



The Relationship Between Internationalization Level and Financial Performance: A Study with BIST Companies

Ayşe Kayacı^{1,a,*}

¹Department of Business Administration, Faculty of Economics and Administrative Sciences, Dicle University, Diyarbakır, Türkiye

*Corresponding author

Research Article

History

Received: 21/02/2022

Accepted: 21/04/2022

ABSTRACT

As the visibility and size of emerging economies have increased in the global economy, the operations of the firms in these economies have become more significant. Especially, the liberalization attempts have increased the internationalization level of firms from both advanced and emerging countries. However, the performance returns of internationalization for firms are a controversial issue. Relevant literature involves many studies that have found negative, positive or mixed impacts of internationalization level on financial performance. This study investigates the relationship between internationalization and the financial performance of firms in Türkiye which have a long history of liberalization and internationalization like other emerging economies. 3386 observations that are gathered from 295 firms listed in BIST for the years 2005-2018 are analyzed with a panel fixed effects model. According to findings, the financial performance of sample firms decreases as their internationalization increases. Similarly, the increase in R&D intensity and leverage ratio impacts their financial performance negatively. On the contrary, as the size of firms increases, the level of their financial performance also increases. According to the findings of the study, firms in Türkiye could not get expected positive returns of internationalization so far. Furthermore, it can be said that the international competitive advantage of firms in Türkiye could not be increased only by export incentives. Future studies can investigate the role of family ownership and control which are very common in Turkish firms on the relationship between internationalization and performance. Research findings of studies about small and medium-sized firms by using primary data sources can also expand the results of the current study.

Keywords: Internationalization, Financial performance, Emerging economies, Türkiye

Uluslararasılaşma Düzeyi ve Finansal Performans İlişkisi: BİST İşletmeleri Üzerine Bir Araştırma

Süreç

Geliş: 21/02/2022

Kabul: 21/04/2022

Öz

Gelişmekte olan ekonomilerin küresel ekonomideki görünürlüğü ve büyüklüğü, bu ekonomilerde faaliyet gösteren işletmelerin faaliyetleri de daha önemli hale gelmektedir. Özellikle liberalleşme adımlarının hem gelişmiş hem de gelişmekte olan ülkelerdeki işletmelerin uluslararasılaşmasını arttırdığı bilinmektedir. Ancak artan uluslararasılaşmanın işletmelere sağladığı performans getirilerinin istenilen düzeyde gerçekleşmesi konusu tartışmalıdır. İlgili yazında uluslararasılaşma düzeyinin işletme performansı üzerinde olumsuz, olumlu ve karma etkileri olduğunu belirten birçok çalışma bulunmaktadır. Bu çalışmada gelişmekte olan ekonomilerde olduğu gibi liberalleşme ve uluslararasılaşma sürecinin uzun yıllardır devam ettiği Türkiye'deki işletmelerin uluslararasılaşma ve finansal performans ilişkisi irdelenmiştir. BİST'te işlem gören 295 işletmeden 2005-2018 yıllarına dair elde edilen 3386 gözlem panel veri analizine tabi tutulmuştur. Bulgulara göre, örneklemde yer alan işletmelerin uluslararasılaşması arttıkça finansal performansı düşmektedir. Benzer şekilde işletmelerin Ar-Ge yoğunluğu ve kaldıraç oranının artması finansal performanslarını olumsuz yönde etkilemektedir. Öte yandan, işletmelerin büyüklüğü arttıkça finansal performans düzeyleri de artmaktadır. Elde edilen bilgiler ışığında uluslararasılaşmanın getirilerinden Türkiye'deki işletmelerin henüz beklenen oranda faydalanmadığı sonucu elde edilmiştir. Ayrıca, Türkiye'deki işletmelerin uluslararası rekabet gücünün sadece ihracat teşvikleri ile artmasının mümkün olmadığı söylenebilir. Gelecekte yapılacak araştırmalarda Türkiye'deki işletmelerin çoğunda görülen aile sahipliği ve aile kontrolünün uluslararasılaşma ve performans ilişkisi üzerindeki rolü irdelenebilir. Birincil veri kaynakları ile küçük ve orta büyüklükteki işletmeler ile yapılacak araştırma bulguları da mevcut araştırmanın sonuçlarını genişletebilir.

Anahtar Kelimeler: Internationalization, Financial performance, Emerging economies, Türkiye

Copyright



This work is licensed under
Creative Commons Attribution 4.0
International License

^a ayse.kayaci@dicle.edu.tr

^{id} <https://orcid.org/0000-0001-5242-7805> |

How to Cite: Kayacı A. (2022) The Relationship Between Internationalization Level and Financial Performance: A Study with BIST Companies, Journal of Economics and Administrative Sciences, 23(3): 643-654

Giriş

Uluslararasılaşma ve performans ilişkisi uluslararası strateji yazınında 50 yılı aşkın bir süredir en çok çalışılan konuların başında gelmektedir (Hitt ve ark., 2006; Nguyen & Kim, 2020; Purkayastha ve ark., 2020). Çoğunlukla uluslararasılaşmanın fayda ve avantajları ekseninde bir yaklaşım bulunsu da (Buckley & Casson, 1976; Contractor ve ark., 2003), uluslararasılaşmanın finansal getirileri noktasında oldukça çeşitli ve çelişen bulgular bulgularla karşılaşılmaktadır (Kirca ve ark., 2011). Uluslararası ticaretin önündeki engellerin neo-liberal politikalar ile birlikte azaltılması gelişmiş ülkelerde bulunan şirketler kadar gelişmekte olan ülkelerdeki şirketlerin de uluslararasılaşmasını hızlandırmıştır (Khanna & Palepu, 2006). Uluslararasılaşma faaliyetlerine 1960'lı yılların sonlarında başlayan gelişmiş ülke işletmeleri, bu stratejinin performansla olan etkisinin ölçülmesinde de öncü olmuşlardır (Yang & Driffeld, 2012). Yazının ilk çalışmaları doğrusal yönlü bir ilişkinin olduğunu öne sürerken (Brewer, 1981; Grant, 1987), birbiriyle çelişen sonuçlar doğrusal olmayan ilişkilerin de olabileceğine dair yeni çalışmaları şekillendirmiştir (Hitt ve ark., 1994; Lu & Beamish, 2004; Ruigrok & Wagner, 2003). Bu bağlamda, uluslararasılaşma ve performans ilişkisinin ilgili yazında çoğunlukla gelişmiş ülkeler bağlamında ele alındığı görülmektedir. Gelişmekte olan ülkeleri araştırma bağlamı olarak ele alan çalışmalar ise oldukça sınırlı sayıda ve çoğunlukla Hindistan ve Çin odaklı olarak ortaya konmuştur (Purkayastha ve ark., 2020). Bu açıdan mevcut çalışma hem farklı bağlamlara sahip gelişmekte olan ülkelere ampirik kanıtlar sunma hem de uluslararasılaşma ve performans ilişkisinde teorik arka planı çeşitlendirme açısından destekleyici olacaktır.

Ortalamanın üstünde altyapı gelişmişlik düzeyine ve ortalamanın altında kurumsal çevre gelişmişlik düzeyine sahip olan Türkiye, gelişmekte olan ekonomiler arasında küresel ticaret açısında önemli bir konumdadır (Hoskisson ve ark., 2013). Özellikle 1980'li yıllarda başlayan liberalleşme ve uluslararasılaşma politikalarının da etkisiyle Türkiye'deki işletmeler ihracat teşviklerinden faydalanmak ve yeni pazarlara açılmak için hızlı bir uluslararasılaşma sürecine girmişlerdir (Önis, 1992). Bu durumun bir sonucu olarak Türkiye'den yapılan ihracat miktarının da hızlı bir artış gösterdiği Şekil 1'de görülmektedir (UNCTAD, 2022).

Uluslararasılaşmanın ilk aşaması olarak görülen ihracat faaliyetlerinin artması ve sonraki yıllarda da Türkiye'deki işletmelerin yurtdışı pazarlara açılma tercihleri açısından ilk tercihleri arasında yer alması uluslararasılaşmanın getirilerinin araştırılmasını gerekli kılmaktadır (Erdilek, 2008; Johanson & Vahlne, 1977). Türkiye'deki işletmeler açısından bakıldığında, yerel pazarlarda ortaya çıkan doygunluk ve ekonomik dalgalanmaların ortaya çıkardığı yüksek risk ortamı da uluslararasılaşmanın kurtarıcı bir strateji olarak görülmesine neden olmaktadır (Erdilek, 2008). Bu noktada Türkiye'deki işletmelerin uluslararasılaşma faaliyetlerini finansal getiriler açısından tercih ettiği sonucuna varmak mümkündür. Ancak bu getirilerin gerçekçi sonuçlar üretip üretmediği ancak

finansal performansa yansımaları ile ölçülmektedir. Pazarla dair bilginin, yüksek marka değeri ve teknolojik yetkinliklerin ve uluslararasılaşma tecrübesinin göreceli olarak daha düşük olduğu gelişmekte olan ülkelerdeki işletmelerin uluslararasılaşma sürecinin sağlayacağı performans getirilerinden kolayca faydalanması mümkün görünmemektedir (Ramamurti, 2009a). Bu noktada Türkiye'deki işletmelerin uluslararasılaşmasının avantajları ancak zamana yayılan etkilerinin analiz edilmesiyle daha net şekilde görülecektir. Sahip olunan dezavantajlı başlangıç konumunun etkileri uluslararasılaşmanın ilk aşamalarında performansla olumsuz yönde etki ederken, finansal getirilerin artması başlangıç maliyetlerinin düştüğü sonraki aşamalarda ortaya çıkabilmektedir. Önce azalan sonra artan bu doğrusal olmayan ilişkiyi gözlemleyebilmek adına mevcut çalışmada 2005-2018 yılları arasında Borsa İstanbul'da işlem gören ve finansal olmayan sektörlerde faaliyet gösteren işletmelerin uluslararasılaşma ve finansal performans ilişkisi incelenmiştir. Araştırma bulguları uluslararasılaşmanın ilk aşamalarında beklendiği gibi finansal performansın azaldığını göstermiştir. Ancak, Türkiye'deki işletmelerin halen uluslararasılaşmanın finansal getirilerini beklenen düzeyde elde edemediği de tespit edilmiştir. Çalışmanın ikinci bölümünde uluslararasılaşma ve finansal performans ilişkisine dair teorik çerçeve ve öngörülen ilişkiye dair hipoteze ile ilgili bilgi verilmiştir. Üçüncü bölümde araştırma metodolojisine değinilmiş ve örneklem ile değişkenlerden bahsedilmiştir. Dördüncü bölümde ekonometrik analiz bulgularına yer verilmiş ve son bölümde bulgular tartışılarak teorik ve pratik katkıları ortaya konmuştur.

Teorik Çerçeve ve Hipotez Geliştirme

1960'lı yıllardan itibaren küresel ekonomide giderek artan Çok Uluslu İşletme (ÇÜİ) faaliyetleri akademik araştırmaların da bu konular etrafında şekillenmesine sebep olmuştur. Böylece ÇÜİ'lerin sayısının artma nedenlerini ve doğrudan yabancı yatırım (DYY) faaliyetlerini açıklayan çalışmalar uluslararası işletmecilik yazınına da şekillendirmeye başlamıştır (Welch & Luostarinen, 1988). Yazında ortaya çıkan sayısal artış kavramların açıklanması ve tanımlanmasında da çeşitlenmeyi beraberinde getirmiştir. Welch ve Luostarinen (1988), uluslararasılaşmayı şirketlerin uluslararası yatırım ve faaliyetlerinin artarak devam etme süreci olarak tanımlamaktadır. Calof ve Beamish (1995) ise uluslararasılaşmanın sadece yabancı pazarlarda yatırım arttırmaya yönelik bir süreç olmayabileceğini, şirketlerin bazen bazı mevcut ürünlerinin üretimini durdurarak, yurtdışında bulunan bir operasyon birimini kapatarak veya satarak, uluslararası operasyonlarda bulunan çalışanlarını işten çıkararak ve yurtdışındaki bir birimi elden çıkararak da geri yatırım hamleleri ile uluslararasılaşma faaliyetleri gerçekleştirebileceklerini belirtmiştir. Uluslararasılaşma stratejisi içinde barındırdığı birçok risk faktörü ve beraberinde gelen maliyetlerine rağmen ilgili yazında

işletmeler için sağladığı yüksek performans getirileri nedeniyle daha çok tercih edilmektedir (Ruigrok & Wagner, 2003). Özellikle, ÇÜİ'lerin ölçek ekonomilerinden faydalanabilmeleri (Buckley & Casson, 1976) ve uluslararası ürün, faktör ve finans pazarlarında görülen aksaklıkları ortadan kaldırması sebebiyle uluslararasılaşma işletmeler için cazip bir strateji olarak tanımlanmaktadır (Dunning, 1998; Ruigrok & Wagner, 2003). İşletmelerin uluslararasılaşması maliyet avantajları yanında uluslararası deneyim ve öğrenme avantajlarını da beraberinde getirmektedir. Daha düşük maliyetli işgücü ve hammaddeye erişme, farklı pazarlardaki karlılık imkanlarından faydalanma ve çapraz sübvansiyon gibi birçok faktör uluslararasılaşmanın işletmeler açısından olumlu sonuçları olarak sıralanmaktadır (Contractor ve ark., 2003).

Öte yandan uluslararasılaşma düzeyinin artması işletmelerin farklı coğrafi bölgelerde ve kültürel çevrelerde katlanmak zorunda kaldıkları işlem maliyetlerini de arttırmaktadır (Lu & Beamish, 2004; Williamson, 1979). Yabancı olma engelleri olarak tanımlanan bu faktörler özellikle uluslararasılaşmanın ilk aşamalarında işletmeler için yüksek maliyetlere sebep olabilmektedir (Zaheer, 1995). ÇÜİ'lerin yurtdışına yatırım yapmaları için katlanmaları gereken operasyon maliyetleri de uluslararasılaşmanın finansal performansına olan olumlu etkisini geciktirici bir faktör olarak görülmektedir (Ruigrok & Wagner, 2003). Bu avantaj ve maliyetler birlikte değerlendirildiğinde uluslararasılaşmayı açıklamaya çalışan kuramsal yaklaşımlar arasında Uppsala uluslararasılaşma modeli ön plana çıkmaktadır (Johanson & Wiedersheim-Paul, 1975). Model temelde uluslararası pazarlara dair bilgi seviyesinin artmasıyla uluslararasılaşma derecesinin ve pazara bağlılığının da artacağını belirtmektedir. Bu noktada, birçok işletme uluslararasılaşmanın ilk aşamalarında yurtdışı pazarlara dair en düşük bilgi düzeyinde olduğundan ihracat odaklı bir uluslararasılaşma stratejisi benimseyecektir (Johanson & Vahlne, 1977; Johanson & Wiedersheim-Paul, 1975). Uppsala uluslararasılaşma modeli özellikle gelişmiş ülke kökenli işletmelerin uluslararasılaşmasını açıklamada yeterli bulgular üretse de gelişmekte olan ülkelerde ortaya çıkan yeni tip ÇÜİ'lerin hızlı ve alışılmadık uluslararasılaşmasını açıklamak için farklı yaklaşımlar öne sürülmüştür (Luo & Tung, 2007; Mathews, 2006a). Uluslararası işletmecilik yazınında hala devam eden mevcut teori ve yaklaşımların yeni ortaya çıkan ÇÜİ'lerin uluslararasılaşmasını anlama noktasındaki yeterliliği (Buckley ve ark., 2008; Narula, 2006) ve yeni teorilere olan ihtiyaç tartışması (Luo & Tung, 2007; Mathews, 2006b) uluslararasılaşmanın nedenleri alanına sıkışmış görünmektedir. Ancak Uppsala uluslararasılaşma modeli, özellikle uluslararasılaşmanın ÇÜİ'lerin finansal performansına olan etkisini açıklamada farklı bağlamlarda birçok kez kullanılmıştır (Gomes & Ramaswamy, 1999; Ruigrok & Wagner, 2003). Bu açıdan bakıldığında, yabancı olma engellerinin fazlalığı ve uluslararasılaşmada geç kalmış olma gibi faktörler nedeniyle kademeli uluslararasılaşma modelinin gelişmekte olan ülke

işletmelerinin uluslararasılaşma ve finansal performans ilişkisinde daha açıklayıcı bir arka plan oluşturacağı düşünülmektedir.

Uluslararasılaşma- Finansal Performans İlişkisi

Uluslararasılaşma ve finansal performans arasındaki ilişkiyi inceleyen çalışmaların elde ettiği bulgular son 50 yıldır oldukça geniş bir literatür oluşturmasına rağmen birbiriyle çelişen sonuçlar ortaya koymaktadır (Yang & Driffield, 2012). Yazında ortaya çıkan ilk çalışmalar uluslararasılaşma ve firma performansı arasındaki ilişkiyi genellikle doğrusal şekilde incelemiş ve hem pozitif (Grant, 1987; Grant ve ark., 1988) hem de negatif (Brewer, 1981) yönlü ilişkiler ortaya konmuştur. Birbiriyle çelişen bu bulgular sonraki çalışmaların doğrusal olmayan ilişkiler üzerine eğilmesine yol açmıştır. Bu noktada da uluslararasılaşma-f finansal performans ilişkisine dair farklı ve çeşitli bulgular elde edilmiştir. Uluslararasılaşmanın finansal performansa olan etkisine dair bu bulgular sırasıyla; önce azalan sonra artan (U-form) (Ruigrok & Wagner, 2003), önce artan sonra azalan (ters U-form) (Hitt ve ark., 1997) ve önce azalan, sonra artan ve tekrar azalan (S-form) (Benito-Osorio ve ark., 2016; Contractor ve ark., 2003; Lu & Beamish, 2004) şeklinde karşımıza çıkmaktadır.

Uluslararasılaşma ve finansal performans ilişkisinin endüstriyel farklılıklardan ve endüstrideki bilgi düzeyinden etkilendiği de bilinmektedir. Örneğin, Shin ve diğerleri (2017), hizmet sektöründeki yeni uluslararasılaşmaya başlayan işletmeler ile yaptıkları araştırmada bilgi yoğun ve sermaye yoğun işletmelerin birbirinden farklı finansal performans çıktılarını elde ettiklerini tespit etmişlerdir. Bilgi yoğun hizmet işletmelerinin uluslararasılaşma düzeyinin finansal performans ile ters U-formunda bir ilişkisi olduğu belirtilirken, sermaye yoğun hizmet işletmelerinde bu ilişki U-formunda ortaya çıkmaktadır (Shin ve ark., 2017).

Birbirinden oldukça farklı olan bu sonuçlar çoğunlukla gelişmiş ülkelere ait ÇÜİ'leri inceleyen çalışmalardan oluşmaktadır. Bu noktada gelişmekte olan ülkelere ait şirketlerin uluslararasılaşması ve finansal performansı arasındaki ilişkinin doğasına dair çalışmaların daha farklı sonuçlar ortaya koyması beklenebilir. Yong ve Driffield'ın (2012) uluslararasılaşma ve finansal performans ilişkisini 54 farklı araştırma üzerinden inceledikleri meta-analiz çalışmasının bulguları da bu önermeyi destekler niteliktedir. Çalışmaya göre uluslararasılaşma ve finansal performans arasındaki doğrusal olmayan ilişki ABD kökenli şirketleri ele alan çalışmalarda ters-U formunda olurken, diğer ülke kökenli şirketleri inceleyen çalışmalarda U formunda olmaktadır (Yang & Driffield, 2012). Bu açıdan farklı ülke bağlamları için ortaya çıkacak uluslararasılaşma ve performans ilişkisi de farklılaşmaktadır.

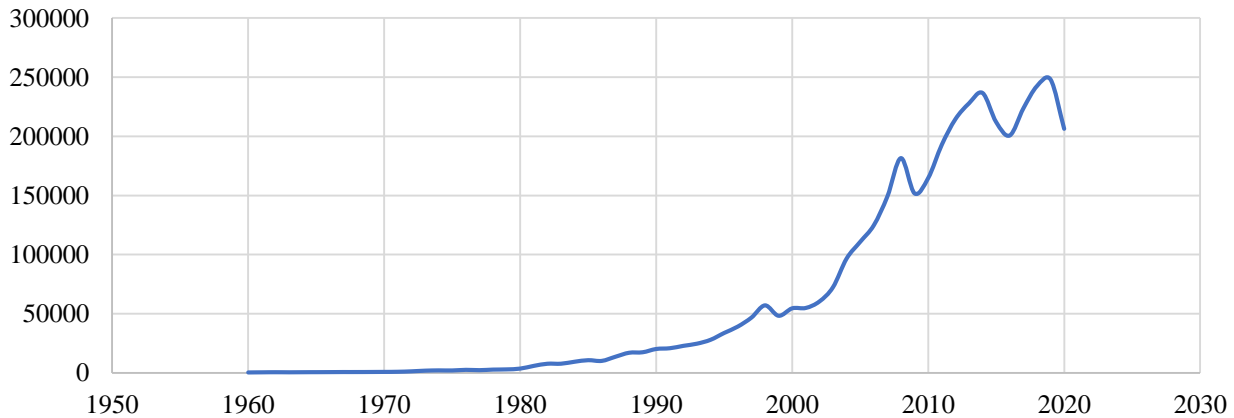
Uluslararasılaşmaya yeni başlayan veya uluslararasılaşmanın ilk safhasında olan şirketler çoğunlukla yabancı olma engeli, yurtdışı pazarları öğrenmenin giriş maliyetleri ve yetersiz ölçek ekonomisine sahip olma gibi dezavantajlar nedeniyle uluslararasılaşmanın sağlayacağı performans avantajlarından faydalanamamaktadırlar (Contractor ve ark., 2003). Özellikle gelişmekte olan ülkelerde ortaya

çıkan ÇUI'lerin uluslararasılaşmalarında düşük işgücü maliyetlerinden ve ucuz hammadde avantajlarından faydalanma daha düşük seviyede gerçekleşeceğinden, uluslararasılaşmanın finansal performansına olan olumlu etkisinde beklenen hedeflere ulaşılmayacaktır. Öte yandan, uluslararasılaşma düzeyinde belli bir seviyenin üzerine çıktığında başlangıç maliyetlerinin düşmesi sonucu performans artışı başlamakta ve yabancı pazarların sağladığı avantajlardan yararlanmak mümkün olmaktadır (Contractor ve ark., 2003; Ruigrok & Wagner, 2003). Gelişmekte olan ülke ÇUI'leri daha çok sermaye yoğun sektörlerde faaliyet gösterdiğinden pazara dair bilgi düzeyinin önce performansı düşüren sonra ise hızla arttıran etkisi daha belirgin olacaktır (Contractor ve ark., 2003; Gaur & Kumar, 2009). Gelişmekte olan ülkelere ait ÇUI'lerin çoğu "yeni doğan" çok uluslular olarak adlandırılmaktadır. Bu işletmeler çoğunlukla ana ülkelerindeki ayırt edici yeteneklerine bağımlı, teknolojik yetkinlikleri ve marka bilinirlikleri kısıtlı, ihracatları sınır ötesi üretimlerinden daha fazla olan ve coğrafi olarak dar bir alanda yatırımlara sahip ÇUI'ler olarak tanımlanmaktadır (Ramamurti, 2009b). Uluslararasılaşma aynı zamanda firmaya özgü avantajların finansal performansına olan olumlu etkisinde aracı bir rol üstlenmektedir. Ancak gelişmekte olan ülke işletmelerinin bu avantajlar yönünden zengin olmaması uluslararasılaşmanın sağladığı performans artışından hızlıca yararlanmalarını da zorlaştırmaktadır (Kirca ve ark., 2011). Örneğin, Wang ve diğerleri (Ge ve ark., 2020), Çin inşaat şirketlerinin uluslararasılaşma düzeyi ve finansal performansı arasındaki ilişkiyi inceledikleri çalışmalarında; ilgili literatürde öngörülen şekilde önce azalan ve sonra artan U-formunda bir ilişki olduğunu tespit etmişlerdir. Benzer şekilde Feng ve diğerleri (2019), Çin'de faaliyet gösteren imalat işletmelerinin uluslararasılaşma düzeyinin finansal performanslarına olan etkisinin önce azalan sonra artan şekilde gerçekleştiğini belirtmişlerdir. Öte yandan, Şili'de faaliyet gösteren ve ihracat yapan 47 firma ile yapılan araştırma bulgularına göre uluslararası farklılaşma düzeyinin finansal performansı önce olumlu sonra olumsuz şekilde (ters U-formu) etkilediği sonucuna ulaşılmıştır (Espinosa-Méndez ve ark., 2021). Gelişmekte olan ülkelerde

faaliyet gösteren işletmeler açısından da ilgili literatürde birbirinden oldukça farklı bulgular göze çarpmaktadır. Bu noktada farklı gelişmekte olan ülkeleri temel alan çalışmalar literatürü daha da zenginleştirecektir.

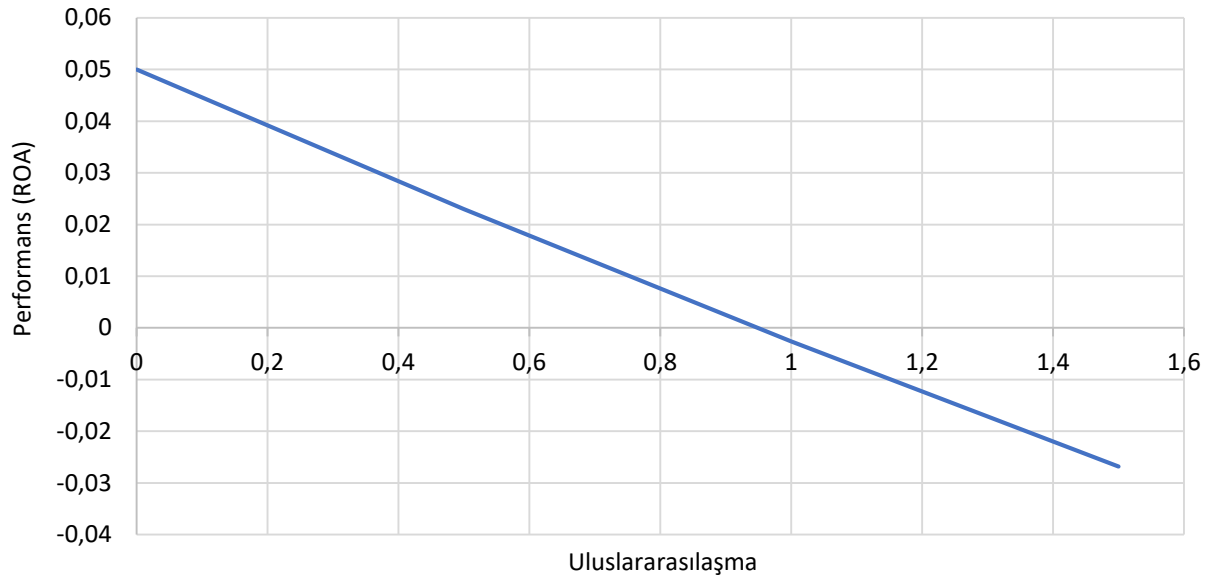
Türkiye'deki işletmelerin uluslararasılaşması da diğer gelişmekte olan ülke ÇUI'lerinde olduğu gibi bir seyir izlemektedir (Ataay, 2012; Kim ve ark., 2004). Türk işletmeleri çoğunlukla ilişkisiz çeşitlendirme yoluyla farklılaşan, devlet teşviklerinden faydalanmak için çoğunlukla olgunlaşmış sanayi alanlarından yatırımlarını şekillendiren ve belirli aileler tarafından kontrol edilen işletme grupları olarak örgütlenmektedirler (Colpan, 2010). Aile işletme grupları ve bağlı şirketleri uluslararasılaşma (ihracat teşvikleri yoluyla, DYY faaliyetleri vs.) dalgalarında Türkiye'deki öncü firmalar arasında yerlerini almışlardır (Buğra, 1995; Yaprak & Karademir, 2010). Bununla birlikte, bu işletmelerin Türkiye'deki aksak piyasa koşulları altında yüksek performans gösteren örgütlenme şekilleri ve iş yapma tarzlarının uluslararasılaşma sürecinde aynı olumlu etkiyi vermesi her zaman mümkün olmamaktadır (Khanna ve ark., 2005; Kim ve ark., 2004). Uluslararasılaşma ve finansal performans ilişkisinde işletmelerin ana ülkelerinin kökeni ve endüstri farklılıkları da belirleyici rol oynamakta ve ilişkinin doğasını değiştirebilmektedir (Contractor ve ark., 2003; Hitt ve ark., 1994). Bu doğrultuda, Türk işletmelerinin yabancı olma engellerini aşma ve farklı kurumsal çevre koşullarında iş yapma performanslarının artmasının ancak pazara dair bilgilerinin artmasıyla ve kademeli bir uluslararasılaşma ile mümkün olacaktır (Yaprak ve ark., 2018). Bir başka deyişle, Türk işletmelerinin uluslararasılaşma düzeyinin artması başlangıçta finansal performansı düşürücü bir etkiye sahip olsa bile, uluslararası pazarlara dair bilgi düzeyleri ve uluslararasılaşma düzeyleri arttıkça işletme performansı da artacaktır.

İlgili yazında Türkiye'deki işletmelerin uluslararasılaşması ve finansal performansı arasında anlamlı bir ilişki olmadığını belirten çalışmalar olduğu gibi (Şahin ve ark., 2015), doğrusal negatif yönlü (Okan ve ark., 2014), doğrusal pozitif yönlü (Yıldız, 2018) ve doğrusal olmayan (Kandil Göker & Uysal, 2017) ilişkilere dair bulgulara da rastlanmaktadır.



Şekil 1. Türkiye'nin Yıllık İhracat Miktarı (Milyon ABD Doları) (UNCTAD, 2022)

Figure 1. Annual Export of Türkiye (Million USD) (UNCTAD, 2022)



Şekil 2. Uluslararasılaşma ve Finansal Performans İlişkisi

Figure 2. The Relationship between Internationalization and Financial Performance

Çizelge 1. Firmaların Sektörlere Göre Dağılımı

Table 1. Distribution of Firms by Sectors

Sektör	Frekans	Toplam	%
İmalat	190	295	%64,85
Toptan ve Perakende Ticaret, Otel ve Lokantalar	34	295	%11,60
Teknoloji	16	295	%5,46
Elektrik Gaz ve Su	15	295	%5,12
Ulaştırma, Depolama ve Haberleşme	9	295	%3,07
İnşaat ve Bayındırlık	8	295	%2,73
Eğitim, Sağlık, Spor ve Diğer Sosyal Hizmetler	7	295	%2,39
Madencilik ve Taş Ocakçılığı	4	295	%1,37
Diğer	6	295	%2,05
İdari ve Destek Hizmet Faaliyetleri	3	295	%1,02
Tarım, Ormancılık ve Balıkçılık	2	295	%0,06
Mesleki, Bilimsel ve Teknik Faaliyetler	1	295	%0,03

Çizelge 2. Tanımlayıcı İstatistikler

Table 2. Descriptive Statistics

Değişkenler	Gözlem Sayısı	Ort.	St.Sap.	Min.	Mak.
(1) Finansal Performans (ROA)	3409	0,03	0,23	-5,77	6,80
(2) Uluslararasılaşma	3388	0,19	0,24	0,00	1,81
(3) Büyüklük	3388	19,05	2,11	7,70	25,20
(4) Pazarlama Harcamaları Yoğunluğu	3386	0,10	1,74	0,00	101,71
(5) Kaldıraç Oranı	3409	0,53	0,44	0,00	9,84
(6) Ar-Ge Yoğunluğu	3388	0,00	0,02	0,00	0,63

Çizelge 3. Değişkenler Arası Korelasyon Katsayıları

Table 3. Correlation Coefficients Between Variables

Değişkenler	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
(1) Finansal Performans (ROA)	1,00					
(2) Uluslararasılaşma	0,04***	1,00				
(3) Büyüklük	0,14***	0,18***	1,00			
(4) Pazarlama Harcamaları Yoğunluğu	-0,02	-0,01	-0,09***	1,00		
(5) Kaldıraç Oranı	-0,40***	-0,01	0,09***	0,02	1,00	
(6) Ar-Ge Yoğunluğu	0,00	-0,03*	-0,08***	0,01	-0,06***	1,00

*** P<0,01; ** P<0,05; * P<0,1

Çizelge 4. Panel Birim Kök Test Sonuçları

Table 4. Panel Unit Root Test Results

Test Adı	Test İstatistiği	p-Değeri
Fisher Phillips ve Perron Testi	P= 1604,66	0,00
	Z=-16,76	0,00
Fisher ADF Testi	P=1070,34	0,00
	Z=-7,17	0,00

Çizelge 5. Sabit Etkiler Regresyon Bulguları

Table 5. Fixed Effects Regression Findings

Değişkenler	Model 1	Model 2	Model 3
Uluslararasılaşma		-0,0530*	-0,0554
		0,0233	0,0488
Uluslararasılaşma ²			0,00278
			0,0339
Büyüklik	0,0228***	0,0238***	0,0238***
	-0,00601	0,0060	0,0060
Pazarlama Harcamaları Yoğunluğu	0,00237**	0,00249**	0,00249**
	-0,00094	0,00094	0,00094
Kaldıraç Oranı	-0,351***	-0,352***	-0,352***
	0,0818	0,0816	0,0816
Ar-Ge Yoğunluğu	-1,133***	-1,121***	-1,121***
	0,110	0,111	0,111
Sabit	-0,201**	-0,210**	-0,209**
	0,0805	0,0813	0,0816
Gözlem Sayısı	3386	3386	3386
R ²	0,221	0,222	0,222
F	50,25***	47,30***	51,06***
İşletme Sayısı	295	295	295

Standart hatalar parantez içinde belirtilmiştir. *** P<0,01; ** P<0,05; * P<0,1

Uluslararasılaşma ve finansal performans arasındaki ilişkinin öğrenme maliyetleri ve geç uluslararasılaşma gibi faktörlerden etkilenmesi Türkiye bağlamında faaliyet gösteren işletmeler için daha belirleyici olacaktır. Bu noktada doğrusal ve tek yönlü ilişkilerin ortaya çıkmasından ziyade geç uluslararasılaşan ülke işletmelerinin sahip olacağı dezavantajlı konumdan dolayı finansal performansın önce azalan sonrasında artan bir seyir göstermesi daha olası bir durumdur. Bu doğrultuda çalışmanın temel hipotezi şu şekildedir:

Hipotez: Türk işletmelerinin uluslararasılaşma düzeyi ve finansal performansı arasındaki ilişki önce azalan sonra artan bir seyir izleyerek U formunda gerçekleşecektir.

Yöntem

Örneklem

Araştırmanın örneklemini 2018 yılında Borsa İstanbul'da (BİST) işlem gören ve finansal olmayan sektörlerde faaliyet gösteren işletmelerden oluşmaktadır. 2018 yılında BİST'de işlem gören toplam işletme sayısı 513 adet olarak tespit edilmiştir. Mali kuruluşlar ana sektörüne dahil olan holding şirketler ve finansal kuruluşlar örneklemden çıkarılmıştır. Holding şirketlerin ve finansal kuruluşların listeden çıkarılması yapısal farklılıkları ve finansal raporlarındaki farklılıklar nedeniyle gerçekleştirilmiştir. Uluslararasılaşmanın

finansal performansa olan etkisinin zaman içindeki değişimini gözlemlemek amacıyla da hem kesit hem zaman düzeyinde analize imkân veren panel veri seti oluşturulmuştur (Wooldridge, 2012). Bu amaçla 2018 yılında BİST'de işlem gören işletmelerin yıllık finansal verileri kullanılacağı için 2005-2018 yıllarında en az 2 yıllık finansal raporlarına ulaşabildiğimiz 295 işletme örnekleme dahil edilmiştir. Bu durum analizlerde dengesiz bir panel veri setiyle hareket edilmesine yol açmıştır. Ancak dengesiz panel veri seti analizleri ile dengeli panel veri seti analizleri arasında anlamlı ve ciddi farklılıklar yer almamaktadır (Yerdelen Tatoğlu, 2013). 295 işletmenin yıllık finansal verileri kullanılarak oluşturulan örnekleme böylece 3409 gözlem sayısına ulaşılmıştır. Örnekleme yer alan veriler 2005-2018 yılları arasında kasıtlı olarak kısıtlanmıştır. 2019 yılı sonunda Çin'de ortaya çıkan ve tüm dünyayı etkisi altına alan Covid-19 salgınının yol açtığı küresel ekonomik durgunluğun hem işletmelerin genel finansal performansı hem de uluslararasılaşması üzerinde meydana getireceği geniş çaplı etki düşünülerek bu kısıtlamaya gidilmiştir. Örnekleme yer alan işletmelerin sektörlere göre dağılımı Çizelge 1'de görüldüğü şekildedir. Örnekleme yer alan firmaların çoğunluğu (%65) imalat sektöründe faaliyet göstermektedir. Bu durum gelişmekte olan ülke şirketlerinin çoğunun olgunlaşmış endüstrilerde faaliyet gösterdiği önermesiyle benzeşmektedir. Dolayısıyla örnekleme

yer alan işletmeler Türkiye bağlamını yansıtacak şekildedir denilebilir.

Araştırma Değişkenleri

Araştırmanın değişkenlerine ait veriler örnekleme yer alan şirketlerin Kamuyu Aydınlatma Platformu'nda (KAP) yayınladıkları yıllık finansal raporlarından ve faaliyet raporlarından elde edilmiştir. Araştırmanın bağımlı değişkeni işletmelerin yıl sonu *finansal performans*ıdır. İlgili yazında finansal performansın birçok farklı şekilde ölçüldüğü bilinmektedir. Araştırmacılar çoğunlukla finansal, operasyonlarla ilgili veya örgütsel etkinliği ölçmeye yönelik performans ölçümlerini kullanmışlardır (Nguyen & Kim, 2020). Finansal performansın ölçümünde çoğunlukla muhasebe temelli performans ölçütlerinin kullanıldığı ilgili yazını da temel alarak bu çalışmada finansal performans aktif karlılığı (ROA) ile ölçülmüştür (Hitt ve ark., 1997). İşletmelerin yıl sonu vergi öncesi net karının toplam aktiflere bölünmesi ile elde edilen aktif karlılığı oranı yerli ve yabancı yazında en sık kullanılan performans ölçütlerinden biridir.

Araştırmanın bağımsız değişkeni *işletmelerin uluslararasılaşma düzeyi* olarak ifade edilmiştir. İşletme performansına benzer şekilde uluslararasılaşmanın ölçümü de birçok çalışmada farklılık göstermektedir (Kirca ve ark., 2011; Nguyen & Kim, 2020). Yurtdışı satışların toplam satışlara oranı, yurtdışı aktiflerin toplam aktiflere oranı, faaliyet gösterilen ülke sayısı, yurtdışı bağlı birimlerin toplam bağlı birim sayısına oranı gibi birçok farklı uluslararasılaşma ölçüm tekniği karşımıza çıkmaktadır (Lu & Beamish, 2004; Sullivan, 1994). Örneğin Sullivan (1994), bu tekniklerin ayrı ayrı uluslararasılaşmayı ölçmede yetersiz kaldığını ve bütüncül bir ölçme metodunun daha anlamlı sonuç elde etmede sağlayacağı faydaları belirtmiştir. Öte yandan, özellikle gelişmekte olan ülkelerde bulunan şirketlerin yurtdışı aktiflerinin miktarını veya yöneticilerinin uluslararası tecrübelerini kamuya paylaşmaları sınırlı olduğundan bütüncül ve çok boyutlu şekilde uluslararasılaşma düzeyi ölçütü kullanmak zorlaşmaktadır. Mevcut sınırlılıklardan dolayı mevcut araştırmada Türkiye bağlamını da dikkate alarak ilgili yazında en çok kullanılan yöntemle uluslararasılaşma düzeyi değişkeni ölçülmüştür. Yurtdışı satışların toplam satışlara oranı araştırmanın bağımsız değişkenini oluşturmaktadır. Benito-Osorio ve diğerleri (2016) ve Rugman ve Oh (2011)'un çalışmalarına bakıldığında yurtdışı satışların toplam satışlara oranının uluslararasılaşma ile ilgili birçok kavramın ölçülmesinde kullanılabileceği görülmektedir. Bu doğrultuda ihracat performansı değişkeni yerine uluslararasılaşma düzeyi değişkeni bağımsız değişken olarak kullanılmıştır.

Araştırmada bağımsız değişkenin bağımlı değişkeni etkisinin test edilmesinde kontrol değişkenlerinden de faydalanılmıştır. İlgili yazında sıkça performans ile ilişkili görülen *firma büyüklüğü* yıllık toplam satışların logaritmik dönüşümü yapılarak analizlere dahil edilmiştir (Chittoor ve ark., 2015; Şahin ve ark., 2015; Singla & George, 2013). *Pazarlama harcamalarının yoğunluğu* ve *Ar-Ge yoğunluğu* pazarlama harcamaları ve Ar-Ge harcamalarının toplam

satışlara oranlanması ile ölçülmüştür. Son kontrol değişkeni olan *kaldıraç oranı* ise kısa ve uzun vadeli yükümlülüklerin toplam değerinin toplam varlıklara bölünmesi ile ölçülmüştür.

Bulgular

Araştırmada yer alan değişkenlerin tümüne ait tanımlayıcı istatistikler ve korelasyon katsayıları Çizelge 2 ve Çizelge 3'te özetlenmiştir. Çizelge 2'de yer alan bulgulara göre örnekleme yer alan işletmelerin ortalama performansları düşük seviyededir. Benzer şekilde uluslararasılaşma düzeyi de oldukça düşüktür. Örnekleme yer alan işletmelerin büyüklük ortalamasının göreceli olarak maksimum değere daha yakın olduğu görülmektedir. Finansal performans ortalamasının düşük olmasına rağmen toplam satışların bir yansıması olan firma büyüklüğünün göreceli büyüklüğü, örnekleme yer alan işletmelerin maliyetlerinin fazlalığına işaret edebileceği değerlendirilmiştir.

Değişkenler arası korelasyon katsayılarına bakıldığında en güçlü ilişkinin kaldıraç oranı ve finansal performans arasında (-0,40) olduğu görülmektedir. Değişkenler arası korelasyon katsayıları 0,60'dan düşük olduğu için çoklu doğrusal bağlantı sorunu araştırma modeli için geçerli değildir. Çizelge 3 incelendiğinde, uluslararasılaşma ve finansal performansın pozitif ve anlamlı ilişkisi olduğu (0,04) ancak bu ilişkinin kuvvetinin oldukça düşük olduğu tespit edilmiştir. Benzer şekilde firma büyüklüğünün hem finansal performans (0,14) hem de uluslararasılaşma düzeyi (0,18) ile pozitif ilişkili olduğu görülmüştür.

Araştırmanın temel hipotezi panel veri ekonometrisi kullanılarak analiz edilmiştir. İstatistiksel analizler yapılmadan önce panel veri setinde durağanlık testleri yapılmıştır. Durağan olmayan zaman serileri sahte regresyona neden olduğundan analiz bulgularının da hatalı yorumlanmasına neden olacaktır. Durağanlığın test edilmesi ise Panel Birim Kök testleri ile yapılmaktadır. Birinci ve ikinci kuşak testler olarak ayrılan bu testlerden birinci kuşak testler birimler arası korelasyona izin vermez iken, ikinci kuşak testler birimler arası korelasyona izin vermektedirler. Yine birinci kuşak testler de kendi içinde iki gruba ayrılmaktadır. Birinci kuşak içinde yer alan ikinci grup testler dengeli panel veri setleri için uygun olduğundan birinci kuşakta yer alan ikinci grup testlere başvurulmuştur. İkinci grup Panel Birim Kök testleri Im, Pesaran ve Shin, Fisher ADF ve Fisher Phillips ve Perron birim kök testlerini içermektedir. Im, Pesaran ve Shin Panel Birim Kök testlerinde seriler arasında boşluk kabul edilmediğinden mevcut çalışmanın veri seti için uygun değildir. Dengesiz panel veri setlerine uygunluk ve bireysel serilerde boşluklara izin vermesinden dolayı durağanlık testleri Fisher ADF ve Fisher Phillips ve Peroron Birim Kök Testleri ile gerçekleştirilmiştir. Çizelge 4'te yer alan bulgular incelendiğinde her iki test için de p değerlerinin 0,05'den küçük olduğu görülmektedir. Bu durumda H0 hipotezi reddedilmiş ve serilerin durağan olduğu tespit edilmiştir (Yerdelen Tatoğlu, 2013). Durağanlık sonucu

veri setinin panel veri analizine uygun olduğunu göstermektedir.

Sabit veya rassal etkiler modellerinden hangisinin kullanılması gerektiği Hausman test sonucuna bakılarak kararlaştırılmıştır. Hausman test sonucu anlamlı çıktığı için bağımsız değişkenin bağımlı değişken üzerindeki etkisi sabit etkiler modeli ile test edilmiştir (Cameron & Trivedi, 2010). Sabit etkiler modelinde heteroskedasite ve birimler arası korelasyon testleri gerçekleştirilmiştir. Değiştirilmiş Wald test sonuçlarına göre ($P < 0,05$) varyans birimlere göre değiştiğinden heteroskedasitenin var olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Birimler arası korelasyonun varlığı ise Pesaran (2021)'in CD testi kullanılarak test edilmiştir. Test sonuçlarına göre hem finansal performans hem de uluslararasılaşma değişkenleri için H_0 hipotezi reddedildiğinden ($P < 0,05$) yatay kesit bağımlılığı olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Sabit etkiler modelinde otokorelasyonun varlığı Bhargava, Franzini ve Narendranathan'ın Durbin-Watson ($1,65 < 2$) ve Baltagi-Wu ($1,76 < 2$) istatistiklerine bakılarak tespit edilmiştir. Sabit etkiler modelinde heteroskedasite, otokorelasyon ve birimler arası korelasyon olması halinde Driscoll-Kraay standart hatalar ile sabit etkiler regresyonu kullanılması gerektiğinden araştırma modelleri bu tahminci kullanılarak tahmin edilmiştir (Tatoğlu, 2012).

Araştırmanın kontrol değişkenlerinin işletmenin finansal performansı üzerindeki etkisi Model 1 aracılığıyla analiz edilmiştir. Çizelge 5'te işaret edildiği üzere, işletmenin finansal performansının işletme büyüklüğünden ($\beta = 0,0228$; $P < 0,01$) ve pazarlama harcamaları yoğunluğundan ($\beta = 0,0023$; $P < 0,05$) pozitif ve anlamlı şekilde etkilendiği görülürken, Ar-Ge yoğunluğu ($\beta = -1,133$; $P < 0,01$) ve kaldıraç oranından ($\beta = -0,351$; $P < 0,01$) negatif ve anlamlı şekilde etkilendiği tespit edilmiştir. Ayrıca bu anlamlı etkiler Model 2 ve Model 3'te de gözlemlenmiştir.

Uluslararasılaşmanın işletmenin finansal performansı ile olan ilişkisini test etmek için önce uluslararasılaşma değişkeninin tek başına bağımlı değişkene etkisini test eden Model 2 analiz edilmiştir. Model 3'te ise uluslararasılaşma ve uluslararasılaşmanın karesinin bağımlı değişkene olan etkisi birlikte analiz edilmiştir. Uluslararasılaşmanın finansal performansa olan etkisi Model 2'de hipotezde öngörüldüğü üzere önce negatif ve anlamlı ($\beta = -0,0530$; $P < 0,1$) bir ilişki ortaya koymuştur. Ancak Model 3'te görüldüğü üzere, uluslararasılaşmanın finansal performansa olan etkisi değişkenin karesi alındığında anlamlı bir ilişki ortaya koyamamıştır. Bu durumda temel hipotezde öngörülen doğrusal olmayan U formunda olan ilişki istatistiki olarak desteklenmemiştir. Türkiye'deki işletmelerin uluslararasılaşma düzeyi arttıkça finansal performansları azalmaktadır. Negatif yönlü ve doğrusal bu ilişki Şekil 2'de görülmektedir. Uluslararasılaşmanın çok fazla artması finansal performansın hem pozitif hem de negatif değerler anlamında artmasına sebep olmaktadır. Ancak regresyon katsayıları ile birlikte ele alındığında uluslararasılaşma düzeyinin artması finansal performansın negatif şekilde değişmesine neden olacaktır.

Sonuç

Uluslararasılaşma stratejisi başta gelişmiş ülkelerde olmak üzere gelişmekte olan ülke şirketleri tarafından da sağladığı çeşitli avantajlar nedeniyle son 50 yılın en önemli araştırma konuları arasında yerini almıştır (Purkayastha ve ark., 2020; Yang & Driffield, 2012). Ucuz hammadde ve işgücüne erişim, çapraz sübvansiyon ve yeni pazar fırsatlarından yararlanma gibi avantajlar birçok işletmenin yabancı olma engeli ve yüksek işlem maliyetlerine katlanma risklerini de göze alarak uluslararasılaşma adımları atmasını sağlamaktadır (Contractor ve ark., 2003; Williamson, 1979; Zaheer, 1995). Bu olumlu ve olumsuz faktörleri bir arada bulundurması nedeniyle uluslararasılaşmanın işletmelerin finansal performansına olan etkisi de birçok araştırmanın temel problemi ve sorusu haline gelmiştir (Kirca ve ark., 2011; Nguyen & Kim, 2020). Mevcut çalışmanın temel sorusu da uluslararasılaşmanın özellikle gelişmekte olan ülkelere ait işletmelerde finansal performansa olan yansımalarını tespit edebilmektir.

Araştırma hipotezi, Türkiye'de faaliyet gösteren ve BİST'de işlem gören işletmeler arasından mali olmayan kuruluşlar üzerinde yapılan panel veri analizi ile test edilmiştir. Elde edilen bulgular temel hipotezde öngörülen, uluslararasılaşmanın artmasının işletmenin finansal performansını önce azaltacağı ve sonra arttıracığı yönündeki önermeyi kısmen desteklemiştir. Türkiye'deki işletmelerin uluslararasılaşma düzeyi arttıkça finansal performansları ilk etapta azalmaktadır. Ancak bu azalma belirli bir eşik değerden sonra artış seyrini göstermemektedir. Bu bulgu literatürde öngörülen ve ABD harici ülkelerde faaliyet gösteren işletmeler için uluslararasılaşma ve performans ilişkisinin U formunda gerçekleşeceği yönündeki bulgu ile uyumsuzdur (Kandil Göker & Uysal, 2017; Yang & Driffield, 2012). Öte yandan mevcut çalışmanın sonuçları, Okan ve diğerlerinin (2014) yönetim kurulu yapısı ve finansal performans arasındaki ilişkide uluslararası çeşitlendirmenin rolünü inceledikleri araştırmanın bulgularını destekler niteliktedir. Bu durum BİST'e kote olan işletmelerin uluslararasılaşma ve finansal performans ilişkisinde 2011 yılından bu yana çok fazla değişim olmadığına da işaret etmektedir. Araştırma bulguları kademeli uluslararasılaşma modelinin öngördüğü pazara dair bilgi düzeyinin uluslararasılaşma düzeyini arttıracığı yönündeki görüşü kısmen desteklemektedir (Johanson & Vahlne, 1977). Öte yandan uluslararasılaşma düzeyini arttırmalarına rağmen Türkiye'deki işletmelerin finansal performans getirilerinden yeterince faydalanamaması uluslararasılaşmanın her problemi çözecek yeterlilikte bir strateji olmadığını da göstermektedir. Türkiye gibi gelişmekte olan ülkelere yeterli düzeyde gelişmemiş kurumsal çevre koşulları ve belirsiz ekonomik çevre işletmelerin uluslararasılaşmanın faydalarını yeterince hissedememesine neden oluyor görünmektedir. Ayrıca, Türkiye'deki işletmelerin çoğunlukla yeni pazar fırsatlarından yararlanmak ve stratejik varlıklara erişmek amacıyla tercih ettikleri uluslararasılaşma stratejisinin

beklenen getirileri sağlamamış olması uluslararasılaşmanın henüz erken aşamasını gerçekleştirmeleri ile bağlantılı görünmektedir (Yaprak ve ark., 2018). Bu işletmelerin 1980'li yıllarda başlayan liberalleşme ve uluslararasılaşma politikalarına paralel şekilde ihracat teşvikleriyle birlikte artmaya başlayan uluslararasılaşma düzeyi (Önis, 1992) günümüzde DYY faaliyetleri ile devam etse de gereken faydayı sağlamakta yetersiz görünmektedir. Bu durumun özellikle imalat sektöründen firmaların çoğunluğunu oluşturduğu örneklemin yapısından kaynaklandığı değerlendirilmiştir. Uluslararası rekabetin çok yüksek olduğu imalat sektörünün sahip olduğu yüksek pazara giriş maliyetleri ve olgunlaşmış endüstri koşulları, Türk işletmelerinin uluslararasılaşma stratejisinden istenen düzeyde verim almasını geciktirmiş görünmektedir. İhracat teşviklerinin Türk işletmelerinin uluslararası rekabet gücünü arttırmada yeterli olmadığı da bir başka sonuç olarak karşımıza çıkmaktadır.

Mevcut çalışmada bazı sınırlılıklar da bulunmaktadır. Araştırmanın en önemli sınırlılığı, finansal değişkenler ile analiz yapıldığından dolayı örneklemin sadece BİST'de yer alan işletmeler ile sınırlı olmasıdır. Öte yandan, kamuya kapalı olan birçok küçük ve orta büyüklükteki işletme de uluslararasılaşma faaliyeti içinde bulunmaktadır. Bu işletmelerin uluslararasılaşmasının işletmelerin finansal performansına yansımaları ile ilgili Türkçe yazında yapılan araştırmalar ise oldukça sınırlıdır. Gelecekteki çalışmalar bu konuda daha kapsamlı sonuçlara ulaşabilir. Bununla birlikte, mevcut çalışmada uluslararasılaşmanın ölçümü tek bir faktör açısından gerçekleşmiştir. İlgili yazında da belirtildiği üzere daha geniş ve kapsamlı uluslararasılaşma ölçütleri ile finansal performans ve uluslararasılaşma ilişkisine dair farklı yönde ilişkiler elde edilebilir. Ayrıca, Türkiye'deki işletmelerin genellikle aile sahipliğinde olmasının uluslararasılaşma tercihlerine ve finansal performansa yansımaları da bir başka ilgi çekici konu olarak gelecek çalışmaları şekillendirebilir. Aile sahipliği ve kontrolünün yüksek risk içeren stratejik tercihlerde engelleyici etkisi de göz önüne alındığında uluslararasılaşma ve performans ilişkisinin aile işletmelerinde nasıl şekillendiği Türkiye bağlamında ilginç bulgular elde edilmesini sağlayabilir.

Extended Summary

The relationship between internationalization and performance has been widely studied in international strategy literature for almost 50 years (Hitt et al., 2006; Nguyen & Kim, 2020; Purkayastha et al., 2020). Both the initial studies and the following ones have provided inconsistent findings on the linear relationship or curvilinear relationships between internationalization and the performance level of firms in different contexts (Brewer, 1981; Grant, 1987; Lu & Beamish, 2004; Ruigrok & Wagner, 2003). Relatedly, these findings generally were tested in advanced country contexts that have corporations with better tangible and intangible resources and capabilities. The research about how emerging

country corporations perform after their internationalization attempts still needs to be investigated in different contexts (Purkayastha et al., 2020). Although internationalization provides advantages like economies of scale and decreased market imperfections in the product, factor, and financial markets (Buckley & Casson, 1976; Dunning, 1998; Ruigrok & Wagner, 2003), firms have to deal with increased transaction costs and liability of foreignness (Lu & Beamish, 2004; Williamson, 1979; Zaheer, 1995) due to operating in institutionally and culturally distant countries. When considering these advantages and costs together, the incremental internationalization (Uppsala) model would be appropriate to investigate the internationalization-performance relationship. Uppsala model proposes a positive relation between market knowledge and internationalization level and market commitment (Johanson & Vahlne, 1977). Since emerging country firms have to deal with the liability of foreignness and the disadvantages of being latecomers in international markets, the incremental internationalization model can be more appropriate to understand their internationalization-performance relationship. International market knowledge of emerging market firms is not so high as their advanced country counterparts. Relatedly, latecomer costs can hinder the benefits of internationalization at the initial stages for these firms. According to Yong and Driffield (2012), this diminishing effect of internationalization is widely seen especially in non-US firms. For this reason, Turkish firms could not get initial benefits of internationalization for financial performance. Lack of brand reputation and technological assets can be other reasons for not getting the initial benefits of internationalization. It is highly possible that the relationship between internationalization and financial performance would be negative up to a threshold level and it would turn out to be positive at this level. Accordingly, this study purposes to find out the nature of the relationship between internationalization and the financial performance of Turkish corporations.

The sample of the study involves 295 nonfinancial firms that are listed in Borsa İstanbul (BİST) for the year 2018. Firm-level financial data has been gathered from Public Disclosure Platform (KAP) for the years 2005-2018 for each company. The final sample includes 3386 firm-year observations and each company has at least 2-year observations in this sample. The dependent variable of the study is the financial performance which is measured through the return of assets (ROA) ratio. This ratio is widely used in the literature. The independent variable of the study is the internationalization level. Although Sullivan (1994) proposed a multidimensional measurement for the degree of internationalization, it is hard to find out the ratio of foreign assets to total assets and the level of international experience of top managers for the firms in Türkiye. The ratio of foreign sales to total sales is used to measure the internationalization level of Turkish firms since it is also widely used in previous

research (Kirca et al., 2011). There are four control variables that have been used to explain the financial performance of Turkish firms. The first control variable is firm size and is measured by the logarithmic transformation of annual sales. Marketing intensity and R&D intensity are other control variables. Both of them are measured through the ratio of marketing expenses and R&D expenses to total sales. The last control variable is leverage which is measured as the ratio of total liabilities to total assets. Panel data analysis has been applied since the data has both cross-sectional and time dimensions. Hausman test has been employed whether a fixed or random effects model is appropriate for hypothesis testing. Hausman test suggests that the fixed effect model is acceptable.

According to findings, firm size ($\beta=0,0228$; $P<0,01$) and marketing expenses ($\beta=0,0023$; $P<0,05$) intensity have a positive impact on the financial performance of listed Turkish firms. However, R&D intensity ($\beta=-1,133$; $P<0,01$) and leverage ratio ($\beta=-0,351$; $P<0,01$) have negative impact on financial performance. While the main hypothesis of the study has proposed a U-shaped relationship between internationalization level and financial performance, partial support has been provided by the findings. Internationalization has shown a negative and significant ($\beta=-0,0530$; $P<0,1$) relationship between financial performance when it was included in the model with its linear term. However, the quadratic term of internationalization has not shown a significant relationship between financial performance in the other model. Consequently, the relationship between the internationalization level and the financial performance of Turkish firms has a linear and negative form.

The findings of this study have not provided evidence for previous research that proposes a U-shaped relation between internationalization and the financial performance of emerging country firms (Kandil Göker & Uysal, 2017; Yang & Driffield, 2012). The negative impact of internationalization on financial performance has indicated that internationalization strategy could not solve every performance problem of emerging country firms. This situation may be a result of the highly uncertain and underdeveloped market environment of Türkiye. Since Turkish firms can still be at the first stage of internationalization, they would not perform better due to operating in different institutional contexts. Moreover, most of the sample firms are from manufacturing industries that have a highly competitive industry structure. This may also hinder to get benefits of internationalization. Another implication of the study is the need for increasing the international competitiveness of Turkish firms besides only using export incentives.

The study also has some limitations. The first limitation is the constrained sample of the study. Due to the lack of financial information on small and medium-sized firms in Türkiye, only listed non-financial firms have been used to investigate the internationalization-performance relationship. Besides, measuring internationalization by only considering foreign sales may limit the findings of the study. Further studies can overcome this problem with a

detailed data gathering process and collecting primary data. Future studies should also consider the role of family ownership and control on international strategy choice and their implications on financial performance.

Kaynaklar

1. Ataay, A. (2012). Türk Aile İşletme Gruplarının Uluslararasılaşma Deneyimleri. İçinde T. Koçel (Ed.), 5. Aile İşletmeleri Kongresi (5th Family Businesses Congress) (ss. 71–92).
2. Benito-Osorio, D., Colino, A., Guerras-Martín, L.Á., Zúñiga-Vicente, J.Á. (2016). The international diversification-performance link in Spain: Does firm size really matter? *International Business Review*, 25(2): 548–558. <https://doi.org/10.1016/J.IBUSREV.2015.09.004>
3. Brewer, H.L. (1981). Investor Benefits from Corporate International Diversification. *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 16(1): 113–126. <https://doi.org/10.2307/2330669>
4. Buckley, P.J., Casson, M. (1976). *The Future of the Multinational Enterprise* (1. baskı). Palgrave Macmillan.
5. Buckley, P.J., Cross, A.R., Tan, H., Xin, L., Voss, H. (2008). Historic and Emergent Trends in Chinese Outward Direct Investment. *Management International Review*, 48(6): 715–748. <https://doi.org/10.1007/s11575-008-0104-y>
6. Buğra, A. (1995). Devlet ve İşadamları: State and Business in Modern Turkey; a Comparative Study. İletişim Yayınları.
7. Calof, J.L., Beamish, P.W. (1995). Adapting to foreign markets: Explaining internationalization. *International Business Review*, 4(2): 115–131. [https://doi.org/https://doi.org/10.1016/0969-5931\(95\)00001-G](https://doi.org/https://doi.org/10.1016/0969-5931(95)00001-G)
8. Cameron, A.C., Trivedi, P.K. (2010). *Microeconometrics using stata* (C. 2). Stata press College Station, TX.
9. Chittoor, R., Aulakh, P.S., Ray, S. (2015). Accumulative and Assimilative Learning, Institutional Infrastructure, and Innovation Orientation of Developing Economy Firms. *Global Strategy Journal*, 5(2): 133–153. <https://doi.org/10.1002/gsj.1093>
10. Colpan, A.M. (2010). Business Groups in Turkey. İçinde A.M. Colpan, T. Hikino, J.R. Lincoln (Ed.), *The Oxford Handbook of Business Groups* (ss. 486–525). Oxford University Press.
11. Contractor, F.J., Kundu, S.K., Hsu, C.C. (2003). A three-stage theory of international expansion: the link between multinationality and performance in the service sector. *Journal of International Business Studies*, 34(1): 5–18. <https://doi.org/10.1057/palgrave.jibs.8400003>
12. Dunning, J.H. (1998). Location and the Multinational Enterprise: A Neglected Factor? *Journal of International Business Studies*, 29(1): 45–66. <https://doi.org/10.1057/palgrave.jibs.8490024>
13. Erdilek, A. (2008). Internationalization of Turkish MNEs. *Journal of Management Development*, 27(7): 744–760. <https://doi.org/10.1108/02621710810883634>
14. Espinosa-Méndez, C., Araya-Castillo, L., Jara Bertín, M., Gorioitía, J. (2021). International diversification, ownership structure and performance in an emerging market: evidence from Chile. *Economic Research-Ekonomiska Istraživanja*, 34(1): 1202–1223. <https://doi.org/10.1080/1331677X.2020.1820359>
15. Feng, D., Chen, Q., Song, M., Cui, L. (2019). Relationship Between the Degree of Internationalization and Performance in Manufacturing Enterprises of the Yangtze River Delta Region. *Emerging Markets Finance and Trade*, 55(7): 1455–1471. <https://doi.org/10.1080/1540496X.2018.1547190>

16. Gaur, A.S., Kumar, V. (2009). International diversification, business group affiliation and firm performance: Empirical evidence from India. *British Journal of Management*, 20(2): 172–186. <https://doi.org/10.1111/j.1467-8551.2007.00558.x>
17. Ge, W., Huijin, Z., Bo, X., Guangdong, W., Yilong, H. (2020). Relationship between Internationalization and Financial Performance: Evidence from ENR-Listed Chinese Firms. *Journal of Management in Engineering*, 36(2): 4019044. [https://doi.org/10.1061/\(ASCE\)ME.1943-5479.0000736](https://doi.org/10.1061/(ASCE)ME.1943-5479.0000736)
18. Gomes, L., Ramaswamy, K. (1999). An Empirical Examination of the Form of the Relationship Between Multinationality and Performance. *Journal of International Business Studies*, 30(1): 173–187. <https://doi.org/10.1057/palgrave.jibs.8490065>
19. Grant, R.M. (1987). Multinationality and Performance among British Manufacturing Companies. *Journal of International Business Studies*, 18(3): 79–89. <http://www.jstor.org/stable/155111>
20. Grant, R.M., Jammine, A.P., Thomas, H. (1988). Diversity, Diversification, and Profitability Among British Manufacturing Companies, 1972–1984. *Academy of Management Journal*, 31(4): 771–801. <https://doi.org/10.5465/256338>
21. Hitt, M.A., Hoskisson, R.E., Ireland, R.D. (1994). A mid-range theory of the interactive effects of international and product diversification on innovation and performance. *Journal of Management*, 20(2): 297–326. [https://doi.org/https://doi.org/10.1016/0149-2063\(94\)90018-3](https://doi.org/https://doi.org/10.1016/0149-2063(94)90018-3)
22. Hitt, M.A., Hoskisson, R.E., Kim, H. (1997). International diversification: Effects on innovation and firm performance in product-diversi. *Academy of Management Journal*, 40(4): 767–798. <https://doi.org/10.2307/256948>
23. Hitt, M.A., Tihanyi, L., Miller, T., Connelly, B. (2006). International diversification: Antecedents, outcomes, and moderators. *Journal of Management*, 32(6): 831–867. <https://doi.org/10.1177/0149206306293575>
24. Hoskisson, R.E., Wright, M., Filatotchev, I., Peng, M. W. (2013). Emerging Multinationals from Mid-Range Economies: The Influence of Institutions and Factor Markets. *Journal of Management Studies*, 50(7): 1295–1321. <https://doi.org/10.1111/j.1467-6486.2012.01085.x>
25. Johanson, J., Vahlne, J.E. (1977). The Internationalization Process of the Firm—A Model of Knowledge Development and Increasing Foreign Market Commitments. *Journal of International Business Studies*, 8(1): 23–32. <https://doi.org/10.1057/palgrave.jibs.8490676>
26. Johanson, J., Wiedersheim-Paul, F. (1975). The internationalization of the firm—four swedish cases. *Journal of Management Studies*, 12(3): 305–323. <https://doi.org/10.1111/j.1467-6486.1975.tb00514.x>
27. Kandil Göker, İ.E., Uysal, B. (2017). Uluslararasılaşma Düzeyi ile Finansal Performans İlişkisi: İmalat Sanayii Firmaları Üzerine Bir Araştırma. *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, 76: 157–172. <https://doi.org/10.25095/mufad.400227>
28. Khanna, T., Palepu, K.G. (2006). Emerging giants: Building world-class companies in developing countries. *Harvard Business Review*, 84(10): 1–20.
29. Khanna, T., Palepu, K.G., Sinha, J. (2005). Strategies that fit emerging markets. *Harvard Business Review*, 83(6): 63–76. <https://doi.org/10.2469/dig.v35.n4.1796>
30. Kim, D., Kandemir, D., Cavusgil, S.T. (2004). The role of family conglomerates in emerging markets: what Western companies should know. *Thunderbird International Business Review*, 46(517): 13–38. <https://doi.org/10.1002/tie.10108>
31. Kirca, A.H., Hult, G.T.M., Roth, K., Cavusgil, S.T., Perry, M.Z., Akdeniz, M.B., Deligonul, S.Z., Mena, J.A., Pollitte, W.A., Hoppner, J.J., Miller, J.C., White, R.C. (2011). Firm-Specific Assets, Multinationality, and Financial Performance: A Meta-analytic Review and Theoretical Integration. *Academy of Management Journal*, 54(1): 47–72. <https://doi.org/10.5465/amj.2011.59215090>
32. Lu, J.W., Beamish, P.W. (2004). International Diversification and Firm Performance: The S-curve Hypothesis. *Academy of Management Journal*, 47(4): 598–609. <https://doi.org/10.5465/20159604>
33. Luo, Y., Tung, R.L. (2007). International expansion of emerging market enterprises: A springboard perspective. *Journal of International Business Studies*, 38(4): 481–498. <https://doi.org/10.1057/palgrave.jibs.8400275>
34. Mathews, J.A. (2006a). Dragon multinationals: New players in 21st century globalization. *Asia Pacific Journal of Management*, 23(1): 5–27. <https://doi.org/10.1007/s10490-006-6113-0>
35. Mathews, J.A. (2006b). Response to professors Dunning and Narula. *Asia Pacific Journal of Management*, 23(2): 153–155. <https://doi.org/10.1007/s10490-006-7163-z>
36. Narula, R. (2006). Globalization, new ecologies, new zoologies, and the purported death of the eclectic paradigm. *Asia Pacific Journal of Management*, 23(2): 143–151. <https://doi.org/10.1007/s10490-006-7162-0>
37. Nguyen, Q.T.K., Kim, S. (2020). The multinationality and performance relationship: Revisiting the literature and exploring the implications. *International Business Review*, 29(2): 101670. <https://doi.org/10.1016/J.IBUSREV.2020.101670>
38. Okan, T., Sarı, S., İlhan-Nas, T. (2014). Yönetim Kurulu Yapısı ile Finansal Performans Arasındaki İlişkide Uluslararası Çeşitlenmenin Aracılık Etkisi. *İstanbul Üniversitesi İşletme Fakültesi İşletme İktisadi Enstitüsü Yönetim Dergisi*, 25(77): 39–79.
39. Önis, Z. (1992). Redemocratization and economic liberalization in Turkey: The limits of state autonomy. *Studies In Comparative International Development*, 27(2): 3–23. <https://doi.org/10.1007/BF02687108>
40. Pesaran, M.H. (2021). General diagnostic tests for cross-sectional dependence in panels. *Empirical Economics*, 60(1): 13–50.
41. Purkayastha, A., Sharma, S., Karna, A. (2020). Theoretical foundations of antecedents of internationalization and moderators in multinationality–performance relationship. *Cross Cultural and Strategic Management*, 27(2): 213–243. <https://doi.org/10.1108/CCSM-03-2019-0055>
42. Ramamurti, R. (2009a). Why study emerging-market multinationals? İçinde R. Ramamurti and J.V. Singh (Ed.), *Emerging Multinationals in Emerging Markets* (ss. 3–22). Cambridge University Press. <https://doi.org/10.1017/CBO9780511576485.001>
43. Ramamurti, R. (2009b). The Theoretical Value of Studying Indian Multinationals. *Indian Journal of Industrial Relations*, 45(1): 101–114. <http://www.jstor.org/stable/27768257>
44. Rugman, A.M., Hoon Oh, C. (2011). Methodological issues in the measurement of multinationality of US firms. *Multinational Business Review*, 19(3): 202–212. <https://doi.org/10.1108/15253831111172630>
45. Ruigrok, W., Wagner, H. (2003). Internationalization and Performance: An Organizational Learning Perspective. *MIR: Management International Review*, 43(1): 63–83. <http://www.jstor.org/stable/40835634>

46. Şahin, K., Artan, S., Tuysuz, S. (2015). The moderating effects of a board of directors on FDI's international diversification in Turkey. *International Journal of Organizational Analysis*, 23(1): 61–88. <https://doi.org/10.1108/IJOA-06-2013-0677>
47. Shin, J., Mendoza, X., Hawkins, M.A., Choi, C. (2017). The relationship between multinationality and performance: Knowledge-intensive vs. capital-intensive service micro-multinational enterprises. *International Business Review*, 26(5): 867–880. <https://doi.org/10.1016/J.IBUSREV.2017.02.005>
48. Singla, C., George, R. (2013). Internationalization and performance: A contextual analysis of Indian firms. *Journal of Business Research*, 66(12): 2500–2506. <https://doi.org/10.1016/j.jbusres.2013.05.041>
49. Sullivan, D. (1994). Measuring the Degree of Internationalization of a Firm. *Journal of International Business Studies*, 25(2): 325–342. <https://doi.org/10.1057/palgrave.jibs.8490203>
50. Tatoğlu, F.Y. (2012). Panel veri ekonometris: stata uygulamalı. Beta Basım Yayın.
51. UNCTAD, (2022). Statistics. <https://unctadstat.unctad.org/wds/TableView/tableView.aspx>
52. Welch, L.S., Luostarinen, R. (1988). Internationalization: Evolution of a Concept. *Journal of General Management*, 14(2): 34–55. <https://doi.org/10.1177/030630708801400203>
53. Williamson, O.E. (1979). Transaction-Cost Economics : The Governance of Contractual Relations. *The Journal of Law and Economics*, 22(2): 233–261.
54. Wooldridge, J.M. (2012). *Introductory Econometrics: A Modern Approach* (5. baskı). Cengage Learning Publishing.
55. Yang, Y., Driffield, N. (2012). Multinationality-Performance Relationship. *Management International Review*, 52(1): 23–47. <https://doi.org/10.1007/s11575-011-0095-y>
56. Yaprak, A., Karademir, B. (2010). The internationalization of emerging market business groups: an integrated literature review. *International Marketing Review*, 27(2): 245–262. <https://doi.org/10.1108/02651331011037548>
57. Yaprak, A., Yosun, T., Cetindamar, D. (2018). The influence of firm-specific and country-specific advantages in the internationalization of emerging market firms: Evidence from Turkey. *International Business Review*, 27(1): 198–207. <https://doi.org/10.1016/j.ibusrev.2017.07.001>
58. Yerdelen Tatoğlu, F. (2013). İleri panel veri analizi stata uygulamalı. Baskı, İstanbul, Beta Yayınları.
59. Yıldız, Y. (2018). İhracat Yoğunluğu, Ar-Ge Yatırımları ve Firma Performansı: Türkiye Örneği. *Ege Akademik Bakis (Ege Academic Review)*, 18(2): 289–305. <https://doi.org/10.21121/eab.2018237357>
60. Zaheer, S. (1995). Overcoming the Liability of Foreignness. *The Academy of Management Journal*, 38(2): 341–363. <http://www.jstor.org/stable/2566830><http://about.jstor.org/terms>