

## Holdinge Bağlı Şirketler ile Bağlı Olmayan Şirketlerin Finansal Oran Analizi ile Karşılaştırılması

### *Financial Ratio Analysis Based Comparison of Holding Companies and Non-Holding Companies*

Oğuz KARA<sup>(1)</sup>, Yaman Ömer ERZURUMLU<sup>(2)</sup>

**ÖZ:** İşletmeler, ekonominin büyümesiyle eş zamanlı olarak sürekli büyüme zorunluluğu içerisinde. Holding çatısı altında olmanın buna katkısı olabilmektedir. Çalışmada holdinge bağlı işletmeler ile holdinge bağlı olmayan işletmelerin performansları arasında anlamlı bir farklılık olup olmadığı finansal oranlar kullanılarak panel veri seti ve t-testi yöntemi ile analiz edilmiştir. Bulgular özellikle verimlilik açısından holding şirketlerinin pozitif olarak, kısa vadeli borç yönetiminde negatif olarak ayrıştığını ortaya koymaktadır. Holdinge bağlı olmayan şirketler etkinlik döngüsündeki verimsizliği kısa vadeli borç ödemelerini öteleyerek azaltma yoluna gitmektedir. Ancak holdinge bağlı firmalar nakit döngüsünü daha kısa sürede tamamlamaktadır. Sonuçlar, holdinglerin ana kurulum amaçları olan kaynakların verimli dağılımı ve yönetimi hedeflerine ulaştıklarını göstermektedir.

**Anahtar Kelimeler:** Holding, Oran Analizi, Verimlilik, Etkinlik Döngü Süresi, Nakit Döngü Süresi

**Abstract:** *Businesses are in constant need of continuous growth, simultaneously with the growth of the economy. Conglomerating or getting under the roof of holdings could mitigate this. Study attempts to analyze whether there is statistically significant difference between the performances of holding and non-holding based on financial ratios using t-test analysis in a panel data setup. Results indicate that holding companies positively separate from non-holding companies on efficiency and negatively on short term liabilities turnover. Results suggest that non-holding firm attempt to make up for long operational cycle by longer liability payment periods. However, holding firms still display a shorter cash conversion cycle. Results indicate that holdings are successful at meeting their primary role of efficient resource allocation and management.*

**Keywords:** *Holding Company, Conglomerate, Ratio Analysis, Efficiency, Operating Cycle, Cash Conversion Cycle*

**JEL Classification:** G10, G30, G32

### 1. Giriş

Küreselleşmenin beraberinde getirdiği büyümeyle birlikte şirketler yönetsel olarak dış bir gücün hâkimiyetine girme ihtiyacı duymaya başlamıştır. Böylelikle bu ihtiyaca karşılık görevi sadece altlarındaki şirketleri yönetmek olan holding şirket tipi doğmuştur. Hisselerini dağıtması sonucu holding çatısı altına giren bu şirketlerin birçok alanda avantaj sahibi olması beklenir. Bu avantajlar arasında şirketin etkin

<sup>(1)</sup> Bahçeşehir Üniversitesi, Fen Bilimleri Enstitüsü, oguz.kara@stu.bau.edu.tr

<sup>(2)</sup> Bahçeşehir Üniversitesi, Mühendislik ve Doğa Bilimleri Fakültesi, İşletme Mühendisliği Bölümü; yamanomer.erzurumlu@eng.bau.edu.tr

yönetilmesi, daha yüksek yatırım gücü, özkaynak kârlılığı, riskin dağıtılması, ekonomik faaliyetler sonucu oluşan kârın aynı grup içinde kalması, daha geniş finansman imkânlarının yaratılması, pazarlama ve rekabet gücünün artırılması, planlama, bütçeleme ve koordinasyonu sağlamak gibi avantajlar yer almaktadır. Bu bağlamda bu çalışmada holding çatısı altında olmanın şirketlere faydası olup olmadığının finansal oranlar yardımıyla analiz edilmesi amaçlanmıştır.

Şirketlerin yıllık bilanço ve gelir tabloları kullanılarak kârlılık oranları, likidite oranları, varlık kullanım etkinliği oranları ve finansal kaldıraç oranları hesaplamalarının ardından nakit döngü süreleri ve çalışma sermayeleri incelenerek, holdinglere dâhil olan şirketlerle holdinglere dâhil olmayan şirketlerin arasında anlamlı bir fark olup olmadığı incelenmiştir. Çalışma, holding çatısı altındaki şirketlerin olası dış etkenlerden korunmasının şirketlere süreçte faydalı mı yoksa bu şemsiye altında potansiyelini kullanamamasına mı yol açtığını anlamaya çalışmaktadır. Bu amaçla 30 adet holding çatısı altında bulunan firmayla, 30 adet holding çatısı altında bulunmayan firmanın konsolide finansal tabloları 5 yıllık zaman aralığında karşılaştırılmıştır. Bu karşılaştırma sonucu holdingleşmenin şirketlerin varlıklarını sürdürebilmek için gereklilik mi yoksa büyümeyle gelen bir mecburiyet sonucu mu ortaya çıktığı da araştırılmaya çalışılmıştır.

Çalışmamız Türkiye üzerine odaklanmıştır. Literatürde Türk şirketleri özelinde holdingleri ele alan ve/veya ele aldıkları şirket örneklemini karşılaştırmalı olarak inceleyen çalışma sayısı sınırlıdır. Sevil vd (2017) holding şirketlerinin fiyat/kazanç oranlarının ortalamaya dönüş özelliğini incelemişlerdir. Dinçer ve Özdemir (2013) 10 holdingin kurumsal sosyal sorumluluklarının eşbiçimlilik gösterip göstermediğini incelemişlerdir. Benzer bir çalışmada Ünsal ve Akdoğan (2009) holdinglerin kurumsal etik değerlere uyumunu ele almışlardır.

Bilgimiz dâhilinde yapısal ya da yönetsel farklılıklara bağlı olarak firmaları karşılaştırmalı olarak inceleyen çalışmalar arasında işletmeleri holdinge bağlı ve holdinge bağlı olmayan işletmeler olarak ayırarak finansal oran analizi aracılığıyla karşılaştırılmasına giden bir çalışma bulunmamaktadır. Çalışma literatürde bu boşluğun doldurulmasına katkıda bulunmayı amaçlamaktadır. Farklı açılardan şirketleri gruplayan karşılaştırmalı çalışmalar arasında şu çalışmalar bulunmaktadır. Karadeniz vd. (2017) turizm sektöründeki firmaları sektörün alt gruplarına ayırarak karşılaştırmışlardır. Gümüş ve Bolel (2017), Borsa İstanbul'da faaliyet gösteren Türk Hava Yolları A.Ş. ve Pegasus Hava Yolları A.Ş.'nin 2010-2015 yılları arası mali tablo değerlerini ele alarak oran analiziyle performanslarını analiz etmiş ve iki şirketin de mali yapı oranlarında sorun olduğu bunun yanı sıra iki şirketin de finansal yapıdan güçlü olduğu sonucuna varmıştır. Dağlı ve Eker (2016) gıda ve tütün sektöründeki firmaları ölçekleri açısından gruplayıp ayırarak incelemişlerdir. İskenderoğlu vd. (2015) Türk ve Avrupa Enerji şirketlerinin finansal oranlarını karşılaştırmıştır. Emir vd. (2011) 23 gıda ve 28 tekstil firmasını 2008 krizi öncesi ve sonrası dönemlerine ayırarak finansal oranlarını kullanarak incelemişlerdir.

Firmaları yapısal ya da dönemsel açıdan gruplayarak karşılaştırmalı olarak oran analizi kullanarak inceleyen çalışmalar dışında kalan çalışmalarsa genel olarak iki gruba ayrılmaktadır. Birinci grup çalışmalar finansal oranları TOPSIS AHS yöntemi ile değerlendirerek firmaları sıralamayı hedefleyen çalışmalardır. İkinci grupta belli bir sektörün ve dönemin analizini yapmışlardır.

İlk grup TOPSIS AHS ve aynı aileye ait analiz yöntemlerini kullanarak finansal oranları kullanarak firmaları sıralamayı amaçlayan çalışmalar arasında Güngör ve Kocamış (2018)'in futbol klüplerini, Konak vd. (2018), Alsu ve Taşdemir (2017), Temizel ve Bayçelebi (2016)'nin dokuma ve tekstil sektörü firmalarını, Gümüş vd. (2017) ve Sakarya ve Akkuş (2015)'un çimento firmalarını, Kendirli ve Kaya (2016) ulaştırma endeksinde yer alan firmaları, Çağlar ve Öztaş (2016)'nın sigorta sektörü firmalarını, Akyüz vd. (2015)'nin 10 anonim şirketini, Aytekin ve Sakarya (2013)'nın gıda sektörü işletmelerini incelediği çalışmalar sayılabilir.

İkinci grup çalışmalar farklı sektörlerdeki firmaları belli bir dönem için oran analizi yöntemiyle incelemiş ve tesbitlerini ortaya koymuştur. Karadeniz ve Beyaz (2018) yiyecek içecek endüstrisinde 40 şirkete 2014-2016 yılları arasında oran analizi uygulamışlardır. Benzer bir çalışmada Aslan ve Yılmaz (2018) konaklama sektörünü incelemiştir. Aslan (2018) BIST-100 de işlem gören futbol klüplerini incelemiştir. Bülüç vd.(2017) 43 devlet hastanesinin finansal oranlarını 2013-2015 dönemi için incelemiştir. Akyüz vd (2017), Borsa İstanbul'da işlem gören kağıt ve kağıt ürünleri sanayi işletmelerinin finansal başarısızlık düzeylerini oran analizi yöntemiyle ölçmüş ve başarılı ve başarısız olan işletmeler arasındaki anlamlı farklılığı karlılıkla, aktif karlılık ve öz kaynak karlılığı kalemlerinde olduğu sonucuna varmıştır. Selimoğlu ve Orhan (2015), Borsa İstanbul'da işlem gören dokuma, giyim eşyası ve deri işletmeleri üzerinde 23 adet finansal oran kullanarak yaptığı çok değişkenli analiz sonucu, 7 finansal oranda gruplar arasında anlamlı farklılık gösterdiğini tespit etmiştir. Karadeniz ve Kahiloğulları (2015), Avrupa ve Türkiye borsalarında işlem gören konaklama şirketlerinin finansman yapılarını oran analizi yöntemiyle incelemiş, inceleme sonucunda Türkiye'deki konaklama şirketlerinin özkaynak finansmanı ile Avrupa'daki şirketlerin ise yabancı kaynak ile finansmanı tercih ettiği sonucuna varmıştır. Karadeniz ve Kahiloğulları (2014) Akdeniz bölgesindeki 191 işletme yöneticisinin hangi finansal oranlara önem verdiklerini incelemiş ve faaliyet oranlarının en önde gelen finansal oran olduğu sonucuna varmıştır. Akın ve Ece (2013) İMKB'de işlem gören 7 sigorta şirketinin finansal performansını oran analiziyle ele almış, yapılan analiz sonucu sigorta şirketlerinin kârlılık rakamları haricinde küresel finans krizinin derinliğini ve etkinliğini önceden görerek tedbir aldığını ve bu sayede piyasa değerlerini koruduğu sonucuna varmıştır. Tunçsiper ve Sakarya (2005), İMKB imalat sanayinde işlem gören 101 imalat sanayi şirketinin 1997-2002 yılları arasında oran analiziyle incelemiş, inceleme sonunda Türkiye'deki imalat sanayi sektörünün en önemli sorununun öz sermaye yetersizliği olduğunu tespit etmiştir.

## 2. Holding Şirketleri

Diğer şirketlerin hisse senetlerini elinde bulundurarak, şirketleri kontrol altına alan kuruluşlara holding denilmektedir. Başka bir deyişle holding, bir şirketin sermayesine en az onun yönetiminde etken rol oynayabilecek oranda katılan bir şirket olarak tanımlanmaktadır. Holding şirketler topladıkları sermayeyi ya kurulmuş şirketlerin ya da kendisinin kurduğu şirketlerin hisse senetlerine yatırarak bu şirketlerin yönetimlerine iştirak etmektedirler. Buradan yola çıkarak holding, bir şirket türü değil bir işletmecilik türüdür diyebiliriz. (Otlu 1999) Diğer şirketlerin hisse senetlerine sahip olması, holdinglerin en belirgin özelliğidir. Holdinglerde bir ya da daha çok sayıda bağlı şirket, bir çatı şirket ve anonim şirket bulunabilir. Bu birliğe karşın, hem bağlı anonim şirketler, hem de çatı şirket olan holding tüzel kişiliklerini birbirinden bağımsız olarak sürdürürler. Holding bağlı şirketlerin kontrolünü ve yönetimini elinde tutar ve bu ilişki devamlıdır. (İpekçi 2000)

Çok uluslu şirket grupları içerisindeki karar alma mekanizmasının, kontrol süreci ve yönetimin gittikçe yerel şirketlerden uluslararası sorumluluğu olan grup içi hizmet merkezlerine veya holding şirketlerine kaydığı gözlemlenmektedir. Holding çatısı altında bulunmak, teknik, ekonomik ve yönetim açısından birçok avantaj sağlar. Şirketlerin uyum içinde çalışması verimliliği arttırmak anlamına gelmektedir. Her şirkette ayrı ayrı yapılması gereken işler holding bünyesinde doğrudan verilerek hizmetin maliyetinin daha ucuza verilmesini sağlamaktadır. Holding şirketlerin ana görevlerinden bazıları da stratejik yönetim, koordinasyon ve kontroldür. Bunun yanı sıra bazı önemli görevleri de üstlenebilmektedirler. Örneğin tedarik zincirinin planlanması ve yönetimden sorumlu şekilde grup içerisindeki üreticilerle grup içerisindeki distribütörler arasındaki iletişimi sağlamakta ve hangi ürünün üretileceği, hangi ürünün satılacağı, bu ürünlerin miktarının ve kalitesinin ne olacağı hakkında talimatlar vermektedirler (Vergidegundem, 2018). Çalışmamızda verimlilik oranlarında bir fark olup olmadığı analiz edilecektir.

Holding mekanizması, sahip olduğu varlıklarının ihtiyaca tamamen karşılık verecek hale getirilmesini, gereksiz ve etkisiz varlıkların ortadan kaldırılmasını sağlayarak, yavru şirketlerin finansman ihtiyacını azaltarak ayarlayabilir. Sistem içi alım ve satımlarda ve diğer işlemlerde uygun ödeme şartları sağlamak suretiyle şirketlerin finansmanına yardımcı olabilir. Holding sistemi, mali bünyesinin sağlamlığı, büyüklüğü ve şöhreti ile yavru şirketlerine ihtiyaçlarını karşılayacak şekilde finansman kaynaklarının bankalar ve diğer kurumlardan uygun şartlarla alınmasına imkan sağlar. Finansman sağlanmasında, daha geniş bir halk kitlesine daha çok sayıda mali müesseseye hitap etmeye olanak sağlar. (Altuğ 1986) Çalışmamızda bu noktanın analizi amacıyla likidite ve borç oranları analiz edilecektir.

### 3. Veri ve Metodoloji

Veri seti BIST 100 endeksinde işlem gören ve bir holdinge bağlı olan 30 şirket ile holdinge bağlı olmayan 30 şirketi kapsamaktadır. Holdinge bağlı şirket örnekleme BIST 100 endeksinde bu şartı sağlayan şirketler arasından rassal olarak seçilmiştir. Holdinge bağlı olmayan şirketler, holdinge bağlı 30 şirket belirlendikten sonra bu şirketler ile aynı sektörde yer alan ve benzer büyüklükteki firmalar arasından rassal olarak seçilmiştir. Seçilmiş olan şirketlerin listesi Tablo 1'de verilmektedir. Şirketlerin 2011-2016 dönemi yıllık konsolide finansal tabloları Kamuyu Aydınlatma Platformu'ndan alınmıştır.

**Tablo 1.** Örnekleme dahil şirketler

Holdinge bağlı olmayan şirketler	Holdinge bağlı şirketler
TÜRK TUBORG BİRA VE MALT SANAYİİ A.Ş.	ANADOLU EFES BİRACILIK VE MALT SANAYİİ A.Ş.
EMİNİŞ AMBALAJ SANAYİ VE TİCARET A.Ş.	KAPLAMİN AMBALAJ SANAYİ VE TİCARET A.Ş.
ERBOSAN ERCİYAS BORU SANAYİİ VE TİCARET A.Ş.	BORUSAN MANNESMANN BORU SANAYİ VE TİCARET A.Ş.
KÜTAHYA PORSELEN SANAYİ A.Ş.	MERKO GIDA SANAYİ VE TİCARET A.Ş.
EGE PROFİL TİCARET VE SANAYİ A.Ş.	SASA POLYESTER SANAYİ A.Ş.
GENTAŞ GENEL METAL SANAYİ VE TİCARET A.Ş.	AYGAZ A.Ş.

HATEK -HATEKS HATAY TEKSTİL İŞLETMELERİ A.Ş.	PINAR SÜT MAMULLERİ SANAYİİ A.Ş.
ARSAN TEKSTİL TİCARET VE SANAYİ A.Ş.	ESEM SPOR GİYİM SANAYİ VE TİCARET A.Ş.
LUKSK - LÜKS KADİFE TİCARET VE SANAYİİ A.Ş.	KORDSA TEKNİK TEKSTİL A.Ş.
DERİMOD KONFEKSİYON AYAKKABI DERİ SANAYİ VE TİCARET A.Ş.	DAGI GİYİM SANAYİ VE TİCARET A.Ş.
DIRIT - DİRİTEKS DİRİLİŞ TEKSTİL SANAYİ VE TİCARET A.Ş.	PINAR ENTEGRE ET VE UN SANAYİİ A.Ş.
BİRKO BİRLEŞİK KOYUNLULULAR MENSUCAT TİCARET VE SANAYİ A.Ş.	BİLİCİ YATIRIM SANAYİ VE TİCARET A.Ş.
BURÇELİK VANA SANAYİ VE TİCARET A.Ş.	SÖKTAŞ TEKSTİL SANAYİ VE TİCARET A.Ş.
GOODYEAR LASTİKLERİ T.A.Ş.	BRİSA BRIDGESTONE SABANCI LASTİK SANAYİ VE TİCARET A.Ş.
BAGFAŞ BANDIRMA GÜBRE FABRİKALARI A.Ş.	EDİP GAYRİMENKUL YATIRIM SANAYİ VE TİCARET A.Ş.
YEŞİL YAPI ENDÜSTRİSİ A.Ş.	ENKA İNŞAAT VE SANAYİ A.Ş.
EKİZ KİMYA SANAYİ VE TİCARET A.Ş.	ALKİM ALKALİ KİMYA A.Ş.
DURAN DOĞAN BASIM VE AMBALAJ SANAYİ A.Ş.	BAK AMBALAJ SANAYİ VE TİCARET A.Ş.
ANEL ELEKTRİK PROJE TAAHHÜT VE TİCARET A.Ş.	AKSA AKRİLİK KİMYA SANAYİİ A.Ş.
PRİZMA PRES MATBAACILIK YAYINCILIK SANAYİ VE TİCARET A.Ş.	ÖLMUKSAN INTERNATIONAL PAPER AMBALAJ SANAYİ VE TİCARET A.Ş.
SARAY MATBAACILIK KAĞITÇILIK KIRTASIYECİLİK TİCARET VE SANAYİ A.Ş.	DOĞAN GAZETECİLİK A.Ş.
GÜBRE FABRİKALARI T.A.Ş.	EGE GÜBRE SANAYİİ A.Ş.
KUŞTUR KUŞADASI TURİZM ENDÜSTRİ A.Ş.	MARMARİS ALTINYUNUS TURİSTİK TESİSLER A.Ş.
ATLANTİK PETROL ÜRÜNLERİ SANAYİ VE TİCARET A.Ş.	ÇELİK HALAT VE TEL SANAYİİ A.Ş.
ÇEMTAŞ ÇELİK MAKİNA SANAYİ VE TİCARET A.Ş.	EREĞLİ DEMİR VE ÇELİK FABRİKALARI T.A.Ş.
KARDEMİR KARABÜK DEMİR ÇELİK SANAYİ VE TİCARET A.Ş.	İZMİR DEMİR ÇELİK SANAYİ A.Ş.
ALKA- ALKİM KAĞIT SANAYİ VE TİCARET A.Ş.	YÜNİSA YÜNLÜ SANAYİ VE TİCARET A.Ş.
BERKOSAN YALITIM VE TECRİT MADDELERİ ÜRETİM VE TİCARET A.Ş.	ÜLKER BİSKÜVİ SANAYİ A.Ş.
UŞAK SERAMİK SANAYİİ A.Ş.	EGE SERAMİK SANAYİ VE TİCARET A.Ş.
ASLAN ÇİMENTO A.Ş.	ÇİMSA ÇİMENTO SANAYİ VE TİCARET A.Ş.

### 3.1 Oran Analizi

Oran analizi, finansal tablolarda bulunan ve aralarında anlamlı ilişkiler kurulabilecek hesap kalemlerinin birbirine oranlanması şeklinde uygulanan finansal tablo analiz tekniği olarak adlandırılır. Bu oranlar işletmenin, kârlılık durumu, likidite durumu, finansal durumu, faaliyet verimliliği durumu hakkında saptamalarda bulunma amacı ile hesaplanır (Eğitim 2016).

**Tablo 2.** Finansal Oranlar

<b>ADI</b>	<b>HESAPLANMA YÖNTEMİ</b>
<b>Karlılık Oranları</b>	
Faaliyet Kârlılığı	Net FVÖK / Net Satışlar
Net Kâr Marjı	Net Kar / Satışlar
Esas Faaliyet Kârı/Ortalama Toplam Varlıklar	
Net Faaliyet Kârı/Ortalama Toplam Varlıklar	
Vergi Sonrası Net Kâr/Ortalama Toplam Varlıklar	
Yatırılan Sermayenin Kârlılık Oranı	Net Faaliyet Karı / (Ortalama Faizli Borçlar + Ortalama Özsermaye)
Özsermaye Kârlılığı	VSNK / Ortalama Özsermaye
<b>Likidite Oranları</b>	
Cari Oran	Dönen Varlıklar / Kısa Vadeli Borçlar
Asit-test Oranı	(Nakit + Menkul Değerler + Ticari Alacaklar) / Kısa Süreli Borçlar
Nakit Oran	(Nakit + Menkul Değerler) / Kısa Süreli Borçlar
<b>Verimlilik Oranları</b>	
Varlık Dönme Çabukluğu	Net Satışlar / Ortalama Toplam Varlıklar
Maddi Duran Varlık Dönme Çabukluğu	Net Satışlar / Ortalama Net Duran Varlıklar
Stok Dönme Çabukluğu	SMM / Ortalama Stoklar
Stokların Ortalama Tüketim Süresi	365 / Stok Dönme Çabukluğu
Alacak Dönme Çabukluğu	Net Satışlar / Ortalama Net Alacaklar
Alacakların Ortalama Tahsilât Süresi	365 / Alacak Dönme Çabukluğu
Kısa Vadeli Borç Devir Hızı	SMM / Kısa Vadeli Borçlar
Kısa Vadeli Borçların Ortalama Ödeme Süresi	365 / Kısa Vaeli Borç Devir Hızı
<b>Borç Oranları</b>	
Borç Oranı	Toplam Borç / Toplam Varlıklar
Borç-Özsermaye Oranı	Toplam Borç / Özsermaye
Uzun Vadeli Borç Oranı	Uzun Vadeli Borç / Toplam Varlıklar
Faiz Karşılama Oranı	FVÖK / Finansman Giderleri
<b>Diğer Oranlar</b>	
Net Çalışma Sermayesi / Toplam Varlıklar	
Etkinlik Süresi	Stokların Ortalama Tüketim Süresi + Alacakların Ortalama Tahsilat Süresi
Nakit döngü Süresi	Etkinlik Süresi - Kısa Vadeli Borçların Ortalama Ödeme Süresi

### 3.2. Çalışma Sermayesi, Etkinlik Süresi ve Nakit Döngü Süresi

Bilançodaki dönen varlıklar brüt çalışma sermayesi olarak adlandırılır. Bu ekonomik varlıklar nakit, pazarlanabilir menkul kıymetler, alacaklar ve stoklardan oluşur ve çalışma sermayesini oluştururlar. Dönen varlıklar ile kısa süreli borçlar arasındaki fark ise net çalışma sermayesidir. Yani dönen varlıkların kısa süreli borçları aşan kısmıdır (Özdemir 2016). Pozitif çalışma sermayesi, işletmenin yeterli büyüklükte dönen varlığa sahip olduğunu ve kısa vadeli borçlarını ödemekte problem yaşamayacağını gösterir. Net çalışma sermayesi değeri sıfırdan küçük ise işletmede açık vardır.

Firmanın operasyonel döngü yönetiminin verimliliğinin en önemli ölçütlerinden biri etkinlik süresidir. Etkinlik süresi firmanın hammadeyi ürüne çevirip satışını gerçekleştirerek tahsilatı yapma sürecinin kaç gün sürdüğünü belirtmektedir. Temelde etkinlik süresinin mümkün olduğu kadar kısa olması istenir. Uzun bir etkinlik süresi iki verimsizliğe işaret etmektedir. Ya firma stok yönetiminde sıkıntı yaşamaktadır ya da tahsilat mekanizması verimli çalışmamaktadır. Etkinlik süresine Operasyonel Döngü Süresi de denmektedir.

Nakit giriş ve çıkışlarını finansal planlama ile dengeleyerek işletmenin nakit ihtiyacını zamana bağlı olarak belirlenmesine nakit yönetimi denir. Finansmandaki ana ilkelere birisi mümkün olduğu kadar geç ödeme yapıp, nakdi mümkün oldu kadar kısa sürede tahsil etmektir. Bununla birlikte nakdin yönetimi genel olarak nakit döngü süresine (NDS) dayandırılır. NDS, dönen varlıklar ve kısa vadeli borçlar üzerinde yoğunlaşarak, işletme likiditesinin önemini gösterir. Bununla birlikte NDS, harcamaların nakit olarak tahsiline geçen süre ile işletmenin üretken kaynaklar için nakit harcama dönemi arasında geçen zamanı ifade eder. NDS kısaldıkça işletmenin likidite durumunun iyiye gittiği, NDS uzadıkça işletmenin likidite durumunun kötüye gittiği kabul edilir. Nakit döngü süresinin artması alacakların tahsilinde veya stokların devrinde sorun olduğunun da göstergesi olabilir. Bu sorunlar sadece satıcılara ödeme süresinin artması ile ötelenmiş olabilir. Nakit döngü süresi negatif değer alabilmektedir. Bu durum işletmenin tedarikçiler tarafından finanse edildiğini ve işletme sermayesine ihtiyaç duyduğunu gösterir. (Sakarya 2008) Bununla birlikte, nakit döngü süresinden kârlılığın olumsuz etkilenebileceği de belirtilmektedir. Bunun sebebi stoklara yapılan yatırımlarla müşterilere tanınan kredilerin getirisinin, firmanın işletme sermayesine yaptığı yatırımların maliyetinden küçük olmasıdır. (Ege vd. 2016)

### 3.3 t-testi

Çalışmamızda iki grup arasında finansal oranlardaki farkın sıfırdan anlamlı olarak farklı olup olmadığı t-testi ile analiz edilecektir. W. S. Gosset tarafından 1908 yılında geliştirilen T-testi, ana kütleyle ait standart sapmaların bilinmediği ve örnek boyutunun küçük olduğu durumlarda kullanılmaktadır. (www.istatistikanaliz.com). Bu dağılım normal dağılım gibi, sıfır ortalamalı simetrik bir dağılımdır. Fakat normal dağılıma kıyasla daha yayvan ve basıktır. Bu dağılımın tek parametresi serbestlik derecesidir (Şenol 2008). Hipotez testleri arasında en yaygın olarak kullanılan yöntemdir. Bu yöntem ile iki grubun ortalamaları karşılaştırılarak, aradaki farkın istatistiksel olarak anlamlı mı yoksa aradaki farkın rastlantısal mı olduğuna karar verilir.

#### 4. Bulgular

Çalışmamızda elde edilen bulgular ile ilgili değerlendirmeyi sadece iki grup şirket arasında anlamlı farklılık gösteren oranlar ile sınırlı tutacağız. Tablo 3-7'deki sonuçlar bu perspektiften toplu olarak analiz edilecektir. Tablo 3 ve Tablo 4 finansal oranların ortalamalarını, Tablo 5 ve Tablo 6 finansal oranların standart sapmalarını vermektedir. Tablo 7 t-testi sonuçlarını ve ortalamalar arasındaki farkın anlamlılık derecesini belirten p değerlerini raporlamaktadır.

**Tablo 3.** Holdinge bağlı olmayan şirketler finansal analiz oranları ortalamaları

	2012	2013	2014	2015	2016	Ortalama
Faaliyet Kârlılığı	0.052	0.071	0.103	0.091	0.107	0.086
Net Kâr Marjı	0.034	0.006	0.059	0.025	0.024	0.031
Esas Faaliyet Kârı / Ortalama Toplam Varlıklar	0.040	0.051	0.058	0.053	0.049	0.050
Net Faaliyet Kârı / Ortalama Toplam Varlıklar	0.043	0.061	0.078	0.069	0.071	0.064
Vergi Sonrası Net Kâr / Ortalama Toplam Varlıklar	0.025	0.013	0.046	0.032	0.026	0.029
Yatırılan Sermayenin Kârlılık Oranı	0.053	0.074	0.107	0.099	0.094	0.086
Özsermaye Kârlılığı	0.001	-0.062	0.025	-0.048	-0.033	-0.023
Cari Oran	2.049	1.988	1.654	1.611	1.810	1.944
Asit-test Oranı	1.23	1.093	0.944	1.116	1.143	1.186
Nakit Oran	0.204	0.184	0.205	0.257	0.226	0.233
Varlık Dönme Çabukluğu	0.851	0.842	0.823	0.742	0.707	0.793
Maddi Duran Varlık Dönme Çabukluğu	2.976	3.030	2.771	2.703	2.220	2.658
Stok Dönme Çabukluğu	5.484	6.199	6.555	4.915	5.412	5.828
Stokların Ortalama Tüketim Süresi	101	92	103	120	119	107
Alacak Dönme Çabukluğu	5.393	5.966	4.789	4.389	4.670	5.162
Alacakların Ortalama Tahsilât Süresi	97	105	107	121	136	113
Kısa Vadeli Borç Devir Hızı	3.171	2.660	3.023	2.077	1.752	2.529
Kısa Vadeli Borçların Ortalama Ödeme Süresi	184	193	218	268	298	233
Etkinlik Süresi	198	197	210	245	256	220
Borç Oranı	0.451	0.491	0.502	0.515	0.508	0.493
Borç-Özsermaye Oranı	2.723	1.844	1.802	2.534	1.758	2.132
Uzun Vadeli Borç Oranı	0.104	0.165	0.157	0.151	0.113	0.138
Faiz Karşılama Oranı	1.278	4.624	8.692	3.724	3.443	4.381
Çalışma Sermayesi/Toplam Varlıklar	0.178	0.216	0.181	0.172	0.130	0.175
Nakit döngü Süresi	5	15	0	-15	-43	-7

**Tablo 4.** Holdinge bağlı şirketler finansal analiz oranları ortalamaları

	2012	2013	2014	2015	2016	Ortalama
Faaliyet Kârlılığı	0.079	0.084	0.145	0.173	0.114	0.119
Net Kâr Marjı	0.073	0.001	0.111	0.088	0.068	0.068
Esas Faaliyet Kârı / Ortalama Toplam Varlıklar	0.058	0.054	0.079	0.086	0.071	0.069
Net Faaliyet Kârı / Ortalama Toplam Varlıklar	0.058	0.069	0.090	0.105	0.079	0.080



Vergi Sonrası Net Kâr / Ortalama Toplam Varlıklar	0.049	0.026	0.066	0.054	0.039	0.047
Yatırılan Sermayenin Kârlılık Oranı	0.073	0.088	0.112	0.121	0.100	0.099
Özsermaye Kârlılığı	0.097	0.001	0.124	0.057	0.034	0.062
Cari Oran	1.539	1.545	1.659	1.733	1.626	1.669
Asit-test Oranı	1.017	1.000	1.110	1.185	1.161	1.157
Nakit Oran	0.314	0.330	0.290	0.377	0.310	0.343
Varlık Dönme Çabukluğu	0.926	0.918	1.004	0.908	0.810	0.913
Maddi Duran Varlık Dönme Çabukluğu	2.676	2.422	2.755	2.765	2.495	2.879
Stok Dönme Çabukluğu	10.494	11.188	17.641	19.591	17.480	15.279
Stokların Ortalama Tüketim Süresi	74	74	70	71	84	74
Alacak Dönme Çabukluğu	11.083	8.476	8.425	8.589	7.431	8.801
Alacakların Ortalama Tahsilât Süresi	63	65	66	70	78	68
Kısa Vadeli Borç Devir Hızı	3.220	2.728	2.955	2.496	2.152	2.660
Kısa Vadeli Borçların Ortalama Ödeme Süresi	182	183	171	200	222	206
Etkinlik Süresi	137	139	136	142	162	143
Borç Oranı	0.415	0.473	0.450	0.486	0.503	0.465
Borç-Özsermaye Oranı	0.992	1.507	1.100	1.488	1.651	1.348
Uzun Vadeli Borç Oranı	0.115	0.140	0.129	0.145	0.140	0.134
Faiz Karşılama Oranı	2.674	4.406	7.378	5.726	4.567	4.975
Çalışma Sermayesi / Toplam Varlıklar	0.171	0.121	0.146	0.141	0.103	0.136
Nakit döngü Süresi	-25	-46	-28	-46	-57	-40

**Tablo 5.** Holdinge bağlı olmayan şirketler anlamlı farklılık gösteren oranların standart sapma değerleri

	2012	2013	2014	2015	2016	Ortalama
Net Kâr Marjı	0,108	0,132	0,137	0,228	0,210	0,129
Stok Dönme Çabukluğu	4,089	4,993	7,073	4,528	6,061	5,216
Stokların Ortalama Tüketim Süresi	72,978	70,052	84,813	103,96	77,575	75,550
Alacak Dönme Çabukluğu	5,559	8,476	3,625	3,587	4,559	4,525
Alacakların Ortalama Tahsilât Süresi	45,46	56,87	60,10	76,35	100,87	61,76
Etkinlik Süresi	81,65	79,07	83,37	115,27	111,71	80,42
Borç-Özsermaye Oranı	8,441	2,446	2,078	4,846	1,934	2,911
Nakit döngü Süresi	93,810	106,00	107,16	107,50	158,92	100,19

**Tablo 6.** Holdinge bağlı şirketler anlamlı farklılık gösteren oranların standart sapma değerleri

	2012	2013	2014	2015	2016	Ortalama
Net Kâr Marjı	0,099	0,250	0,170	0,134	0,132	0,093
Stok Dönme Çabukluğu	15,370	19,320	40,228	48,169	45,427	32,821
Stokların Ortalama Tüketim Süresi	48,551	52,041	46,622	42,590	58,353	45,755
Alacak Dönme Çabukluğu	17,900	7,420	7,431	9,909	8,749	9,744
Alacakların Ortalama Tahsilât Süresi	33,233	35,168	36,368	39,003	42,070	36,213
Etkinlik Süresi	61,33	66,40	64,23	62,83	79,13	62,87
Borç-Özsermaye Oranı	0,925	2,071	0,916	1,600	1,680	1,124

Nakit döngü Süresi	84,54	97,57	82,66	91,38	99,92	77,25
--------------------	-------	-------	-------	-------	-------	-------

Tablo 7 holdinglere bağlı şirket örneklem grubu ile holdinglere bağlı olmayan şirket örneklem gruplarının finansal oranlarının ortalamaları arasındaki farkın sıfırdan istatistiksel olarak anlamlı derecede farklılık gösterip göstermediğine ilişkin t-testi sonuçlarını vermektedir. Genel olarak iki grup arasında özellikle verimlilik noktasında ayrışma olduğu göze çarpmaktadır. Holdinglerin asli kurulma amaçlarının kaynakların daha verimli dağılımı ve yönetimi olduğu düşünülürse, holdingler bunu finansal açıdan başarmaktadırlar. Holdinge bağlı şirketler ile holdinge bağlı olmayan şirketler verimlilik oranları kapsamına giren stok yönetimi, alacakların yönetimi, kısa vadeli borç yönetimi ve buna bağlı olarak etkinlik süresi ve nakit döngü sürelerinde istatistiksel olarak anlamlı farklılık göstermektedir. Buna ek olarak net kar marjı ve borç-özsermaye oranlarında belli yıllarda ya da ortalamada iki grup birbirinden farklılık göstermektedir.

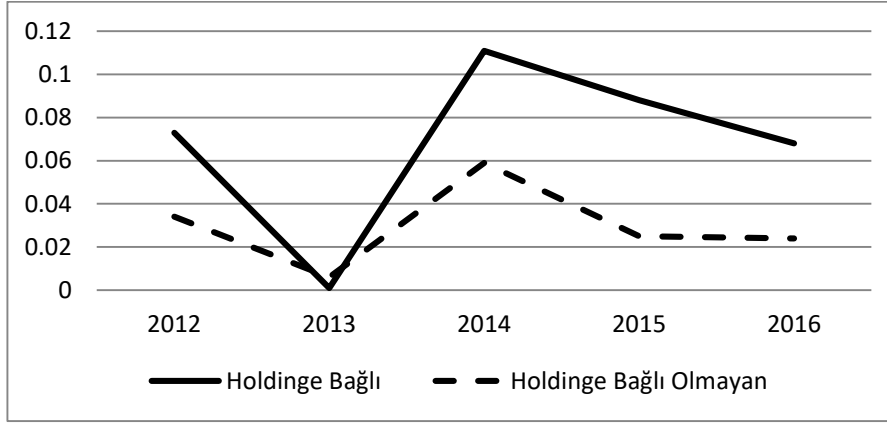
**Tablo 7.** t-testi katsayı sonuçları

	2012	2013	2014	2015	2016	Ortalama
Faaliyet Kârlılığı	-0,979 (0,165)	-0,403 (0,344)	-0,908 (0,184)	<b>-1,564*</b> (0,062)	-0,107 (0,457)	-0,899 (0,186)
Net Kâr Marjı	<b>-1,463*</b> (0,074)	0,105 (0,458)	<b>-1,304*</b> (0,098)	<b>-1,331*</b> (0,094)	-0,972 (0,167)	-1,277 (0,103)
Esas Faaliyet Kârı / Ortalama Toplam Varlıklar	-1,021 (0,156)	-0,151 (0,440)	-1,113 (0,135)	<b>-1,990**</b> (0,025)	-1,118 (0,134)	-1,249 (0,108)
Net Faaliyet Kârı / Ortalama Toplam Varlıklar	-0,880 (0,191)	-0,346 (0,365)	-0,596 (0,276)	<b>-2,231**</b> (0,014)	-0,411 (0,341)	-1,052 (0,148)
Vergi Sonrası Net Kâr / Ortalama Toplam Varlıklar	-1,289 (0,102)	-0,527 (0,300)	-0,976 (0,166)	-1,045 (0,150)	-0,573 (0,284)	-1,057 (0,147)
Yatırılan Sermayenin Kârlılık Oranı	-0,780 (0,219)	-0,397 (0,346)	-0,137 (0,445)	-0,879 (0,191)	-0,191 (0,424)	-0,548 (0,293)
Özsermaye Kârlılığı	<b>-1,534*</b> (0,066)	-0,765 (0,223)	<b>-1,468*</b> (0,075)	-0,998 (0,162)	-0,555 (0,291)	-1,179 (0,123)
Cari Oran	<b>1,797**</b> (0,039)	<b>1,569*</b> (0,061)	-0,020 (0,491)	-0,413 (0,340)	0,521 (0,302)	0,929 (0,178)
Asit-test Oranı	0,996 (0,161)	0,463 (0,322)	-0,811 (0,210)	-0,094 (0,462)	-0,058 (0,476)	0,111 (0,455)
Nakit Oran	<b>-1,549*</b> (0,064)	<b>-1,738**</b> (0,044)	-0,824 (0,206)	-0,905 (0,184)	-0,711 (0,239)	-1,130 (0,132)
Varlık Dönme Çabukluğu	-0,736 (0,232)	-0,746 (0,229)	<b>-1,676**</b> (0,049)	<b>-1,671**</b> (0,049)	-1,069 (0,144)	-1,240 (0,110)
Maddi Duran Varlık Dönme Çabukluğu	0,200 (0,420)	0,595 (0,276)	-0,523 (0,301)	-0,482 (0,315)	-0,908 (0,183)	-0,429 (0,334)
Stok Dönme Çabukluğu	<b>-1,725**</b> (0,046)	<b>-1,369*</b> (0,090)	<b>-1,486*</b> (0,073)	<b>-1,680*</b> (0,051)	<b>-1,442*</b> (0,079)	<b>-1,557*</b> (0,064)
Stokların Ortalama Tüketim Süresi	<b>1,710**</b> (0,046)	1,161 (0,125)	<b>1,865**</b> (0,034)	<b>2,357**</b> (0,011)	<b>1,993**</b> (0,025)	<b>2,023**</b> (0,024)
Alacak Dönme Çabukluğu	<b>-1,662*</b> (0,052)	-1,220 (0,113)	<b>-2,41***</b> (0,010)	<b>-2,258**</b> (0,015)	<b>-1,533*</b> (0,066)	<b>-1,854**</b> (0,035)
Alacakların Ortalama Tahsilât Süresi	<b>3,277***</b> (0,001)	<b>3,301***</b> (0,001)	<b>3,196***</b> (0,001)	<b>2,985***</b> (0,002)	<b>2,936***</b> (0,002)	<b>3,396***</b> (0,001)
Kısa Vadeli Borç Devir Hızı	-0,223 (0,412)	0,047 (0,481)	0,183 (0,427)	-1,139 (0,129)	-0,755 (0,226)	-0,258 (0,398)
Kısa Vadeli Borçların Ortalama Ödeme Süresi	-0,099 (0,460)	0,545 (0,293)	<b>1,896**</b> (0,031)	<b>1,545*</b> (0,064)	<b>2,445***</b> (0,008)	0,812 (0,210)
Borç Oranı	0,625	0,316	0,941	0,522	0,077	0,525

	(0,266)	(0,376)	(0,175)	(0,301)	(0,469)	(0,300)
Borç-Özsermaye Oranı	1,117 (0,136)	0,576 (0,283)	<b>1,690**</b> <b>(0,049)</b>	1,123 (0,134)	0,228 (0,409)	<b>1,377*</b> <b>(0,088)</b>
Uzun Vadeli Borç Oranı	-0,419 (0,338)	0,698 (0,243)	0,823 (0,206)	0,199 (0,421)	-1,013 (0,157)	0,151 (0,439)
Faiz Karşılama Oranı	<b>-1,634*</b> <b>(0,053)</b>	0,082 (0,467)	0,369 (0,356)	-0,434 (0,332)	-0,360 (0,359)	-0,304 (0,380)
Çalışma Sermayesi/Toplam Varlıklar	0,122 (0,451)	<b>2,124**</b> <b>(0,019)</b>	0,762 (0,224)	0,603 (0,274)	0,481 (0,316)	0,842 (0,201)
Etkinlik Süresi	<b>3,275***</b> <b>0,001</b>	<b>3,119***</b> <b>0,001</b>	<b>3,849***</b> <b>0,001</b>	<b>3,967***</b> <b>0,001</b>	<b>3,758***</b> <b>0,001</b>	<b>4,133***</b> <b>0,001</b>
Nakit döngü Süresi	<b>1,295*</b> <b>(0,100)</b>	<b>2,244**</b> <b>(0,014)</b>	1,138 (0,129)	1,140 (0,129)	0,326 (0,372)	<b>1,396*</b> <b>(0,084)</b>

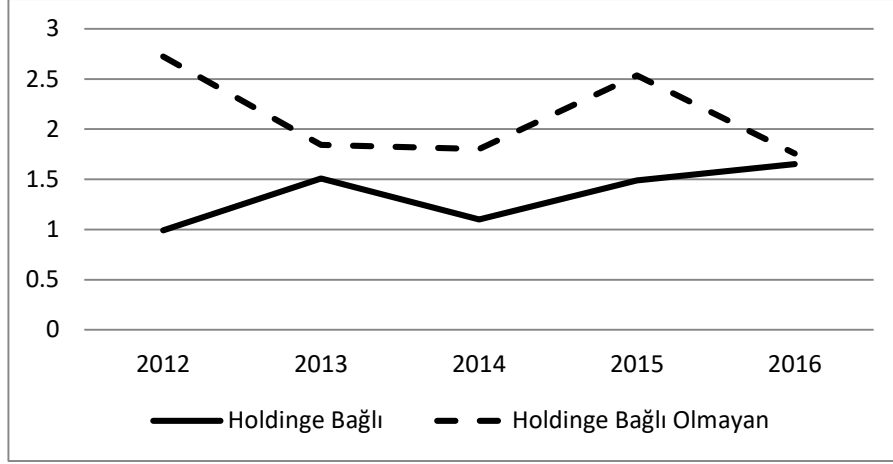
Not: Parantez içindeki değerler anlamlılık derecelerini belirtmektedir.

#### 4.1 Anlamli Farklilik Gösteren Finansal Oranların Analizi



Şekil 1. Net kâr marjı değişim grafiği

Tablo 7'deki sonuçlara ve Şekil 1'e göre 5 yıllık dönemde net kâr marjı oranında holdinge bağı şirketlerde holdinge bağı olmayan şirketlere oranla ortalama anlamlı bir farklılık olmamakla beraber 2012, 2014 ve 2015 yıllarında daha yüksek kâr marjı göze çarpmaktadır. Holdinge bağı şirketlerin ortalama net karlılık oranı %6.8 iken holdinge bağı olmayan şirketlerin net karlılık oranı %3.1 dir. Standart sapmalara bakıldığında holdinge bağı şirketlerin net karlılık oranlarının daha az oynaklık gösterdiği görülmektedir. Bu oranın holdinge bağı olmayan şirketlere oranla yüksek olması holdinge bağı şirketlerin diğer gelir ve giderlerinin ve tüm faaliyet, yatırım ve finansman politikalarının göreceli olarak daha iyi olduğu anlamına gelmektedir. Ancak holding şirketlerinin birbirleri arasında gruptaki bir şirketin karlılığın düşük olması durumunda varlık aktarımını zaman zaman bir çözüm yolu olarak kullandıkları unutulmaması gereken önemli bir noktadır.

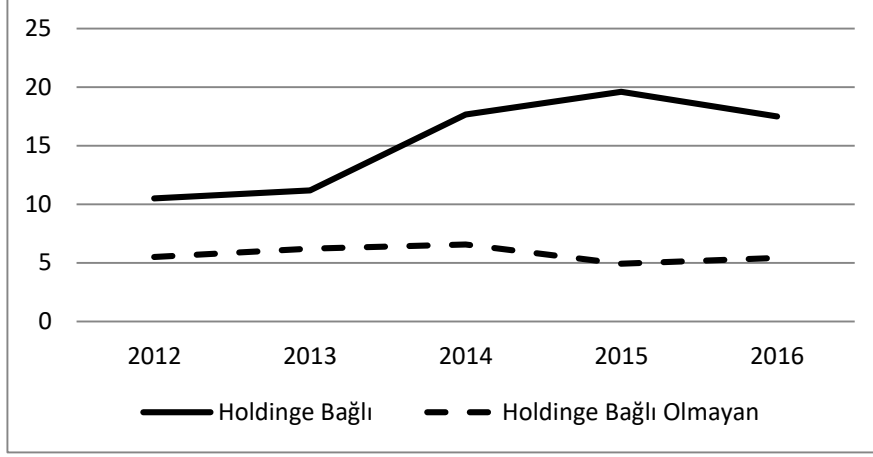


**Şekil 2.** Borç-özsermaye oranı değişim grafiği

Tablo 7'deki sonuçlara ve Şekil 2'ye göre 5 yıllık dönemde borç-özsermaye oranında 2014 yılı haricinde anlamlı bir farklılık olmamakla beraber ortalamada holdinge bağlı şirketlerin (1.348), holdinge bağlı olmayan şirketlere (2.132) oranla hem daha düşük seviyede olduğu hem daha az oynaklık gösterdiği göze çarpmaktadır. Oran holdinge bağlı olmayan şirketlerin varlıklarının üçte ikisine karşılık gelmektedir. Yatırılan sermaye daha düşük olmasına rağmen, yatırılan sermayenin karlılığı holdinge bağlı olmayan şirketlerde daha düşüktür. Holdinge bağlı olmayan şirketler göreceli olarak daha az özsermaye kullanmalarına rağmen bunu karlılık oranlarına yansıtamamaktadır. Holdinge bağlı şirketlerin, holdinge bağlı olmayan şirketlere oranla daha düşük orana sahip olması, holdinge bağlı olan şirketlerin aktiflerini fonlarken daha düşük miktarda yabancı kaynak kullandığını göstermektedir.

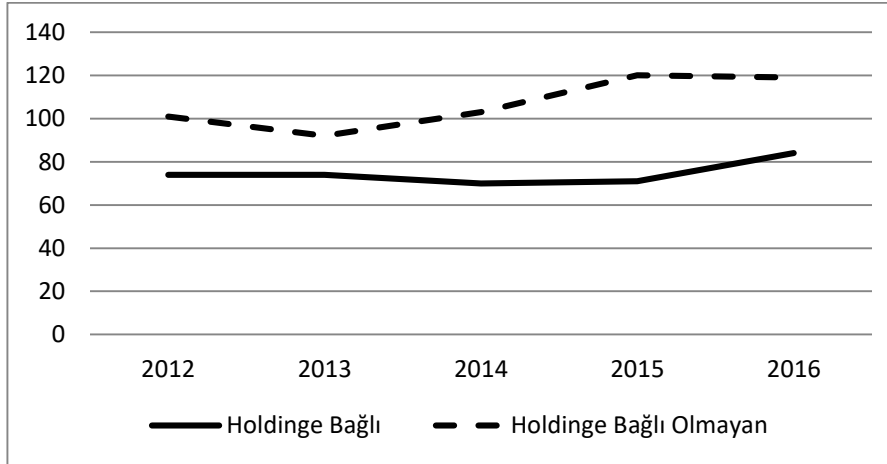
Tablo 7'deki sonuçlara ve Şekil 3'e göre çalışmanın yapıldığı 5 yıllık dönemde holdinge bağlı şirketlerin, holdinge bağlı olmayan şirketlere oranla daha yüksek stok dönme çabukluğu oranına sahip olduğu göze çarpmaktadır. Ortalamada holdinge bağlı olan şirketlerin stok dönme çabukluğu 15.27 iken holdinge bağlı olmayan şirketlerde bu oran 5.828'e gerilemektedir. Aradaki fark holdinge bağlı olan şirketlerin holdinge bağlı olmayan şirketlere oranla stoklarını daha hızlı tükettiği anlamına gelmektedir. Bu şekilde stoklar holdinge bağlı şirketler için daha az maliyet unsuru haline gelecek ve dönem sonunda gereksiz stoklar sebebiyle ek işletme sermayesi gereksiz yere stoklara bağlanmayacaktır.

#### 4.1.1 Verimlilik Oranları Analizi



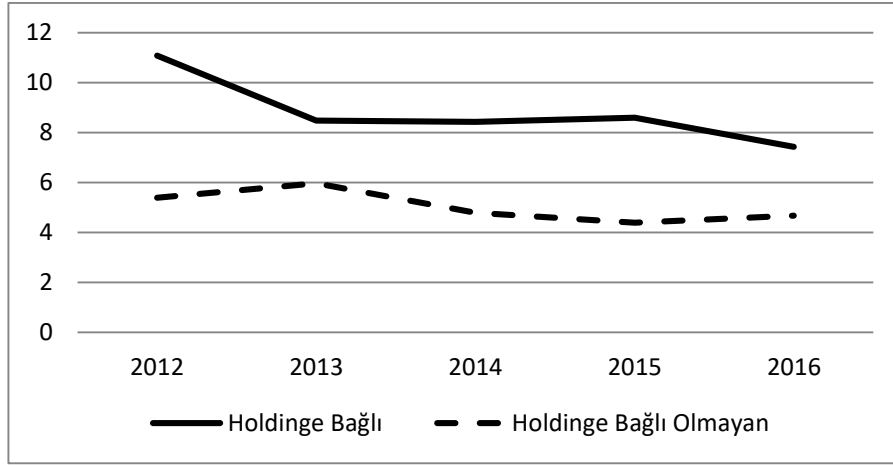
Şekil 3. Stok dönme çabukluğu değişim grafiği

Yüksek stok çevrim oranına bağlı olarak arasındaki iki grup stok tüketim süreleri anlamlı derecede farklılık göstermektedir. Tablo 7'deki sonuçlara ve Şekil 4'e göre 5 yıllık dönemde ve ortalama 2013 yılı hariç stokların ortalama tüketim süresinin, holdinge bağlı şirketlerde bağlı olmayan şirketlere oranla daha düşük olduğu göze çarpmaktadır. Holdinge bağlı şirketler stoklarını çalışma döneminde ortalama 74 güne tüketirken bu süre holdinge bağlı olmayan şirketlerde 107 güne çıkmaktadır. Sürelerin oynaklığı da standart sapmalara bakıldığında benzer bir patika izlemektedir. Holdinge bağlı olan şirketlerin holdinge bağlı olmayan şirketlere göre daha düşük stok tüketim süresiyle çalışması, stoklarını daha optimal seviyede tuttuğunu ve kullandığını gösterir. Bu durum daha az işletme sermayesiyle daha fazla kâr elde etme şansına sahip olduklarını da gösterir. Bu oran stok dönme çabukluğunun gün bazına çevrilmiŐ halidir ve aynı sonuçları verir.

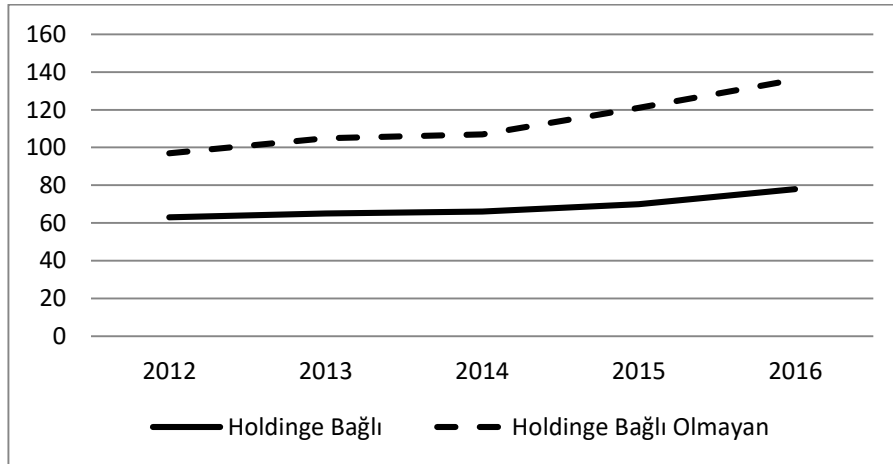


Şekil 4. Stokların ortalama tüketim süresi değişim grafiği

Bulgular holdinge bağlı şirketlerin verimlilikte gösterdikleri anlamlı farklılığın stoklarla sınırlı olmadığını göstermektedir. Şekil 5'te görüldüğü gibi 5 yıllık dönemde alacakların dönme çabukluğu holdinge bağlı şirketlerde, holdinge bağlı olmayan şirketlere oranla daha yüksektir. Tablo 7'deki sonuçlara göre fark istatistiksel olarak anlamlıdır. Holdinge bağlı olan şirketlerin, holdinge bağlı olmayan şirketlere oranla daha yüksek alacak dönme çabukluğuna sahip olması, alacaklarını daha hızlı tahsil ettiği, buna bağlı olarak likiditesinin daha yüksek olduğu ve ödeme sıkıntısına düşme olasılığının daha düşük olduğu anlamına gelir. Ayrıca alacaklarını tahsil etme noktasında paranın zamana değerine bağlı olarak daha az fırsat maliyetine katlandıklarını anlamına da gelir.



Şekil 5. Alacak dönme çabukluğu değişim grafiği

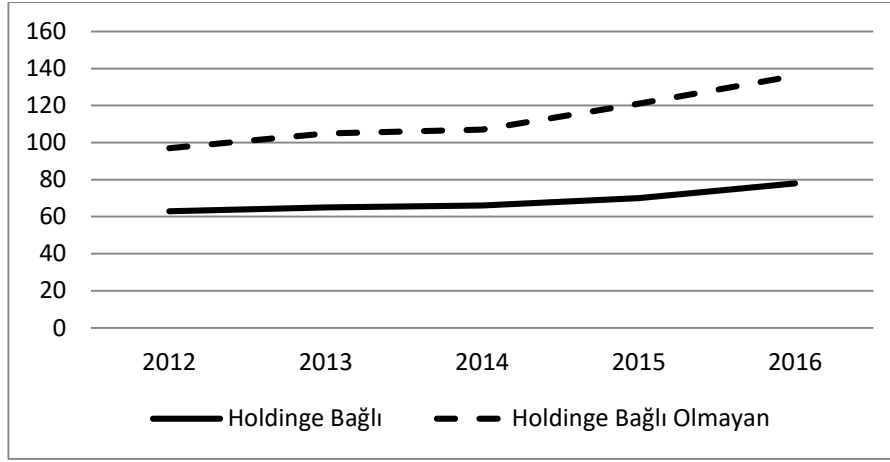


Şekil 6. Alacakların ortalama tahsilât süresi değişim grafiği

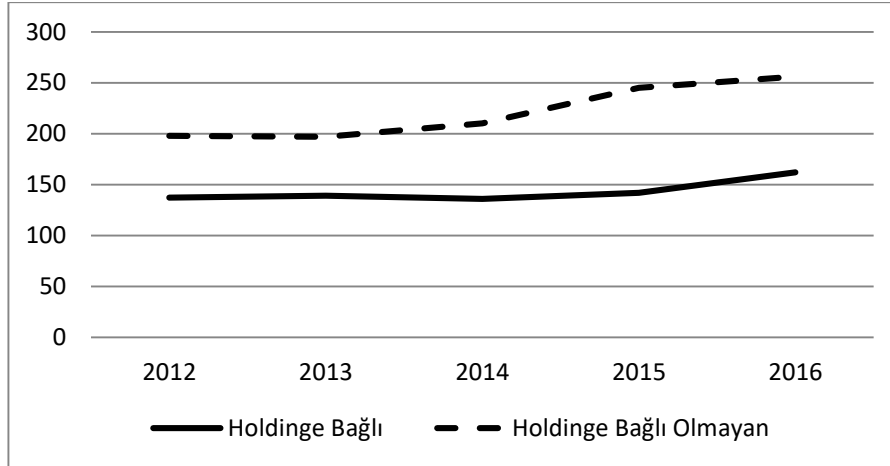
Tablo 7'deki sonuçlara ve Şekil 6'daki grafiğe göre 5 yıllık dönemde alacakların ortalama tahsilât süresi, holdinge bağlı şirketlerde, holdinge bağlı olmayan şirketlere oranla daha düşüktür. Holdinge bağlı şirketler ortalama olarak alacaklarını 68 günde

tahsil ederken bu süre holdinge bağlı olmayan şirketlerde 113 güne çıkmaktadır. Sürenin 5 yıllık dönemde oynaklığı da benzer bir ilişkiye işaret etmektedir.

5 yıllık dönemde kısa vadeli borç ödeme süresi, holdinge bağlı şirketlerde holdinge bağlı olmayan şirketlere oranla ortalama anlamlı bir farklılık olmamakla beraber 2014, 2015 ve 2016 yıllarında daha düşük seviyededir. Holdinge bağlı şirketlerin, holdinge bağlı olmayan şirketlere oranla daha düşük orana sahip olması ticari borçlarını ödemede daha hızlı olduklarına işaret etmektedir. Finansal perspektiften firmaların kısa vadeli borçların ortalama ödeme sürelerinin daha uzun olmasını isteriz.



Şekil 7. Kısa vadeli borçların ortalama ödeme süresi değişim grafiği

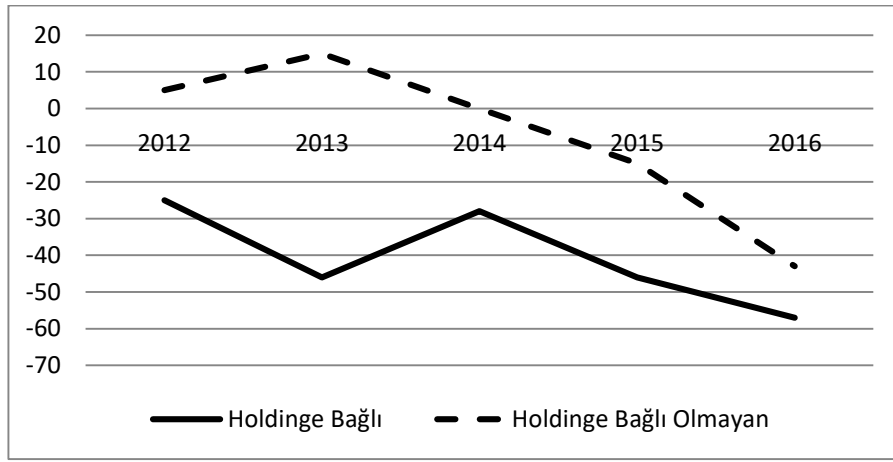


Şekil 8. Etkinlik süresi değişim grafiği

Her üç sürede de (stok döngü süresi, alacak döngü süresi ve kısa vadeli borç ödeme süresi) 2016 yılına yaklaştıkça iki grup arasındaki fark büyümekte, makas açılmaktadır. Stok döngü süresi ve alacak döngü süresi holdinge bağlı olan şirketler lehine bir sonuca işaret ederken, kısa vadeli borç ödeme süresi tersi sonucu desteklemektedir. Bu durumda Etkinlik Süresi ve Nakit Döngü Süreleri önemli

olmaktadır. Her ikisi de ilk 3 döngü süresini bütünsel olarak değerlendirmekte ve şirketin kısa vadeli varlık yönetimi verimliliği hakkında fikir verebilmektedir.

Stok döngü süresi ve alacak döngü süresi bileşenleri göz önüne alındığında etkinlik süresi sayısal olarak daha kısa olacaktır. Şekil 8’de bu görülmektedir. Ancak aradaki fark Tablo 7’deki sonuçlara bakıldığında güçlü bir seviyede anlamlı farklılık göstermektedir. Kritik olan farkın istatistiksel olarak anlamlı olmasıdır. Holdinge bağlı şirketlerin, holdinge bağlı olmayan şirketlere oranla daha kısa etkinlik süresine sahip düşük orana sahip olması, operasyon döngüsünün daha kısa sürede tamamlandığı anlamına gelmektedir.



**Şekil 9.** Nakit döngü süresi değişim grafiği

Nakit döngü süresi ise Tablo 7 sonuçlarına göre süreçte hem ortalama olarak holdinge bağlı olan şirketler için daha kısadır. Yukarıda da belirtildiği gibi, operasyonel olarak daha verimsiz olan holdinge bağlı olmayan şirketler, kısa vadeli borç ödemesinde daha başarılı performans sergilemektedir. Ancak bu göreceli olarak daha iyi performans etkinlik döngüsündeki verimsizliği karşılayamamaktadır. Holdinge bağlı şirketler daha kısa NDS’ye sahiptirler. Yine de her iki grubun NSD’lerinin negatif olması şirketlerin piyasa tarafından farklı seviyelerde fonlandığını işaretidir.

Son 5 yıllık dönemde nakit döngü süresinde 2012 ve 2013 yılı haricinde anlamlı bir farklılık olmamakla beraber ortalamada holdinge bağlı şirketlerin, holdinge bağlı olmayan şirketlere oranla daha düşük seviyede olduğu göze çarpmaktadır. Ayrıca sürenin kısa olması holdinge bağlı şirketlerin likidite durumunun da daha iyi olduğu anlamına gelir.

Bu kısımdaki değerlendirmeler, sadece t testine göre anlamlı sonuç veren ve t testi neticesinde yüzde 10 anlamlılık derecesinin altında kalan sonuçlar dikkate alınarak yapılmıştır. Bu farklılıklara göre dönen varlıkların yönetiminde holdinge bağlı şirketler lehine ciddi bir verimlilik farkı olduğu dolayısıyla bunların nakit ve etkinlik sürelerine etki ettiği görülmüştür.



## 5. Sonuç

Daha fazla kâr elde etme arzusu işletmeleri büyümeye yönelten asıl sebeptir. Artan talep artan üretime, artan üretim de ekonominin büyümesine yol açmaktadır. İşletmelerin de bu sürekli büyüyen ekonomik yapı karşısında en az aynı miktarda büyümesini korumak zorundadır. Bu büyüme stratejilerinden biri de holdingleşme veya holding çatısı altına girmektir. Holdinglere bağlı şirketlerin bu yapıdan olumlu olarak faydalanıp faydalanamadıklarını araştırmak amacıyla 30 adet holding çatısı altında olan ve 30 adet holding çatısı altında olmayan işletmenin konsolide finansal tablolarının finansal oran analizi ile 2012-2016 dönemi için finansal olarak karşılaştırması yapılmıştır. Oranlar arasında anlamlı derecede farklılık olup olmadığı t-testi ile analiz edilmiştir.

Bulgular holdinglerin asıl kurulma amacı olan kaynakların verimli dağılımı ve yönetimi noktasında hedefe ulaştıklarını göstermektedir. Holding çatısı altındaki işletmelerin stok dönme çabukluğu, alacakların dönme çabukluğu, etkinlik süresi, nakit döngü süresi, net kar marjı ve borç-özsermaye oranında pozitif ayrışırken kısa vadeli borç döngüsü noktasında negatif ayrıştığı bulunmuştur. Holdinge bağlı olmayan şirketler etkinlik döngüsündeki verimsizliklerini kısa vadeli borçlarının ödeme süresini uzatarak karşılamaya çalışmaktadır. Ancak toplam nakit döngüsü holding şirketleri lehinedir. Holdinglere bağlı olmayan şirketler daha az karlı olmalarına rağmen daha az özsermaye kullanmaktadırlar. Ancak bu özsermaye karlılıklarına yansımamaktadır. Likidite ve borç oranları açısından iki grup arasında anlamlı bir fark bulunmamıştır.

## 6. Referanslar

- Akın F. ve Ece N. (2013). İMKB’de İşlem Gören Sigorta Şirketlerinin 2006-2010 Dönemi Finansal Performanslarının Analizi. *Muhasebe ve Finansman Dergisi* (57) 89-106
- Akyüz, Y., Bozdoğan, T. ve Hantekin, E., (2011). TOPSIS Yöntemiyle Finansal Performansın Değerlendirilmesi ve Bir Uygulama. *Afyon Kocatepe Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 13(1), pp.73-92.
- Akyüz K. C., İ. Yıldırım, İ. Akyüz, T. Tugay, (2017). Borsa İstanbul’da İşlem Gören Kâğıt ve Kâğıt Ürünleri Sanayi İşletmelerinin Finansal Başarısızlık Düzeylerinin Oran Analizi ve Diskriminant Analizi Yöntemleri Kullanılarak Ölçülmesi, *Journal of Forestry*, 13 (1), 60-74
- Alsu E. ve Taşdemir, A. Finansal Performansın TOPSIS Çok Kriterli Karar Verme Yöntemi ile Belirlenmesi: Dokuma, Giyim Eşyası ve Deri Sanayi İşletmeleri Üzerine Bir Uygulama. *Uluslararası Afro-Avrasya Araştırmaları Dergisi*, 2(4), 221-236.
- Altuğ, O., (1986).  *Holding şirketlerde muhasebe düzeni*. İstanbul: Fatih Yayınevi Matbaası.
- Aslan, T. (2018). Futbol Kulüplerinin Finansal Performansının Oran Yöntemiyle Analizi: BİST’de İşlem Gören Futbol Kulüpleri Üzerine Bir Uygulama. *Muhasebe ve Vergi Uygulamaları Dergisi*, 11 (3), 349-362. DOI: 10.29067/muvu.374597
- Aslan, T, Yılmaz, E. (2018). Oran Analizi Yöntemi İle Konaklama ve Yiyecek Hizmetleri Alt Sınıfdaki Küçük, Orta ve Büyük Ölçekli İşletmelerin Finansal Performansının Karşılaştırmalı Analizi *İda Academia Muhasebe ve Maliye Dergisi*, 1 (2), 36-52

- Aytekin, S. ve Sakarya, Ş., (2013). BİST'DE İşlem Gören Gıda İşletmelerinin TOPSIS Çok Kriterli Karar Verme Yöntemi ile Finansal Performanslarının Değerlendirilmesi. *Yönetim ve Ekonomi Araştırmaları Dergisi*, 11(21), pp.30-47.
- Bülüç, F., Özkan, O. ve Ağırbaş, İ., (2017). Evaluation of Financial Performance of University Hospitals by Ratio Analysis Method. *Business & Management Studies: An International Journal*, 5(2).
- Çağlar, A. ve Öztaş, G.Z., (2016). Veri Zarflama Analizi ve Analitik Hiyerarşi Süreci ile Sigorta Şirketlerinin Finansal Oran Analizi. *Çankırı Karatekin Üniversitesi İİBF Dergisi*, 6(2), pp.221-248.
- Dağlı, H, Eker, D. (2016). Türkiye’de Gıda İçecek ve Tütün Sektöründe Faaliyet Gösteren İşletmelerin Ölçekleri Açısından Finansal Oranlarının Karşılaştırmalı Analizi. *Abant İzzet Baysal Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 16 (2), 99-114.
- Dinçer, M. A. M., ve Özdemir, Y. (2013). Kurumsal Sosyal Sorumluluk Uygulamaları ve Eşbiçimlilik On Büyük Türk Holdingi Üzerine Vaka Çalışması. *Afyon Kocatepe Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 15(2), 31-66.
- Ege İ., Topaloğlu E. E., Karakozak Ö., (2016). Nakit dönüşüm süresi analizi: Bist-50 endeksinde yer alan şirketler üzerine ampirik bir uygulama. *Niğde Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*. 9 (1), 179-193.
- Eğitim, B., (2016). *Finansal tablolar ve analizi*. İstanbul: Yalın Yayıncılık.
- Emir, M , Arslantürk, D , Sevim, U . (2011). 2008 Ekonomik Krizinin Gıda ve Tekstil Firmaları Üzerine Etkilerinin Finansal Oranlar Yardımıyla Analizi İMKB’de Bir Uygulama. *Gazi Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 13 (3), 1-24
- Finansal Tablolar* (2017) Erişim adresi: <https://www.kap.org.tr/> [12 Kasım 2017]
- Gümüş, U , Bolel, N . (2017). Rasyo Analizleri İle Finansal Performansın Ölçülmesi: Borsa İstanbul’da Faaliyet Gösteren Havayolu Şirketleri’nde Bir Uygulama. *Adnan Menderes Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 4 (2), 87-96. DOI: 10.30803/adusobed.337231
- Gümüş, U , Ercan, A , Tokyüz, E , Çakmak, D . (2017). IST-100’de İşlem Gören Çimento Firmalarının Oran Analizi Sonuçlarının Topsis Yöntemi İle Analizi. *Journal of Current Researches on Social Sciences*, 7 (2), 65-76
- Güngör, A ve Uzun Kocamış, T . (2018). Halka Açık Futbol Kulüplerinde Finansal Performansın TOPSIS Yöntemi ile Analizi: İngiltere Uygulaması. *Hitit Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 11 (3), 1846-1859. DOI: 10.17218/hititsosbil.450325
- Gürsoy, C. T., (2012). *Finansal yönetim ilkeleri*. 2. Baskı. İstanbul: Beta Basım.
- İpekçi, N., (2000).  *Holding şirketleri*. İstanbul: İpekçi Yayıncılık.
- İskenderoğlu, Ö , Karadeniz, E , Ayyıldız, N . (2015). Enerji Sektörünün Finansal Analizi: Türkiye ve Avrupa Enerji Sektörü Karşılaştırması. *İşletme ve İktisat Çalışmaları Dergisi*, 3 (3), 86-97
- Karadeniz, E, Kahiloğulları, S. (2014). Beş Yıldızlı Otel İşletmelerinde Finansal Oranların Kullanımı: Akdeniz Bölgesi’nde Bir Araştırma. *Seyahat ve Otel İşletmeciliği Dergisi*, 10 (3)
- Karadeniz, E, Kahiloğulları, S . (2015). Halka Açık Konaklama Şirketlerinin Finansal Yapılarının Analizi: Uluslararası Bir Karşılaştırma. *Çankırı Karatekin Üniversitesi İİBF Dergisi*, 5 (2), 531-548.
- Karadeniz, E, Dalak, S , Beyazgül, M , Günay F . (2017). Türk Turizm Sektöründe Finansman Kararlarının Alt Sektörler Kapsamında Karşılaştırmalı Analizi. *Seyahat ve Otel İşletmeciliği Dergisi*, 14 (2), 157-170. DOI: 10.24010/soid.335106

- Karadeniz, E, Beyaz, F. (2018). Yiyecek İçecek Endüstrisinin Finansal Performansının Analizi: Türkiye ve Avrupa Ülkeleri Karşılaştırması. *Seyahat ve Otel İşletmeciliği Dergisi*, 15 (3), 639-656. DOI: 10.24010/soid.490799
- Kendirli, S, Kaya, A. (2016). BIST-Ulaştırma Endeksinde Yer Alan Firmaların Mali Performanslarının Ölçülmesi ve TOPSIS Yönteminin Uygulanması. *MANAS Sosyal Araştırmalar Dergisi*, 5 (1), 34-63
- Konak, T, Elbir, G, Yılmaz, S, Karataş, B, Durman, Y, Düzakın, H. (2018). Borsa İstanbul'da İşlem Gören Tekstil Firmalarının TOPSIS ve MOORA Yöntemi İle Analizi. *Çukurova Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 22 (1), 11-44.
- Otlu F., (1999). Holding şirketlerde mali tabloların konsolidasyonu. *Atatürk Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi*. 13 (1), 102-115.
- Özdemir, M., (2016). *Finansal yönetim*. 3. Baskı. İstanbul: Türkmen Kitabevi.
- Sakarya Ş., (2008). Nakit yönetiminde nakit dönüş süresi analizinin kullanılması: İmkb'deki kobiler üzerine ampirik bir çalışma. *Süleyman Demirel Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*. 13 (1), ss. 227-248.
- Sakarya, Ş. ve Akkuş, H.T., 2015. Finansal performansın ölçülmesinde geleneksel oranlar ile nakit akım oranlarının karşılaştırmalı analizi: BIST çimento şirketleri üzerine TOPSIS yöntemi ile bir uygulama. *AKÜ İİBF Dergisi*, 17(1), pp.109-123.
- Selimoğlu, S , Orhan, A . (2015). Finansal Başarısızlığın Oran Analizi ve Diskriminant Analizi Kullanılarak Ölçülenmesi: BİST'de İşlem Gören Dokuma, Giyim Eşyası ve Deri İşletmeleri Üzerine Bir Araştırma. *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, (66), 21-40. DOI: 10.25095/mufad.396529
- Sevil, G., Temizel, F., Meriç, E. (2017). Fiyat Kazanç Oranı ve Ortalamaya Dönüş: BIST Holding Uygulaması. *Uluslararası Yönetim İktisat ve İşletme Dergisi*, 13(5), 780-787.
- Şenol, Ş., (2008). Tanımlayıcı İstatistik. İstanbul: Nobel Basımevi.
- Temizel, D , Bayçelebi, B . (2016). Finansal Oranların TOPSIS Sıralaması ile Yıllık Getiriler Arasındaki İlişki: Tekstil İmalatı Sektörü Üzerine Bir Uygulama. *Anadolu Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, 16 (2), 159-170. DOI: 10.18037/ausbd.389248
- Tunçsiper B.ve Sakarya Ş. (2005). İMKB İmalat Sanayiindeki 500 Büyük Firmanın 1997-2002 Yılları Arası Finansal Analizi. *Süleyman Demirel Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*. (10), 1-24
- Transfer fiyatlandırması açısından grup içi(holding) yönetim hizmetleri* (2018), Erişim adresi: [http://www.vergidegundem.com/files/TFGrupici\\_%20Yonetim Hizmetleri.pdf](http://www.vergidegundem.com/files/TFGrupici_%20YonetimHizmetleri.pdf) [12 Şubat 2018]
- T-testi* (2018), Erişim adresi: <http://www.istatistikanaliz.com/t-testi.asp> [26 Nisan 2018]
- Ünsal, A., ve Akdoğan, N. (2009). İMKB'de İşlem Gören Holding İşletmelerin Kurumsal Etik Değerlere Uyum Düzeylerinin Karşılaştırılması Üzerine Bir İnceleme. *World of Accounting Science*, 11(3).