma Teorisi. *Ankara Üniversitesi SBF Dergisi*, 57-1, 157-176.

EKLER LİSTESİ

EK 1. Çeşitlendirilmiş Firmalar ve Uzman Firmalar Listesi

2005-2010 döneminin herhangi bir yılında çeşitlendirilmiş veya uzman firma olarak tanımlanan firmaların listesi sunulmuştur.

Çeşitlendirilmiş Firmalar Listesi

Sayı	Ana Sektör	Sektör Kodu	Alt Sektör	Firma Adı
1	İmalat Sanayii	31	Gıda, İçki ve Tütün	ANADOLU EFES
2	İmalat Sanayii	31	Gıda, İçki ve Tütün	BANVİT
3	İmalat Sanayii	31	Gıda, İçki ve Tütün	DARDANEL
4	İmalat Sanayii	31	Gıda, İçki ve Tütün	ERSU GIDA
5	İmalat Sanayii	31	Gıda, İçki ve Tütün	KEREVİTAŞ GIDA
6	İmalat Sanayii	31	Gıda, İçki ve Tütün	MERT GIDA
7	İmalat Sanayii	31	Gıda, İçki ve Tütün	PENGUEN GIDA
8	İmalat Sanayii	31	Gıda, İçki ve Tütün	TAT KONSERVE
9	İmalat Sanayii	31	Gıda, İçki ve Tütün	VANET
10	İmalat Sanayii	32	Dokuma, Giyim Eşyası ve Deri	ALTINYILDIZ
11	İmalat Sanayii	32	Dokuma, Giyim Eşyası ve Deri	ARSAN TEKSTİL
12	İmalat Sanayii	32	Dokuma, Giyim Eşyası ve Deri	BERDAN TEKSTİL
13	İmalat Sanayii	32	Dokuma, Giyim Eşyası ve Deri	BİRKO MENSUCAT
14	İmalat Sanayii	32	Dokuma, Giyim Eşyası ve Deri	KORDSA
15	İmalat Sanayii	32	Dokuma, Giyim Eşyası ve Deri	METEMTEKS
16	İmalat Sanayii	32	Dokuma, Giyim Eşyası ve Deri	YÜNSA
17	İmalat Sanayii	34	Kağıt ve Kağıt Ürünleri, Basım ve Yayın	KARTONSAN
18	İmalat Sanayii	34	Kağıt ve Kağıt Ürünleri, Basım ve Yayın	TİRE KUTSAN
19	İmalat Sanayii	35	Kimya, Petrol, Kauçuk ve Plastik Ürünler	ADVANSA SASA
20	İmalat Sanayii	35	Kimya, Petrol, Kauçuk ve Plastik Ürünler	ALKİM KİMYA
21	İmalat Sanayii	35	Kimya, Petrol, Kauçuk ve Plastik Ürünler	EGEPLAST
22	İmalat Sanayii	35	Kimya, Petrol, Kauçuk ve Plastik Ürünler	SODA SANAYİİ
23	İmalat Sanayii	35	Kimya, Petrol, Kauçuk ve Plastik Ürünler	TÜPRAŞ
24	İmalat Sanayii	36	Taş ve Toprağa Dayalı Sanayi	AKÇANSA
25	İmalat Sanayii	36	Taş ve Toprağa Dayalı Sanayi	BURSA ÇİMENTO
26	İmalat Sanayii	36	Taş ve Toprağa Dayalı Sanayi	ÇİMENTAŞ
27	İmalat Sanayii	36	Taş ve Toprağa Dayalı Sanayi	ÇİMSA
28	İmalat Sanayii	36	Taş ve Toprağa Dayalı Sanayi	ECZACIBAŞI YAPI
29	İmalat Sanayii	36	Taş ve Toprağa Dayalı Sanayi	KONYA ÇİMENTO

(Çeşitlendirilmiş Firmalar Listesinin Devamı)

30	İmalat Sanayii	36	Taş ve Toprağa Dayalı Sanayi	LAFARGE ASLAN ÇİMENTO
31	İmalat Sanayii	36	Taş ve Toprağa Dayalı Sanayi	TRAKYA CAM
32	İmalat Sanayii	37	Metal Ana Sanayi	BORUSAN MANNESMANN
33	İmalat Sanayii	37	Metal Ana Sanayi	COMPONENTA DÖKÜMCÜLÜK
34	İmalat Sanayii	37	Metal Ana Sanayi	SARKUYSAN
35	İmalat Sanayii	38	Metal Eşya, Makine ve Gereç Yapım	ARÇELİK
36	İmalat Sanayii	38	Metal Eşya, Makine ve Gereç Yapım	EGE ENDÜSTRİ
37	İmalat Sanayii	38	Metal Eşya, Makine ve Gereç Yapım	GERSAN ELEKTRİK
38	İmalat Sanayii	38	Metal Eşya, Makine ve Gereç Yapım	SİLVERLİNE ENDÜSTRİ
39	İmalat Sanayii	38	Metal Eşya, Makine ve Gereç Yapım	UZEL MAKİNA
40	İmalat Sanayii	38	Metal Eşya, Makine ve Gereç Yapım	VESTEL
41	Toptan ve Perakende Ticaret, Otel ve Lokantalar	62	Perakende Ticaret	BOYNER MAĞAZACILIK

Uzman Firmalar Listesi

Sayı	Ana Sektör	Sektör Kodu	Alt Sektör	Firma Adı
1	İmalat Sanayii	31	Gıda, İçki ve Tütün	ALTINYAĞ
2	İmalat Sanayii	31	Gıda, İçki ve Tütün	BANVİT
3	İmalat Sanayii	31	Gıda, İçki ve Tütün	DARDANEL
4	İmalat Sanayii	31	Gıda, İçki ve Tütün	EKİZ YAĞ SANAYİ
5	İmalat Sanayii	31	Gıda, İçki ve Tütün	ERSU GIDA
6	İmalat Sanayii	31	Gıda, İçki ve Tütün	FRİGO PAK GIDA
7	İmalat Sanayii	31	Gıda, İçki ve Tütün	KENT GIDA
8	İmalat Sanayii	31	Gıda, İçki ve Tütün	KEREVİTAŞ GIDA
9	İmalat Sanayii	31	Gıda, İçki ve Tütün	KONFRUT GIDA
10	İmalat Sanayii	31	Gıda, İçki ve Tütün	KRİSTAL KOLA
11	İmalat Sanayii	31	Gıda, İçki ve Tütün	MANGO GIDA
12	İmalat Sanayii	31	Gıda, İçki ve Tütün	MERT GIDA
13	İmalat Sanayii	31	Gıda, İçki ve Tütün	PINAR ET VE UN
14	İmalat Sanayii	31	Gıda, İçki ve Tütün	PINAR SU
15	İmalat Sanayii	31	Gıda, İçki ve Tütün	PINAR SÜT
16	İmalat Sanayii	31	Gıda, İçki ve Tütün	ŞEKER PİLİÇ
17	İmalat Sanayii	31	Gıda, İçki ve Tütün	SELÇUK GIDA
18	İmalat Sanayii	31	Gıda, İçki ve Tütün	LİO YAĞ
19	İmalat Sanayii	31	Gıda, İçki ve Tütün	ÜNAL TARIM
20	İmalat Sanayii	31	Gıda, İçki ve Tütün	VANET
21	İmalat Sanayii	31	Gıda, İçki ve Tütün	T.TUBORG

(Uzman Firmalar Listesinin Devamı)

22	İmalat Sanayii	31	Gıda, İçki ve Tütün	TUKAŞ
23	İmalat Sanayii	31	Gıda, İçki ve Tütün	ÜLKER BİSKÜVİ
24	İmalat Sanayii	32	Dokuma, Giyim Eşyası ve Deri	AKAL TEKSTİL
25	İmalat Sanayii	32	Dokuma, Giyim Eşyası ve Deri	AKIN TEKSTİL
26	İmalat Sanayii	32	Dokuma, Giyim Eşyası ve Deri	AKSU İPLİK
27	İmalat Sanayii	32	Dokuma, Giyim Eşyası ve Deri	ARSAN TEKSTİL
28	İmalat Sanayii	32	Dokuma, Giyim Eşyası ve Deri	ARAT TEKSTL
29	İmalat Sanayii	32	Dokuma, Giyim Eşyası ve Deri	CEYLAN GİYİM
30	İmalat Sanayii	32	Dokuma, Giyim Eşyası ve Deri	KONİTEKS
31	İmalat Sanayii	32	Dokuma, Giyim Eşyası ve Deri	OKAN TEKSTİL
32	İmalat Sanayii	32	Dokuma, Giyim Eşyası ve Deri	UKİ KONFEKSİYON
33	İmalat Sanayii	32	Dokuma, Giyim Eşyası ve Deri	CEYTAŞ MADENCİLİK
34	İmalat Sanayii	32	Dokuma, Giyim Eşyası ve Deri	EDİP İPLİK
35	İmalat Sanayii	32	Dokuma, Giyim Eşyası ve Deri	ESEM SPOR GİYİM
36	İmalat Sanayii	32	Dokuma, Giyim Eşyası ve Deri	SÖNMEZ FİLAMENT
37	İmalat Sanayii	32	Dokuma, Giyim Eşyası ve Deri	SÖNMEZ PAMUKLU
38	İmalat Sanayii	32	Dokuma, Giyim Eşyası ve Deri	BOYASAN TEKSTİL
39	İmalat Sanayii	32	Dokuma, Giyim Eşyası ve Deri	BISAŞ TEKSTİL
40	İmalat Sanayii	32	Dokuma, Giyim Eşyası ve Deri	BİRKO MENSUCAT
41	İmalat Sanayii	32	Dokuma, Giyim Eşyası ve Deri	BİRLİK MENSUCAT
42	İmalat Sanayii	32	Dokuma, Giyim Eşyası ve Deri	BOSSA
43	İmalat Sanayii	32	Dokuma, Giyim Eşyası ve Deri	DERİMOD
44	İmalat Sanayii	32	Dokuma, Giyim Eşyası ve Deri	DESA DERİ
45	İmalat Sanayii	32	Dokuma, Giyim Eşyası ve Deri	KARSU TEKSTİL
46	İmalat Sanayii	32	Dokuma, Giyim Eşyası ve Deri	LÜKS KADİFE
47	İmalat Sanayii	32	Dokuma, Giyim Eşyası ve Deri	MENDERES TEKSTİL
48	İmalat Sanayii	32	Dokuma, Giyim Eşyası ve Deri	MENSA MENSUCAT
49	İmalat Sanayii	32	Dokuma, Giyim Eşyası ve Deri	SÖKTAŞ
50	İmalat Sanayii	32	Dokuma, Giyim Eşyası ve Deri	YATAŞ
51	İmalat Sanayii	32	Dokuma, Giyim Eşyası ve Deri	YÜNSA
52	İmalat Sanayii	32	Dokuma, Giyim Eşyası ve Deri	TÜMTEKS TEKSTİL
53	İmalat Sanayii	34	Kağıt ve Kağıt Ürünleri, Basım ve Yayın	ALKİM KAĞIT
54	İmalat Sanayii	34	Kağıt ve Kağıt Ürünleri, Basım ve Yayın	BAK AMBALAJ
55	İmalat Sanayii	34	Kağıt ve Kağıt Ürünleri, Basım ve Yayın	DENTAŞ AMBALAJ
56	İmalat Sanayii	34	Kağıt ve Kağıt Ürünleri, Basım ve Yayın	DOĞAN BURDA
57	İmalat Sanayii	34	Kağıt ve Kağıt Ürünleri, Basım ve Yayın	DOĞAN GAZETECİLİK
58	İmalat Sanayii	34	Kağıt ve Kağıt Ürünleri, Basım ve Yayın	DURAN DOĞAN BASIM
59	İmalat Sanayii	34	Kağıt ve Kağıt Ürünleri, Basım ve Yayın	HÜRRİYET GZT.
60	İmalat Sanayii	34	Kağıt ve Kağıt Ürünleri, Bas.ve Yay.	KAPLAMİN

(Uzman Firmalar Listesinin Devamı)

61	İmalat Sanayii	34	Kağıt ve Kağıt Ürünleri, Basım ve Yayın	KARTONSAN
62	İmalat Sanayii	34	Kağıt ve Kağıt Ürünleri, Basım ve Yayın	OLMUKSA
63	İmalat Sanayii	34	Kağıt ve Kağıt Ürünleri, Basım ve Yayın	TİRE KUTSAN
64	İmalat Sanayii	34	Kağıt ve Kağıt Ürünleri, Basım ve Yayın	VİKİNG KAĞIT
65	İmalat Sanayii	35	Kimya, Petrol, Kauçuk ve Plastik Ürünler	ADVANSA SASA
66	İmalat Sanayii	35	Kimya, Petrol, Kauçuk ve Plastik Ürünler	AYGAZ
67	İmalat Sanayii	35	Kimya, Petrol, Kauçuk ve Plastik Ürünler	BAGFAŞ
68	İmalat Sanayii	35	Kimya, Petrol, Kauçuk ve Plastik Ürünler	BRİSA
69	İmalat Sanayii	35	Kimya, Petrol, Kauçuk ve Plastik Ürünler	DYO BOYA
70	İmalat Sanayii	35	Kimya, Petrol, Kauçuk ve Plastik Ürünler	EGE PROFİL
71	İmalat Sanayii	35	Kimya, Petrol, Kauçuk ve Plastik Ürünler	ÇBS BOYA
72	İmalat Sanayii	35	Kimya, Petrol, Kauçuk ve Plastik Ürünler	ÇBS PRİNTAŞ
73	İmalat Sanayii	35	Kimya, Petrol, Kauçuk ve Plastik Ürünler	EGEPLAST
74	İmalat Sanayii	35	Kimya, Petrol, Kauçuk ve Plastik Ürünler	MEGES BOYA
75	İmalat Sanayii	35	Kimya, Petrol, Kauçuk ve Plastik Ürünler	EGE GÜBRE
76	İmalat Sanayii	35	Kimya, Petrol, Kauçuk ve Plastik Ürünler	GOOD-YEAR
77	İmalat Sanayii	35	Kimya, Petrol, Kauçuk ve Plastik Ürünler	GÜBRE FABRİK.
78	İmalat Sanayii	35	Kimya, Petrol, Kauçuk ve Plastik Ürünler	HEKTAŞ
79	İmalat Sanayii	35	Kimya, Petrol, Kauçuk ve Plastik Ürünler	MARSHALL
80	İmalat Sanayii	35	Kimya, Petrol, Kauçuk ve Plastik Ürünler	PETKİM
81	İmalat Sanayii	35	Kimya, Petrol, Kauçuk ve Plastik Ürünler	PİMAŞ
82	İmalat Sanayii	35	Kimya, Petrol, Kauçuk ve Plastik Ürünler	SODA SANAYİİ
83	İmalat Sanayii	35	Kimya, Petrol, Kauçuk ve Plastik Ürünler	TURCAS PETROL
84	İmalat Sanayii	35	Kimya, Petrol, Kauçuk ve Plastik Ürünler	TÜPRAŞ
85	İmalat Sanayii	36	Taş ve Toprağa Dayalı Sanayi	AFYON ÇİMENTO
86	İmalat Sanayii	36	Taş ve Toprağa Dayalı Sanayi	AKÇANSA
87	İmalat Sanayii	36	Taş ve Toprağa Dayalı Sanayi	BATI ÇİMENTO

(Uzman Firmalar Listesi Devamı)

88	İmalat Sanayii	36	Taş ve Toprağa Dayalı Sanayi	BATISÖKE ÇİMENTO
89	İmalat Sanayii	36	Taş ve Toprağa Dayalı Sanayi	ÇİMBETON
90	İmalat Sanayii	36	Taş ve Toprağa Dayalı Sanayi	ÇİMENTAŞ
91	İmalat Sanayii	36	Taş ve Toprağa Dayalı Sanayi	ÇİMSA
92	İmalat Sanayii	36	Taş ve Toprağa Dayalı Sanayi	DENİZLİ CAM
93	İmalat Sanayii	36	Taş ve Toprağa Dayalı Sanayi	DOĞUSAN
94	İmalat Sanayii	36	Taş ve Toprağa Dayalı Sanayi	EGE SERAMİK
95	İmalat Sanayii	36	Taş ve Toprağa Dayalı Sanayi	HAZNEDAR REFRAKTER
96	İmalat Sanayii	36	Taş ve Toprağa Dayalı Sanayi	İZOCAM
97	İmalat Sanayii	36	Taş ve Toprağa Dayalı Sanayi	KONYA ÇİMENTO
98	İmalat Sanayii	36	Taş ve Toprağa Dayalı Sanayi	KÜTAHYA PORSELEN
99	İmalat Sanayii	36	Taş ve Toprağa Dayalı Sanayi	NUH ÇİMENTO
100	İmalat Sanayii	36	Taş ve Toprağa Dayalı Sanayi	TRAKYA CAM
101	İmalat Sanayii	36	Taş ve Toprağa Dayalı Sanayi	UŞAK SERAMİK
102	İmalat Sanayii	36	Taş ve Toprağa Dayalı Sanayi	ÜNYE ÇİMENTO
103	İmalat Sanayii	37	Metal Ana Sanayi	BORUSAN MANNESMANN
104	İmalat Sanayii	37	Metal Ana Sanayi	BURÇELİK
105	İmalat Sanayii	37	Metal Ana Sanayi	BURÇELİK VANA
106	İmalat Sanayii	37	Metal Ana Sanayi	ÇELİK HALAT
107	İmalat Sanayii	37	Metal Ana Sanayi	ÇEMTAŞ
108	İmalat Sanayii	37	Metal Ana Sanayi	DEMISAŞ DÖKÜM
109	İmalat Sanayii	37	Metal Ana Sanayi	ERBOSAN
110	İmalat Sanayii	37	Metal Ana Sanayi	EREĞLİ DEMİR CELİK
111	İmalat Sanayii	37	Metal Ana Sanayi	FENİŞ ALÜMİNYUM
112	İmalat Sanayii	37	Metal Ana Sanayi	İZMİR DEMİR ÇELİK
113	İmalat Sanayii	37	Metal Ana Sanayi	SARKUYSAN
114	İmalat Sanayii	38	Metal Eşya, Makine ve Gereç Yapım	ABANA ELEKTROMEKANİK
115	İmalat Sanayii	38	Metal Eşya, Makine ve Gereç Yapım	ALARKO CARRIER
116	İmalat Sanayii	38	Metal Eşya, Makine ve Gereç Yapım	ANADOLU ISUZU
117	İmalat Sanayii	38	Metal Eşya, Makine ve Gereç Yapım	BOSCH FREN SİSTEMLERİ
118	İmalat Sanayii	38	Metal Eşya, Makine ve Gereç Yapım	BSH EV ALETLERİ
119	İmalat Sanayii	38	Metal Eşya, Makine ve Gereç Yapım	DİTAŞ DOĞAN
120	İmalat Sanayii	38	Metal Eşya, Makine ve Gereç Yapım	EGE ENDÜSTRİ
121	İmalat Sanayii	38	Metal Eşya, Makine ve Gereç Yapım	EMEK ELEKTRİK
122	İmalat Sanayii	38	Metal Eşya, Makine ve Gereç Yapım	EMİNİŞ AMBALAJ
123	İmalat Sanayii	38	Metal Eşya, Makine ve Gereç Yapım	F-M İZMİT PİSTON
124	İmalat Sanayii	38	Metal Eşya, Makine ve Gereç Yapım	FORD OTOSAN
125	İmalat Sanayii	38	Metal Eşya, Makine ve Gereç Yapım	GERSAN ELEKTRİK
126	İmalat Sanayii	38	Metal Eşya, Makine ve Gereç Yapım	KLİMASAN KLİMA
127	İmalat Sanayii	38	Metal Eşya, Makine ve Gereç Yapım	KATMERCİLER EK.

(Uzman Firmalar Listesinin Devamı)

128	İmalat Sanayii	38	Metal Eşya, Makine ve Gereç Yapım	SİLVERLİNE ENDÜSTRİ
129	İmalat Sanayii	38	Metal Eşya, Makine ve Gereç Yapım	MUTLU AKÜ
130	İmalat Sanayii	38	Metal Eşya, Makine ve Gereç Yapım	OTOKAR
131	İmalat Sanayii	38	Metal Eşya, Makine ve Gereç Yapım	PARSAN
132	İmalat Sanayii	38	Metal Eşya, Makine ve Gereç Yapım	TOFAŞ OTO. FAB.
133	İmalat Sanayii	38	Metal Eşya, Makine ve Gereç Yapım	TÜRK PRYSMİAN KABLO
134	İmalat Sanayii	38	Metal Eşya, Makine ve Gereç Yapım	TÜRK TRAKTÖR
135	İmalat Sanayii	38	Metal Eşya, Makine ve Gereç Yapım	MAKİNA TAKIM
136	İmalat Sanayii	38	Metal Eşya, Makine ve Gereç Yapım	İHLAS EV ALETLERİ
137	Toptan ve Perakende Ticaret, Otel ve Lokantalar	62	Perakende Ticaret	BİM MAĞAZALAR
138	Toptan ve Perakende Ticaret, Otel ve Lokantalar	62	Perakende Ticaret	MİLPA
139	Toptan ve Perakende Ticaret, Otel ve Lokantalar	62	Perakende Ticaret	TESCO KİPA
140	Toptan ve Perakende Ticaret, Otel ve Lokantalar	62	Perakende Ticaret	UYUM GIDA
141	Toptan ve Perakende Ticaret, Otel ve Lokantalar	62	Perakende Ticaret	VAKKO TEKSTİL
142	Toptan ve Perakende Ticaret, Otel ve Lokantalar	62	Perakende Ticaret	GİMA
143	Toptan ve Perakende Ticaret, Otel ve Lokantalar	62	Perakende Ticaret	TANSAŞ
144	Toptan ve Perakende Ticaret, Otel ve Lokantalar	63	Lokanta ve Oteller	FAVORİ DİNLENME YER.
145	Toptan ve Perakende Ticaret, Otel ve Lokantalar	63	Lokanta ve Oteller	MARMARİS ALTINYUNUS
146	Toptan ve Perakende Ticaret, Otel ve Lokantalar	63	Lokanta ve Oteller	NET TURİZM

(Uzman Firmalar Listesinin Devamı)

147	Toptan ve Perakende Ticaret, Otel ve Lokantalar	63	Lokanta ve Oteller	TEK-ART TURİZM
148	Toptan ve Perakende Ticaret, Otel ve Lokantalar	63	Lokanta ve Oteller	ALTINYUNUS ÇEŞME
149	Toptan ve Perakende Ticaret, Otel ve Lokantalar	63	Lokanta ve Oteller	PETROKENT TURİZM
150	Teknoloji	111	Bilişim	ALCATEL LUCENT TELETAŞ
151	Teknoloji	111	Bilişim	ANEL TELEKOM
152	Teknoloji	111	Bilişim	ARENA BİLGİSAYAR
153	Teknoloji	111	Bilişim	ARMADA BİLGİSAYAR
154	Teknoloji	111	Bilişim	DATAGATE BİLGİSAYAR
155	Teknoloji	111	Bilişim	DESPEC BİLGİAYAR
156	Teknoloji	111	Bilişim	ESCORT COMPUTER
157	Teknoloji	111	Bilişim	İNDEKS BİLGİSAYAR
158	Teknoloji	111	Bilişim	KAREL ELEKTRONİK
159	Teknoloji	111	Bilişim	LİNK BİLGİSAYAR
160	Teknoloji	111	Bilişim	LOGO YAZILIM
161	Teknoloji	111	Bilişim	NETAŞ TELEKOM
162	Teknoloji	111	Bilişim	PLASTİKKART

EK 2. Çeşitlendirme Ölçeği Hipotetik Örnek

1. Bölüm Sayısı Yöntemi

		1 dig	2 dig	3 dig	4 dig	Bölüm Satış Tutarları	Raporlanan Bölüm Sayısı	ln(Rap.Böl. Say.)
ABC Firması	Bölüm	3	36	361	3610	204434127	4	1.39
	Bölüm	3	38	381	3812	116257683		
	Bölüm	3	38	381	3812	187099517		
	Bölüm	3	35	356	3560	33928174		

2. Berry-Herfindahl Çeşitlendirme Ölçüsü

$$H = \left(1 - \sum_{i=1}^{n} P_i^2\right)$$

Çeşitlendirme Derecesi= 0,69

3. Jacquemin-Berry Entropi Ölçüsü

$$TD = \sum_{i=1}^{n} P_i * \ln(1/P_i)$$

Toplam Çeşitlendirme = 1,24

$$RD = \sum_{j=1}^{m} RTD_j P^j$$

$$RTD = \sum_{i\&j} P_i^j * \ln(1/P_i^j)$$

İlişkili Çeşitlendirme = 0,37

$$UTD = \sum_{j=1}^{m} P^j * \ln(1/P^j)$$

İlişkisiz Çeşitlendirme = 0,87

ÖZGEÇMİŞ

1. Adı Soyadı **:** Emel YÜCEL

2. Doğum Tarihi **:** 25 Ekim 1976

3. Adres **:** 75. yıl mah. Özsaray st. B Blok 8/15 Davultepe Mersin

4. Öğrenim Durumu:

Derece	**Okul**	**Yıl**
Doktora	Çukurova Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İşletme Anabilim Dalı Doktora Programı	2012
Y. Lisans	Mersin Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İşletme Anabilim Dalı Yüksek Lisans Programı	2006
Lisans	Mersin Üniversitesi İ.İ.B.F. İşletme Bölümü Lisans Programı	2001

5. Yabancı Dil

İngilizce

6. Yayınlar

Yüksek Lisans Tezi

Yücel, Emel. (2006). "Firmaların Sermaye Yapısı Kararları: Mersin ve Adana'da Sınai İşletmeler Üzerinde Bir Uygulama", Yüksek Lisans Tezi, Mersin Üniversitesi.

Makale ve Bildiriler

Yağcı, M. İ., Yücel, E., & Alınca, F. (2004). "Karşılaştırmalı Reklamın Etkisi ve Türkiye İçin Öneriler", Pazarlama ve İletişim Kültürü Dergisi, Sayı: 9, 11-26.

Yılgör, A. G., & Yücel, E. (2007). "Sermaye Yapısı Kararlarına İlişkin Mersin ve Adana İllerinde Bir Uygulama", MUFAD Muhasebe ve Finansman Dergisi, Sayı: 35, Temmuz, 111-124.

Yılgör, A. G., & Yücel, E. (2008). "Sermaye Bütçelemesi Kararları: Mersin ve Adana İllerinde Bir Uygulama", Çukurova Üniversitesi, Sosyal Bilimler Fakültesi Dergisi, Cilt: 17, Sayı: 2, 449-464.

Doğukanlı, H., Özmen, M., & Yücel, E. (2010). "İMKB'de Sektörel Açıdan Döviz Kuru Duyarlılığının İncelenmesi", Çukurova Üniversitesi, Sosyal Bilimler Fakültesi Dergisi, Cilt: 19, Sayı: 3, 63-86.

Yücel, E., & Özmen, M. (2010), "Faiz Oranı, Döviz Kuru ve Borsa Endeksi Nedensellik İlişkisi: 1989-2009 Türkiye Uygulaması", MÖDAV, 12(3), Eylül, 213-244.

Yılgör, A. G., & Yücel, E. (2010). "Corporate Structure, Ownership and Control: Evidence from Turkey", EBES 2010 Conference, October 28-30, p. 65, Athens, Greece.

Yılgör, A. G., & Yücel, E. (2012). "İşletmelerin Sahiplik Yapısının İncelenmesi: Sahiplik ve Kontrol Ayrımı Konusunda Çıkarımlar", Zonguldak Karaelmas Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitü Dergisi, (Hakem sürecinde).