

**T.C.  
CELAL BAYAR ÜNİVERSİTESİ  
SOSYAL BİLİMLERİ ENSTİTÜSÜ**



**BORSA İSTANBUL'DA İŞLEM GÖREN ŞİRKETLERİN  
KURUMSAL ENDEKS DEĞERLERİ İLE FİNANSAL  
ORANLARININ ETKİLEŞİMİ**

**Manisa, 2020**

**T.C.  
CELAL BAYAR ÜNİVERSİTESİ  
SOSYAL BİLİMLERİ ENSTİTÜSÜ**

**YÜKSEK LİSANS TEZİ  
İŞLETME ANABİLİM DALI  
MUHASEBE FİNANSMAN PROGRAMI**

**BORSA İSTANBUL'DA İŞLEM GÖREN ŞİRKETLERİN  
KURUMSAL ENDEKS DEĞERLERİ İLE FİNANSAL  
ORANLARININ ETKİLEŞİMİ**

**Jaihoon YOLCHİ**

**Danışman  
Doç. Dr. Nilgün KAYALI**



**NİSAN-2020**

**Jathoon  
YOLCHI**

**BORSA İSTANBUL' DA İŞLEM GÖREN ŞİRKETLERİN KURUMSAL  
ENDEKS DEĞERLERİ İLE FİNANSAL ORANLARININ ETKİLEŞİMİ**

**2020**

## TEZ ONAYI

**Jaihoon YOLCHI** tarafından hazırlanan "**Borsa İstanbul'da İşlem Gören Şirketlerin Kurumsal Endeks değerleri ile Finansal Oranlarının Etkileşimi**" adlı tez çalışması 00/00/2020 tarihinde aşağıdaki jüri üyeleri önünde Manisa Celal Bayar Üniversitesi Sosyal Bilimleri Enstitüsü **İşletme Anabilim Dalı**'nda **YÜKSEK LİSANS TEZİ** olarak başarı ile savunulmuştur.

**Danışman**

**Doç. Dr. Nilgün KAYALI**

Manisa Celal Bayar Üniversitesi

**Jüri Üyesi**

**Dr. Öğr. Üyesi Filiz YÜKSEL**

Kütahya Dumlupınar Üniversitesi

**Jüri Üyesi**

**Dr. Öğr. Üyesi Anıl GACAR**

Manisa Celal Bayar Üniversitesi

## YEMİN METNİ

Yüksek Lisans tezi olarak sunduğum “**Borsa İstanbul’da İşlem Gören Şirketlerin Kurumsal Endeks Değerleri ile Finansal Oranlarının Etkileşimi**” adlı çalışmanın, tarafımdan bilimsel ahlak ve geleneklere aykırı düşecek bir yardıma başvurmaksızın yazıldığını ve yararlandığım eserlerin bibliyografyada gösterilen eserlerden oluştuğunu, bunlara atıf yapılarak yararlanmış olduğumu belirtir ve bunu onurumla doğrularım.

03/06/2020

Jaihoon YOLCHİ

İmza

## ÖZET

### Borsa İstanbul'da İşlem Gören Şirketlerin Kurumsal Endeks Değerleri ile Finansal Oranlarının Etkileşimi

Kurumsal yönetim anlayışı ile yürütülen firmaların finansal performanslarına dair incelemeler sonucunda her iki performans göstergesinin birlikte değerlendirilmesinin gerekliliği ortaya çıkmaktadır. Bu çalışmada, 2013-2018 yıllar arasında BİST XKURY Borsa İstanbul'da faaliyet gösteren 20 firmanın kurumsal yönetim notları ile ve finansal tablolarından elde edilen 10 finansal oran arasındaki etkileşimi incelenecektir. Araştırma örneklemini oluşturan firmaların kurumsal endeks değerleri ile finansal oranları arasındaki etkileşimi TOPSİS yöntemi ve STATA'da panel veri ve Sabit Etkiler modeli ve Tesadüfi Etkiler modeli ortaya konmaya çalışılmıştır.

TOPSİS analiz yönetiminde firmaların kurumsal yönetim notu ile finansal performans notu arasındaki genel bir ilişkiye rastlanmamaktadır. Bazı yıllarda kurumsal yönetim notu artarken finansal performans notu düşülmektedir veya tersi gerçekleşmiştir. TOPSİS ile elde edilen skorunun panel veri analiz birim kök testlerinden olan; Levin-Lin-Chu, Im-Pesaran-Shin, Hadri LM test birim kök testleri uygulayarak aralarındaki korelasyona bakılmıştır. Veri seti az olmasında, elde edilen skor verileri ile Sabit Etkiler modeli ve Tesadüfi Etkiler modeli ile analiz edilmiştir. Her iki model de %5 anlamlı olmamıştır.

Bundan dolayı kurumsal yönetim notu ile 10 finansal oran arasındaki ilişkiye Stata programı ile bakılmıştır. Her iki model %5 düzeyinde anlamlı. Husmans testi ile Sabit Etkiler ve Tesadüfi Etkiler modeli arasında karar verilmiştir. Tesadüfi Etkiler model sonuçları geçerli olup, Nakit Oranı ( $P > Z$ ) = 0.000 ve %5 düzeyinde anlamlı ve bu kurumsal yönetim açıklamada önemli bir oran olmaktadır. Nakit oranının katsayı değeri 0.0552 ve Asit Test Oranı ( $P > Z$ ) = 0.032 ve %5 düzeyinde anlamlı ve bu kurumsal yönetim açıklamada önemli bir oran olmaktadır. Asit Test Oranının katsayı -0.28461 değere sahip. Diğer finansal oranlar  $P > Z$  değerleri 0.05'ten büyük ve %5 düzeyinde anlamlı değildir.

**Anahtar Kelimeler:** Kurumsal Yönetim, Finansal Performans, Sabit Etkiler ve Tesadüfi Etkiler Modeli, BİST XKURY.

## ABSTRACT

### Interaction of Corporate Governance Index Values and Financial Ratios of Companies in İstanbul Exchange Market

As a result of the examinations on the financial performance of the enterprises carried out with the the understanding of corporate governance, the necessity of evaluating both performance indicators emerge together. In this study, investigate the interaction between the corporate governance ratings of 20 firms operating in BİST XKURY İstanbul Exchange between 2013-2018 and 10 financial ratio values obtained from their financial statements. The interaction between the corporate index values and financial ratios of the companies that make up the sample of the research has been tried to be revealed through the analysis of TOPSİS method, panel data and Fixed Effects, Random-effects GLS in STATA.

As a result, in TOPSİS analysis method not found general relationship between the corporate governance and financial performance score. In some years, the corporate governance performance rating increased but financial performance rating decreased or vice versa. One of the panel data analysis unit root tests of the score obtained with TOPSİS; correlations between them were examined by Levin-Lin-Chu, Im-Pesaran-Shin, Hadri LM test unit root tests. In the low data set, the obtained score data were analyzed with the Fixed Effects model and the Random Effects model. 5% was not significant in both models.

Therefore, the relationship between corporate governance rating and 10 financial ratios has been examined. And both models are significant at the 5% level. And decided between Random Effects model and Fixed Effects model whit Husmans test. Coincidental Effects model results are valid and Cash Rate ( $P > Z$ ) = 0.000 and 5% meaningful and this theoretical management is an important ratio in the explanation. The coefficient value of the cash ratio is 0.0552 and the Acid Test Rate ( $P > Z$ ) = 0.032 and 5%. Acid Test Ratio has a coefficient of -0.28461. Other financial ratios  $P > Z$  values are greater than 0.05 and not significant at 5% level.

**Keywords:** Corporate Governance, Financial Performance, Random Effects, Fixed Effects, BİST XKURY.

## TEŞEKKÜR

Çalışmalarım süresince bilgi, öneri ve yardımlarını esirgemeyerek akademik ortamda olduğu kadar beşerî ilişkilerde de engin fikirleriyle yetişmeme, tez çalışmamda gerekse fikirleriyle beni yönlendiren bütün zorlu aşamalarda her yönden yardımcı olan, tecrübeleri ile ışık tutan ve gelişmeme katkıda bulunan danışman hocam Sayın **Doç. Dr. Nilgün KAYALI** 'ye yürekten teşekkür ederim. Bilgi ve tecrübesi ile lisans ve lisansüstü öğrenim hayatımın tüm zorlu aşamalarında her daim her yönden yardımcı olan, tez çalışmamda yardımlarını esirgemeyen Sayın **Jamshed YOLCHİ** 'ya yürekten teşekkür ederim. Kendilerini tanımaktan büyük onur duyduğum, tez yazma sırasında her türlü desteği veren sevgili hocalarım Sayın **Prof. Dr. Ozan ER Uygur**'a, **Doç. Dr. Burak Kartal**'a yürekten teşekkür ederim. Son olarak da maddi ve manevi desteklerini esirgemeyerek her zaman yanımda olan aileme teőekkürü bir borç bilirim.

Jaihoon YOLCHİ

Manisa, 2020



## İÇİNDEKİLER

ÖZET.....	III
ABSTRACT .....	IV
TEŞEKKÜR.....	V
SİMGELER VE KISALTMALAR DİZİNİ.....	VIII
TABLOLAR DİZİSİ .....	IX
ŞEKİLLER DİZİSİ .....	XI
EKLER .....	XII
GİRİŞ .....	XIII

### BİRİNCİ BÖLÜM

#### KURUMSAL YÖNETİM DEĞERİ İLE FİNANSAL PERFORMANS DEĞERLERİ RASINDAKİ İLİŞKİYİ KONU ALAN ÇALIŞMALARIN İNCELENMESİ

1.1. ULUSAL ÇALIŞMALAR.....	1
1.2. ULUSLARARASI ÇALIŞMALAR .....	7
1.3. LİTERATÜR ÇALIŞMANIN KATKISI .....	13

### İKİNCİ BÖLÜM

#### KURUMSAL YÖNETİMİN KAVRAMI, TARİHSEL GELİŞİMİ, İLKELERİ ve DAYANDIĞI TEORİLER

2.1. KURUMSAL YÖNETİMİN TANIMI .....	16
2.2. KURUMSAL YÖNETİMİN TARİHSEL GELİŞİMİ.....	17
2.2.1. Türkiye’de Kurumsal Yönetimin Tarihsel Gelişimi .....	20
2.3. KURUMSAL YÖNETİMİN GELİŞİMİNDE ETKİLİ OLAN FAKTÖRLER .	20
2.3.1. Firma Skandalları.....	21
2.3.2. Sistematik Krizler .....	21
2.3.3. Uluslararası Sermaye Hareketlerinin Hız Kazanması.....	23
2.3.4. Rekabet Faktörü .....	23
2.4. KURUMSAL YÖNETİMİN DAYANDIĞI TEMEL İLKELER.....	24
2.4.1. Şeffaflık.....	25
2.4.2. Adillik veya Eşitlik .....	26

2.4.3. Hesap Verebilirlik.....	26
2.4.4. Sorumluluk.....	27
2.5. KURUMSAL YÖNETİMİ AÇIKLAYAN ANA TEORİLER.....	27
2.5.1. Vekalet Teorisi.....	28
2.5.2. Temsil Teorisi .....	29
2.5.3. Paydaş Teorisi.....	30
2.5.4. Yönetmel Egemenlik Teorisi.....	31
2.5.5. Miyop Piyasa Teorisi .....	31
2.5.6. Kaynak Bağımlılığı Teorisi.....	31
2.5.7. İşlem Maliyeti Teorisi.....	32

### ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

#### BİST'TE İŞLEM GÖREN ŞİRKETLERİN 2013-2018 DÖNEMİNDE KURUMSAL ENDEKS DEĞERLERİ İLE FİNANSAL DEĞERLERİ ARASINDAKİ İLİŞKİNİN TESPİTİ

3.1. ARAŞTIRMANIN AMACI.....	33
3.2. ARAŞTIRMANIN KAPSAMI (ÖRNEKLEMİ).....	33
3.3. ARAŞTIRMANIN YÖNTEMİ.....	35
3.3.1. Çok Kriterli Karar Verme .....	35
3.3.2. Ekonometrik Analizlerde Kullanılan Veri Türleri .....	41
3.3.2.1. Zaman Serisi Verisi; .....	41
3.3.2.2. Yatay Kesit Verisi;.....	41
3.3.2.3. Panel Veri.....	42
3.3. ARAŞTIRMANIN SONUÇLARI .....	43
3.3.1. TOPSIS Analiz Sonuçları .....	43
3.3.2. Panel Veri Analiz Sonuçları.....	52
3.3.3. Sabit Etkiler Modeli ve Tesadüfi Etkiler Modeli Analiz Sonuçları 56	
3.3.4. Kurumsal Yönetim Notu ile 10 Finansal Oranın Tesadüfi Etkiler Modeli ile Sabit Etkiler Modeli Analiz Sonuçları .....	59
SONUÇ ve ÖNERİLER.....	66
KAYNAKÇA .....	69

## **SİMGELER VE KISALTMALAR DİZİNİ**

<b>AKO</b>	Aktif Karlılık Oranı
<b>BİST</b>	Borsa İstanbul
<b>CGI NK</b>	Çin Kurumsal Yönetim Endeksi
<b>ÇKKVY</b>	Çok Kriterli Karar Verme Yöntemleri
<b>FO</b>	Finansal Oranalar
<b>FP</b>	Finansal Performans
<b>GCC</b>	Gulf Cooperation Council
<b>GİA</b>	Gri İlişkısiz Regresyon Modeli
<b>GİRM</b>	Gri İlişkisel Analiz
<b>İMKB</b>	İstanbul Menkul Kıymet Borsası
<b>İMKB 30</b>	İstanbul Menkul Kıymet Borsası 30 endeksi
<b>KY</b>	Kurumsal Yönetim
<b>KİK</b>	Körfez İş Birliği Konseyi
<b>KAP</b>	Kamu Aydınlatma Platformu
<b>MENA</b>	Kuzey Afrika ve Orta Doğu
<b>OECD</b>	Ekonomik İş Birliği ve Kalkınma Örgütü
<b>SPK</b>	Sermaye Piyasa Kurulu
<b>S&amp;P 500</b>	ABD Standart and Poor's 500 hisse sendi endeksi
<b>S&amp;P Mid Cap 400</b>	ABD Standart and Poor's 500 hisse sendi endeksi
<b>S&amp;P Small Cap 600</b>	ABD Standart and Poor's 500 hisse sendi endeksi
<b>S&amp;9 CNX Nifty 50</b>	Hindistan hisse sendi endeksi
<b>XKURY</b>	Borsa İstanbul Kurumsal Yönetim Endeksi
<b>XUSIN</b>	Çin Bors Pay Endeksi
<b>TOPSIS</b>	Technique for Order Preference by Similarity To Ideal Solution

## TABLolar DİZİSİ

Tablo 1: Çeşitli Finansal Kurumların Kurumsal Yönetim Tanımları .....	17
Tablo 2: Kurumsal Yönetim Tarihsel Gelişimi.....	18
Tablo 3: Türkiye’de Kurumsal Yönetimin Tarihsel Gelişimi.....	20
Tablo 4: Araştırmada Dahil Olan ve Kurumsal Yönetim Endeksinde Bulunan Firmalar .....	34
Tablo 5: Araştırmada Kullanılan Finansal Analiz Oranları .....	34
Tablo 6: Firmaların 2013 Yıl Finansal Oranlarının TOPSIS Skoru.....	43
Tablo 7: Firmaların 2013 Kurumsal Yönetim Notlarının TOPSIS Skoru .....	44
Tablo 8: Firmaların 2014 Yıl Finansal Oranlarının TOPSIS Skoru.....	45
Tablo 9: Firmaların 2014 Kurumsal Yönetim Notlarının TOPSIS Skoru .....	45
Tablo 10: Firmaların 2015 Yıl Finansal Oranlarının TOPSIS Skoru.....	46
Tablo 11: Firmaların 2015 Kurumsal Yönetim Notlarının TOPSIS Skoru....	47
Tablo 12: Firmaların 2016 Yıl Finansal Oranlarının TOPSIS Skoru.....	47
Tablo 13: Firmaların 2016 Kurumsal Yönetim Notlarının TOPSIS Skoru....	48
Tablo 14: Firmaların 2017 Yıl Finansal Oranlarının TOPSIS Skoru.....	49
Tablo 15: Firmaların 2017 Kurumsal Yönetim Notlarının TOPSIS Skoru....	49
Tablo 16: Firmaların 2018 Yıl Finansal Oranlarının TOPSIS Skoru.....	50
Tablo 17: Firmaların 2018 Kurumsal Yönetim Notlarının TOPSIS Skoru....	51
Tablo 18: Firma Kurumsal Yönetimleri İle Finansal Performanslarının Korelasyonu .....	55
Tablo 19: Kurumsal Yönetim ve Finansal Performansın Sabit Etkiler LSDV Modeli İle Analiz Sonuçları .....	57
Tablo 20: Kurumsal Yönetim ve Finansal Performansın Tesadüfi Etkiler GLS Modeli ile Analiz Sonuçları .....	58
Tablo 21: Sabit Etkiler Modeli Analiz Sonuç Tablosu .....	59
Tablo 22: Tesadüfi Etkiler Model Analiz Sonuç Tablosu.....	61

Tablo 23: Sabit Etkiler Modeli İle Tesadüfi Etkiler Modeli İçin Hausman Testi

62



## ŞEKİLLER DİZİSİ

Şekil 1 Abdallah, H. (2009). .....	30
Şekil 2: TOPSIS Yönteminin temel kavramı (A+: ideal nokta, A-: negatif ideal nokta).....	37



## **EKLER**

Ek 1: 2013 Firmaların Kurumsal Yönetim Notları .....	75
Ek 2: Firmaların 2013 Finansal Oranaları .....	75
Ek 3: 2014 Firmaların kurumsal Yönetim Ootları .....	76
Ek 4: Firmaların 2014 Finansal Oranaları .....	76
Ek 5: 2015 Firmaların Kurumsal Yönetim Notları .....	76
Ek 6: Firmaların 2015 Finansal Oranaları .....	77
Ek 7: 2016 Firmaların Kurumsal Yönetim Yotlar .....	77
Ek 8: Firmaların 2016 Finansal Oranaları .....	78
Ek 9: 2017 Firmaların Kurumsal Yönetim Notları .....	78
Ek 10: Firmaların 2017 Finansal Oranaları .....	79
Ek 11: 2018 Firmaların Kurumsal Yönetim Notları .....	79
Ek 12: Firmaların 2018 Finansal Oranaları .....	80

## GİRİŞ

Kurumsal Yönetim; basit bir ifadeyle, şirketlerin dürüst ve açık bir şekilde yönetilmesi anlamına gelmektedir. Kurumsal yönetim uygulamaları dünyada farklı ülkelerde biraz farklılık gösterse de genel olarak firmaların şeffaf bir şekilde yönetilmesi ve hesap verebilme düzeyinin yükseltilmesi, bütün hissedarların çıkarlarının korunması barındıran bir uygulamadır.

Kurumsal yönetim uygulamasının zorunlu bir duruma gelmesi ve gelişmesinde birçok unsur neden olmuştur. Bunlar; uluslararası sermaye hareketlerinin artması, ülkeler arasında ekonomik bağımlılığın artması, uluslararası fon kaynaklarının elde etme rekabetinin artması ve uluslararası şirketlerin artışı sonucu birbirinden farklı mevzuata sahip ülkelerin aynı şekilde uygulamaların bir zorunluluğu ortaya çıkarmıştır. Uluslararası sermaye hareketlerinin ve uluslararası firmaların artması ile ülkelerin finansal piyasalarının entegre olması ile sistematik krizlerinde ortaya çıkmıştır. Bu krizler 1929 yılında ABD'deki büyük buhran ile başlayarak sonra 1970'lerde İngiltere'deki bankacılık krizi, 1980'lerde ABD'deki mevduat ve borç fiyaskosu, 1998'de Rusya'daki mali kriz, 1997-1998 yıllarında Endonezya, Güney Kore ve Taylan başta olmak üzere Asya finansal krizi ve 2008 finansal krizi. Bu krizler kurumsal yönetimi gelişmesine katkıda bulunmuştur.

Başka bir neden ise firmalarda hisse senedi yatırımının yaygınlaşması ile ortaya çıkan sermaye piyasalarında rekabetin artmasıdır. Bunun sonucu ulusal ve uluslararası yatırımcıların firmalara yatırımlarının teşvik etmesi için ve bu yatırımcıların haklarının korunması için firmaların açık ve şeffaf bir şekilde yönetilmesi önem kazanmıştır.

Kurumsal yönetimin gelişmesinde katkıda bulunan bir diğer neden firmaların kötü yönetimi ile ortaya çıkan skandallar ve yolsuzluklar olmuştur. Firma skandalları ve yolsuzluklar ilk başta 1990'lı yılların başında İngiltere'nin BCCI, Maxwell, Polly Peck firmaların ile başlayarak 2000'li yıllarda ABD'nin firmalarına sıçrayan ve daha sonra Fransa, İtalya, Çin, Hindistan ve birçok ülkede görülmüştür.

Kurumsal yönetim araştırmaları da 1990'lı yıllardan bu yana önemli bir konu haline gelip bilim insanları tarafından araştırmalarda değerlendirmeye yer verilmiştir. En önemli gelişme ise, kurumsal yönetim çalışması uluslararası düzeyde 1999 yılında Ekonomik İş Birliği ve Kalkınma Örgütü (OECD) tarafından ilk kurumsal yönetim ilkeleri olan Ekonomik İş Birliği ve Kalkınma Örgütü (OECD)



Kurumsal Yönetim İlkeleri'nin yayımlaması ile büyük bir gelişme yaşamıştır. İlkelerin yayımlaması ile kurumsal yönetim uygulamasının ülkeler tarafından benimsenmesi sonucunda büyük bir gelişme göstermiştir. Be gelişmeler sonucu kurumsal yönetimin değerlendirme ve analiz etme talebinde yatırımcılar, hükümetler ve firmalar gibi birçok kişi ve kuruluşlar tarafından artış göstermiştir.

Kurumsal yönetim ile finansal performans, kurumsal yönetim ile hisse senet fiyatları, kurumsal yönetim ile firmaların değeri gibi konularda birçok araştırma yapılmıştır. Bu araştırmaların genel amacı firmaların kurumsal yönetim notları ile firmaların finansal oranları arasında nasıl bir ilişki olduğunu araştırmaktır. Bu araştırma da firmaların 10 finansal oranı ile kurumsal yönetim dört alt dal (Pay Sahipleri, Kamuyu Aydınlatma ve Şeffaflık, Menfaat Sahipleri ve Yönetim Kurulu) notu ve kurumsal yönetim notu arasında nasıl bir ilişki olduğunu elde etmeye çalışılmıştır.

Çalışmamızın birinci bölümünde; kurumsal yönetim ile finansal performansta yapılan uluslararası çalışmalar ile Türkiye'de yapılan çalışmalara yer verilmiştir.

Çalışmamızın ikinci bölümünde ise kurumsal yönetimin kavramı ve tanımı ile başlayarak teorik gelişimi yer almaktadır. Teorik gelişme hakkında bilgi verildikten sonra kurumsal yönetimin gelişiminde etkili olan ve kurumsal yönetimin ortaya çıkmasına ve zorunlu bir duruma gelmesin'deki etkenler ve faktörler ile tarihi gelişmesi olacaktır.

Üçüncü bölümde ise kullanılan yöntemler hakkında kısa bir bilgi verildikten sonra kurumsal yönetim ile finansal oranlar arasında nasıl bir ilişkinin söz konusu olduğu araştırılacaktır. Araştırmada firmaların kurumsal yönetim notu ile 10 finansal oran değerleri ilk başta TOPSIS yöntemi ile analiz edilmiştir. TOPSIS yönteminde sonra ise bu oranlar dengeli panel şeklinde oluşturularak STATA'da dengeli panel analizi yapılmıştır. Verinin zaman dilimi az olmasında daha sağlıklı sonuç elde etmek için skor değer ve kurumsal yönetim notu ile 10 finansal oran üzerine Sabit Etkiler modeli ve Tesadüfi Etkiler modeli ile analiz yapılmıştır.

## BİRİNCİ BÖLÜM

### KURUMSAL YÖNETİM DEĞERİ İLE FİNANSAL PERFORMANS DEĞERLERİ RASINDAKİ İLİŞKİYİ KONU ALAN ÇALIŞMALARIN İNCELENMESİ

Ekonomi İş Birliği ve Kalkınma Örgütü (OECD)'nün 1999 yılında kurumsal Yönetim İlkeleri'nin yayımlaması ile birçok ülke bu ilkeleri benimsemiştir. Bir çok ülke bu ilkeleri temel alarak ülke şartlarına göre özgü kurumsal yönetim ilkeleri yayımlayarak kurumsal yönetim uygulamalarını başlatmışlardır. Bundan dolayı kurumsal yönetim anlayışı ile yönetilen firmaların üzerinde kurumsal yönetim uygulaması nasıl bir etki yaptığını ve firmanın hangi finansal oranları ve yapısı üzerinde nasıl bir etkiye yaptığı üzerinde araştırmalar son yıllarda artmıştır. Bu çalışmalar birkaçı şu şekilde; Kurumsal yönetim değerleri ile finansal performans değerleri, hisse senet değerleri, faaliyet performansları, mülkiyet yapıları, direktör hisse senet sahipliği gibi çeşitli kurumsal yönetim değerleri ile firma yönetim yapısı ve mal yapısı üzerinde çalışmalar yapılmıştır.

Kurumsal yönetim notu ile firmaların finansal oranları, hisse senet fiyatları, mülkiyet ve sahiplik gibi birçok konu üzerine araştırma yapılmıştır. Bu bölümde kurumsal yönetim notu ile finansal performans üzerinde yapılan çalışmalara değinilecektir. Literatür taraması iki kısma ayrılmaktadır. İlk kısmın'da Türkiye'de bu konu üzerinde yapılan çalışmalar yer almaktadır. İkinci kısmın'da ise dünyada yapılan birkaç çalışma yer verilmiştir.

#### 1.1. ULUSAL ÇALIŞMALAR

Hilal Oğlu (2019), tarafından kaleme alınmış olan; "Kurumsal Yönetim ve Finansal Performansın TOPSIS Yöntemi ile Skorlanması ve Panel Veri Analizi" adlı yüksek lisans tezde çalışmanın amacı, BIST Kurumsal Yönetim Endeksinde yer alan firmaların finansal performansları ile bu firmaların kurumsal yönetim notları arasındaki ilişkinin incelenmesidir. Çalışmasında veri kapsamı, Borsa İstanbul Kurumsal Yönetim Endeksinde dahil olan 18 firmanın 2012-2017 yıllar arasındaki 9 finansal performans oranı ile firmaların bu yıllara ait kurumsal yönetim notlarından

oluşmaktadır. Analizinde; dengeli panel veri analiz yöntemleri ile çok kriterli karar verme yöntemlerinden TOPSIS yöntemi uygulanmıştır. Çalışmasında elde ettiği sonuç ise; şirketlerin kurumsal yönetim notu tablosu panel korelasyon matrisi ile incelendiğinde en kuvvetli ve (+) pozitif yönlü ilişkinin Otokar Otomotiv ile Anadolu Efes şirketleri arasında olduğu ve İhlas Holding ile Hürriyet Gazetecilik arasında ise (-) negatif yönlü orta kuvvetli ilişkinin olduğunu, şirketlerin TOPSIS skoru tablosu panel korelasyon matrisi ile incelendiğinde en kuvvetli ve (+) pozitif yönlü ilişkinin en kuvvetli ilişkinin TOFAŞ ile Aygaz şirketleri arasında olduğu ve Arçelik ile Hürriyet Gazetecilik arasında ise (-) negatif yönlü en kuvvetli ilişkinin olduğunu saptamıştır. TOPSIS skoru değişkeninden kurumsal yönetim notu değişkenine doğru nedensellik ilişkisi bulmuştur. Yani TOPSIS skorunda meydana gelen değişiklikler kurumsal yönetim notunda meydana gelecek değişikliklere neden olduğunu ifade etmektedir. Diğer bir ifade ile finansal performansları iyi olan firmaların TOPSIS skorlaması ile kurumsal yönetim notlarını de daha yükselttiği bir sonuca ulaşmıştır.

Dilek Şengür ve Özbek Püskül, (20119), tarafından kaleme alınmış olan; ‘‘İMKB Kurumsal Yönetim Endeksindeki Şirketlerin Yönetim Kurulu Yapısı ve İşletme Performansının Değerlendirmesi’’ çalışmalarının amacı, yönetim kurulu yapısı ile firmaların performansı arasındaki ilişkinin incelenmesidir. Bu amaçları doğrultusunda Borsa İstanbul Kurumsal Yönetim Endeksinde bulunan 24 firmanın 2009 yıllı verileri üzerine hipotez testi uygulamışlardır. Analizde beş finansal performans oranı ile ele alınmıştır. Sonuç olarak, yönetim kurulunda bağımsız üyesi bulunan işletmelerin varlık getiri oranlarının ve öz kaynak getiri oranlarının yönetim kurulunda bağımsız üyesi bulunmayan işletmelerden daha düşük olduğu tespit edilmiştir. Benzer şekilde, Herhangi bir komite başkanı bağımsız olmayan işletmelerin varlık getiri oranları ve öz kaynak getiri oranlarının, komite başkanının veya başkanlarının tümü bağımsız olan işletmelerin varlık getiri oranından ve öz kaynak getiri oranından daha yüksek olduğu belirlenmiştir. İMKB Borsa İstanbul Kurumsal Yönetim Endeksindeki firmalarda, yönetim kurulunda bağımsız üye olması ve komite başkanlarının tamamının bağımsız üye olması işletmelerin varlık getiri oranını ve öz kaynak getiri oranını ters yönde etkilemekte olduğu sonuca ulaşmışlardır.

Gergin (2019), tarafından yüksek lisans tez çalışmasında kaleme almış olan; ‘‘Kurumsal Yönetim Endeksinde Yer Almanın Bankaların Performansına Etkisi:

Borsa İstanbul'da Bir Araştırma'' adlı çalışmada Borsa İstanbul'da işlem gören 9 bankanın 2012-2012 yıllar arasında kurumsal yönetim endeksinde dahil olmaları durumunda finansal performans üzerine etkisini ilişkin incelenmesidir. Bu 9 Banka finansal tablolarında elde edilen verileri, panel veri ile analize tabi tutmuştur. Bağımlı değişken aktif karlılık (ROA) ve öz kaynak karlılığı (ROE) oranları olarak belirlenmiştir. Bağımsız değişken endekste olma (EO), mevduat /aktifler, öz sermaye/aktifler, takipteki krediler/toplam krediler, krediler/aktifler, kredi/mevduat, faiz gelirleri/faiz giderleri olarak belirlenmiştir. Sonuç olarak, endekste olma değişkeninin aktif karlılığı ve öz kaynak karlılığı üzerindeki etkisinin istatistiksel olarak anlamsız olduğunu tespit etmiştir. Yani bu 9 bankanın kurumsal yönetim endeksinde dahil olmalarının finansal performans üzerinde bir etkiye sahip olmadığını gözlemlendiğini sonuca ulaşmıştır.

Say (2019), tarafından doktora tezinde kaleme almış olan; ''Kurumsal Yönetimin Firma Performansı Üzerindeki Etkisi: Borsa İstanbul Kurumsal Yönetim Endeksinde Bir Uygulama'' adlı çalışmada verilen kurumsal yönetim notunun finansal performans üzerindeki ilişkisinin incelenmesidir. Bu amaç doğrultuda Borsa İstanbul (BİST)'te işlem gören firmaların 2009-2017 yıllar arasında 17 firmanın verileri üzerinde Panel veri analizi ile Beck-Katz (1995)'in geliştirdiği dirençli tahminci yöntemi ile analizinden yararlanmıştır. Firmaların kurumsal yönetim notunun; Pay sahipleri, Kamu aydınlatma ve şeffaflık, Menfaat sahipleri ve Yönetim Kurulunun, Finansal performans göstergeleri olan; aktif karlılığı, öz sermaye karlılığı, Tabin Q oranı, piyasa değeri/defter değeri ve fiyat kazanç oranları arasındaki etkilerini incelemiştir. Elde ettiği sonuç; menfaat sahiplerinin notları, aktif karlılık, öz sermaye karlılık ve tabin Q üzerinde etkisi pozitif yönde olduğunu tespit etmiştir. Firmaların pay sahiplerinin notları ise; aktif karlılık, öz sermaye karlılık ve tabin Q üzerinde etkisi ise negatif olduğunu tespit etmiştir. Yönetim Kurulu ve Kamu aydınlatma ve şeffaflık bir etkiye sahip olmadığı sonuca ulaşmıştır.

Tufan (2018), tarafından yüksek tez çalışmasında kaleme almış olan; ''Kurumsal Yönetim İlkelerinin Finansal performansa Etkisi: Borsa İstanbul Kurumsal Yönetim Endeksinde Yer Alan Firmalar Üzerine Bir Uygulama'' adlı çalışmada kurumsal yönetim ilkeleri ile finansal performans arasında ilişkiyi ortaya çıkarmaya ilişkin incelenmesidir. Çalışmasında Borsa İstanbul Kurumsal Yönetim

Endeksinde (BIST XKURY) 2009-2016 yılları arasındaki verileri belirlemiştir. Analiz yöntemi olarak, panel veri analiz yöntemi uygulamıştır ve bağımlı değişkenler olarak aktif karlılık oranı (AKO) ile öz sermaye karlılık oranı (ÖSKO), bağımsız değişkenler ise kurumsal yönetim ilkeleri olan pay sahipleri, kamu aydınlatma ve şeffaflık, menfaat sahipleri ve yönetim kurulu olarak belirlenmiştir. Kontrol değişkeni olarak da finansal kaldıraç oranı ile firmanın büyüklüğü kontrol değişkenleri olarak belirlenmiştir. İki bağımlı değişken olması nedeniyle iki ayrı model ile incelemiştir. Ve sonuçları; kamu aydınlatma ve şeffaflık ilkesi notu, menfaat sahipleri ilkesi notu, pay sahipleri notu ve finansal kaldıraç değerleri ile aktif karlılık oranı (AKO) arasında anlamlı bir ilişkinin olmadığını sonucuna ulaşmıştır. Ve kamu aydınlatma ve şeffaflık ilkesi notu, pay sahipleri notu, yönetim kurulu notları ile öz sermaye karlılık oranı (ÖSKO) arasında negatif yönlü sonucuna ulaşmıştır. Ve genel olarak kurumsal yönetim notunun finansal performansı etkilediğini bir sonucuna ulaştığını belirtmiştir.

Faruk Güleça, Öztürk ve Özkan (2018), tarafından kaleme alınmış olan ‘‘Kurumsal Yönetim ile Firma Performansı Arasındaki İlişki: Malmquist Toplam Faktör Verimlilik Endeksi Uygulaması’’ makalede kurumsal yönetim ile firmaların finansal performansını ilişkinin incelenmesidir. Cari Oran, Finansal Kaldıraç Oranı ve Net Satışlar / Toplam Varlıklar oranları girdi olarak, Aktif Karlılığı, Satışların Karlılığı, Temettü Oranı, Hisse başına Getiri oranları, çıktı oranları olarak belirlenmiştir. Veri kapsamı, 2012-2016 yılları arasında kurumsal yönetim endeksi (XKURY)’da yer alan, 18 firmadan oluşmuştur. Araştırmada kullanılan yöntem ise, Veri Zarflama Analizi ve Malmquist Toplam Faktör Verimlilik Endeksi. İlk başta etkinlik skorları veri zarflama yöntemi ile elde edilerek kurumsal yönetim ile karşılaştırmışlardır. İkinci adım olarak Malmquist Toplam Faktör Verimlilik Endeksi ile firmaların verimlilik değişim oranları hesaplayarak, firmaların genel performansları elde edilmiştir. Sonuç olarak, Veri Zarflama ile elde edilen etkinlik skorları 2014 yılında 12 diğer yıllarda 9 firmanın etkin olduğunu tespit etmişlerdir. Genel olarak, analizler sonucu ve Kurumsal yönetim notu ile elde edilen sıralamalar arasında kısmen benzer sonuçlar elde etmişlerdir.

Gemici (2017), tarafından yüksek lisans tezinde kaleme alınmış olan, ‘‘Kurumsal Yönetim ve Finansal Performans Arasındaki İlişkinin Entropi Ağırlıklandırılmış TOPSIS Yöntemi ile İncelenmesi; BIST’te Faaliyet Gösteren Gıda

ve İçecek Şirketleri Üzerine Bir Uygulama’’ adlı çalışmada Borsa İstanbul (BİST) Kurumsal Yönetim Endeksinde (XKURY)’de faaliyet gösteren gıda ve içecek sektöründeki firmaların, kurumsal yönetim notları ile finansal performans arasındaki ilişkinin incelenmesidir. Araştırmasında 9 finansal oranı ile kurumsal yönetim notlarını kullanmıştır. Veri seti olarak gıda ve içecek firmaların 2013-2016 dönemler arasında Entropi Ağırlık andırmalı TOPSIS yöntemi ile analize tabi tutmuştur. Seçilen firmalar üzerine yapılan analiz sonucunda kurumsal yönetim notları ile finansal performans notları arasında sürekli ve anlamlı bir ilişki bulunmadığını belirtmiştir. Bu doğrultuda firmaların finansal açıdan başarısız olduğu anlamına söylenemez olduğunu belirterek yalnızca analiz dahilinde, firmaların kurumsal yönetim başarılarının finansal performans başarılarına aynı şekilde etki etmediği sonucuna ulaşılmıştır. alışmasında bazı yıllarda firmaların finansal performansı yüksek iken ilgili yılda, firmanın kurumsal yönetim notlarının düşük olduğunu ve bazı yıllarda firmaların finansal performansı düşük iken ilgili yılda, bu firmaların kurumsal yönetim notlarının yüksek olduğunu gözlemlemiştir. Bu sonuçların araştırmada örneklem küçük olması kurumsal yönetim notları ile finansal performans arasındaki ilişkiyi açıklamamış olabildiği belirtmiştir. Aynı şekilde Türk hukuk sisteminde 2014 yılında kurumsal yönetim düzenlemelerinde zorunlu haline gelmesinin ve yüksek standartlara sahip borsa firmaların kısa bir zamanda uyum göstermeleri ve bunun nedeni bir zorunluluk olarak bakmalarının de etkisi olduğunu belirtmektedir.

Temizel, Doğan ve Ece Bayçelebi (2016), tarafından kaleme alınmış olan; ‘‘Kurumsal Yönetim Endeksi Kapsamındaki İşletmelerin Finansal Performans Analizi’’ adlı makalede amaç kurumsal yönetim endeksinde bulunan 50 firmanın arasından finansal sektör dışında kalan firmaların TOPSIS yöntemi ile finansal performans sıralaması yapmaktır. Bu amaçları doğrultusunda 34 firmanın 2011 ile 2015 yıllar arasında performans sıralaması yapmışlardır. Bu yıllara göre sıralama arasında performans değişimini incelemişlerdir. Sonuç ise; performans sıralamalarında en kesin değişim saptanan firmalar Doğan Holding, GLYHO ve IHLAS olduğu görölmüştür. PETKM firması 2005 yılına kadar düşük performans sahip bu yılda ilk on sıralamaya girdiğini saptamışlardır. PRKME ile TRCAS firmaları 2015 yılına kadar yüksek performans sıralamalara sahip olmalarına rağmen 2015 yılında sıralamada gerilerde kaldıkları görölmüştür. Ortalamalar alındıktan sonra ise

finansal performans sıralamasında en başarılı olduğu görülen firmalar LOGO, TRCAS, MGROS, TTRAK ve PRKME firmalar şeklinde olduğu saptanmıştır.

Karakoç, Tayyar ve Genç (2016), tarafından kaleme alınmış olan; ‘‘Kurumsal Yönetim Endeksi Kapsamındaki İşletmelerin Finansal Performans Analizi’’ adlı makalede çalışmanın amacı Borsa İstanbul Kurumsal Yönetim Endeksi’nde (XKURY)’da yer alan beş firmanın 2007-2014 yıllar arasındaki kurumsal yönetim notu ile finansal performansları ile karşılaştırmaktır. Bu amaçla beş firma için kullandıkları Finansal oranları; likidite oranları, mali yapı oranları, faaliyet oranları, karlılık oranları olmuştur. Firmaların kurumsal yönetim notlarına göre sıralamaları oluşturulmuşlardır. Firmaların 2007-2014 dönem için oran analizi ve Gri İlişkisel Analizi (GİA) yöntemleri kullanılarak finansal performanslarına göre de sıralamaları yapılmıştır. Oluşturulan sıralamada yılları arasında kurumsal yönetim notları ile finansal performans notlarının sıralamasında genel olarak farklı sıralandıkları tespit etmişlerdir. Bazı yıllarda firmaların yüksek olan finansal performans karşısında düşük kurumsal yönetim notu en düşük firmalar arasında yer aldığı ve tersi yani kurumsal yönetim notu yüksek iken finansal performansı düşük olduğu saptanmıştır. Analiz sonucu genel olarak elde ettikleri bulgular bu beş firmanın kurumsal yönetim notları ile finansal performans notları arasında bir bağlantı olmadığı sonucuna varmışlardır.

Akif Soyal (2015), tarafından doktora tezinde kaleme almış olan; ‘‘Kurumsal Yönetim Uygulamalarının Finansal Performansa Etkileri Türkiye Uygulaması’’ adlı çalışmasının kurumsal yönetim uygulamalarının firmaların finansal performanslarını etkileyip etkilemediğini yola çıkarak araştırmıştır. Yöntem olarak panel veri analiz tekniklerinden ilişkisiz regresyon modeli ile GİRM (Görünürde İlişkisiz Regresyon Modeli) kullanmıştır. Veri seti Borsa İstanbul (BİST)’te işlem gören firmaların 2000-2014 yılları arasında dokuz firma seçilmiştir. Panel veri analizi ve GİRM yöntemi ile elde edilen sonuçları ise, bu 9 firmanın 2000-2014 yıllarında kurumsal yönetim uygulamaları finansal performansı olumlu etkisinin olduğunu tespit etmiştir. Farklı finansal oranları ile benzer firmalar için destekleyici sonuçlar elde etmiştir. Analizinden elde ettiği bir diğer sonuç ise firmaların aldıkları kurumsal yönetim değerlerin bundan sonraki çalışmalar için önemli bir kaynak olduğunu belirtmiştir.

Acar ve Mortaş (2011), tarafından kaleme alınmış olan; ‘’ İşletmelerin Hesap Verebilirlikleri ile Performans Oranları İlişkisi: İMKB-30 Endeksinde Yer Alan İşletmeler Üzerine Bir Araştırma’’ makalelerin’da İMKB-30 firmaların 2009 yılı verilerini kullanmışlardır. Hesap verebilirlik skorları hesaplanarak ve firmaların performans oranları arasındaki sebep sonuç ilişkisi Granger Nedensellik Analizi ile test etmişlerdir. Bu analiz sonucunda, firmaların daha hesap verebilir nitelikte olması gerektiği sonucuna varılmıştır. Firmaların bazılarının hesap verebilirlik skorları oldukça düşük olmasının nedeni ise, faaliyet raporlarında kurumsal yönetim ilkeleri gereğince, açıklamaları gereken birtakım bilgileri açıklamadıklarından ve bazıları ise, açıklamadıkları bilgileri gelecek faaliyet dönemine kadar tamamlayıp açıklayacaklarını beyan etmişlerdir. Ayrıca örneklem döneminde tek yıl olması da dikkate alınmalıdır.

Yapılan literatür taramasında; Türkiye’de kurumsal yönetim ile finansal performans arasındaki etki ve ilişki üzerinde yapılan çalışmalar şu şekilde; kurumsal yönetim uygulamaları finansal performansı, kurumsal yönetimin alt dalları olan; Menfaat sahipleri, pay sahipleri, yönetim Kurulu ve Kamu aydınlatma ve şeffaflık notları ile finansal performans karşılaştıran; Soyal (2015), Say (2019), Güleç ve diğerleri (2018) ve Tufan (2018), çalışmalarında olumlu bir ilişki tespit etmişlerdir. Birkaç çalışmada ise tespit edilen bir ilişki söz konusu olmadığını saptamışlardır.

Genel olarak kurumsal yönetimi uygulayan firmalar üzerinde yapılan çalışmalarda, kurumsal yönetim ile finansal performansın üzerinde bir ilişkiye sahip olduğunu belirten çalışmalar da mevcuttur ve kurumsal yönetim ile finansal performansın üzerinde bir ilişkiye sahip olmadığını belirten çalışmalar mevcuttur.

## **1.2. ULUSLARARASI ÇALIŞMALAR**

Al-ahdal, Alsamhi, Tabash ve Farhan, (2020), tarafından kaleme alınmış olan; ‘’ The Impact of Corporate Governance on Financial Performance Of Indian and GCC Listed Firms: An Empirical Investigation’’ makalesinde, çalışmalarının amacı kurumsal yönetim mekanizmasının Hindistan ve Körfez İş Birliği Konseyi (KİK) ülkelerinde listelenen firmalarının finansal performansları üzerine etkilerini test ederek ortaya koymaya çalışmışlardır. Araştırmalarında veri seti için, Hindistan’dan



53 firma ve Körfez İş Birliği Konseyi (KİK)'de dahil olan ülkelerden 53 firmanın piyasa değeri ile 2009-2016 yıllar arasında veriler seçilmiştir. Odak noktaları, denetim komitesi endeksi, şeffaflık endeksi ve yönetim kurulu hesap verebilirlik endeksi gibi farklı yönetim değişkenleri aracılığıyla bazı kurumsal yönetim mekanizmalarına odaklanmışlardır. Analizlerinde kullanılan yöntem ise, kontrol değişkenleri ve kukla değişkenlerin ardışık olarak eklendiği analizde regresyon modellerinde genelleştirilmiş momentum yöntemi ile marjinal etkilerinin test etmek için bağımsız T-testi ile ilişkinin incelemiştir. Bağımsız T-test, finansal performans ve kurumsal yönetim göstergeleri açısından Körfez ülkeleri ile Hindistan arasında önemli bir fark olduğunu yani Hindistan firmalarının Körfez İş Birliği Konseyi (KİK)'de dahil olan ülkelerin firmalarından daha iyi bir performans sahip olduklarını ve bunun nede ise kurumsal yönetimin uygulamasından kaynaklandığını belirtmişlerdir. Kukla değişkenler sonucunda, Hindistan firmalarının Körfez Ülkelerin firmalarından daha iyi bir performans gösterdiğini göstermiştir.

Mertzanis, Basuony ve Mohamed, (2019), tarafından kaleme alınmış olan; ‘‘Sosial İstitutions, Corporate Governance and Firm- Perfomance in The MENA Regin’’ araştırmalarında Orta doğu ve Kuzey Afrika ülkelerinde sosyal kurumlar, özel kurumsal yönetim ve mülkiyet özelliklerini firmaların faaliyet performansı üzerindeki etkiyi araştırmayı amaçlamışlardır. Bu doğrultuda analizinde, 2007-2017 yıllar arasında Orta doğu ve Kuzey Afrika ülkelerinin borsalarında faaliyet gösteren 225 firmadan oluşan finansal ve kurumsal yönetim verileri setini kullanmışlardır. Araştırmada regresyon modelleri ile hipotezlerini test etmişlerdir. Sonuç olarak bu çalışmada, Orta Doğu ve Kuzey Afrika bölgesindeki ülkelerinde kurumsal yönetim ile firmaların performansı arasındaki ilişki, kullanılan performans ölçümlerine göre değiştiğini yeni bulgular ile literatürde katkı sağlamışlardır.

Bhagat ve Bolton, (2019), tarafından kaleme alınmış olan; ‘‘Corporate Governance and Firm Performance: The Sequel’’ adlı makalelerinde 2002-2016 yıllına kadar bir veri seti ile Amerika’da (S&P 500, S&P Mid Cap 400, S&P Small Cap 600) endekslerinde bulunan en büyük 100 finansal kuruluşu seçilmiştir. Uygulanan analiz sonucu elde etikleri sonuçlar, direktör hisse senedi sahipliği ile gelecekteki banka performansı ile ilişkilidir. Banka müdürü hisse senedi sahipliği, finansal kriz öncesi ve sırasındaki bankanın gelecekteki performansı ile olumlu bir

şekilde ilişkilidir ve banka müdürü hisse senedi sahipliği, finansal kriz öncesi ve sırasındaki bankanın gelecekteki riskiyle negatif ilişkilidir; yukarıdaki sonuçların her ikisi de üst düzey banka düzenleyicilerinin ilgisini çekmelidir. Özellikle, banka düzenleyicileri banka performansı ve bankaların aşırı risk alması konusunda endişe duyuyorsa, banka müdürünün mülkiyetine ve banka CEO'sunun istihdam ederken büyük miktarlarda stoklarını satmasını caydıran tazminat politikalarına odaklanmalıdırlar.

Pillai ve Nizar Al-Malkawib, (2018), tarafından ele alınan; ‘‘On The Relationship Between Corporate Governance and Firm Performance: Evidence from GCC Countries’’ adlı araştırmalarında, kurumsal yönetim mekanizmalarının Körfez İş Birliği Konseyi (KİK) ülkelerin firmaların performans üzerindeki etkisini incelemeye amaçlamıştır. KİK ülkelerin borsalarında işlem gören 349 finans ve finans olmayan firmaların 2005-2012 yılları arasında bir panel veri elde edilmiştir. Test edilebilir hipotez temelinde ampirik bir model geliştirilerek bu model parametrelerini test etmek için genelleştirilmiş en küçük kareler yöntemi kullanılmıştır. Elde ettikleri sonuçlar ise, hükümet hissedarları, denetim türü, yönetim kurulunun büyüklüğü, kurumsal sosyal sorumluluk ve kaldıraç gibi yönetim değişkenlerinin Körfez İş Birliği Konsey ülkelerinin çoğunda finansal performansın önemli ölçüde etkilediğini göstermişlerdir.

Paniagua, Rivelles ve Sapena, (2018), tarafından kaleme alınmış olan; ‘‘Corporate Governance and Financial Performance: The Role of Ownership and Board Structure’’ adlı çalışmalarında kurumsal yönetim ve mülkiyet yapısının firmaların finansal performansı ile nasıl bir ilişkili olduğunu araştırmaktadır. Çalışmasında kullanılan panel verileri, 2013-2015 yıllar arasında 19 sektörden 1207 firmanın 59 ülkeden seçmiştir. Çalışmada nitel karşılaştırmalı analiz (Qualitative Comparative Analysis fsQCA) yöntemi ile poisson regresyon kullanarak analizi geliştirmiştir. Çalışmanın ilk olarak katkısı, çalışmada kullanılan ampirik yöntemleri ile, finansal performansın analizinde daha geniş bir yaklaşım sunmak ve ikincisi ise kurumsal yönetim ile mülkiyetin, finansal performanstaki rolü hakkındaki anlayışa yardımcı olmak.

Newaz ve İqbal, (2015), tarafından araştırmaya konu alınan; ‘‘Financial Performance And Corporate Governance in Microfinance: Who Drives Who? An

Evidence From Asia.” Adlı araştırmalarında Asya’daki küçük finans kurumlarının kurumsal yönetim ile finansal performansı arasındaki ilişkisinin, iki yönlü bir şekilde modelleyerek incelemişlerdir. Bu çalışmada küçük finansal kurumların 2007-2011 yılları arasında 18 Asya ülkesinden 173 küçük finans kurumunun verilerinin kullanılmıştır. Analizi iki bölümde ayırmış. İlk bölümde, kurumsal yönetimin, küçük finansal kurumların üzerindeki etkisini incelerken, ikinci bölümünde, finansal performansın küçük finansal kurumların kurumsal yönetim üzerindeki etkisini analiz etmişlerdir. Bulgular kurumsal yönetim, küçük finansal kurumların karlılık durumundan ve sürdürülebilirlik durumundan az etkilendiğini bildirmektedir. Kurumsal yönetimin Asya’nın küçük finansal kurumlarının finansal istikrarı üzerinde önemli bir etkisinin olmadığını göstermektedir. Bunların nedeni olarak küçük finansal kurumlar Asya’da bu sektörde daha az rekabetçi ve politika yapıcılar küçük finans kurumlarının zarar vermeyecek şekilde, kurumsal yönetim politikaları ve yönergeleri geliştirmelidirler.

Aggarwal, (2013), tarafından araştırmaya alanmış olan; “Impact of Corporate Governance on Corporate Financial Performance” adlı makalede Hindistan’ın borsasının S&P CNX Nifty 50 Endeksinde dahil olan 20 firmanın 2010-2011 ile 2011-2012 iki yıllıdan oluşan bir örneklem ile, kurumsal yönetimin finansal performans üzerindeki etkisini Hindistan bağlanımında araştırmıştır. Araştırmada kullanılan yöntemler ise, regresyon, korelasyon, T-testi, F-testi uygulamıştır. Ve araştırma sonucu olarak, araştırmada dahil olan firmaların, kurumsal yönetim puanlarının finansal performans üzerinde olumlu etkileri olduğunu tespit etmiştir. Ve diğer araştırmalar gibi, bu araştırmanın sonuçlarının daha kısa bir zaman dilimi veri kullandığı ve kullanılmasında belirli sınırlamalara tabi olduğunu ve gelecekteki araştırmalar ile bu konunun daha iyi sonuçlara oluşacağının Kanaat’ında olduğunu bildirmiştir.

Bhagat ve Bolton, (2013), tarafından kaleme alınmış olan; “ Director Ownership, Governance, and Performance “ Director Ownership, Governance, and Performance” adlı araştırmalarında Sarbanes-Oxley Yasası’nın (2002 yılında Sarbanes-Oxley yasası, ABD kamu firmalarının kapsamlı denetim ve malı düzenlemeler kuran federal bir yasadır) ABD devlet firmalarının kurumsal yönetim ve firmaların performansı arasındaki ilişki üzerindeki etkisini incelemeye amaçlamışlardır. Ve analiz veri seti 1998-2007 yılları arasında kurumsal yönetim 5

ölçüsü ile dikkate almışlardır. 2002 yılı ve önceki yıllar için yönetim kurulu ile firmaların performansı arasında önemli ve (-) negatif bir ilişki olduğunu ve ancak 2002 yılından sonrası için ise (+) pozitif ve önemli bir ilişki olduğunu tespit etmişlerdir.

Munisi ve Randoy, (2012), tarafından araştırmaya alınan; ‘‘Corporate Governance and Company performance Across Sub-Saharan African Countries’’ adlı araştırmasında Sahra alt Afrika, Botsvana, Gana, Kenya, Malawi, Mauritius, Namibiya, Tanzania, Uganda, Zambiya ve Nierya ülkelerin halka açık şirketlerin kurumsal yönetim uygulamaları ile firmaların muhasebe performansı ve ile piyasa değerini araştırmaya amaçlamıştır. Bu amaca ulaşmak için, ilk başta şirketlerin kurumsal yönetim uygulamalarını gözden geçirmek ve Sahara alt Afrika listelenen şirketler için geçerli bir kurumsal yönetim endeksi oluşturmak. İkinci hedefi, bu şirketlerin kurumsal yönetim endeks puanı ile muhasebe performansı ve piyasa değerlemesi arasındaki ilişkiyi incelemek. Veri seti 2007-2009 yıllar arasında dengesiz panel veriler üzerinde uygulamıştır. Araştırmalarında regresyon yöntemi uygulayarak, Bağımsız değişkenler olarak kurumsal yönetimin beş alt endeksinin: yönetim kurulu, denetim komitesi, bilgilendirme ve şeffaflık, ücret komitesi ve hissedarların hakları olarak belirlenen alt endeksleri kullanmıştır. Bağımlı değişkenleri olarak şirket performansı ve bunun bulmak için uyguladıkları sırasıyla karlılık oranı ve tabin Q’sudur. Kontrol değişkenler, firma büyüklüğü (daha büyük şirketler daha iyi performans göstere bilir), kaldıraç ve Tabin Q olarak kullanıldığı karlılık ve hisse senetlere yatırım yapan yabancı yatırımcılar. Ve araştırma sonucu olarak; Kurumsal yönetim endeksi ile şirketin muhasebe performansı arasında pozitif bir ilişki, kurumsal yönetim endeksi ile piyasa değeri arasında negatif bir ilişki olduğunu bulmuşlardır. Kurumsal yönetimin beş alt endeksinden sadece ikisi, yönetim kurulu ve denetim komitesi endekslerinin muhasebe performansı ile pozitif ve anlamlı bir ilişki olduğunu bulmuşlardır. Diğer alt dalar firmaların performans üzerinde önemli etkisinin olmadığını bulmuşlardır. Ve sadece denetim komitesinin alt endeksi piyasa değerlemesi ile negatif anlamlı bir ilişki olduğu bulunmuştur. Önerileri ise; Güney Afrika ülkeleri ekonomi olarak bölgede kurumsal yönetim reformlarında önemli bir role sahip olduğunu, bu bağlamda gelecekteki araştırmalarda Güney Afrika’nın da dahil edilmesini önerilmiştir. Çalışmanın bir eksikliği de Sahara altı firmaların kurumsal yönetimin benimsemenin veya benimsememenin altında yatan nedenleri ele almamasını de belirtmiştir.

Wei'an L ve Yuejun, (2007), tarafından kaleme alınmış olan; ‘‘An Evaluation o Corporate Governance Evaluation, Governance İnde (CGI NK) and Performance: Evidence from Chinese Listed Companies in 2003’’ adlı araştırmalarında Çin Kurumsal Yönetim (CGI NK) endeksinde 2003 yılında bulunan firmaların kurumsal yönetim ile firmaların performansına nasıl bir etkiye sahip olduğunu araştırmışlardır. Araştırmalarında Çin Kurumsal yönetim (CGI NK) endeksinde bulunan firmaların kurumsal yönetim ve kurumsal yönetimin alt dalları olan, Pay sahiplerinin kontrol endeksi, yönetim kurulunun yönetim endeksi, üst yönetim endeksi, bilgi açıklama endeksi, paydaşların yönetim endeksi ve denetim komitesinin yönetim endeksi değerlerini dikkate alınmıştır. Ve kurumsal yönetim ve alt faktörleri yapılan çalışmaya dayanarak aşağıdaki sonuçlar çıkarılmıştır. Bir, pay sahiplerinin kontrol mekanizması kurumsal değer ve performans üzerinde önemli bir istatistiksel etkisi yoktur. Bununla birlikte daha fazla bağımsızlığa sahip olan şirketler daha karlılığa, stok genişlemeye ve büyüme yeteneğine sahip. İki, yönetim kurulunun iyileştirilmesi, kurumsal yönetim verimliliğini, büyüme becerisini, finansal esneklik güçlendirir. Üç, sağlam bir üst yönetim mekanizması, firmaların karlılığın ve operasyon al verimliliğine artmasına ve aynı zamanda finansal güvenirliliğinin artmasına yardımcı olur. Dört, etkinli bilgi akışı karlılık ve verimliliğin yanı sıra finansal esneklik ve güvenirliliği artırmaktadır olduğunu. Ayrıca, büyük hissedar, firmanın bulunduğu endüstri ile firmanın finansal güvenirliliğini, performans ve piyasa değerini etkilediğini de göstermiştir. Ayrıca düşük finansal kaldıraca sahip olan ve borsada işlem gören firmaların kârlılığını, stok genişleme kabiliyetini ve piyasa değerini artırdığını firma üzerinde de olumlu bir etkiye sahiptir. Aynı zamanda büyük ölçekli firmaların kârlılık, stok genişleme kabiliyeti, operasyon al verimlilik, finansal esneklik ve güvenlik konusunda daha iyi performans gösterirken daha düşük bir piyasa değerlerine sahip olduğunu bildirmiştir.

Cheng, (2006), tarafından kaleme alınmış olan; ‘‘Board Size and The Variablitiy of Corporate Perfomance’’ adlı araştırmasında daha büyük kurumsal yönetime sahip firmaların performans arasında nasıl bir ilişkiye sahip olduğunu araştırmıştır. 1996-2004 yılları İvestor Responsibility Research Center’in 1252 firma verileri ile incelemiştir. Araştırma sonucunda, daha büyük yönetim kurulları olan firmaların daha düşük firma performansı elde edildiğini ulaşmıştır. Yönetim kurulunun büyüklüğü ile aylık hisse senedi getirileri, aktif karlılığı olan Tabin Q,

büyüme ve Ar-Ge harcamaları arasında negatif ilişki gözlemlenmiştir. Büyük firmalarda da karara ulaşmak fazla zaman ve uzlaşmadaki sorunlar ile büyük yönetim kuruluna sahip firmaların kararları oldukça az gerçekleşme şansı bulunmakta olduğunu. Ve bu durumda firmaların performanslarını olumsuz yönde etkilenmekte olduğunu bildirmiştir.

Gompers, Ishii ve Metrick, (2003), tarafından kaleme alınmış olan; ‘‘Corporate Governance and Equity Prices’’ adlı araştırmalarında amaçları hissedar hakları ile firmalar arasındaki farklılıkları göstermek. Araştırma yöntemleri ise, 1990’li yıllarda 1500 firmanın 24 değişkenli bir kurumsal yönetim endeksi oluşturulmuşlar ve firmaların kurumsal derecesini hesaplanmışlardır. Ve elde ettikleri sonuçlar ise, kurumsal yönetim derecesi düşük olan firma hisselerinin yüksek derecedeki firma hisse senetleri ile değiştirilmesi sonucunda ortalama %8,5 kadar normalin üstü getiri elde etmişlerdir. Daha güçlü Kurumsal yönetim düzeyine sahip olan firmaların, daha yüksek firma değeri, kar ve büyüme oranlarını elde ettikleri bunun yanı sıra daha az sermaye harcaması yaptıkları ve aynı zamanda daha az sayıda başka firmaların satın aldıkları sonucuna ulaşmışlardır.

### **1.3. LİTERATÜR ÇALIŞMANIN KATKISI**

Son yıllarda yapılan çalışmalara bakıldığında kurumsal yönetim ile finansal performans üzerinde yapılan çalışmalar çok çeşitli şekillerde yapılmıştır. Bu literatür çalışmasında kurumsal yönetim ile finansal performans arasındaki ilişki ve etkileşimi firmalar üzerinde inceleyen çalışmaların yanında; firmalar üzerinde kurumsal yönetim uygulayan ülkeler arasında performans farklılıklar üzerinde araştırmaları da kapsamaktadır.

Bu araştırmalarda, ülkeler üzerinde kurumsal yönetim endeksi oluşturularak ve firmaların kurumsal yönetim derecesini hesaplayan, kurumsal yönetim endeksi oluşturulmuşlar ve firmaların kurumsal derecesini hesaplayan, kurumsal yönetim mekanizmalarının Körfez İş Birliği Konseyi (KİK) ülkelerin firmaların performans üzerindeki etkisini araştıran veya Asya’daki küçük finans kurumlarının kurumsal yönetim ile finansal performansı arasındaki ilişkinin inceleyen çalışmalar gibi çok geniş bir literatür taraması yapılmıştır.

Bu literatür çalışmasında elde edilen bilgi dahilinde, Kurumsal yönetimi uygulayan ülkelerde firmaların finansal performansı ile kurumsal yönetim arasında bir ilişki inceleyen çalışmalarda tam bir ilişki söz konusu değildir.

Genel olarak kurumsal yönetimi uygulayan firmalar üzerinde yapılan çalışmaların yanında, kurumsal yönetim ile finansal performansının üzerinde bir ilişkiye sahip olduğunu belirten çalışmalar da mevcuttur ve kurumsal yönetim ile finansal performansının üzerinde bir ilişkiye sahip olmadığını belirten çalışmalar mevcuttur.

Burada yapılan literatür çalışmasında kullanılan çeşitli çalışmalar kullanılan yöntem ve modeller belirtilmiştir ve gelecekteki çalışmalar yol gösterici bir nitelikte olduğu Kanaat'ındayım.



## İKİNCİ BÖLÜM

### KURUMSAL YÖNETİMİN KAVRAMI, TARİHSEL GELİŞİMİ, İLKELERİ ve DAYANDIĞI TEORİLER

Küreselleşmenin ortaya çıkmasıyla birlikte, dünya genelinde ülkeler arasında ticaretin artması, uluslararası firmaların artması, sıcak para dönüşümünün artması, teknolojik yenilikler ile sermayenin çok az bir zamanla istenilen ülkeye yatırım yapılması gibi nedenler ile ülkeler arasında entegrasyon daha belirgin bir hale gelmiştir. Bununla birlikte, firmalar üzerinde daha az hükümet kontrolü söz konusu olması ve firmaların daha büyük bir kötüleşen yönetimleri ile ortaya çıkan sıkandalar ve iflaslar ile yatırımcılar ile paydaşlara büyük kayıplara uğramalarına neden olmuştur. Diğer yandan sistematik krizler ülke içinde (bir sektördeki krizin diğer sektörlerle sıçraması ve yayılması) yanında iktisadi ilişki içinde olan ülkeleri de etkilemesi ile bu tip krizlerin dünyada artması kurumsal yönetim anlayışının gelişiminde önemli bir rol oynamıştır. Diğer yandan uluslararası yatırımların yaygınlaşması daha fazla yatırımcının teşvik edilmesi gibi nedenler ortaya çıkmıştır. Bu neden ile firmaların hesap verebilirliğe ve halka açık bir şekilde yönetilmeleri ihtiyaç duyulmuştur.

Kurumsal yönetimin belirgin bir şekilde gelişmesi, OECD tarafından uluslararası düzeyde 1999 yılında ilk kurumsal yönetim ilkeleri olan OECD kurumsal yönetim İlkeleri'nin yayımlanması ile olmuştur. Bu OECD ilkelerinin yayımlanmasından önce birçok ülkede kendi mali yapısı ve firmaları üzerinde düzenlemeler ve kısıltmalar getirmişlerdir. Bunlar; 1934 yıllarında ABD'de sermaye piyasalarını ilk kez düzenleyici otoritesi olan Securities Exchange Act'te denetim yetkisi vermesi, Avrupa Birliğinde 1968 yılında ilk kez firmalar hukuku kabul etmesi ile yeni düzenlemeler getirilmiştir. Sonraki yıllarda ise İngiltere, Gonya Afrika, Fransa, Hollanda... birçok ülkede düzenlemeler getirilmiştir. Ama OECD kurumsal yönetim ilkelerinin birçok ülke tarafından benimsenmesi ve son yıllara firmalar üzerinde uygulanması ile birlikte iş dünyasında hem de akademik araştırmaların arttığı bir konu haline gelmiştir.

Bu bölümde kurumsal yönetim kavramı ve tanımı hakkında bilgi verildikten sonra, kurumsal yönetimin teorik gelişimi üzerinde durulacak. Kurumsal yönetimin uluslararası düzeyde OECD tarafından ilkelerinin yayılması ile tarihsel gelişimi üzerinde kısa bir bilgi verilmiştir ve sonra Türkiye'de kurumsal yönetimin tarihsel



gelişii üzerinde bilgi varılmıştır. Son olarak da kurumsal yönetimin temel ilkeleri üzerine bilgi verilmiştir.

## **2.1. KURUMSAL YÖNETİMİN TANIMI**

Kurumsal yönetim ile ilgili çeşitli şekillerde tanımlar mevcuttur. Kimler tarafından nerede ne amaçla kullanıldığına ve kullanılan kurum ve kuruluşlara göre tanımlarında değişiklik mevcuttur. Kurumsal yönetim bu tanımlarımdan birkaçı şu şekildedir.

Kurumsal Yönetim, bir kurumun yönetilme biçimini ve yönetim işlevini ifade eder. Örneğin, bir ülkenin yönetişimi yasama meclisi, yürütme hükümeti ve yargı için yetkileri ve eylemleri ifade eder. Kurumsal yönetim, firmaların yönetilme şeklini ve hangi amaca yöneldiklerini ifade eder. Firmaların hedeflerine ulaşacağı şekilde yürütülmesini sağlamaya yönelik uygulanan prosedürlerle ilgilidir. Bu varyasyonlar yönergelerine ve kısıtlamalarına tabi olarak ve firmanın ne yaptığına ilgi duyan diğer gruplara bağlı olarak sahiplerinin zenginliğini en üst düzeye çıkarmak olabilir (Egemen, 2004: 2).

Kurumsal yönetim, bir firmanın yönetimini, yönetim kurulu, hissedarları ve diğer menfaat sahipleri arasındaki bir dizi ilişkiyi ve düzenlemeleri içermektedir. Kurumsal yönetim firmada bulunan yönetim kurulu, yöneticiler, menfaat sahipleri, pay sahipleri gibi gruplar arasında sorumluluk ve hak dağıtımını belirlemekte ve şirketin hedefleri için karar alma mekanizmaları ile ilgili kurallar ve prosedürler belirlemektedir. Ayrıca kurumsal yönetim şirketin hedeflerinin nasıl belirleneceğini ve bu belirlenen hedeflere nasıl ulaşılacağını belirlemektedir (Ekonomik İş Birliği ve Kalkınma Örgütü (OECD), 1999'dan aktaran Nur Zengin ve Altıok Yılmaz, 2017: 685).

Sürdürülebilir bir şekilde değer yaratan ve uzun vadede firmanın sürekliliğini sağlama amaçları doğrultusunda firmanın faaliyetleri yürütülürken; yönetim kurulu, üst yönetim, hissedarlar ve diğer paydaşlara olan ilişkilerin, bunların rol ve sorumluluk ilkeleri esas alınarak en uygun şekilde tasarlandığı, yönetim ve denetim

fonksiyonlarının birbirinden ayrıldığı, hissedarların çıkarları korunurken diğer ilgili paydaşların hak ve menfaatlerine de saygı gösterildiği, iyi firma yönetimi biçimidir (Alp ve Kılıç, 2014: 37) şeklinde ifade edilmektedir.

Kurumsal yönetim, piyasa ekonomisinde firma hissedarları, firma yöneticileri ve firmada yatırım yapan diğer hak sahibi (shareholder) ve paydaşları (stakeholder) arasındaki ilişkileri şekillendiren kurallar bütünü şeklinde tanımlanmaktadır (Macey ve O'Hara, 2000'dan aktaran Gençler İpek, 2009: 5).

**Tablo 1: Çeşitli Finansal Kurumların Kurumsal Yönetim Tanımları**

Kurumsal yönetim, firmaların yönetim ve kontrolüne yönelik yapıları ve süreçleri ifade eder.	International Finance Corporation [IFC], 201
Kurumsal yönetim bir firmanın yönetimi, kurulu, hissedarları ve diğer paydaşları arasında bir dizi karşılıklı ilişkiyi içerir. Kurumsal yönetim aynı zamanda, şirketin hedeflerinin belirlendiği yapıyı ve bu hedeflere ulaşma ve izleme performansının belirlenmesini sağlar.	Organisation for Economic Co-operation and Development [OECD], 2004
Kurumsal yönetim, firmaların yönlendirildiği ve kontrol edildiği sistemdir.	Cadbury Raporu, 1992
Kurumsal Yönetim kurumların mali sermayeyi çekip faaliyetlerini etkin bir şekilde yerine getirirken hem toplumun değerline saygı gösterip hem uzun dönemde ortaklarının refahına katkı sağlayan her türlü kanun, kod, uygulamadır.	World bank, 2000

**Kaynak:** Turancıgil, 2018: 5.

Kurumsal yönetim, genel olarak firmaların sorumluluk, firma sürekliliğini sağlaması, sürdürülebilir bir şekilde değer yaratması, yönetilme şeklini yani, firma hissedarları, firma yöneticileri, firmada yatırım yapan diğer hak sahibi ve paydaşlar, kamu gibi gruplar arasındaki gibi hak ve ilişkilerini belirlemekle ilgili kurallar ve prosedürler sunmaktadır.

## 2.2. KURUMSAL YÖNETİMİN TARİHSEL GELİŞİMİ

Kurumsal yönetim 1930'li yıldan bu yana önem kazanmaya başlamıştır. Kurumsal yönetimin ile ilgili en belirgin gelişmesi 1990'lı yılların başından itibaren daha önemli bir konu haline gelmeye başlamıştır. Kurumsal yönetimin tarihsel gelişiminde birçok unsurun rolü vardır. Bunlar uluslararası sermaye hareketlerinin

artması, ülkeler arasında ekonomik bağımlılığın artması, firma skandalları, sistematik krizler, uluslararası fon kaynakları, birbirinden farklı mevzuata sahip ülkelerin aynı şekilde uygulamaları zorunluluğu ortaya çıkması gibi nedenler ortaya çıkması ile zorunlu bir duruma gelmiştir. Başka bir neden ise firmaların hisse senedi yatırımının yaygınlaşması ile ortaya çıkan sermaye piyasalarında rekabetin artması. Bunun sonucu ulusal ve uluslararası yatırımcıların firmalara yatırımların teşvik etmesi için ve bu yatırımcıların haklarının korunması için firmaların açık ve şeffaf bir şekilde yönetilmesi önem kazanmıştır.

Firmaların gelişmesi ile sahiplik ile yönetim farklı kişiler olması ile ilk Adam Smith firmaların yönetimindeki zafiyetlere dikkat çekmesi ile diğer araştırmacılar firmaların yönetim kısmında çalışmaları ile vekalaet teorisinin gelişmiştir. Bu çalışmalarından sonra; İngilterede ilk anonim firma kanunu, ABD’de 1929 yılında büyük buharan nedeni ile sermaye piyasalarını 1933-1934 yılında kapsamlı düzenleme ve denetim kanunları yürürlüğe girmiştir. Bu gibi firma hukuku, devletler tarafından düzenlenen firma raporları ve çıkarılan kanunlar 1930’lerden sonra belirgin hale gelmiştir. Kurumsal yönetim kavramı hakkındaki gelişmeler ve olayların kronolojik olarak aşağıdaki tabloda belirtilmiştir.

**Tablo 2: Kurumsal Yönetim Tarihsel Gelişimi**

Yıl/Dönem	Olay veya Gelişme
1600’ler	İngiltere ve Hollanda’da faaliyet gösteren Doğu Hindistan firmasının, sahiplik ile kontrolü birbirinden ayıran bir çeşit yönetim kurulu yapısını uygulamaya alması,
1776	Adam Smith’in Ulusların Refahı adlı kitabında firmaların yönetiminin kontrol edilmesindeki zafiyetlere ve sorunları üzerine dikkat çekmesi,
1844	İngiltere’de dünyadaki ilk anonim şirket kanununun yürürlüğe girmesi,
1931	ABD’de Berle ve Means tarafından Modern Şirket ve Özel Mülk (The Modern Corporation and Private Property) isimli yeni ufuklar açan çalışmanın yayınlanması,
1933-34	ABD’de sermaye piyasalarını ilk kez düzenleyici otorite Securities Exchange Act’te denetim yetkisi veren kanunların yürürlüğe girmesi,
1968	Avrupa Birliği’nin ilk kez firmalar hukuku direktifini kabul etmesi,
1987	ABD’de Tradeway Komisyonu (COSO) tarafından hileli finansal raporlama ile denetim komitesinin rol ve sorumlulukları konularında öneri getiren ve iç kontrol için bir çerçeve geliştiren raporun yayınlanması,
1990-91	İngiltere’de Polly Peck, BCCI ve Maxell adlı firmalarının çöküşü,

1992	İngiltere’de Cadbury komitesi tarafından kurumsal yönetim ilişkin rapor düzenlenmesi ve ilk kurumsal yönetim kodunun yayınlanması,
1993	İngiltere borsalarında işlem gören şirketlere ‘‘uygula veya uygulamıyorsan açıkla’’ (Comply or Explain) yaklaşımı çerçevesinde kurumsal yönetim uygulamalarını açıklama yükümlülüğü getirilmesi,
1994	Gönye Afrika’da King Raporu’nun yayınlanması,
1994-95	İngiltere’de iç kontrol ve finansal raporlama konusunda Rutteman, yöneticilere verilen ücretler konusunda Greenbury ve kurumsal yönetim konusunda Hampel raporlarının yayınlanması,
1995	Fransa’da Vienot Raporu’nun yayınlanması,
1996	Hollanda’da Peters Raporu’nun yayınlanması,
1997-98	Çok sayıda ülkeyi etkileyen Asya krizi,
1999	OECD tarafından ilk kez bir uluslararası düzey çalışma ile kurumsal yönetim ilkeleri olan OECD kurumsal yönetim İlkeleri’nin yayımlanması,
1999	İngiltere’de iç kontrol konusunda Turnbull kılavuzunun yayımlanması,
2001	ABD’de borsada işlem gören en büyük yedinci şirket olan Enron şirketinin iflas etmesi,
2001	Avrupa Birliği’nde Avrupa Sermaye Piyasalarının Düzenlenmesi konusunda Lamfalussy Raporu’nun düzenlenmesi,
2002	Almanya’da Alman Kurumsal Yönetim Kodunun yayımlanması,
2002	ABD’de Enron ve diğer şirketler skandallarına tepki olarak Sarbanes-Oxley Act adlı kanunun çıkarılması,
2002	Avrupa Birliği’nde şirketler kanunu reformu konusunda Winter Raporu’nun yayımlanması,
2003	İngiltere’de icracı olmayan yönetim kurulu üyelerine ilişkin Higgs Raporu’nun yayımlanması,
2004	İtalya’da Parmalat skandalının ortaya çıkması,
2004	OECD kurumsal yönetim ilkeleri üzerine düzenlemeler ile güncellenmesi,
2008	Global finansal krizin başlaması, Lehman Brothers’ın iflası, Madoff yolsuzluğu ve diğer şirket skandallarının ortaya çıkışı,

**Kaynak:** IFC, 2010: 11-12’den aktaran Alp ve Kılıç, 2014: 48.

Tabloda da görüldüğü üzere 1992 yılında İngiltere ilk Kurumsal yönetim düzenlemesi yapmıştır. 1993 yılında İngiltere borsasında işlem gören firmalara ‘‘uygula veya uygulamıyorsan açıkla’’ prensibi ile hareket etmişlerdir. Kurumsal yönetim çalışmalar ve uygulamaları gelişmiş ülkeler tarafından yapılarak 1999 yılına kadar gelmiştir. Kurumsal yönetim uluslararası düzeyde bir çalışma ise OECD tarafından 1999 yılında kurumsal yönetim ilkelerinin yayınlanması ile önemliliğini artırmıştır. Birçok ülke bu ilkeleri benimseyerek, bu ilkeler çerçevesinde kendi ülke şartlarına göre kurumsal yönetim ilkeleri yayımlamışlardır.

### 2.2.1. Türkiye’de Kurumsal Yönetimin Tarihsel Gelişimi

Türkiyede Kurumsal yönetim çalışmaları TKYD (Türkiye Kurumsal Yönetim Derneği) tarafından yapılan araştırmalar ve eğitimlerle ile yaygınlaştırılmaya çalışılmıştır. Türkiye’de ilk kurumsal yönetim çalışması TÜSİD tarafından ve 2002 yılında ‘‘Kurumsal Yönetim En İyi Uygulama Kodu: Yönetim Kurulunun Yapısı ve İşleyişi’’ adlı bir araştırma yayımlamıştır. (Karayel, 2011: 77).

**Tablo 3: Türkiye’de Kurumsal Yönetimin Tarihsel Gelişimi**

Yıl	Olay veya Gelişme
1956	Türk Ticaret Kanununun yürürlüğe girmesi,
1994	Türkiye hiper enflasyon yaşaması ile getirilen düzenlemeler yapılmıştır.
2001	Türkiye ekonomik krizi
2002	Türkiye’de ilk kurumsal yönetim çalışması Türk Sanayicileri ve İş adamları Derneği tarafından yapılan araştırma yayımlamıştır.
2003	SPK tarafından OECD kurumsal yönetim ilkelerini baz alarak özgü kurumsal yönetim ilkeleri bir tavsiye amaçlı olarak yayımlamıştır.
2003	SPK tarafından Seri: VIII, No:40 Sayılı ‘‘Sermaye Piyasasında Derecelendirme Faaliyeti ve Derecelendirme Kuruluşlarına İlişkin Esaslar Tebliği’’nin yayımlamıştır.
2005	SPK tarafından ‘‘Kurumsal Yönetim İlkeleri’’nin yeniden düzeltme ve eklemeleri ile yayımlamıştır.
2007	İMKB Kurumsal Yönetim Endeksi’nin hesaplanmaya başlaması,
2013	Kurumsal yönetim ile ilgili daha kapsamlı düzenleme yapılarak banka sektöründe, Türk ticaret kanununda kurumsal yönetim düzenlemeleri ve uygulamaları yayımlamıştır.

**Kaynak:** Karayel (2011) ve Güçlü (2010)’dan yararlanarak düzenlenmiştir.

Türkiye’de TÜSİD’in yaptığı çalışmadan sonra, daha kapsamlı çalışma ise halka açık firmalar için SPK (Sermaye Piyasa Kurulu) tarafından OECD kurumsal yönetim ilkelerini baz alarak 2003 yılında Türkiye yapısı ve şartlarına özgü kurumsal yönetim ilkeleri bir tavsiye amaçlı olarak yayımlamıştır. Bu düzenlemeler 2005 ile 2013 yıllarında daha kapsamlı düzenlemeler yapılarak banka sektöründe, Türk ticaret kanununda kurumsal yönetim düzenlemeleri ve uygulamaları yayımlamıştır.

### 2.3. KURUMSAL YÖNETİMİN GELİŞİMİNDE ETKİLİ OLAN FAKTÖRLER

Küreselleşme ile ortaya çıkan entegrasyon sonucu ülkeler arasında ve özellikle gelişmiş ve gelişmekte olan ülkeler arasında yüksek entegrasyona neden olmuştur.

Gelişmiş veya gelişmekte olan ülkelerde bir kriz ortaya çıkması sonucu bütün ülkelere değişik boyutlarda etkileyeceği kesin olmuştur.

Kurumsal yönetimin gelişiminde etkili olan faktörler; firma skandalları, sistematik krizler, uluslararası sermaye hareketlerinin hız kazanması, rekabet faktörü şeklinde gruplandırılmıştır.

### **2.3.1. Firma Skandalları**

Firma skandalları başlaması ile yatırımcıların büyük zararları ve güven kaybı ile ülke ekonomilerine büyük zarar varmıştır. Firma skandalları 1990'lı yılların başında İngiltere'nin BCCI, Maxwell, Polly Peck firmalarının ile başlayan olumsuz gelişmeler, 2000'li yıllarda ABD'nin Enron, Tyco, WorldCom, Adelphi, firmalarına sıçrayan ve daha sonra Fransa, İtalya, Çin, Hindistan gibi birçok gelişmiş ve gelişmekte olan ülke firmalarında olumsuz gelişmeler görülen, yalan, yanlış, yanıltıcı ve hileli finansal raporlamaları içeren büyük firmaların yolsuzluk ve iflaslar görülmüştür. Bu iflaslar ile bu ülkelerde gelecekte yaşanabilecek olumsuzluklar ve bu gibi sorunların mahiyetinin farkına varılmasını sağlamıştır (IFC, 2010'den aktaran Alp ve Kılıç, 2013: 8-9; Aktan, 2013'den ve Çatıkkaş, 2013'den aktaran Canbay Çiğdem, 2018: 43-44).

İlk çözüm firma skandallarının ardından firmaların yanlış yönetimine bağlı sorunlara ve denetim sürecindeki zafiyetlere çözüm arayışları sürecinde kurumsal yönetimin önemini artıran bir kavram olmuştur. Bu gelişmeler ardından birçok ülke kurumsal yönetim konusunda değişik düzeylerde ve detaylı çalışmalar ve düzenlemeler yapma yoluna zorunlu his ederek gidilmiştir. Zira söz konusu firma skandalları kurumsal yönetim anlayışının yerleşmemiş olmasının önemli bir etken olarak görülmüş ve kurumsal yönetim gündeme gelmiştir ((IFC, 2010'den aktaran Alp ve Kılıç, 2013: 8-9; Aktan, 2013'den ve Çatıkkaş, 2013'den aktaran Canbay Çiğdem, 2018: 43-44).

### **2.3.2. Sistematik Krizler**

Finansal kriz bir ülkede politik ve/veya ekonomik nedenlerle ortaya çıkan ve ülkenin temel ekonomik yapısını temelden sarsan olaylardır (Silma Sarpkaya, 2009).

Krizin ortaya çıkması ve diğer sektörler üzerinde de bir sorun teşkil etmesi ve krizin çıktığı ülkenin daha sıkı bir iktisadi ilişkisi olan ülkelere sıçramasına ile sistematik bir kriz olarak tanımlanır.

Firma skandallarından sonra kurumsal yönetimi öneminin artıran diğer neden ise finansal piyasaların uluslararası entegrasi ile sistematik krizin ortaya çıkan ülkenin yanında diğer ülkelerin etkilemesidir. 1929 yılında ABD'deki büyük buhran başlaması ile Avrupa ülkelerinde daha fazla etkilemiştir. ABD'den sonra 1970'lerde İngiltere'deki bankacılık krizinden sonra yeniden 1980'lerde ABD'deki mevduat ve borç fiyaskosuna sahne olmuştur. Bu krizlere müteakiben 1998'de Rusya'daki mali krizi baş göstermiştir (IFC, 2010'dan aktaran Alp ve Kılıç. 2014: 52; Turancıgil, 2018:89).

Doğu Asya krizi olarak bilinen 1997-1998 yıllarında Endonezya, Güney Kore ve Taylan başta olmak üzere Asya finansal krizi piyasalardaki zayıf kurumsal yönetime dikkat çekmiş ve genellikle büyük yatırımcılar tarafından kontrol edilen Asya modelinin yeniden değerlendirilmesine neden olmuştur. En yeni finansal kriz ise 2008 yılında başta ABD olmak üzere AB ve gelişmiş ülkeleri etkilemiştir. Bu krizler kurumsal yönetimi katkısı şu şekilde olmuştur (Büyükdere, 2015'dan aktaran Turancıgil, 2018: 89).

- Birincisi krizden etkilenen ülkeler bu dönemde politika yapıcılar kurumsal yönetimin uygulanmasına yardımcı olacak sermaye piyasaları ve firmalar hukukuna ilişkin çeşitli önlemler ve yeni düzenlemeler yapma gidilmişlerdir.
- İkincisi, firmalar kriz dönemlerinde hem kreditorleri hem sahipleri koruyacak yönetim ve denetim eksikliğini hissetmesi ile yapılan düzenlemeler.
- Üçüncüsü de kurumsal yönetim ilkelerini uygulayan firmalar, kurulan yapının sağlamlığı ve risk yönetiminin kolaylığı gibi nedenlerde zaten finansal krizlerden kaynaklanan şoklara karşı daha dayanıklı durabilecek önlemler alınması.

Hem küresel krizlerden hem de çıkan sorunlara karşı hem de gelecekteki krizlere karşı önlem niteliğinde ülkelerde kurumsal yönetimin önemini artırmıştır.

Yapılan düzenlemeler ve kanunlar gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerde önemi daha aramıştır.

### **2.3.3. Uluslararası Sermaye Hareketlerinin Hız Kazanması**

İlk sanayileşme dönemlerinde kapitalist ve sosyalist devletler özel sektörün gelişmemesinden ve büyük ölçüde sermaye gereksiniminden dolayı devletler tarafından birçok firma kurmuştur. Ama özel sektörlerin gelişmesi ve devletlerin ekonomik rolünün azaltılması taleplerin artması ile büyük ölçüde ekonomik rolünü özel sektör kuruluşlarına bırakmışlardır. Ama bu bütün firmaları özel sektöre bırakması anlamına gelmeyerek birçok firmada ortaklıklara gidilmiştir. Bu özelleştirilen firmalar veya ortaklıkta olan firmaların yanından ülkede olan finansal kuruluşların kontrolü ve daha iyi bir şekilde yönetilmesi ve bilgi elde edilmesi için kurumsal yönetimin anlayışı ile yönetilme isteğini artırmıştır.

Bu gelişmelerin yanında teknolojik gelişmelerle bilgi işlem teknolojisinin gelişmesini ile birlikte, çok çeşitli yatırım araçlarının ortaya çıkması ile birlikte birçok gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerin borsaları birbirlerine entegre hale gelerek yeni tip yatırımcılar ortaya çıkmıştır. Bugünkü durum ise sermaye sahipleri dünyanın her yerinde yatırım araçlarına yapabilmektedirler (Turnacıgil, 2014; Canbay Çiğdem, 2018'den aktaran Şimşek, 2019: 159).

Yeni tip yatırımcıların ortaya çıkması ve sermaye hareketlerinin hız kazanması ile birlikte, çokuluslu firmaların oluşumuna ve gelişimine neden olmuştur. Çokuluslu şirketlerin bütün dünya ile entegre bir şekilde ortaya çıkması ile kurumsal yönetimin önemli bir olgu haline getirmiştir. Küreselleşme ile birlikte çok uluslu firmaların üzerinde baskı artarak, faaliyetlerini zamanında, doğru ve eksiksiz bir şekilde kamuya duyurmasının gerekliliği artırmıştır (Eldemir, 2019: 35).

### **2.3.4. Rekabet Faktörü**

Serbest piyasa ekonomisine geçişle dünya çapında devlet ekonomik rolünü büyük ölçüde özel sektör kuruluşlarına devlet firmalarının özelleştirme politikalar ile özel sektör kuruluşlarına bırakması veya devlet firma hissedarı şeklinde ortaya çıkması ile özel sektörleri gelişmesine neden olmuştur. Bu gelişmeler ile birlikte teknolojik



gelişmelerle bilgi işlem teknolojisinin gelişmesini ile yeni tip yatırımcılar ortaya çıkması rekabeti önemli bir biçimde artırmıştır.

İngiltere'nin başını çektiği bazı ülkelerde devasa özelleştirmelerden sonra "hissedar demokrasisi" yaratılmaya çalışılmıştır. Buna ek olarak yeni tip yatırımcıların ortaya çıkması ve teknolojik gelişmelerle bilgi işlem teknolojisinin ile sermaye hareketlerinin hız kazanması ile birlikte, çokuluslu firmaların oluşumuna ve gelişmeleri ile beraber ile birlikte rekabet ortamı ile birlikte kurumsal yönetimin önemini artırmıştır. Rekabetin artması ile birlikte özellikle ABD ve İngiltere'de hâkim konumda olan ve her geçen gün önemi artan kurumsal yatırımcıların, daha fazla yatırımcı kazanmak için ve kendi kazançlarını artırabilmek için hissedarlar olarak yönetimi etkileme, yönetime katılabilme noktasında daha fazla hakka sahip olma ve tüm haklarını kullanma istekleri, kurumsal yönetimin önemini artırmıştır (Çıtak, 2019: 159)

#### **2.4. KURUMSAL YÖNETİMİN DAYANDIĞI TEMEL İLKELER**

Ekonomik İş Birliği ve Kalkınma Organizasyonu yani OECD (Organization for Economic Cooperation and Development) 1999 yılında Kurumsal Yönetim ilkerleri yayımlanarak ülkeler için bir referans kaynak haline gelmiştir. OECD Kurumsal Yönetim İlkeleri, ülkelerin kurumsal yönetim ilkeleri arasında temelde aynı prensiplere sahip olsalar da bazı farklılıklar mevcuttur. Bunun nedeni işletmeler içinde buldukları bölge ve ülkelerin hukuksal ve yasal düzenlemeleri, kültürel yapıları, ülke gelişmişlik düzeyi, rekabet gibi nedenlerden etkilenmektedirler. Bu etkilerden dolayı farklı ülkelerde firma yönetiminde büyük farklılıklar mevcut olması ile bu ülkeler kendi sosyal ve ekonomik yapılarına göre özgü kurumsal yönetim ilkeleri ve tavsiyeler sunmuşlardır. Bu durum Türkiye için de geçerlidir.

Türkiye'de kurumsal yönetim ilkeleri SPK (Sermaye Piyasa Kurulu) tarafından 2003 yılında ülke ekonomik ve yapı şartlarına özgü kurumsal yönetim ilkelerini bir tavsiye amaçlı olarak yayımlamıştır. SPK tarafından 2005 yılında Kurumsal Yönetim İlkeleri'nin yeniden düzeltilmiş ve eklemeler ile birlikte yayımlamıştır. Türk ticaret kanununda kurumsal yönetim düzenlemesi 2013 yılında kapsamlı bir şekilde

yapılmıştır. Bankacılık sektöründe de 2013 yılında Kurumsal yönetim ile ilgili daha kapsamlı düzenleme yapılmıştır. SPK kurumsal yönetim ilkeleri,

- Şeffaflık
- Adillik veya Eşitlik
- Hesap Verebilirlik
- Sorumluluk

#### **2.4.1. Şeffaflık**

Bilişim teknolojilerindeki gelişmeler sayesinde, firma bilgileri kolaylıkla raporlanıp güncellenebilmekte ve paydaşlar ve kamuoyuna gerekli bilgilere zamanında, kolayca ve düşük maliyet ile ulaşabilmeleri sağlanmaktadır. Şeffaflık ilkesi gereğince, bütün firma bilgilerini kamuoyuna açmaları gerekli değildir. Bazı durumlarda firmanın rekabette üstünlük sağlaması veya daha güçlü rekabet sahnesine girmesi ve bazı özel bilgiler korumak amacı ile rakiplerinden saklamak isteyebilirler. Şeffaflık ile firmanın ticari sırlarının korunması arasındaki denge iyi sağlanmalıdır. Aynı zamanda firmaların, paydaşlar arasında bilgilerin eşit şekilde ulaştırması ve paylaşımlara gereken bilgileri ticari sır olarak nitelendirip paylaşmaktan kaçınmalarının da önüne geçilmelidir (Doğan, 2007:51'den aktaran Akyol, 2019: 27).

Şeffaflık ilkesi, firma ile ilgili her türlü finansal ve finansal olmayan bilgilerin şirket hissedarlarına ve diğer tüm paydaşlarına zamanında, doğru, tam, eksiksiz, anlaşılabilir, analiz edilebilir, düşük maliyetle ve kolayca erişebilir bir şekilde sunulması gerektir. Şeffaflık ilkesi çerçevesinde paydaşlara açıklanması gereken bilgilerde belirleyici unsur ise önemlilik ölçütüdür Çakalı (2008)'ye göre (aktaran Alp ve Kılıç 2014: 59) şeklinde açıklamıştır.

Sermaye Piyasası Kurulu tarafından şeffaflık ilkesi aşağıdaki şekilde açıklanmıştır (Spk'dan aktaran Hilaloğlu, 2019: 9).

- Hangi bilgilerin kamuoyu ile ne şekilde, hangi sıklıkla nasıl bir yöntem izlenerek azami maliyet doğurarak açıklanacağını,

- Kamuya açıklanacak bilgilerin zamanında, doğru, eksiksiz, anlaşılabilir olarak açıklanmasını,
- Varsayımca açıklamalar yapıldığında, bunlarında dayanakları da belirtilir,

#### **2.4.2. Adillik veya Eşitlik**

Ali Alp ve Sami Kılıç (2014), adillik veya eşitlik (fairness), anlam olarak, aynı niteliktekilere veya şartlarda olanlara aynı şekilde muamele edilmesi olarak ifade etmişlerdir. Ve adillik ve eşitlik ilkesinde aşağıdaki dört unsurun önemlisi olduğunu belirtmişlerdir ki bunlar;

- Adillik ilkesinin gereği, firma, mümkün olduğunca ve konumlarını da gözetererek tüm firma paydaşlarına ve menfaat sahipleri kişi ve kuruluşlara adil davranmalı, bunlar arasında ayrımcılık yapılmamalıdır.
- Adillik ilkesinin gereği, firmanın aynı paydaş sınıfı içinde yer alan kişi ve kurumlara eşit davranmasıdır.
- İçeriden bilgi sahibi olanların fırsat eşitliğini bozacak şekilde ticareti yapmasına izin verilmemesi gerekir.
- Üst yönetim kurulu firma içi çıkar çatışması durumunda, yöneticiler kendileri, yakınları veya ilişki içinde buldukları kimseler ilgilendiren bir sorun veya konu olması durumunda karar alma sürecinde dahi edilmemelidirler.

#### **2.4.3. Hesap Verebilirlik**

Hesap verebilirlik (accountability) ilkesi, yönetimin yetki ve sorumluluklarını yerine getirip getiremediğini diğer bir deyişle menfaat sahipleri ve özellikle pay sahiplerine karşı olan sorumluluklarının yerine getirilmesi üzerine odaklanmaktadır. Sorumlulukların yanına menfaat sahipleri ve özellikle pay sahiplerin taleplerini dikkate almasında odaklanmaktadır. Bu ilke, yönetim kurulu üyelerinin esas itibarıyla firma tüzel kişiliğini temsil etmektedirler ve dolayısıyla pay sahiplerine karşı olan hesap verme ve firmanın başarısızlık ve sorun olduğu durumda sorumluluğu alma zorunluluğunu ifade etmektedir (SPK'den aktaran Kılıç, 2009:16-17).

#### **2.4.4. Sorumluluk**

Sorumluluk, toplum tarafından bilenen doğru ögeler ve unsurların uygulanmasına teşvik eden ayrıca suç olan ögeler ve unsurları yok sayılması cezalandıran bir denetleme sistemidir. Üst yönetimin en önemli sorumluluğu, firmanın hedeflerinin doğru belirlenmesi ve firmanın varlığının devamını sağlama sorumluluğundadır. Yani Millstein'e göre (2000) sorumluluk ilkesi, firmanın toplumsal değerlere, toplumsal refah ve kanunlara uygun şekilde yapılan düzenlemeler ile güvence oluşturmaktır. Yönetim kurulu tarafından firmanın kapsayan kararlarda ve uygulamalarda bilgilerin açık olması, firma işleyişi hakkında kamunun bilgilendirilmesi ve sorumluluklarının bilinmesi gerekmektedir. Sorumluluk bilinci olmayan firmaların paydaş ve çıkar ilişkisi içinde olan grup, kişi ve kuruluşların taleplerini karşılayabilecekleri düşünülemez (Tuzcu, 2004: 25'dan aktaran Yaman, 2019: 7).

#### **2.5. KURUMSAL YÖNETİMİ AÇIKLAYAN ANA TEORİLER**

Kurumsal yönetim ile ilgili çok sayıda teori bulunmaktadır. Bu da kurumsal yönetimin teorik yönünü geliştirmekle birlikte, hiçbiri, kurumsal yönetimin arkasındaki olguyu tek başına açıklamamaktadır. Bu nedeni Genel bir kurumsal yönetim teorisinin geliştirmesi mümkün olmamıştır. Bunun nedeni firmaların karmaşık özelliklere sahip olmalarıdır. Bunlar, firmaların ekonomik ve sosyal rollerinin olması, kurumsal yönetin biçimleri, yönetim sistemlerinin ve süreçlerinin çokluğu, ülkelerin siyasi, ekonomik, hukuksal, finansal, tarihi ve kültüre göre ulusal düzeyde şekillenmektedir (Clarke, 2004'ten aktaran Alp ve Kılıç, 2014: 38-3).

Kurumsal yönetim teorileri başlıca şu şekildedir.

- Vekalet teorisi (Agency Theory)
- Temsil teorisi (Stewardship Theory)
- Paydaş teorisi (Stakeholder Theory)
- Yönetimsel egemenlik teorisi (Managerial Hegemony Theory)
- Miyop piyasa teorisi (Myopic Market Theory)
- Kaynak bağımlılık teorisi (Resource Dependence Theory)
- İşlem Maliyeti Teorisi (Transaction Cost Theory)

### 2.5.1. Vekalet Teorisi

Vekalet teorisi, Anglo-Sakson kurumsal yönetim temeline dayanıyor, vekalet sorununu tanımlayan Adam Smith ve Alchian ve Densetz tarafında 1972 yılında yapılan çalışmalara dayanmaktadır. Meckling ile Jensen (1976) tarafından yapılan çalışmalar ile daha geliştirilmiştir. Jensen ve arkadaşlarına göre, “vekalet ilişkileri bir veya daha fazla kişinin kendi yetkilerinin başka bir kişiye devretmesi, yani kendi adlarına bazı karar verme yetkisinin devretmesi üzere yapılan bir vekalet sözleşme olarak nitelendirdiler. İlişkinin her iki taraf da fayda maksimize etmeye çalışacağından, vekil kendi çıkarlarını ön planda tutmasına neden olur. Vekaleti veren kişi ve kişiler, vekile uygun teşvikler ile ve bu davranışı ve anormal faaliyetlerini kontrol etmek ve sınırlamak için sözleşmede çeşitli mekanizmalar ile vekil maliyetlerini sınırlandırılabilir.” Teorinin anahtar terimleri, vekil, müvekkil, müvekkil maliyeti ortaya koydular. Vekalet teorisindeki asil sorunun genellikle sahiplik ve kontrolün ayrılmasında olduğunu belirtmişlerdir (Kaur, 2018: 95).

Burada vekalet teorisinde, yapılan sözleşmeye uygun olarak müvekkil ile vekil arasındaki bu sözleşme bir kontrol ve denetim ilişkisi söz konusu olmaktadır. Bunun nedeni ilişkinin her iki taraf da fayda maksimize etmeye çalışacağından, vekil kendi çıkarlarını ön planda tutmasına neden ile anormal faaliyetlere başvurmasının kontrol etmek ve sınırlamak için sözleşmede çeşitli mekanizmalar geliştirilerek vekil maliyetlerini sınırlandırılabilir.

Vekalet teorisinin sözleşme uygulanmasında ortaya çıkan sorun ve maliyetler nedeni ile bu sorun ve maliyetleri azaltmak çeşitli kurumsal mekanizmalar öne sürdürülmüştür. Maher ve Anderson bu sorun ve maliyetler için gerekli ve önemli olduğunu kurumsal yönetim mekanizmaları şu şekilde (Maher ve Anderson, 1999'dan aktaran Alp ve Kılıç, 2014:41) üç malda şeklinde öne sürmektedirler. Ki bunlar;

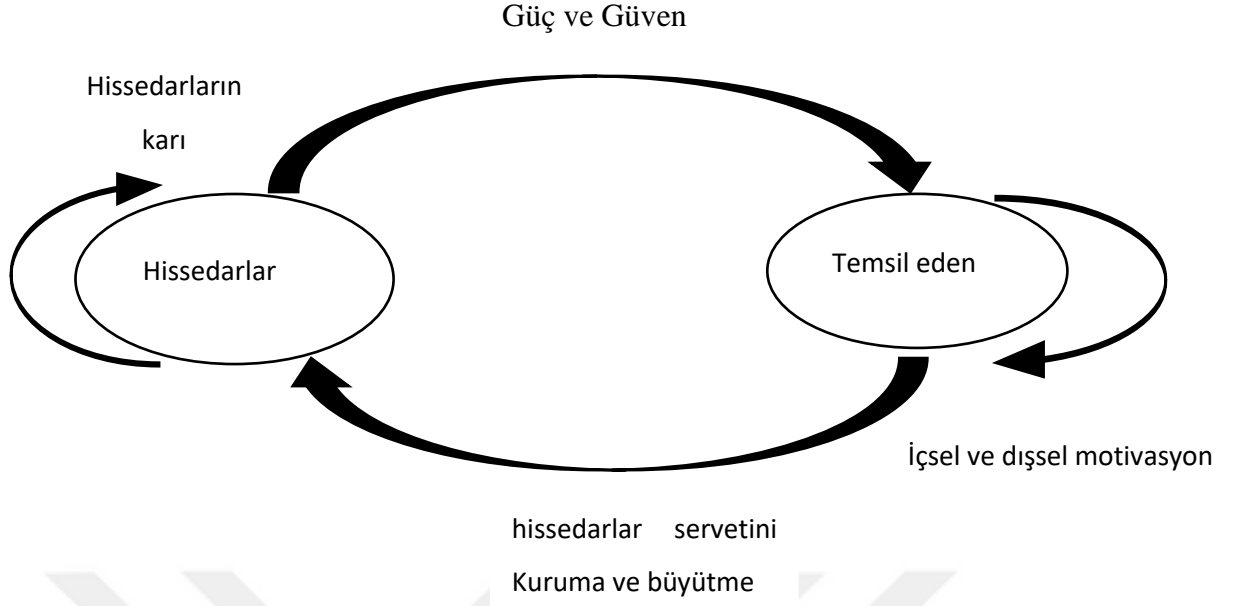
- Öne sürdükleri birinci kurumsal yönetim mekanizması, yöneticilere hisse alım opsiyon hakkı vermek ve yıl sonunda primle ödüllendirmek ve yönetim kurulunun denetimini artırmak gibi iki kesimin çıkarlarının uyumlaştırılmasında doğrudan etkili olabilecek önlemlerdir

- İkincisi öne sürdükleri mekanizma ise, hissedarlarını haklarını güçlendirecek önlemlerin alınmasıdır.
- Üçüncü olarak, yöneticileri kontrol altında tutacak olan dolaylı yöntemlerin teşvik edilmesidir. Firmanın ele geçirmelerinin mümkün olması ve yönetici işgücü piyasasının etkin çalışması gibi durumda bu mekanizmalar arasında yer almaktadır.

### **2.5.2. Temsil Teorisi**

Temsil teorisi, Donaldson ve Davis tarafından ve daha sonra Donaldson, Davis ve Schoorman tarafından yapılan akademik çalışmalar ile ortaya atılmıştır. Bu teori, bir kurumun en üstteki otoritenin entegrasyonu üzerine kurulmuştur. Başka bir deyişle, İcra Kurulu Başkanı (CEO) ve başkanın işlevinin birleşmesi sahipler için yararlı olabileceğini ve yüksek rehberlik ve güçlü kontrol ve otorite sağlayacaktır. Etkin yönetim kurulunun önemine karşıdır. Yönetim teorisine göre, yöneticiler güçlerini sahiplerinin yararına kullanacaklardır (Donaldson ve Davis, 1991'dan aktaran Muth ve Donaldson, 1998'dan aktaran Diriba ve Basumatary, 2019: 131-39).

Temsil teorisine göre, yönetici ile firma sahibi arasında vekalet teorisinde eleştiri ve iddia edildiğinin tersine çıkarlarının çatışması söz konusu olmamakta, aksine amaç birliği ve uyumu söz konusudur. Bu durum, yöneticiyi motive eden bazı psikolojik ve sosyolojik unsurlardan kaynaklandığı öne sürülmektedir. Bunun nedeni yöneticilerin firmaya bağlı olmaları, yüksek performans göstermek isterler. Yöneticilerin doğası ve özünde güvenilirlik olmasından dolayı, firma sahiplerini iyi bir şekilde temsil ederler (Hamid, 2011'den aktaran Alp ve Kılıç, 2014: 43) diye ifade etmektedirler.



**Şekil 1:** Abdallah, H. (2009)'dan aktaran Wan Yusoff ve Adamu Alhaj, 2012:54.

Şekilde de görüldüğü gibi, yöneticiler hissedar veya firma sahibinden güç ve görevi alıyor. Bu göç ve güven tek elde toplanması ile yöneticiler, içsel ve dışsel motive etmekte ve yönetici daha başarılı olma arzusu ile finansal ve övgü alma arzusu ile firmanın daha iyi bir durumu gelmesine neden olacaktır. Bu da hissedar veya firma sahiplerinin de amaçlarına hizmet etmektedir.

### 2.5.3. Paydaş Teorisi

Vekalet teorisine getirilen eleştirilerinden birisi, bu teoride sadece hissedarların çıkarlarına önem verilmesidir. Firma ile çıkar ve ilişki içinde olan diğer grupları dikkate alınmadığından paydaş teorisi bu eleştiriye bir çözüm sunmaktadır.

Paydaş teorisi, genelde sosyoekonomik bir sistem olarak, firmanın gelişimini sürekli ve sürdürülebilir olmasını ister. Bu şekilde tüm paydaşların çıkarlarını gözetmesi ve çıkarlarının korunmasını ifade etmektedir. Paydaş teorisine göre, tüm yasal paydaşların firmada çıkarları anlamlı olmaktadır ve tek başına hiçbir paydaşın çıkarı bir diğerine üstün olamaz ve paydaş çıkarları dengelenmelidir. Fakat paydaş teorisi işletme yönetiminin çıkarları birbirinden farklı olan çeşitli paydaş grupları arasında dengeyi nasıl sağlayacağı sorusuna açık bir yanıt vermemektedir (Ergyun, 2013: 17'dan aktaran Doğan, 2018: 91).

#### **2.5.4. Yönetmel Egemenlik Teorisi**

Yönetim Hegemonyası Teorisi mülkiyetin tabana yayılmasıyla birlikte, firmaların büyük hissedarlarının yönetimi kontrol etme gücünün ortadan kalkmasına neden olmaktadır. Böylelikle kendi menfaatlerini ön planda tutan üst düzey profesyonel yöneticilerin seçilmesi ile ortaya çıkan ve bu üst yöneticiler kendi amaçları doğrultusunda firmayı yönettikleri düşüncesine dayanmaktadır (Mizruchi, 1993'dan aktaran Doğan, 2018: 91).

Burada üst yöneticilerin hissedarlar tarafından seçilmesi sonucu kendi çıkarları doğrultusunda hareket etmelerini engellemek ve üst yönetim kurulunun da bu üst yöneticinin karar ve baskısı ile zamanla bağımlı bir hale dönüşmesini engellemek ve durumu önlemek için yapılan öneriler ve geliştirilen bir mekanizma ise yönetim kurulunun bağımsız üyelerinin seçilmesi ve etkin bir denetim mekanizma geliştirmelerini önemek mümkün olmaktadır.

#### **2.5.5. Miyop Piyasa Teorisi**

Miyop Piyasa Teorisine göre, üst yönetimin piyasanın kısa vadeli getirilere yoğun ilgisi, kurumsal yönetim başarısızlıklarına ve problemlerine yol açmaktadır (Keasey, Thompson ve Wright, 1997'dan aktaran Mesut Doğan, 2018: 92). Burada üst yöneticiler uzun vadeli yatırımlar yerine kısa vadeli yüksek getiriye sahip yatırımlara yönelmesi veya kısa vadede geri dönüşü sağlayan projelere yatırım yapılmaktadırlar. Bu projeler kısa dönemde yüksek kazançları ile firmaların hisse senet fiyatlarının yükselmesine neden olur. Bu durum aslında firmanın uzun vadeli yüksek kazançlarında ödün verilmesine neden olmaktadır. Ve öneri olarak da firma hissedarlar ile üst yöneticiler aynı vade yapısı düzeyine bir ortamın yaratılması gerektiğini önermektedirler (Keasey, Thompson ve Wright, 1997'dan aktaran Alp ve Kılıç, 2014:45).

#### **2.5.6. Kaynak Bağımlılığı Teorisi**

Kaynak bağımlılığı teorisinin temelleri ilk başta 1970 yılında Pfeffer, 1976 yılında Pfeffer ve Adrich, 1978 yılında Pfeffer ve Salancik ile yapılan çalışmalara ve yayınlar ile ortaya atılmıştır.



Teorinin merkezi tezi, firmaların hayatta kalmaları için ve dış kaynaklar arasındaki çevresel bağlantılar ile bu kaynaklar üzerine kontrol sahibi olmalarına duyulan ihtiyaçtır. Bu bakış açısıyla, yöneticiler firmaların hayatta kalması için gerekli kaynakları seçerek firmayı dış faktörler ile iş birliği içinde ilişkilendirmeleri süretiyle önemli etkileri olmaktadır (Düztaş, 2008: 40).

Yani yöneticilerin alımında dış çevre ile (Tedarikçiler, alıcılar, kamu politika karar vericiler, sosyal gruplar) ile ilişkileri daha iyi olan kişiler yönetimde seçilmesi, ilişkilendirmenin ve belirsizliğin azaltmasına ve işlem maliyet düşürmeye neden olur. Bu kişilerin yönetimde kurulunda ve hata birden fazla kurulda olması önemli olduğunu belirtilmiştir.

### **2.5.7. İşlem Maliyeti Teorisi**

İşlem Maliyetleri Teorisi ilk olarak Cyert ve March tarafından 1963 yılında “A Behavioral Theory of the Firm” adlı bir çalışma ile ortaya atılmıştır. Teori Williamson (1996) tarafından geliştirilmiştir. İşlem maliyetleri teorisi firmanın bir yönetim yapısı olarak ele alarak, daha iyi bir yönetim ve karar verme sistemi için, uygun bir yönetim yapısının belirlenmesi ile yöneticiler ile pay sahiplerinin çıkarlarının uzlaşmasını sağlamaktadır (Yalçınar, 2012: 12).

## ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

### BİST'TE İŞLEM GÖREN ŞİRKETLERİN 2013-2018 DÖNEMİNDE KURUMSAL ENDEKS DEĞERLERİ İLE FİNANSAL DEĞERLERİ ARASINDAKİ İLİŞKİNİN TESPİTİ

Tezin araştırma bölümünde, öncelikle araştırmanın kapsamı ve amacı hakkında bilgi verilmiştir. Araştırmada kullanılan TOPSIS yöntemi, panel veri analizi ile Fixed Effects ve Random Effects modeller hakkında temel bilgiler sunulmuştur. Bu bölümün sonunda araştırma sonuçları ayrıntılı olarak değerlendirilmiştir.

#### 3.1. ARAŞTIRMANIN AMACI

Bu araştırmada amacı olarak Borsa İstanbul (BİST)'da faaliyet gösteren ve (BİST) Kurumsal Yönetim Endeksinde yer alan firmaların kurumsal endeks değerlerinin finansal performanslarına etkilerini ortaya koymaktır. Bunun için 20 firmanın 10 finansal oranı ile kurumsal yönetim notu ve kurumsal yönetimin alt dallar olan Pay Sahipleri, Kamuyu Aydınlatma ve Şeffaflık, Menfaat Sahiplerin derecelendirme notları üzerinde analiz yapılmıştır.

#### 3.2. ARAŞTIRMANIN KAPSAMI (ÖRNEKLEMİ)

Bu araştırmada, BİST Kurumsal Yönetim Endeksi (XKURY)'da bulunan ve kurumsal yönetim notları 2013-2018 yılları arasında devamlı olan 20 firma seçilmiştir. Birçok firma kurumsal yönetim notları devamlı olmadığı için ve araştırmada dengeli panel analizi uygulandığı için birkaç yıl kurumsal yönetimi açıklanan firmalar seçilmemiştir. Seçilen firmaların on finansal oranı ile kurumsal yönetim ve kurumsal yönetim alt dalları olan Pay Sahipleri, Kamuyu Aydınlatma ve Şeffaflık, Menfaat Sahiplerin derecelendirme notları kullanılmıştır. Bu firmalara ait kurumsal yönetim notları ile finansal oranları eklerde yer verilmiştir.

Çalışmada firmaların kurumsal yönetim notları SAHA Kurumsal Yönetim ve Kredi Derecelendirme (sahariting) ile ISS Corporate Services Division internet sitelerinden alınmıştır. Firmalara ait bazı Kurumsal yönetim notları bu sitelerde bulamadığımdan firmaların resmi internet sayfalarından alınmıştır. Finansal veriler ise

Kamu Aydınlatma Platformunun internet sitesi olan [www.kap.ogr.tr](http://www.kap.ogr.tr) internet sitesinden alınmıştır.

Bu araştırmada 20 firma dahil olmaktadır ve bu firmaların listesi aşağıdaki tablo 4 varılmıştır.

**Tablo 4: Araştırmada Dahil Olan ve Kurumsal Yönetim Endeksinde Bulunan Firmalar**

No	Firmaların adı	Kod
1	AG Anadolu Grubu Holding A.Ş.	AGHOL
2	Anadolu Efes Biracılık ve Malt Sanayi A.Ş.	AEFES
3	Arçelik A.Ş.	ARCLK
4	Aselsan Elektronik Sanayi ve Ticaret A.Ş.	ASELS
5	Aygaz A.Ş.	AYGAZ
6	Coca-Cola İçecek A.Ş.	CCOLA
7	Doğan Şirketler Grubu Holding A.Ş.	DOHOL
8	Hürriyet Gazetecilik ve Matbaacılık A.Ş.	HURGZ
9	Logo Yazılım Sanayi ve Ticaret A.Ş.	LOGO
10	Otokar Otomotiv ve Savunma Sanayi A.Ş.	OTKAR
11	Pınar Entegre Et ve Un Sanayi A.Ş.	PETUN
12	Pınar Su Sanayi ve Ticaret A.Ş.	PINSU
13	Pınar Süt Mamulleri Sanayi A.Ş.	PNSUT
14	TAV Havalimanları Holding	TAVHL
15	Tofaş Türk Otomobil Fabrikası A.Ş.	TOASO
16	Türkiye Petrol Rafinerileri A.Ş.	TUPRS
17	Türk Prysmian Kablo ve Sistemleri A.Ş.	PRKAB
18	Türk Telekomünikasyon A.Ş.	TTKOM
19	Türk Traktör ve Ziraat Makineleri A.Ş.	TTRAK
20	Vestel Elektronik Sanayi ve Ticaret A.Ş.	VESTL

Araştırmada on finansal oran kullanılmıştır. Firmaların KAP'tan alınan finansal tablolarından yararlanarak hesaplanmıştır. Bu araştırmada kullanılan 10 finansal oranı aşağıdaki tabloda varılmıştır. Ayrıca bu 20 firmaya oranlarına ait veriler eklerde verilmiştir.

**Tablo 5: Araştırmada Kullanılan Finansal Analiz Oranları**

Finansal Oran Türü	Oran adı	Formülü
Likidite Oranları	Cari Oran	$\frac{\text{Cari Aktifler}}{\text{Cari Pasifler}}$
Likidite Oranları	Asit Test Oranı	$\frac{\text{Cari Aktifler} - \text{stoklar}}{\text{Cari Pasifler}}$

Likidite Oranları	Nakit Oranı	$\frac{\text{Nakit ve Nakit Benzeri}}{\text{Cari Pasifler}}$
Aktivite (devir hızı) Oranları	Aktif Devir Hızı	$\frac{\text{Satışlar}}{\text{Aktif Toplamı}}$
Finansal Kaldıraç Oranları	Borç Kaldıraç Oranı	$\frac{\text{Toplam Borçlar}}{\text{Toplam Aktifler}}$
Finansal Kaldıraç Oranları	Borç/Öz sermaye Oranı	$\frac{\text{Toplam Borçlar}}{\text{Öz sermaye}}$
Finansal Kaldıraç Oranları	Öz sermaye Çarpanı	$\frac{\text{Aktif Toplamı}}{\text{Öz Sermaye}}$
Karlılık Oranları	Net Kar Marjı	$\frac{\text{Net Kar}}{\text{Satışlar}}$
Karlılık Oranları	Aktif Karlılık Oranı	$\frac{\text{Net Kar}}{\text{Aktif Toplamı}}$
Karlılık Oranları	Öz sermaye Karlılık Oranı	$\frac{\text{Net Kar}}{\text{Öz Sermaye Toplamı}}$

### 3.3. ARAŞTIRMANIN YÖNTEMİ

Araştırma yönteminde, ilk başta toplanan veriler TOPSIS yöntemi ile analiz edilecek ve daha sonra elde edilen TOPSIS skorları ile dengeli panel oluşturularak bu araştırmada Levin, Lin ve Chu (LLC) birim kök testi, Hadri birim kök testi ve Im, Pesaran ve Shin (IPS) birim kök testleri uygulanmıştır. Son olarak Sabit Etkiler modeli ve Tesadüfi Etkiler modeli ile analize edilecektir.

#### 3.3.1. Çok Kriterli Karar Verme

Çok karar verme yöntemleri (Multi-criteria decision making MCDM): çok sayıda alternatif arasında, genellikle çelişen ölçüt açısından sonlu bir dizi karar alternatifleri arasından en iyi alternatifin seçilmesini ifade eder. Çok ölçülü karar vermede ana adımlar şunlardır (Hwang, Yoon, 1981; Jahanshahloo, Hosseinzadeh, Lofti ve Izadikhah, 2006'dan aktaran Roszkowska, 200-201).

- Sistem yeteneklerinin hedeflerle ilişkilendiren sistem değerlendirme kriterleri oluşturmak,
- Hedeflere ulaşmak için alternatif sistemler geliştirmek (alternatifler oluşturmak),
- Alternatiflerin kriterler açısından değerlendirmek,

- Normatif çok kriterli analiz yöntemlerinden birisinin uygulamak,
- Bir alternatifin “optimal” (tercih edilen) olarak kabul etmek,
- Nihai bir çözüm kabul edilmezse, yeni bilgiler toplayarak ve çoklu kriter optimizasyonunun bir sonraki yinelemesine geçmek.

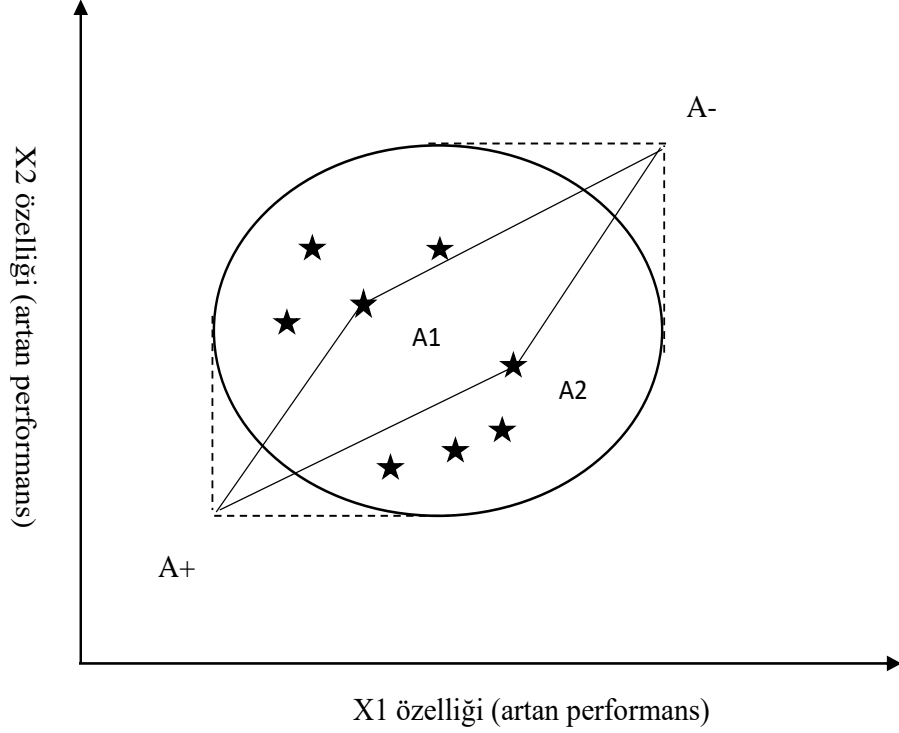
Çok kriterli karar verme yöntemleri; araştırmacı tarafından farklı problemler durumunda seçenekler arasında seçim yapmada yardımcı olan yararlı araçlardır. Özellikle; bilgisayar yardımıyla, bu yöntemler kullanıcılar açısından daha kolay hale gelmiştir. Bu nedenle ekonomi durum veya yönetimdeki karar verme süreçlerinin birçok alanında büyük bir kabul görülmektedir. Birçok, çok kriterli karar verme yöntemleri arasında MAXMIN, MAXMAX, SAW, AHP, TOPSIS, SMART, ELECTRE en sık kullanılan yöntemlerdir (Chen ve Hwang, 1992’den aktaran Roszkowska, 201). Bu yöntemlerden birinin önerilmesinin niteliği, ele alınan probleme bağlıdır. Seçme, sıralama veya sınıflandırma yöntemleri ve tekniklerin seçimi, aşağıdaki değerlendirme kriterlerine de dayanabilir;

- İç tutarlılık ve mantıksal sağlamlık,
- Şeffaflık,
- Kullanımda kolaylığı,
- Veri gereksinimleri dikkate alınan konunun önemi ile tutarlıdır,
- Analitik süreç için gerçekçi zaman ve insan gücü kaynak gereksinimleri,
- Bir denetim izi sağlama yeteneği,
- Gerektiğinde yazılım kullanılabilirliği.

### **3.3.1.1. Topsis (Technique for Order Preference by Similarity to Ideal Solution) Yöntemi Nedir?**

TOPSİS kelimesi, Tecnique for Order Preference by Smilarity to Ideal Solution kelimelerinin baş harflerinden oluşmaktadır. TOPSIS yöntemi çok kriterli karar verme (ÇKKV) yöntemlerinden biridir. Bu yöntem Hwang ve Yoon tarafından 1981 yılında geliştirilmiştir. TOSIS yöntemi ile alternatifler arasından en iyi seçimin yapılmasına imkân tanımaktadır. TOPSIS yöntemi ile ideal çözüm aralığı bulunurken ideal pozitif çözüme yakınlık ve negatif ideal çözüme uzaklıkta hesaplanarak çözüm için kullanılır. İdeal çözüm için pozitif çözüm aralığına yakın olan alternatiflerden başlanarak bir

sıralama yapılır. Sıralama sonucunda en ideal bulunan seçenek ideal çözüm aralığına en yakın iken negatif ideal çözüme ise en uzak olandır (Hwang ve Yoon, 1981, Soba ve Eren, 2011:29; Çınar, 2004:133'den aktaran Kona, 2016: 11-12).



**Şekil 2: TOPSIS Yönteminin Temel Kavramı (A+: İdeal Nokta, A-: Negatif İdeal Nokta)**

Şekil 2'de görüldüğü gibi, temel konsepti seçilen alternatifin ideal çözüme yani pozitif ideal çözüme en kısa mesafeye ve negatif ideal çözüme en uzak mesafeye sahip olması gerekir (Yoon, Hwang, 1981; Yoon, 1980'den aktaran Balioti ve diğerleri, 2018:2).

### 3.3.1.2. Topsis Yönteminin Uygulama Aşamaları

TOPSIS yönteminin ilk aşaması karar matrisinin oluşturulmasıdır. Karar matrisinde alternatifler yukarıdan aşağıya doğru kaydedilerek, her bir alternatifin karşısına o alternatifin ilgili kritere göre özellikleri yazılmaktadır. Hazırlanan bu matris kullanılarak sıralama işlemleri yapılır ve en iyi alternatifi seçme imkanı tanınmaktadır. TOPSIS yöntemindeki sıralamaya ait işlem ve aşamalar şu şekildedir. İlk aşamada karar matrisinin oluşturulmasıdır. İkinci aşama ise karar matrisinden hareketle normalize edilmiş karar matrisi elde edilmesi ve üçüncü aşama ile bu karar

matrisi ağırlıklandırılır. Dördüncü aşama ise ideal çözüm ve negatif ideal çözüme olan uzaklıklar hesaplanır. Son olarak ise her bir alternatifin göreceli puanları hesaplanarak alternatifler arasında sıralaması gerçekleştirilir (Timor, 2011: 20'den aktaran Sarı, 2014: 78-80).

Aşağıda TOPSIS yönteminin aşamaları hakkında açıklanmıştır (Kaya, 2004: 47'den aktaran Uzun; Triantaphyllou ve diğerleri, 1998; Shanian ve Savadogo, 2006; Akman, Karakoç ve Şatır, 2009'den aktaran Mert Özcan, 2012: 56-58).

### 1: Karar Matrisinin Oluşturulması

TOPSIS yönteminde ilk adım karar matrisinin karar verici tarafından, başlangıçta oluşturulması gereken bir matristir. Oluşturulan bu matrisi  $m$  alternatif ve  $n$  kriterli bir  $m \times n$  boyutlu bir matris olacaktır. Karar matrisi üzerinde sonraki işlemler yapılacağından, bu matrisin doğru biçimde oluşturma son derece önemlidir. Bu matris aşağıdaki gibi gösterilir;

$$A_{ij} = \begin{bmatrix} a_{11} & a_{12} & \cdot & \cdot & a_{1n} \\ a_{21} & a_{22} & \cdot & \cdot & a_{2n} \\ a_{31} & a_{32} & \cdot & \cdot & a_{3n} \\ \cdot & \cdot & \cdot & \cdot & \cdot \\ a_{m1} & a_{m2} & \cdot & \cdot & a_{mn} \end{bmatrix}$$

$A_{ij}$  matrisinde  $m$  alternatif (karar nokta) sayısı ve  $n$  kriter (faktör) sayısını ifade etmektedir.

### 2: Normalize Matrisin Elde Edilmesi

Karar matrisi oluşturulduktan sonra her bir sayısal  $a_{ij}$  değerlerinin farklı metriklere yani ölçeklere sahip olmasından aynı ölçeğe getirilmelidir. Bu nedenle ilişkinin her bir kriterlere ait değerlerin kareleri alınarak bu değerlerin toplamından oluşan sütun toplamları elde edilir ve her bir  $a_{ij}$  değeri ait olduğu sütun toplamının kareköküne bölünerek normalizasyon işlemi gerçekleştirilir (Mirjana ve Manc'ev, 2016: 85). Normalize matrisi elde edilmesi ile ilgili aşağıda denklem kullanılarak hesaplanır;

$$\bar{x}_{ij} = \frac{x_{ij}}{\sqrt{\sum_{j=1}^n x_{ij}^2}}$$

$$i = 1, \dots, m \quad j = 1, \dots, n$$

$$X_{ij} = \begin{bmatrix} x_{11} & x_{12} & \cdot & \cdot & x_{1n} \\ x_{21} & x_{22} & \cdot & \cdot & x_{2n} \\ x_{31} & x_{32} & \cdot & \cdot & x_{3n} \\ \cdot & \cdot & \cdot & \cdot & \cdot \\ x_{m1} & x_{m2} & \cdot & \cdot & x_{mn} \end{bmatrix}$$

### 3: Ağırlıklandırılmış Normalize Matrisin Elde Edilmesi

Normalize edilmiş matrise ait her bir değer  $w_j$  gibi bir değerle ağırlıklandırılır. Ağırlıklandırma işlemi TOPSIS yönteminin subjektif yönünü ortaya koymakta ve ağırlıklandırılma işlemi faktörlerin önemine göre ağırlıklandırılma yapılmaktadır. Burada dikkat edilmesi gereken husus  $W_i$  değer toplamlarının 1' e eşit olmasıdır. Yani  $\sum_{i=1}^n W_i = 1$  olacaktır. Normalize matris ile elde edilen  $n_{ij}$  değerleri  $w_i$  ağırlıkları ile çarpılarak ağırlıklandırılmış normalize matris (V matrisi) elde edilir. V matrisi aşağıda gösterilmiştir;

$$V_{ij} = \bar{x}_{ij} * w_j$$

$$V_{ij} = \begin{bmatrix} vx_{11} & vx_{12} & \cdot & \cdot & vx_{1n} \\ vx_{21} & vx_{22} & \cdot & \cdot & vx_{2n} \\ vx_{31} & vx_{32} & \cdot & \cdot & vx_{3n} \\ \cdot & \cdot & \cdot & \cdot & \cdot \\ vx_{m1} & vx_{m2} & \cdot & \cdot & vx_{mn} \end{bmatrix} \Rightarrow \begin{bmatrix} v_{11} & v_{12} & \cdot & \cdot & v_{1n} \\ v_{21} & v_{22} & \cdot & \cdot & v_{2n} \\ v_{31} & v_{32} & \cdot & \cdot & v_{3n} \\ \cdot & \cdot & \cdot & \cdot & \cdot \\ v_{m1} & v_{m2} & \cdot & \cdot & v_{mn} \end{bmatrix}$$

### Adım 4: pozitif İdeal ve Negatif İdeal Çözüm Değerlerinin Elde Edilmesi

Bu adımda ideal A+ ve A- ideal noktaları tanımlanır. Eğer amacımız maksimum ise ideal çözüm setinin oluşturulabilmesi için V matrisindeki sütun değerlerinin en büyükleri veya ilgili değerlendirme faktörü minimizasyon yönü ise en küçük değerleri seçilir. Ve ağırlıklandırılmış matriste her bir sütunda maksimum ve minimum değerler tespit edilir.

İdeal çözüm değerleri:

$$A^+ = (\max V_{ij} \text{ olmak üzere})$$



$$\Rightarrow A^+ = \{V_1^+, V_2 + \dots, V_j^+, \dots, V_n^+\}$$

$$A^- = (\min V_{ij} \text{ olmak üzere})$$

$$\Rightarrow A^- = \{V_1^-, V_2 + \dots, V_j^-, \dots, V_n^-\}$$

### Adım 5: İdeal ve Negatif İdeal Noktalara Olan Uzaklık Değerlerinin Elde Edilmesi

Pozitif İdeal A+ Çözüm Setinden ve Negatif İdeal A- Çözüm Setinden sapmalarının hesaplanırken Euclidian Uzaklık kullanılmaktadır. Buradan elde edilen karar noktalarına ilişkin sapma değerleri ise pozitif ideal uzaklık  $S_i^+$  ve negatif ideal uzaklık  $S_i^-$  Ölçüsü olarak adlandırılmaktadır. Burada hesaplanacak  $S_i^+$  ve  $S_i^-$  sayısı ise, alternatif sayısı kadar olacaktır (Yılmaz 1999'den aktaran Özcan, 2012: 57).

Pozitif ideal uzaklık:

$$S_i^+ = \left[ \sum_{j=1}^m (V_{ij} + V_j^+)^2 \right]^{0.5} \quad S_i^+ = \sqrt{\sum_{j=1}^m (V_{ij} + V_j^+)^2}$$

Negatif ideal uzaklık:

$$S_i^- = \left[ \sum_{j=1}^m (V_{ij} + V_j^-)^2 \right]^{0.5} \quad S_i^- = \sqrt{\sum_{j=1}^m (V_{ij} + V_j^-)^2}$$

Burada karar noktası sayısı kadar  $S_i^+$  ve  $S_i^-$  olacaktır.

### Adım 6: İdeal Çözüme Göreli Yakınlığın Hesaplanması

Her bir karar noktasının ideal çözüme göreli yakınlığının  $P_i^*$  hesaplanmasında ideal ve ideal olmayan noktalara uzaklıklardan yararlanır. İdeal çözüme göreli yakınlık  $P_i^*$  ile sembolize edilir eğer. Burada  $P_i^*$  değeri  $0 \leq P_i^* \leq 1$  aralığında değer alır ve  $P_i^* = 1$  ilgili karar noktasının ideal çözüme mutlak çözüm yakınlığını

gösterirken,  $P_i^* = 0$  ise ilgili karar noktasının negatif ideal çözüme mutlak yakınlığını gösterir.

$$P_i^* = \frac{S_i^-}{S_i^- + S_i^+}$$

### 3.3.2. Ekonometrik Analizlerde Kullanılan Veri Türleri

Araştırmalar en önemli aşamaların birisi değişkenlere ait verilerin güvenilir bir kaynaktan toplanmasıdır. İkinci adım ise bu verilerin araştırma modeline uygun şekilde toplanması ki bu da tahminlerin güvenilirliğini büyük ölçüde etkilemektedir. Analizlerde kullanılan veriler üç tür veri şeklinde ortaya çıkar (Yerdelen Tatoğlu, 2018: 1).

- Zaman Serisi Verisi
- Yatay Kesit verisi
- Panel Veri

olarak sınıflanmaktadırlar.

#### 3.3.2.1. Zaman Serisi Verisi;

Değişkenlerin değerlerinin saatlik, gün, hafta, ay, mevsim, yıl gibi zaman birimlerine göre değişimini içeren verilere denilmektedir (Yerdelen Tatoğlu, 2018: 1). Örnek olarak; yıllık kişi başına gelir, aylık hane halk harcamaları, yıllık kurumsal yönetim puanları, yıllık ve aylık enflasyon gibi veriler örnek olarak gösterilebilir.

#### 3.3.2.2. Yatay Kesit Verisi;

Zamanın belli bir noktasında, farklı birimlerden toplanan verilere denilmektedir. Burada "birim"; birey, hane halkı, firma, sektör, ülke gibi ekonometrik birimleri ifade etmek için kullanılmaktadır (Yerdelen Tatoğlu, 2018: 2). Örnek olarak; 2019 yılının şubat ayı Türkiye'de illere göre işsizlik oranı, 2018 dünyada en fazla ihracat yapan ülkeler, AB ülkelerinin 2019 yılının kişi başına gelir gibi veriler örnek olarak gösterilebilir.

### **3.3.2.3. Panel Veri**

Panel veri, yatay kesit veri ile zaman seri verilerinin birleşme şeklinde oluşur. Yanı panel veri bölgeler, ülkeler, firmalar, gibi yatay kesi verilerini belli bir zaman dilimi için bir araya getirilmesinden oluşur.

#### **3.3.2.3.1. Panel Veri Avantajları**

Panel veri analizi hem zaman serisi hem de yatay kesit veri analizlerine özgü özellikler taşımakla birlikte (Tarı, 2016: 476) bu analizin avantajları aşağıdaki şekilde sıralanmaktadır:

- Panel veri analizi kesit birimlere özgü farklılığı (bireyler, firmalar ve ülkelerin farklı eğilim ve davranışlara sahip olması) dikkate alarak, bu farklılığın model içinde kontrolüne ve ölçülebilmesine izin vermektedir.
- Yatay kesit gözlemleri ile zaman serilerini birleştirmekle, panel veri, daha aydınlatıcı bilgi, değişkenler arasında daha az doğrusal bağlantı, daha fazla serbestlik derecesi ve daha fazla etkinlik sağlamaktadır.
- Tekrarlanan yatay kesit gözlemlerini incelemekle, panel veri, değişme dinamiklerini araştırmak için daha uygundur.
- Panel veriler, pür zaman serileri veya pür yatay kesit verilerinde kolayca gözlenemeyen etkileri daha iyi belirleyebilir ve ölçebilir.
- Panel veri analizi, daha karmaşık davranış modelleri ile çalışabilme imkânı sunması açısından, zaman seri ve yatay kesit verisi modellerine göre üstünlük sağlamaktadır.

#### **3.3.2.3.2 Panel Birim Kök testleri**

Bir panel birim kök testleri literatür birçok şekilde mevcuttur. Panel birim kök testleri, yatay kesitler ya da seriler arasında AR süreci üzerinde sınırlama olup olmamasına bağlı olarak testler ayrılmaktadır. Bu araştırmada kullanılacak olan Levin, Lin ve Chu (LLC) kişiler tarafından 2002 yılında geliştirilen test, Hadri tarafından 2000 yılında geliştirilen test ve Im, Pesaran ve Shin (IPS) kişiler tarafından 2003 (Avni Egeli ve P. Egeli, 108-118) yılında geliştirilen panel birim kök testleri ile analiz yapılacaktır.

### 3.3. ARAŞTIRMANIN SONUÇLARI

Araştırmada ilk başta dört kurumsal yönetim alt dalı olan pay sahipleri, kamuyu aydınlatma ve şeffaflık, menfaat sahipler ve yönetim kurulu notları ile 10 finansal oran TOPSIS ile skorları elde edilmiştir. Skorlar üzerinde birim kök testleri ve Sabit Etkiler modeli ve Tesadüfi Etkiler model ile analiz edilerek sonuç elde edilmiştir. Bunun yanında kurumsal yönetim notu ile finansal oranları üzerinde Sabit Etkiler modeli ve Tesadüfi Etkiler model analiz sonuçları mevcuttur.

#### 3.3.1. TOPSIS Analiz Sonuçları

Kurumsal yönetim notunun derecelendirmesinde kullanılacak ağırlıklar notu KAP'ın ilkelerde kullandığı ağırlıklardır. TOPSIS yönteminde, kurumsal yönetim ilkelerine derecelendirmesinde kullanılacak ağırlıkları pay sahipleri ağırlık notu 0,25, kamuyu aydınlatma ve şeffaflık ağırlık notu 0,25, menfaat sahipler ağırlık notu 0,15 ve yönetim kurulu ağırlık notu 0,35 olarak kullanılmıştır. Finansal oranları için ise her 10 oran eşit ağırlıklandırılmıştır.

TOPSIS yönteminde kullanılan firmalara ait verileri (kurumsal yönetimin alt dalları ve finansal oranlar) ekler kısmında verilmiştir.

Kurumsal yönetim alt dalları olan Pay Sahipleri, Kamuyu Aydınlatma ve Şeffaflık, Menfaat Sahipler aldıkları notları TOPSIS yöntemi ile tek bir not şeklinde ve 10 finansal oranları da TOSIS yöntemi ile tek bir değer olarak hesaplandığı notları aşağıdaki tablolarda gösterilmektedir.

**Tablo 6: Firmaların 2013 Yıl Finansal Oranlarının TOPSIS Skoru**

No	Firmalar	F.O. Notu
1	VESTL	0,906
2	PINSU	0,890
3	HURGZ	0,877
4	PRKAB	0,748
5	TAVHL	0,667
6	ASELS	0,655
7	TTKOM	0,647
8	OTKAR	0,631
9	DOHOL	0,622

10	ARCLK	0,611
11	PNSUT	0,586
12	PETUN	0,573
13	TUPRS	0,568
14	AYGAZ	0,560
15	CCOLA	0,538
16	TOASO	0,454
17	AEFES	0,418
18	LOGO	0,304
19	AGHOL	0,216
20	TTRAK	0,177

Tablo 6’da görüldüğü gibi 2013 yılının verilerine göre firmaların finansal oranlarının sıralamasına göre ilk üç sırayı sahip firmalar sırasıyla VESTL, PINSU ve HURGZ firmaları yer almaktadır. Sıralamanın sonda yer alan üç firması ise LOGO, AGHOL ve TTRAK yer almaktadır.

**Tablo 7: Firmaların 2013 Kurumsal Yönetim Notlarının TOPSIS Skoru**

No	Firmalar	K.Y. Notu
1	PINSU	0,986
2	PRKAB	0,719
3	HURGZ	0,595
4	LOGO	0,591
5	TTKOM	0,579
6	ASELS	0,513
7	VESTL	0,506
8	AGHOL	0,500
9	DOHOL	0,500
10	TTRAK	0,486
11	TOASO	0,475
12	PNSUT	0,458
13	OTKAR	0,450
14	PETUN	0,448
15	CCOLA	0,438
16	ARCLK	0,417
17	AYGAZ	0,360
18	AEFES	0,326
19	TAVHL	0,323
20	TUPRS	0,317

Tablo 7’da görüldüğü gibi 2013 yılının verilerine göre firmaların kurumsal yönetim sıralamasına göre ilk üç sırayı sahip firmalar sırasıyla PINSU Pay Sahipleri 89,8, Kamuyu Aydınlatma ve Şeffaflık 92,55, Menfaat Sahipler 94,81 ve Yönetim

Kurulu 96 değere sahip. PRKAB ve HURGZ firmaları yer almaktadır. Sıralamanın sonda yer alan üç firması ise AEFES, TAVHL ve TUPRS yer almaktadır.

**Tablo 8: Firmaların 2014 Yıl Finansal Oranlarının TOPSIS Skoru**

No	Firmalar	F.O. Notu
1	HURGZ	0,926
2	VESTL	0,529
3	DOHOL	0,472
4	AEFES	0,458
5	PINSU	0,455
6	PRKAB	0,411
7	OTKAR	0,369
8	AGHOL	0,356
9	ASELS	0,307
10	AYGAZ	0,293
11	PETUN	0,292
12	CCOLA	0,286
13	PNSUT	0,269
14	ARCLK	0,266
15	TUPRS	0,254
16	TAVHL	0,225
17	TOASO	0,216
18	TTKOM	0,160
19	TTRAK	0,121
20	LOGO	0,081

Tablo 8’da görüldüğü gibi 2014 yılının verilerine göre firmaların Finansal oranlarının sıralamasına göre ilk üç sırayı sahip firmalar sırasıyla HURGZ, VESTL ve DOHOL firmaları yer almaktadır. HURGZ önceki yılına göre net kar marjı, aktif karlılık oranı ve öz sermaye karlılık oranları negatif ve daha da düşmüştür. VESTL önceki yıl negatif olan karlılık oranları 2014 yılında pozitif bir durumda ve cari oran, borç/öz sermaye oran ile öz sermaye çarpanı yükselmiştir. Sıralamanın sonda yer alan üç firması ise TTKOM, TTRAK ve LOGO yer almaktadır.

**Tablo 9: Firmaların 2014 Kurumsal Yönetim Notlarının TOPSIS Skoru**

No	Firmalar	K.Y. Notu
1	PINSU	0,994
2	TTKOM	0,726
3	TOASO	0,609
4	TTRAK	0,536
5	ASELS	0,532
6	LOGO	0,521
7	VESTL	0,502

8	AGHOL	0,500
9	DOHOL	0,500
10	PNSUT	0,496
11	PRKAB	0,493
12	PETUN	0,475
13	TAVHL	0,393
14	CCOLA	0,376
15	AYGAZ	0,340
16	OTKAR	0,336
17	HURGZ	0,326
18	TUPRS	0,310
19	ARCLK	0,209
20	AEFES	0,202

Tablo 9’da görüldüğü gibi 2014 yılının verilerine göre firmaların kurumsal yönetim sıralamasına göre ilk üç sırayı sahip firmalar sırasıyla PINSU, TTKOM ve TOASO firmaları yer almaktadır. PINSU’nun 2013 yılına göre Pay Sahipleri 4,7, Kamuyu Aydınlatma ve Şeffaflık -2,8, Menfaat Sahipler -0,5 ve Yönetim Kurulu -6,1 bir değişim söz konusudur. Sıralamanın sonda yer alan üç firması ise TUPRS, ARCLK ve AEFES yer almaktadır.

**Tablo 10: Firmaların 2015 Yıl Finansal Oranlarının TOPSIS Skoru**

No	Firmalar	F.O. Notu
1	HURGZ	0,822
2	PINSU	0,811
3	VESTL	0,772
4	AGHOL	0,671
5	DOHOL	0,624
6	TTKOM	0,603
7	AEFES	0,567
8	PRKAB	0,556
9	OTKAR	0,540
10	CCOLA	0,501
11	TAVHL	0,501
12	ASELS	0,493
13	PNSUT	0,483
14	ARCLK	0,314
15	PETUN	0,298
16	TOASO	0,245
17	AYGAZ	0,243
18	TUPRS	0,220
19	TTRAK	0,133
20	LOGO	0,066

Tablo 10’da görüldüğü gibi 2015 yılının verilerine göre firmaların Finansal oranlarının sıralamasına göre ilk üç sırayı sahip firmalar sırasıyla HURGZ, PINSU, VESTL firmaları yer almaktadır. HURGZ önceki yılına göre net kâr marjı, aktif karlık oranı ve öz sermaye karlılık oranı negatif bir durum söz konusu olmaktadır. Sıralamanın sonda yer alan üç firması ise TUPRS, TTRAK ve LOGO yer almaktadır.

**Tablo 11: Firmaların 2015 Kurumsal Yönetim Notlarının TOPSIS Skoru**

No	Firmalar	K.Y. Notu
1	PINSU	0,988
2	TTKOM	0,587
3	LOGO	0,566
4	TOASO	0,557
5	TTRAK	0,534
6	AGHOL	0,500
7	DOHOL	0,500
8	PRKAB	0,488
9	ASELS	0,487
10	PNSUT	0,486
11	PETUN	0,458
12	VESTL	0,454
13	OTKAR	0,317
14	AYGAZ	0,306
15	CCOLA	0,305
16	HURGZ	0,286
17	TUPRS	0,224
18	ARCLK	0,137
19	TAVHL	0,102
20	AEFES	0,072

Tablo 11’da görüldüğü gibi 2015 yılının verilerine göre firmaların kurumsal yönetim sıralamasına göre ilk üç sırayı sahip firmalar sırasıyla PINSU, TTKOM, LOGO firmaları yer almaktadır. Sıralamanın sonda yer alan üç firması ise ARCLK, TAVHL ve AEFES yer almaktadır.

**Tablo 12: Firmaların 2016 Yıl finansal Oranlarının TOPSIS Skoru**

No	Firmalar	F.O. Notu
1	PINSU	0,908
2	TTKOM	0,903
3	HURGZ	0,860
4	DOHOL	0,658
5	VESTL	0,630
6	AGHOL	0,614



7	TAVHL	0,547
8	OTKAR	0,544
9	PRKAB	0,489
10	PNSUT	0,476
11	AEFES	0,447
12	CCOLA	0,439
13	PETUN	0,356
14	TUPRS	0,350
15	ARCLK	0,287
16	TOASO	0,256
17	LOGO	0,235
18	ASELS	0,233
19	AYGAZ	0,227
20	TTRAK	0,095

Tabloda görüldüğü gibi 2016 yılının verilerine göre firmaların Finansal oranlarının sıralamasına göre ilk üç sırayı sahip firmalar sırasıyla PINSU, TTKOM ve HURGZ firmaları yer almaktadır. PINSU önceki yıllına göre karlılık oranları hala negatif ama nakit oranı, borç kaldıraç oranı, öz sermaye oranı ve öz sermaye çarpanında büyük bir artış görülmektedir. TTKOM karlık oranlarında önceki yıllara göre bir düşme var ama diğer yandan; cari oran, asit test oranı, borç/öz sermaye, öz sermaye çarpan oranlarında büyük bir yükselme söz konusu olmaktadır. Sıralamanın sonda yer alan üç firması ise ASELS, AYGAZ ve TTRAK yer almaktadır.

**Tablo 13: Firmaların 2016 Kurumsal Yönetim Notlarının TOPSIS Skoru**

No	Firmalar	K.Y. Notu
1	PINSU	0,991
2	TTKOM	0,618
3	TOASO	0,604
4	TTRAK	0,585
5	ASELS	0,563
6	LOGO	0,561
7	PRKAB	0,541
8	PNSUT	0,505
9	AGHOL	0,500
10	DOHOL	0,500
11	PETUN	0,463
12	HURGZ	0,406
13	OTKAR	0,351
14	AYGAZ	0,344
15	CCOLA	0,334
16	VESTL	0,294
17	TUPRS	0,292
18	ARCLK	0,149

19	TAVHL	0,105
20	AEFES	0,092

Tablo 12’da görüldüğü gibi 2016 yılının verilerine göre firmaların kurumsal yönetim sıralamasına göre ilk üç sırayı sahip firmalar sırasıyla PINSU, TTKOM ve TOASO firmaları yer almaktadır. Sıralamanın sonda yer alan üç firması ise ARCLK, TAVHL ve AEFES yer almaktadır.

**Tablo 14: Firmaların 2017 Yıl Finansal Oranlarının TOPSIS Skoru**

No	Firmalar	F.O. Notu
1	HURGZ	0,912
2	PINSU	0,581
3	DOHOL	0,336
4	VESTL	0,321
5	PNSUT	0,218
6	OTKAR	0,198
7	AGHOL	0,192
8	PRKAB	0,192
9	TTKOM	0,184
10	PETUN	0,165
11	TAVHL	0,160
12	AEFES	0,147
13	ARCLK	0,136
14	CCOLA	0,121
15	ASELS	0,093
16	TOASO	0,077
17	LOGO	0,073
18	AYGAZ	0,060
19	TUPRS	0,056
20	TTRAK	0,049

Tablo 14’da görüldüğü gibi 2017 yılının verilerine göre firmaların Finansal oranlarının sıralamasına göre ilk üç sırayı sahip firmalar sırasıyla HURGZ, PINSU ve DOHOL ve firmaları yer almaktadır. Sıralamanın sonda yer alan üç firması ise AYGAZ, TUPRS ve TTRAK yer almaktadır.

**Tablo 15: Firmaların 2017 Kurumsal Yönetim Notlarının TOPSIS Skoru**

No	Firmalar	K.Y. Notu
1	PINSU	0,994
2	LOGO	0,679
3	TOASO	0,671
4	TTRAK	0,618
5	ASELS	0,605

6	HURGZ	0,605
7	TTKOM	0,591
8	PRKAB	0,568
9	PNSUT	0,565
10	PETUN	0,530
11	AGHOL	0,500
12	DOHOL	0,500
13	CCOLA	0,418
14	AYGAZ	0,382
15	OTKAR	0,373
16	TUPRS	0,277
17	VESTL	0,242
18	ARCLK	0,232
19	AEFES	0,183
20	TAVHL	0,068

Tablo 15’da görüldüğü gibi 2017 yılının verilerine göre firmaların kurumsal yönetim sıralamasına göre ilk üç sırayı sahip firmalar sırasıyla PINSU, LOGO ve TOASO firmaları yer almaktadır. Sıralamanın sonda yer alan üç firması ise ARCLK, AEFES ve TAVHL yer almaktadır.

**Tablo 16: Firmaların 2018 Yıl Finansal Oranlarının TOPSIS Skoru**

No	Firmalar	F.O. Notu
1	PINSU	0,966
2	TTKOM	0,929
3	AGHOL	0,812
4	VESTL	0,798
5	PNSUT	0,736
6	AEFES	0,701
7	ARCLK	0,675
8	PETUN	0,623
9	PRKAB	0,616
10	AYGAZ	0,580
11	CCOLA	0,571
12	TAVHL	0,551
13	OTKAR	0,544
14	TTRAK	0,481
15	TOASO	0,451
16	LOGO	0,415
17	TUPRS	0,406
18	ASELS	0,378
19	HURGZ	0,203
20	DOHOL	0,046

Tablo 16’da görüldüğü gibi 2018 yılının verilerine göre firmaların Finansal oranlarının sıralamasına göre ilk üç sırayı sahip firmalar sırasıyla PINSU, TTKOM ve AGHOL firmaları yer almaktadır. PINSU finansal oranlarını önceki yıllara göre borç/öz sermaye oranı ile öz sermaye çarpanında bir yükselme olmuştur. TTKOM önceki finansal oranlarına göre bir düşüş olmaktadır. Sıralamanın sonda yer alan üç firması ise ASELS, HURGZ ve DOHOL yer almaktadır.

**Tablo 17: Firmaların 2018 Kurumsal Yönetim Notlarının TOPSIS Skoru**

No	Firmalar	K.Y. Notu
1	PINSU	0,986
2	LOGO	0,683
3	TOASO	0,651
4	TTRAK	0,633
5	ASELS	0,597
6	PNSUT	0,575
7	PRKAB	0,525
8	TTKOM	0,523
9	PETUN	0,519
10	AGHOL	0,500
11	DOHOL	0,500
12	HURGZ	0,464
13	CCOLA	0,398
14	AYGAZ	0,354
15	OTKAR	0,328
16	TUPRS	0,275
17	ARCLK	0,194
18	VESTL	0,154
19	AEFES	0,154
20	TAVHL	0,079

Tablo 17’da görüldüğü gibi 2018 yılının verilerine göre firmaların kurumsal yönetim sıralamasına göre ilk üç sırayı sahip firmalar sırasıyla PINSU, LOGO ve TOASO firmaları yer almaktadır. PINSU’nun 2017 yılına göre pay sahipleri 3,23, kamuyu aydınlatma ve şeffaflık 0,42 ve yönetim kurulu 0,52 bir değişim söz konusudur. Sıralamanın sonda yer alan üç firması ise VESTL, AEFES ve TAVHL yer almaktadır.

Yapılan TOPSIS analiz yönetiminin sonucu kurumsal yönetim alt dalları olan Pay Sahipleri, kamuyu aydınlatma ve şeffaflık, menfaat sahiplerinin TOPSIS skoru ile finansal performans TOPSIS skoru karşılaştırıldığında firmaların genellikle bu iki oranın arasında sürekli ve anlamlı bir ilişkinin ve etkileşimin olmadığını görülmüştür.

Sadece Pınar Su Sanayi ve Ticaret A.Ş 2013 ve 2014 dışındaki yıllarda her iki oranında yüksek değerler ulaştığı görülmüştür. Ama birçoğu firmanın bazı yıllarda kurumsal yönetimi yüksek iken finansal oranlarının düşük olduğunu ve bazı yıllar da ise tam tersi olduğu görülmüştür. Kurumsal yönetim ile finansal performans arasındaki ilişkinin tespit edilmemesinin nedeni 2014 yılından sonra zorunlu hale gelmesi ile, kurumsal yönetim uygulaması bir yasal zorunluluk olarak bakmaları, finansal açıdan güçlü ve yüksek standartlara sahip olan borsa firmalar uyum gösterme sorunları olabilir.

TOPSIS analiz yönteminde firmaların 10 finansal oranının eşit bir şekilde 0.1 ağırlık verilmiştir. Bu eşit ağırlık sonucu da etkilediği ve gelecek araştırmalarda ağırlık oranlarını değiştirme ile daha iyi sonuç elde edileceği kanaatindeyim. Kurumsal yönetim alt dallarının ağırlığı ise; pay sahipleri 0,25, kamuyu aydınlatma ve şeffaflık 0,25, menfaat sahipleri 0,15, yönetim kurulu 0,35 ağırlık ile değerlendirilmiştir

### **3.3.2. Panel Veri Analiz Sonuçları**

Panel veri analizinde 20 firmanın TOPSIS skoru verileri kullanılacaktır. kurumsal yönetimin alt dalları olan pay sahipleri, kamuyu aydınlatma ve şeffaflık, menfaat sahipler TOPSIS skoru ile finansal performans TOPSIS skoru 2013-2018 yıl arasındaki verileri dengeli panel veri şeklinde oluşturularak analiz edilecektir.

İlk aşama birinci kuşağın birinci grup panel veri birim kök testlerinden olan; Levin-Lin-Chu unit-root birim kök testi ve Im-Pesaran-Shin unit-root birim kök testi uygulanmıştır. Birim kök testleri Stata 14 programı ile analiz edilmiştir. Birinci kuşak panel veri birim kök testlerinden sonra, ikinci grupta Hadri LM test birim kök testi uygulanmıştır.

Aşağıda birinci nesil birim kök testlerinin uygulanması sonucu oluşan düzeydeki t-istatistiği ve düzey ve 1.farklardaki anlamlılık değerleri verilmiştir.

#### **3.3.2.1. Levin-Lin-Chu Birim Kök Testi**

Levin-Lin-Chu testinde panel veride birim kök içerir H0 sıfır hipotezi test edilmektedir. Bu yöntem, kernel seçimlerini ve her bir yatay kesit ADF regresyonunda kullanılan gecikme sayılarının belirlenmesini gerektirmektedir. Test denkleminde

dışsal değişken kullanılmamakta ama bireysel sabit terimler (sabit etkiler) ya da bireysel sabitler ve trendler kullanılabilir (A. Egeli ve P. Egeli, 108).

Ho: Panel veri birim kök içerir

H1: panel veri sabittir

<b>Kurumsal Yönetim</b>	<b>Düzeltilmiş t*</b>	<b>P -value</b>
Levin-Lin-Chu	-50.0121	0.0000
<b>Finansal Performans</b>		
Levin-Lin-Chu	-66.5021	0.0000

Kurumsal yönetim skor değerleri ile Levin – Lin – Chu birim kök testi sonuçları, sapma ayarlı t istatistiği  $-50.0121$ 'dir ve P -value = 0.000 ve %5 değerinden küçük olmaktadır. Bu nedenle, H0 hipotezini reddediyoruz ve serinin durağan olduğu yani H1 hipotezi panel veri sabittir hipotezi %5 anlamlılık düzeyinde Kabul edilmektedir.

Finansal performans skor değerleri ile Levin – Lin – Chu birim kök testi sonuçları, sapma ayarlı t istatistiği  $-66.5021$ 'dir ve P -value = 0.000 ve %5 değerinden küçük olmaktadır. Bu nedenle, H0 hipotezini reddediyoruz ve serinin durağan olduğu yani H1 hipotezi panel veri sabittir hipotezi %5 anlamlılık düzeyinde Kabul edilir.

Sonuçta 'düzeltilmemiş t' olarak etiketlenmiş H0 hipotezi testi için geleneksel bir t istatistiğidir. Model panele özgü araçlar veya trenler içermediğinde, bu test istatistiği standart normal dağılımına sahiptir.

### **3.3.2.2. Im-Pesaran-Shin Birim Kök Testi**

Im-Pesaran-Shin birim kök testinde, panele veriden sonuç elde edebilmek için bireysel birim kök testleri birleştirilmiştir. Bu test dinamik heterojen panel veri analizi için geliştirilmiştir. Bu testte  $\rho_i$  yatay kesitler arasında değişebilmekte ve her bir yatay kesit için ayrı ayrı birim kök olup olmadığını test etmektedir. IPS testi paneldeki kesitler arasında heterojenliğe izin vermektedir (A. Egeli ve P. Egeli, 108).

**H0:** Tüm Panel veri Birim Kök İçerir

**H1:** Bazı Panel veri Birim kök içerir

<b>Kurumsal Yönetim</b>	<b>W-t-bar</b>	<b>P -value</b>
Im-Pesaran-Shin	-40.7199	0.0000
<b>Finansal Performans</b>		
Im-Pesaran-Shin	-15.8462	0.0000

Kurumsal yönetim skor değerleri Im-Pesaran-Shin birim kök testinde W-t-bar istatistik değeri-40.7199'dir. P-value = 0.000 ve %5 değerinden küçük olmaktadır, bu neden ile, H0 yani tüm panel veri birim kök içerir hipotezini reddediyoruz ve Bazı Panel veri Birimler Sabittir yani H1 hipotezi Bazı Panel veri Birim kök içerir %5 anlamlılık düzeyinde Kabul edilir.

Finansal performans skor değerleri Im-Pesaran-Shin birim kök testinde W-t-bar istatistik değeri-15.8462'dir. P-value = 0.000 ve %5 değerinden küçük olmaktadır, bu nedenle, H0 yani tüm panel veri birim kök içerir hipotezini reddediyoruz ve Bazı Panel veri Birimler Sabittir yani H1 hipotezi Bazı Panel veri Birim kök içerir %5 anlamlılık düzeyinde Kabul edilir.

### **3.3.2.3. Hadri LM Birim Kök Testi**

Hadri (2000), hata terimlerine dayalı bir Lagrange Multiplier (LM) testi geliştirmiştir. Hadri testi, panelin herhangi bir serisinde birim kök yoktur yani tüm panel sabittir sıfır hipotezini test etmektedir (Hadri, 2000; 148-149'den aktaran A. Egeli ve P. Egeli, 108).

**H0:** Tüm Panel sabittir

**H1:** Bazı Panel veri Birim kök içerir

<b>Kurumsal Yönetim</b>	<b>W-t-bar</b>	<b>P -value</b>
Hadri LM test	7.0408	0.0000
<b>Finansal Performans</b>		
Hadri LM test	-0,9634	0.0000

Kurumsal yönetim Hadri LM testinde, t değeri p-value'den küçük olmadığından Kurumsal yönetim H0 hipotezi yani H0: Tüm panel sabittir kabul edebiliyor. H1 hipotezi yani bazı panel veri birim kök içerir hipotezi reddedilir.

Finansal performans Hadri LM testinde, t değeri p-value'den küçük olduğundan finansal performans H1 hipotezi yani bazı panel veriler birim kök içerir kabul edilir. H0 hipotezi yani bütün panel veriler sabittir hipotezi reddedilir.

#### 3.3.2.4. Kurumsal Yönetim ile Finansal Performansın Korelasyonu

Birinci kuşak birim kök terslerinde (Levin – Lin – Chu ve Im-Pesaran-Shin) kurumsal yönetim ile finansal performans %5 düzeyinde anlamlı olmaktadır. İkinci kuşak terslerinden olan Hadri LM testinde kurumsal yönetim verisi sabit ve finansal performansın bazı birimleri birim kök içermektedir.

Testlerden sonra Kurumsal yönetim ile finansal performans değerlerinin arasındaki korelasyon pozitif (0.0561) bir değer söz konusudur. Ve firmaların tek tek finansal performansı ile kurumsal yönetim arasındaki korelasyon değerleri de şu şekildedir.

Genel olarak finansal performans ile kurumsal yönetim skorları arasında korelasyon;

	Kurumsal yönetim	finansal performans
Kurumsal Yönetim	1.0000	
Finansal Performans	0.0561	1.0000

Firmalar bazında ise kurumsal yönetim ile finansal performans skorları arasındaki korelasyon ise aşağıdaki tabloda gösterilmiştir.

**Tablo 18: Firma Kurumsal Yönetimleri İle Finansal Performanslarının Korelasyonu**

	Firmalar	Korelasyon
1	AGHOL	0.7003
2	TTKOM	0.4548



3	PINSU	0.4249
4	TTRAK	0.4090
5	TOASO	0,3671
6	PNSUT	0,2869
7	PETUN	0,0811
8	AEFES	0.0613
9	LOGO	-0.0791
10	TAVHL	-0.0850
11	CCOLA	-0.1238
12	AYGAZ	-0.1673
13	HURGZ	-0.2157
14	VESTL	-0.2892
15	OTKAR	-0.3115
16	ARCLK	-0.3561
17	TUPRS	-0.3808
18	DOHOL	-0.4962
19	PRKAB	-0.5600
20	ASELS	-0.6620

Firmaların kurumsal yönetim notu ile finansal Performans notu arasında en yüksek pozitif korelasyon sahip üç firma; AGHOL 0.7003, TTKOM 0.4548 ve PINSU 0.4249 ile ilk sırada yer almaktadırlar. Firmaların kurumsal yönetim notu ile finansal Performans notu arasında en düşük negatif korelasyon sahip üç firma; ASELS 0.6620, PRKAB 0.5600, DOHOL ile son sırada yer almaktadırlar.

Veri setinin az olmasından Levin – Lin – Chu, Im-Pesaran-Shin ve Hadri LM testlerin sonuçlarının güvenilirlik düzeyi düşük olmasına neden olmaktadır. Bundan dolayı kurumsal yönetim ile finansal performans arasındaki ilişkinin daha açık bir şekilde anlamak için Sabit Etkiler Modeli ve Tesadüfi Etkiler modeli kullanarak analiz edilecektir.

### 3.3.3. Sabit Etkiler Modeli ve Tesadüfi Etkiler Modeli Analiz Sonuçları

Veri setinde zaman serisinin kısa olduğundan dolayı yukarıdaki testler ile güvenilirliği az olduğundan daha iyi bir sonuç için burada Sabit Etkiler Modeli ve Tesadüfi Etkiler modelleri ile analizi yapılmıştır. TOPSIS yöntemi ile elde edilen kurumsal yönetim notu ile finansal performans notunun yanında 10 finansal oran ile kurumsal yönetim notu ayrı bir şekilde analiz edilmiştir. Yapılan Sabit Etkiler Modeli

ve Tesadüfi Etkiler Model analiz sonuçları arasında seçimi için, Hausman testi ile aralarında hangisinin seçebileceğini karar verilmiştir.

### 3.3.3.1 Sabit Etkiler Modeli

Kurumsal yönetim ile finansal performansın TOPSIS skorlarının Sabit Etkiler LSDV Modeli ile yapılan analizi aşağıdaki tabloda yer almaktadır.

**Tablo 19: Kurumsal Yönetim ve Finansal Performansın Sabit Etkiler LSDV Modeli İle Analiz Sonuçları**

<b>R-sq:</b>	Within = 0.0000		Between = 0.0138		Overall = 0.0031
<b>Obs per group:</b>	Min = 6		Avg = 6.0		Max = 6
	Corr (u <sub>i</sub> , X <sub>b</sub> ) = -0.0988		F (1,99) = 0.00		Prob> F = 0.9569
<b>Finansal performans</b>	<b>Coef.</b>	<b>Std. Err.</b>	<b>t</b>	<b>P&gt; t</b>	<b>[95% Conf. Interval]</b>
<b>Kurumsal yönetim</b>	-.0088129	.1625974	-0.05	0.957	-.3314415 .3138157
<b>_cons</b>	.5245983	1.50519	0.35	0.728	-2.462024 3.511221
<b>sigma_u</b>	.15988453				
<b>sigma_e</b>	.20813425				
<b>rho</b>	.37110882	u-i nedeni ile varyans oranı			
	F test that all u <sub>i</sub> =0: F (19, 99) = 3.51				Prob> F = 0.0000

Sabit Etkiler Modeli Prob> F = 0.9569 değere sahip. Sabit Etkiler Modeli %5 düzeyinde sabit etkiler modeli anlamlı ve kabul edilmemektedir. Burada dikkat edilmesi gereken birkaç değer vardır. Bu değerler coefficients değeri ki kurumsal yönetim ile finansal performans arasındaki ilişki göstermektedir. Sabit Etkiler Modelinde bu değer negatif ve -0.0088129 bir ilişki söz konusudur. F değeri tüm birim etkilerinin sıfıra eşit olduğunu gösterir. R<sup>2</sup> Değeri birimler yanında iki grup arasında yüzde açıklama gücünü gösterir. P>|t = 0.957 değeri sahip olmaktadır ve anlamlı değil. Bunun anlamı Kurumsal yönetim değişikliği ile finansal performansı değerinin açıklamamaktadır. Sigma-u aldığı değer ile %95 hangi aralıkta olduğunu gösterir. Bu model kabul edilmediğinden Tesadüfi Etkiler model analizine bakılacaktır.

### 3.3.3.2. Tesadüfi Etkiler Modeli

Kurumsal yönetim ile finansal performansın TOPSIS skorlarının Tesadüfi Etkiler Modeli ile yapılan analiz aşağıdaki tabloda yer almaktadır.

**Tablo 20: Kurumsal Yönetim ve Finansal Performansın Tesadüfi Etkiler GLS Modeli ile Analiz Sonuçları**

<b>R-sq:</b>	Within = 0.0000	Between = 0.0138	Overall = 0.0031		
<b>Obs per group:</b>	Min = 6	Avg = 6.0	Max = 6		
	Corr (u_i, X) = 0 (assumed)	Waldchi2(1) = 0.05	Prob> chi2= 0.8161		
<b>Finansal performans</b>	<b>Coef.</b>	<b>Std. Err.</b>	<b>z</b>	<b>P&gt; z </b>	<b>[95% Conf.Interval]</b>
<b>Kurumsal yönetim</b>	.0314313	.1351602	0.23	0.816	-.2334777 .2963403
_cons	.1520814	1.251626	0.12	0.12	-2.30106 2.605223
<b>sigma_u</b>	.13905515				
<b>sigma_e</b>	.20813425				
<b>rho</b>	.30861007	u-i nedeni ile varyans oranı			

Tesadüfi Etkiler Modeli Prob> chi2 = 0.8161 değere sahip. Tesadüfi Etkiler GLS Modeli %5 düzeyinde anlamlı değil ve kabul edilmemektedir. Çünkü Prob> chi2 = 0.8161 ve bu değer 0.05 den büyük olmaktadır. Bu modelde dikkat edilmesi gereken birkaç değer vardır. Bu değerler coefficients değeri ki kurumsal yönetim ile finansal performans arasındaki ilişki göstermektedir. Tesadüfi Etkiler Modelinde bu değer pozitif ve 0.0314313 bir ilişki söz konusudur.  $R^2$  Değeri birimler yanında iki grup arasında yüzde açıklama gücünü gösterir.  $P>|z| = 0.816$  değeri sahip olmaktadır ve anlamlı değildir. Bunun anlamı Kurumsal yönetim değişikliği ile finansal performansı değerinin açıklamamaktadır. Sigma-u aldığı değer ile %95 hangi aralıkta olduğunu gösterir.

Analiz sonucu Kurumsal yönetim ile finansal performansın TOPSIS skorlarının Tesadüfi Etkiler Modeli ile Sabit Etkiler Modeli %5 düzeyinde anlamlı olmadıklarından bu iki model Kabul edilmemektedir. Hausman testi ile Pesaran CD

Testi yapılmaya gerek olmamaktadır. Bundan dolayı firmaların kurumsal yönetim değerleri ile 10 finansal oran değerleri ile Tesadüfi Etkiler Modeli ile Sabit Etkiler Modeli ile analiz yapılacaktır.

### 3.3.4. Kurumsal Yönetim Notu ile 10 Finansal Oranın Tesadüfi Etkiler Modeli ile Sabit Etkiler Modeli Analiz Sonuçları

Kurumsal yönetim alt dalları olan Pay Sahipleri, Kamuyu Aydınlatma ve Şeffaflık, Menfaat Sahipler ve Yönetim Kurulu ile finansal performansın TOPSIS skorlarının Sabit Etkiler Modeli ile yapılan analizinde her iki modelde anlamlı olmamaktadır. Bu nedenle burada 10 finansal oran ile kurumsal yönetim arasındaki ilişkinin Sabit Etkiler Modeli ve Tesadüfi Etkiler Modeli ile analize tabi tutulacaktır.

#### 3.3.4.1. Sabit Etkiler Modeli

Kurumsal yönetim ile firmaların finansal performanslarının Sabit Etkiler Modeli ile analiz sonuçları aşağıdaki tabloda verilmiştir.

Bu analizde 20 firmanın tek kurumsal yönetim notu ve 10 finansal oran notu ile 120 gözlem sayısına sahip.

**Tablo 21: Sabit Etkiler Modeli Analiz Sonuç Tablosu**

<b>R-sq:</b>	Within = 0.2927		Between = 0.0002		Overall = 0.0308	
<b>Obs per group:</b>	Min = 6		Avg = 6.0		Max = 6	
	Corr (u <sub>i</sub> , X <sub>b</sub> ) = -0.4611		F (10,90) = 3.73		Prob> F = 0.0003	
<b>Kurumsal yönetim</b>	<b>Coef.</b>	<b>Std. Err.</b>	<b>t</b>	<b>P&gt;t</b>	<b>[95% Conf. interval</b>	
Borç Kaldıraç Oranı	0.049665	0.324515	0.15	0.879	-0.59504	0.69437
Cari Oranı	0.051797	0.145205	0.36	0.722	-0.23668	0.340272
Asit Test Oranı	-0.28002	0.1606	-1.74	0.085	-0.59908	0.03904
Nakit Oranı	0.297145	0.086944	3.42	0.001	0.124416	0.469875
Aktif Devir hızı Oranı	-0.00641	0.084713	-0.08	0.94	-0.1747	0.161892
Borç Öz sermaye Oranı	-0.03366	0.139767	-0.24	0.81	-0.31133	0.244013
Öz sermaye Çarpanı	0.085819	0.123908	0.69	0.49	-0.16035	0.331983
Net Kar Marjı	-0.11127	0.065465	-1.7	0.093	-0.24132	0.018792

Aktif Karlılık Oranı	0.727567	0.530119	1.37	0.173	-0.32561	1.780741
Öz sermaye karlılık oranı	-0.08927	0.233194	-0.38	0.703	-0.55255	0.374006
cons	9.157065	0.31763	28.83	0	8.526037	9.788093
sigma_u	.18233293					
sigma_e	.11347428					
rho	.72081667		u-i nedeni ile varyans oranı			
	F test that all u_i=0: F(19, 90) = 9.94			Prob > F = 0.0000		

Sabit etkiler modeli  $Prob > F = 0.0003$  değere sahip. Sabit etkiler modeli  $Prob.$  değeri  $0.05$  küçük olduğundan,  $\%5$  düzeyinde sabit etkiler modeli anlamlı ve kabul edilmektedir.

Finansal oranların  $P > T$  değerlerini bakarak  $0.05$  değerinden küçük olan oranlar  $\%5$  düzeyinde anlamlı ve kurumsal yönetim üzerine önemli etkiye sahip ve aksi takdirde oranların  $P > T$  değeri  $\%5$  büyük olan oranlar anlamlı değildir. Nakit Oranı ( $P > t$ ) =  $0.001$  ve  $\%5$  düzeyinde anlamlı ve bu kurumsal yönetim açıklamada önemli bir oran olmaktadır. Nakit oranının Coefficient (katsayı) da en yüksek  $0.297145$  değere sahip. Diğer finansal oranlar  $P > T$  değerleri  $0.05$ 'ten büyük ve  $\%5$  düzeyinde anlamlı değildir. Bu oranlar açısından kurumsal yönetim ile bir ilişki söz konusu değildir.

Burada dikkat edilmesi gereken birkaç değer vardır. Bu değerler coefficients değeri ki kurumsal yönetim ile finansal performans arasındaki ilişki göstermektedir. Ve  $R^2$  Değeri birimler yanında iki grup arasında yüzde açıklama gücünü gösterir. Bu değer içlerinde (Within) =  $0.2927$ , aralarında (between) =  $0.0002$  ve genel (overall) =  $0.0308$  bir değere sahip.

### 3.3.4.2. Tesadüfi Etkiler Modeli

Kurumsal yönetim ile firmaların finansal performanslarının Tesadüfi Etkiler Modeli ile analiz sonuçları aşağıdaki tabloda verilmiştir.

Bu model analizde 20 firmanın tek kurumsal yönetim notu ve 10 finansal oran notu ile 120 gözlem sayısına sahip.

**Tablo 22: Tesadüfi Etkiler Model Analiz Sonuç Tablosu**

<b>R-sq:</b>	Within = 0.2797		Between = 0.0085		Overall = 0.0794	
<b>Obs per group:</b>	Min = 6		Avg = 6.0		Max = 6	
	Corr (u_i, X) =0 (assumed)		Waldchi2 (10) =34.77		Prob> chi2 = 0.0001	
<b>Kurumsal yönetim</b>	<b>Coef.</b>	<b>Std. Err.</b>	<b>z</b>	<b>P&gt;z</b>	<b>[95% Conf. Interval</b>	
Borç Kaldıraç Oranı	-0.10197	0.272471	-0.37	0.708	-0.636	0.432064
Cari Oranı	0.0552	0.11768	0.47	0.639	-0.17545	0.285849
Asit Test Oranı	-0.28461	0.132927	-2.14	0.032	-0.54514	-0.02407
Nakit Oranı	0.274975	0.077898	3.53	0.000	0.122298	0.427653
Aktif Devir hızı Oranı	-0.04678	0.065048	-0.72	0.472	-0.17427	0.080707
Borç Öz sermaye Oranı	0.016319	0.122214	0.13	0.894	-0.22322	0.255854
Öz sermaye Çarpanı	0.024655	0.107284	0.23	0.818	-0.18562	0.234928
Net Kar Marjı	-0.11905	0.063749	-1.87	0.062	-0.244	0.005897
Aktif Karlılık Oranı	0.748883	0.509536	1.47	0.142	-0.24979	1.747555
Öz sermaye karlılık oranı	-0.16433	0.216477	-0.76	0.448	-0.58861	0.259963
<b>cons</b>	9.38446	0.258583	36.29	0	8.87765	9.891277
<b>sigma_u</b>	.16846247					
<b>sigma_e</b>	.11347428					
<b>rho</b>	.68789006		u-i nedeni ile varyans oranı			

Tesadüfi Etkiler Modeli Prob> chi2 = 0.0001 değere sahip. Tesadüfi Etkiler GLS Modeli %5 düzeyinde anlamlı ve kabul edilmektedir. Çünkü Prob> chi2 = 0.0001 ve bu değer 0.05 den küçük olmaktadır. Bu modelde dikkat edilmesi gereken birkaç değer vardır.

Şimdi Finansal oranların  $P > Z$  değerlerini bakarak 0.05 değerinden küçük olan oranlar kurumsal yönetim üzerine önemli etkiye sahip ve aksi takdirde  $P > Z$  değeri büyük olan oran önemli değildir. Nakit Oranı ( $P > Z$ ) = 0.000 ve %5 düzeyinde anlamlı ve bu kurumsal yönetim açıklamada önemli bir oran olmaktadır. Cari oranın Coefficient (katsayı) da en yüksek 0.0552 değere sahip. Asit Test Oranı ( $P > Z$ ) = 0.032 ve %5 düzeyinde anlamlı ve bu kurumsal yönetim açıklamada önemli bir oran olmaktadır. Asit Test Oranın Coefficient (katsayı) da negatif ve -0.28461 değere sahip. Diğer finansal oranlar  $P > Z$  değerleri 0.05'ten büyük ve %5 düzeyinde anlamlı değillerdir. Bu oranlar açısından kurumsal yönetim ile bir ilişki söz konusu değildir.

Burada dikkat edilmesi gereken birkaç değer vardır. Bu değerler coefficients değeri ki kurumsal yönetim ile finansal performans arasındaki ilişki göstermektedir. Ve  $R^2$  Değeri birimler yanında iki grup arasında yüzde açıklama gücünü gösterir. Bu değer içlerinde (Within) = 0.2797, aralarında (between) = 0.0085 ve genel (overall) = 0.0794 bir değere sahip.

### 3.3.4.3. Hausman: Sabit Etkiler Modeli ve Tesadüfi Etkiler Modeli için

Sabit etkiler modeli ve Tesadüfi etkiler modelleri analiz bulguların %5 düzeyinde önemli ve anlamlı olmaktadır. Bu iki model arasında hangisinin analiz bulguları geçerli olduğunu karar vermek için Husman testi ile karar verilecektir.

Hausman test sonuçları Sabit etkiler modeli ve Tesadüfi etkiler modelleri için aşağıdaki tabloda varılmıştır.

**Tablo 23: Sabit Etkiler Modeli İle Tesadüfi Etkiler Modeli İçin Hausman Testi**

	Katsayılar			Sqrt(diag(V_b-V_B) S.E.
	(b) Sabit Etkiler	(B) Tesadüfi Etkiler	(b-B) Fark	
Borç kaldıraç Oranı	0.049665	-0.10197	0.1516326	0.1762663
Cari Oranı	0.051797	0.0552	-0.0034037	0.0850642
Asit Test Oranı	-0.28002	-0.28461	0.0045854	0.090126
Nakit Oranı	0.297145	0.274975	0.0221701	0.0386154

Aktif Devir Hızı Oranı	-0.00641	-0.04678	0.0403782	0.0542688
Borç Öz Sermaye Oranı	-0.03366	0.016319	-0.0499774	0.0678119
Öz sermaye Çarpanı	0.085819	0.024655	0.0611633	0.061994
Net Kar Marjı	-0.11127	0.11905	0.0077843	0.0148882
Aktif Karlılık Oranı	0.727567	0.748883	0.0213164	0.1462852
Öz sermaye karlılık oranı	-0.08927	-0.16433	0.0750513	0.0866999
Chi2(10) = (b-B)'[(V_b-V_B) ^ (-1)] (b-B) = 6.10			Prob>chi2 = 0.8067	

Hausman testi için aşağıdaki şekilde H0 ve H1 hipotezine sahip.

H0: Tesadüfi etkiler modeli uygundur

H1: Sabit etkiler modeli uygundur

Hausman testinde ikinci sütününde sabit etkiler modelinin katsayıları ve üçüncü sütünde tesadüfi etkiler modelinin katsayılarını vermektedir. Üçüncü sütün katsayılar arasındaki farkı göstermektedir. Son sütünde ise sabit etkiler modeli ve tesadüfi etkiler modellerinin varyansları arasındaki farkı göstermektedir.

Analiz değer 0,05 tan büyük Prob>chi2 = 0.8067 olduğundan H0 hipotezi reddedilmemektedir. H0 Tesadüfi etkiler modeli hipotezi Kabul edilir. H1 Sabit etkiler modeli reddedilmektedir. Geçerli Tesadüfi etkiler modelin sonuçları olmaktadır.

### **Tesadüfi Etkiler Modeli**

Huasman testi ile geçerli olan tesadüfi etkiler model test sonuçları olmaktadır. Geçerli olan Tesadüfi etkiler modelinin sonuçları yeniden hem %5 ve %10 anlamlılık düzeyinde yorumu aşağıda yer varılmıştır.



**Tablo 24: Tesadüfi Etkiler Model Analiz Sonuç Tablosu**

<b>R-sq:</b>	Within = 0.2797		Between = 0.0085		Overall = 0.0794	
<b>Obs per group:</b>	Min = 6		Avg = 6.0		Max = 6	
	Corr (u_i, X) =0 (assumed)		Waldchi2 (10) =34.77		Prob> chi2 = 0.0001	
<b>Kurumsal yönetim</b>	<b>Coef.</b>	<b>Std. Err.</b>	<b>z</b>	<b>P&gt;z</b>	<b>[95% Conf. Interval</b>	
Borç Kaldıraç Oranı	-0.10197	0.272471	-0.37	0.708	-0.636	0.432064
Cari Oranı	0.0552	0.11768	0.47	0.639	-0.17545	0.285849
Asit Test Oranı	-0.28461	0.132927	-2.14	0.032	-0.54514	-0.02407
Nakit Oranı	0.274975	0.077898	3.53	0.000	0.122298	0.427653
Aktif Devir hızı Oranı	-0.04678	0.065048	-0.72	0.472	-0.17427	0.080707
Borç Öz sermaye Oranı	0.016319	0.122214	0.13	0.894	-0.22322	0.255854
Öz sermaye Çarpanı	0.024655	0.107284	0.23	0.818	-0.18562	0.234928
Net Kar Marjı	-0.11905	0.063749	-1.87	0.062	-0.244	0.005897
Aktif Karlılık Oranı	0.748883	0.509536	1.47	0.142	-0.24979	1.747555
Öz sermaye karlılık oranı	-0.16433	0.216477	-0.76	0.448	-0.58861	0.259963
<b>cons</b>	9.38446	0.258583	36.29	0	8.87765	9.891277
<b>sigma_u</b>	.16846247					
<b>sigma_e</b>	.11347428					
<b>rho</b>	.68789006		u-i nedeni ile varyans oranı			

Tesadüfi Etkiler Modeli Prob> chi2 = 0.0001 değere sahip. Tesadüfi Etkiler GLS Modeli %5 düzeyinde düzeyinde anlamlı ve kabul edilmektedir. Çünkü Prob> chi2 = 0.0001 ve bu değer 0.05 den küçük olmaktadır. Bu modelde dikkat edilmesi gereken birkaç değer vardır.

Şimdi Finansal oranların  $P > Z$  değerlerini bakarak 0.05 değerinden küçük olan oranlar kurumsal yönetim üzerine önemli etkiye sahip ve aksi takdirde  $P > Z$  değeri büyük olan oran önemli değildir. Nakit Oranı ( $P > Z$ ) = 0.000 ve %5 düzeyinde anlamlı ve bu kurumsal yönetim açıklamada önemli bir oran olmaktadır. Nakit oranının Coefficient (katsayı) da en yüksek 0.0552 değere sahip. Asit Test Oranı ( $P > Z$ ) = 0.032 ve %5 düzeyinde anlamlı ve bu kurumsal yönetim açıklamada önemli bir oran olmaktadır. Asit Test Oranın Coefficient (katsayı) da negatif ve -0.28461 değere sahip. Net Kar Marjı ( $P > Z$ ) = 0.062 ve %10 düzeyinde anlamlı olmaktadır ve Net Kar Marjı Coefficient (katsayı) da negatif ve -0.11905 değere sahip. Diğer finansal oranlar  $P > Z$  değerleri %5 ve %10 düzeyinde anlamlı değildir. Bu oranlar açısından kurumsal yönetim ile bir ilişki söz konusu değildir.

Aktif Karlılık Oranı %15 düzeyinde dikkate alınırsa ( $P > Z$ ) = 0.142 değere sahip ve katsayısı da en yüksek katsayıya yani 0.748883 sahip.

Burada dikkat edilmesi gereken birkaç değer vardır. Bu değerler coefficients değeri ki kurumsal yönetim ile finansal performans arasındaki ilişki göstermektedir. Ve  $R^2$  Değeri birimler yanında iki grup arasında yüzde açıklama gücünü gösterir. Bu değer içlerinde (Within) = 0.2797, aralarında (between) = 0.0085 ve genel (overall) = 0.0794 bir değere sahip.

## SONUÇ ve ÖNERİLER

Kurumsal yönetim ile finansal performans arasındaki ilişkiyi araştırmak için birçok araştırma yapılmıştır. Ancak genel bir sonuca ulaşılmadığını yeni yapılan birçok araştırmada sonuçlar karışık ve sonuçsuz kalmıştır. Bu araştırmada kurumsal yönetim ve finansal performans arasındaki ilişki araştırılmıştır.

Araştırmada 20 firmanın 2013-2018 yılları arasında kurumsal yönetim alt dalları olan Pay Sahipleri, Kamuyu Aydınlatma ve Şeffaflık, Menfaat Sahiplerinin notu ile 10 finansal oran değerlerinin ilk başta TOPSIS yöntemi ile analiz edilmiştir. TOPSIS yöntemi ile elde edilen skorları dengeli panel veri oluşturularak birim kök testleri ile analiz uygulanmıştır. Bu TOPSIS skorları üzerinde Sabit Etkiler modeli ve Tesadüfi Etkiler modeli ile analiz yapılmıştır. Bu analizlerden anlamlı bir sonuç elde edilmediğinden son olarak Araştırmada kurumsal yönetim notu ve 10 finansal oran değerlerinin arasında sabit etkiler modeli ve tesadüfi etkiler modeli ile analiz uygulanmıştır.

Yapılan TOPSIS analiz yönetiminin sonucu kurumsal yönetim TOPSIS skoru ile finansal performans TOPSIS skoru karşılaştırıldığında firmaların genelinde bu iki oranın arasında sürekli ve anlamlı bir ilişkinin ve etkileşimin olmadığını görülmüştür. Sadece Pınar Su Sanayi ve Ticaret A.Ş 2013 ve 2014 dışındaki yıllarda her iki oranında yüksek değerler ulaştığı görülmüştür. Ama birçoğu firmanın bazı yıllarda kurumsal yönetimi yüksek iken finansal oranlarının düşük olduğunu ve bazı yıllar da ise firmanın kurumsal yönetimi düşük iken finansal oranlarının yüksek olduğunu olduğu görülmüştür.

Panel veri analizinde; 20 firmanın veri analizi ilk başta TOPSIS skoru verileri (kurumsal yönetimin alt dalları olan Pay Sahipleri, Kamuyu Aydınlatma ve Şeffaflık, Menfaat Sahiplerinin notunun topsis skoru ile finansal performans TOPSIS skoru)'nun 2013-2018 yılları arasındaki verileri dengeli panel veri şeklinde oluşturularak analiz edilmiştir. İlk birinci kuşağın birinci grup panel veri birim kök testlerinden olan; Levin-Lin-Chu unit-root birim kök testi ile birimler arasında birim kök olmadığını saptanmıştır. İkinci İm-Pesaran-Shin birim kök testinde ise birimler paneller sabit hipotezi kabul edilmiştir. Birinci grup panel veri birim kök testlerinden sonra, ikinci grupta Hadri LM test birim kök testi uygulanmıştır. Son olarak kurumsal yönetim ile

finansal performans değerlerinin arasındaki korelasyonu 0.0561 pozitif bir değer söz konusu olduğu tespit edilmiştir.

Veri setinde zaman serisinin kısa olduğundan dolayı yukarıdaki testler ile güvenilirliği az olduğundan daha iyi bir sonuç için burada Sabit Etkiler modeli ve Tesadüfi Etkiler modeli ile analizi yapılmıştır. İlk başta TOPSIS yöntemi ile elde edilen kurumsal yönetim skoru ile finansal performans skoru verileri üzerinde analiz uygulanmıştır. Sonra 10 finansal oranı ile kurumsal yönetim notu ayrı bir şekilde analiz edilmiştir.

TOPSIS skorları ile yapılan analiz sonuçları; Sabit Etkiler Modeli  $Prob > F = 0.9569$  değer olarak %5 büyük olduğundan kabul edilmemiştir. Tesadüfi etkiler modeli  $Prob > \chi^2 = 0.8161$  değere sahip ve bu değer 0.05 değerinden büyük olduğundan, her iki model %5 anlamlı olmamaktadır. Bundan dolayı firmaların 10 finansal oranı ile kurumsal yönetim notları ayrı bir şekilde analiz edilmiştir.

Analiz sonucu sabit etkiler modelinin  $Prob > F = 0.0003$  ve tesadüfi etkiler modelleri  $Prob > \chi^2 = 0.0001$  bir değere sahip olmakta ve 0.05 küçük olduğundan bu iki model %5 düzeyinde anlamlı bulunmuştur. Bu iki model arasında seçim yapmak için Hausman testi ile karar verilmiştir. Sonu olarak Hausman testi ile Tesadüfi Etkiler Model seçilmiştir.

Sabit etkiler modelini anlamlı olması durumunda sadece Nakit Oranı ( $P > t$ ) = 0.001 ve %5 düzeyinde anlamlı ve bu kuramsal yönetim açıklamada önemli bir oran olmaktadır. Nakit oranının Coefficient (katsayı) da en yüksek 0.297145 değere sahip. Diğer finansal oranların %5 düzeyinde anlamlı olmamaktadırlar.

Tesadüfi Etkiler Modeli anlamlı ve Hausman testi ile bu model sonuçları kabul edildiği için finansal oranlarının kurumsal yönetim ile ilişkiye sahip olan oranlar yorumlanmıştır. Finansal oranlarının  $P > Z$  değerlerinin bakarak 0.05 değerinden küçük olan sadece nakit oranı ve asit test oranı sahip olmaktadır. Nakit Oranı ( $P > Z$ ) = 0.000 ve %5 düzeyinde anlamlı ve bu kuramsal yönetim açıklamada önemli bir oran olmaktadır. Carı oranının Coefficient (katsayı) da en yüksek 0.0552 değere sahip. Asit Test Oranı ( $P > Z$ ) = 0.032 ve %5 düzeyinde anlamlı ve bu kuramsal yönetim açıklamada önemli bir oran olmaktadır. Asit Test Oranın Coefficient (katsayı)

da negatif ve -0.28461 değere sahip. Diğer finansal oranlar  $P > Z$  değerleri 0.05'ten büyük ve %5 düzeyinde anlamlı değildir. Bu oranlar açısından kurumsal yönetim ile bir ilişki söz konusu değildir.

Net Kar Marjı ile Aktif Karlılık Oranları %10-%15 düzeyinde anlamlı olmaktadır.

Çalışmanın kısıtı, panel veri üzerinde uygulanan Levin-Lin-Chu, Im-Pesaran-Shin ve Hadri LM birim kök testleri analizlerinde, bu verilerin küçük bir zaman dilimini kapsamasıdır. Bu neden ile araştırmanın sonucunu etkilemekte ve kısıt teşkil etmektedir. Bu kısıttan dolayı finansal performans ile kurumsal yönetim arasındaki etkileşimin görülmemesine neden olabilir. İkinci neden 2014 yılından sonra zorunlu hale gelmesi ile, kurumsal yönetim uygulaması bir yasal zorunluluk olarak bakmaları, finansal açıdan güçlü ve yüksek standartlara sahip olan borsa firmaları uyum gösterme sorunları olabilir.

Son olarak gelecek çalışmalarda firmaların kurumsal yönetim notu ile firmaların finansal performans oranları arasında ilişki araştırmak için Sabit Etkiler modeli ve Tesadüfi Etkiler modeli ile analizi yapmak daha iyi sonuçlar elde edileceğinin kanaatindeyim.

## KAYNAKÇA

- Acar, D. & Mortaş, M., 2011. İşletmelerin Hesap Verebilirlikleri İle Performans Oranları İlişkisi: İMKB-30 Endeksinde Yer Alan İşletmeler Üzerine Bir Araştırma. *KMÜ Sosyal ve Ekonomik Araştırmalar Dergisi*, XIII(21), pp. 85-94.
- Aggarwal, P., 2013. Impact of Corporate Governance on Corporate Financial Performance. *IOSR Journal of Business and Management (IOSR-JBM)*, XIII(3), pp. 01-05.
- Akyol, S., 2019. *Kurumsal Yönetim Uygulamalarının Firma Performansı Üzerindeki Etkileri*. Yalova: Yalova Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İşletme.
- Al-ahdal, W. M., Alsamhi, M. H., Tabash, M. I. & Farhand, N. H., 2020. The Impact of Corporate Governance on Financial Performance of Indian and GCC Listed Firms: An Empirical Investigation. *ELSEVIER Research in International Business and Finance*, Issue 51, pp. 1-13.
- Alp, A. & Kılıç, S., 2014. *KURUMSAL YÖNETİM, Nasıl Yönetilmeli?*. 1. dü. İstanbul: Doğan Egemont Yayıncılık ve Yapımcılık Tic. A.Ş..
- Balioğlu, V. & diğerleri, v., 2018. *Multi-Criteria Decision Making Using TOPSIS Method Under Fuzzy Environment. Application in Spillway Selection*. Lefkada Island, Aristotle Üniversitesi.
- Bhagat, S. & Bhagat, B., 2013. *Director Ownership, Governance, and Performance*. Portland : Portland State University .
- Cheng, S., 2008. Board size and the variability of corporate performance. *Journal of Financial Economics ELSEVIER*, 87(1), pp. 157-176.
- Çiğdem, F. C., 2018. *İç Kontrol Sisteminin Kurumsal Yönetim Üzerindeki Etkileri: BİST Kurumsal Yönetim Endeksi Kapsamındaki Şirketlerde Uygulama*. Malatya: İnönü Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Dilek, Ş. E. & Özbek, P. S., 2011. İMKB Kurumsal Yönetim Endeksindeki Şirketlerin Yönetim Kurulu Yapısı Ve İşletme Performansının Değerlendirilmesi. *Dumlupınar Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, Issue 31, pp. 33-50.
- Diriba, M. & Basumatary, D., 2019. Impact of Corporate Governance on Firm Performance: Evidence from Indian Leading Companies. *Parikalpana - KIIT Journal of Management*, 15(2), pp. 127-140.
- Doğan, M., 2018. Kurumsal Yönetimin Teorik Temelleri. *Uluslararası Yönetim Akademisi Dergisi*, 1(1), pp. 84-96.
- Düztaş, S., 2008. *Corporate Governance: The Effects of Board Characteristics, Information Technology Maturity and Transparency on Company Performance*. İstanbul: Yeditepe Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü.

Egeli, H. A. & Egeli, P., tarih yok İhracat – Milli Gelir İlişkisi: Asya Ülkeleri ÜzerinE Panel Veri Analizi. pp. 118-101.

Egemen, B., 2004. *Corporate Governance The Case of Turkey*. İstanbul: Yeditepe Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü.

Eldemir, S., 2019. *Kamu Yönetiminde Kurumsal Yönetim İlkeleri ve Bir Kurumsa Derecelendirme Model Önerisi*. Ankara: Hacettepe Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Siyaset Bilimi ve Kamu Yönetimi Anabilim Dalı Kamu Yönetimi Doktora Programı.

Evren, D. Ş. & Seden, Ö. P., 2011. IMKB Kurumsal Yönetim Endeksindeki Şirketlerin Yönetim Kurulu Yapısı Ve İşletme Performansının Değerlendirilmesi. *Dumlupınar Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, Issue 31, pp. 33-50.

Gemici, R., 2017. *Kurumsal Yönetim ve Finansal Performans Arasındaki İlişkinin Entropi Ağırlıklandırılmış TOPSIS Yönetimi İle İncelenmesi*. Karabük: Karabük Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü.

Gergin, B., 2019. *Kurumsal Yönetim Endeksinde Yer Almanın Bankaların Performansına Etkisi: Borsa İstanbul'da Bir Araştırma*. İstanbul: İSTANBUL TİCARET ÜNİVERSİTESİ; FİNANS ENSTİTÜSÜ; SERMAYE PİYASASI ANABİLİM DALI .

Gompers, P. A., Ishii, J. L. & Metrick, A., 2003. Corporate Governance And Equity Prices. *Quarterly Journal of Economics*, 118(1), pp. 107-155.

Güçlü, H., 2010. *Kurumsal Yönetim Uyum Derecelendirmesi*. İstanbul: Marmara Üniversitesi, Bankacılık ve Sigortacılık Enstitüsü, Bankacılık Ana Bilim Dalı.

Güleç, Ö. F., Öztürk, E. & Özkan, A., 2018. Kurumsal Yönetim ile Firma Performansı Arasındaki İlişki: Malmquist Toplam Faktör Verimlilik Endeksi Uygulaması. *ResearchGate* , VI(2), pp. 75-92.

Hilaloğlu, U., 2019. *kurumsal Yönetim ve Finansal Performansın TOPSIS Yönetimi ile Skorlaması ve Panel Veri Analizi*. İstanbul: Altınbaş Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.

İpek, A. G., 2009. *Kurumsal Yönetim İlkeleri ve TÜRKİYE'DE Kurumsal Yönetim Uygulamalarının Örnekkolaylarla İncelenmesi*. Ankara: Ufuk Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İşletme Yönetimi Ana Bilim .

İqbal, S. N. A. v. E. S., 2019. Financial Performance and Corporate Governance in Microfinance: Evidence From Asia. *ELSEVIER Journal of Asian Economics*, pp. 1-13.

Karakoç, M., Tayyar, N. & Genç, E., 2016. GRİ İlişkisel Anali Yöntemiyle Kurumsal Yönetim Endeksinde Yer Alan Şirketlerin Finansal Performanslarının Ölçümü ve Kurumsal Derecelendirme Notları İlişkisi. *Elektronik Sosyal Bilimler Dergisi*, 15(59), pp. 1327-1338.

Karayel, M., 2011. *Türkiye’de Kurumsal Yönetim Dünü, Bugünü ve Yarını: İMKB 100 Şirketlerinde Kurumsal Yönetim Derecelendirme Çalışması*. Isparta: Süleyman Demirel Üniversitesi, İşletme Bölümü.

Kaur, R., 2019. An Essay on Understanding Corporate Governance: Models, Theories and Global Evolution. *Journal of International Business*, 5(2), pp. 93-103.

Kılıç, A. A. v. S., 2014. *Kurumsal Yönetim Nasıl Yönetilmeli?*. İstanbul: Doğan Egmont Yayınlar.

Kılıç, M., 2009. *Kurumsal Yönetim ve Derecelendirmesi: Halka Açık Şirketler İçin Talepsiz Kurumsal Yönetim Derecelendirme Model Önerisi*. Eskişehir: Anadolu Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü.

Manc’ev, M. D., 2016. The Application of the TOPSIS Method in Selecting the Best Academic Library at the University of Nis. *Canadian Journal Of Information & Library Sciences Toronto Üniversitesi*.

Mertzanisa, C., Basuonyb, M. A. & Mohamedc, E. K., 2019. Social institutions, corporate governance and firm-performance in the MENA region. *ELSEVIER Research in International Business and Finance*, Issue 48, pp. 75-96.

Munisi, G. & Randoy, T., 2013. Corporate Governance and Company Performance Across Sub-Saharan African Countries. *ELSEVIER Journal of Economics and Business*, Issue 70, pp. 92-110.

Nawaz, A. & Iqbal, S., 2015. *Financial Performance And Corporate Governance In Microfinance: Who Drives Who? An Evidence From Asia..* Lahore: Munich Personal RePEc Archive.

Özcan, M., 2012. *AHP ve TOPSIS Yöntemlerinin Personel Seçimi Sürecindeki Etkilliliğinin Karşılaştırması: Bir Üretim İşletmesinde Uygulama*. Ankara: Hacettepe Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İşletme Ana Bilim Dalı.

Paniagua, J., Rivelles, R. & Sapena, J., 2018. Corporate governance and financial performance: Therole of ownership and board structure. *Journal of Business Research*, 27 1, Issue 89, pp. 229-234.

Pillai, R. & Al-Malkawi, H.-A. N., 2018. On the relationship between corporate governance and firm performance: Evidence from GCC countries. *ELSEVIER Research in International Business and Finance*, Issue 44, pp. 394-410.

Roszkowska, E., 2011. Multi-Criteria Decision Making Models by Applying The TOPSIS Method to Crisp and Interval Data. *Multiple Criteria Decision Making, University of Economics in Katowice*, pp. 200-230.

Sanjai, B. & Brian, B., 2019. Corporate governance and firmper formance:The sequel. *ELSEVIER JournalofCorporateFinance*, Issue 58, pp. 142-168.

Sarı, T., 2014. *Taguchi, Analitik Ağ Proosesi (ANP) ve TOPSIS Yöntemleri İle Bütünleşik Tedarikçi Seçimi*. İstanbul: İstanbul Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İşletme Anabilim Dalı, Sayısal Yöntemler Bilim Dalı.



Sarpkaya, S. S., 2009. *FİNANSAL KRİZLER VE KRİZ DÖNEMLERİNDE UYGULANAN PARA POLİTİKASI ARAÇLARI*. Ankara : ANKARA ÜNİVERSİTESİ; SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ; İŞLETME ANABİLİM DALI .

Say, S., 2019. *Kurumsal Yönetimin Firma Performansı Üzerindeki Etkisi; Borsa İstanbul Kurumsal Yönetim Endeksinde Bir Uygulama*. Konya: Selçuk Üniversitesi; Sosyal Bilimler Enstitüsü; İşletme Bilim dalı.

Sosyal, M. A., 2015. *Kurumsal Ynetim Uygulamalarının Finansal Performansa Etkileri Türkiye Uygulaması*. İstanbul: Kadir Has Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü.

Şimşek, K., 2019. *Uluslararası İç Denetim Standartları Kapsamında Yürütülen İç Denetim Uygulamaların Kurumsal Yönetim Kalitesi Üzerindeki Rolü: Borsa İstanbul Kurumsal Yönetim Endeksinde Yer Alan Şirketler Üzerinde Bir Anket Çalışması*. İstanbul: Marmara Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İşletme Anabilim Dalı Muhasebe Finansman Bilim Dalı.

Tatoğlu, F. Y., 2018. *Panel Veri Ekonometrisi , Stata Uygulaması*. 4 Baskı dü. İstanbul: Beta basım yayınları.

Temizel, F., Doğan, H. & Bayçelebi, B. E., 2016. Kurumsal Yönetim Endeksi Kapsamındaki İşletmelerin Finansal Performans Analizi. *Uluslararası İşletme ve Yönetim Dergisi BMSIJ*, IV(2), pp. 185-202.

Tufan, H., 2018. *Kurumsal Yönetim İlkelerinin Finansal Performansa Etkisi: Borsa İstanbul Kurumsal Yönetim Endeksinde Yer Alan Firmalar Üzerine Bir Uygulama*. Mersin: Mesin Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.

Turancıgil, S., 2018. *Kurumsa Yönetim Uygulamalarının Hisse Senedi Getirisi Üzerine Etkisi: BİST’de Bir Araştırma*. Adana: Çukurova Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İşletme Ana Bilim Dalı.

Uzun, H., 2013. *Kargo Taşımacılık Sektöründe Hizmet Kalitesinin Değerlendirmesi: AHS ve TOPSIS Yöntemi*. Ankara: Ğazi Üniversitesi, Eğitim Bilimler Enstitüsü, İşletme Eğitimi Bilim dalı.

Wei’an, L. & Yuejun, T., 2007. An evaluation of corporate governance evaluation, governance index (CGINK) and performance: Evidence from Chinese listed companies in 2003. *Business Reserch China* , 1(1), pp. 1-18.

Yalçiner, B., 2012. *Kurumsal Yönetim ve Firma Değeri İlişkisi: Türkiye Örneği*. Ankara: Hacettepe Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İşletme Ana Bilim Dalı.

Yaman, E., 2019. *Kurumsal Yönetimde Meydana Gelen Gelişmelerin Firma Performansına Etkisi, BİST 100 Üzerinde Uygulama*. Burdur: Mehmet Akif Ersoy Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü .

Yusoff, W. F. W. & Alhaj, I. A., 2012. Insight of Corporate Governance Theories Published by Science and Education Centre of North Americ, 2012, s. 54.. *Journal of Business & Management, Published by Science and Education Centre of North America* , 1(1), pp. 52-63.

Zengin, A. N. & Yılmaz, A. A., 2017. Kurumsal Yönetim İlkeleri ve Standartları. *Uluslararası Sosyal Araştırmalar Dergisi*, 10(48), pp. 685-696.

## İNİTENET SAYFALAR

- <https://tez.yok.gov.tr/UlusalTezMerkezi/>
- Finansal tablolar, 2019, <https://www.kap.org.tr/tr/>
- Firmaların kurumsal yöneim notu, 2019, <http://www.saharating.com/~saharati/kurumsal-yonetim-derecelendirmesi/kurumsal-yonetim-ratingler/>
- Firmaların kurumsal yöneim notu, 2019, <https://www.isscorporatesolutions.com/Pinar,2019,http://yatirim.pinar.com.tr/yatirim.aspx?id=kurumsalyonetimderecelendirmeraporu&dil=TR>
- Pınar su, kurumsal yönetim not raporu, 2019, <http://yatirim.pinarsu.com.tr/yatirim.aspx?id=kurumsalyonetimderecelendirmeraporu&dil=TR>
- <http://www.pinar.com.tr/yatirimci-iliskileri/anasayfa/Yatirimci-Iliskileri/5/0/0>
- Anadolu Efes, kurumsal yönetim notları, 2019, <https://www.anadoluefes.com/index.php?gdil=tr&gsayfa=yi&galtsayfa=kycp&gicsayfa=2&gislem=&gbilgi=>
- Vestel A.Ş, 2019, <http://www.vestelyatirimciiliskileri.com/kurumsal-yonetim/derecelendirme.aspx>
- Aselsan, kurumsal yönetim derecelendirme raporu, 2019, <https://www.aselsan.com.tr/tr/yatirimci-iliskileri/kurumsal-yonetim/kurumsal-yonetim-derecelendirme>
- Aygaz, 2019, <https://aygaz.com.tr/yatirimci-iliskileri/kurumsal-yonetim-raporlari>
- Arçelik, KY raporları, 2019, [http://www.arcelikas.com/sayfa/642/kurumsal\\_yonetim\\_derecelendirme\\_raporlari](http://www.arcelikas.com/sayfa/642/kurumsal_yonetim_derecelendirme_raporlari)
- Coca-Cola A,Ş, derecelendirme raporları, 2019, <https://www.cci.com.tr/yatirimci-Iliskileri/kurumsal-yonetim//Kurumsal-Yonetim-Derecelendirme>
- Türk Telekom, KY derecelendirme raporları, 2019, <http://www.ttyatirimciiliskileri.com.tr/tr-tr/kurumsal-yonetim/sayfalar/kurumsal-yonetim-derecelendirme.aspx>
- Tofaş, ky derecelendirme raporları, 2019, <https://www.tofas.com.tr/YatirimciIliskileri/KurumsalYonetim/Pages/default.aspx>

<http://www.tavyatirimciiliskileri.com/trTR/Pages/kurumsalYonetimDerecelendirmesi.aspx>

otokar, 2019, [https://www.otokar.com.tr/tr/yatirimci-iliskileri/kurumsal-  
yonetim/kurumsal-yonetim-derecelendirme-raporu](https://www.otokar.com.tr/tr/yatirimci-iliskileri/kurumsal-yonetim/kurumsal-yonetim-derecelendirme-raporu)

logo, kurumsal yönetim notları, 2019, [https://www.logo.com.tr/logo-kurumsal-  
yonetim](https://www.logo.com.tr/logo-kurumsal-yonetim)

Hürriyet, KY derecelendirme raporları, 2019, [http://www.hurriyetkurumsal.com  
/tr/NKurumsalYonetim/Sayfalar/NKyDerecelendirme-Raporu.aspx](http://www.hurriyetkurumsal.com/tr/NKurumsalYonetim/Sayfalar/NKyDerecelendirme-Raporu.aspx)



## EKLER

**Ek 1: 2013 Firmaların Kurumsal Yönetim Notları**

No	Firmalar	P. S.	K. A.	M. S.	Yönetim	K. Y.
1	AGHOL	86,40	93,99	95,09	89,62	9,07
2	AEFES	89,58	99,47	91,67	92,25	9,33
3	ARCLK	89,80	91,92	96,67	93,93	9,28
4	ASELS	80,90	99,19	94,85	89,87	9,07
5	AYGAZ	89,76	91,85	95,75	94,13	9,27
6	CCOLA	81,57	95,42	98,33	94,35	9,20
7	DOHOL	89,36	93,32	92,93	92,01	9,18
8	HURGZ	90,18	92,04	88,81	85,17	8,86
9	LOGO	88,01	86,45	90,56	91,22	8,91
10	OTKAR	95,24	91,33	97,10	87,94	9,20
11	PETUN	82,00	92,55	95,72	96	9,16
12	PINSU	89,80	92,55	94,81	96	9,34
13	PNSUT	81,12	92,55	96,52	96	9,15
14	TAVHL	92,62	96,59	94,53	91,31	9,17
15	TOASO	81,04	93,52	99,20	93,9	9,14
16	TUPRS	88,63	92,52	92,67	97,82	9,34
17	PRKAB	89,36	82,04	91,67	85,56	8,65
18	TTKOM	80,90	98,99	84,33	86,85	8,80
19	TTRAK	80,90	92,06	97,67	94,73	9,10
20	VESTL	91,38	92,87	90,85	87,85	9,09

**Ek 2: Firmaların 2013 Finansal Oranları**

No	Firmalar	BKO	CO	ATO	NO	ADH	BÖÖ	ÖÇ	NKM	AKO	ÖKO
1	AGHOL	0,23	2,38	2,17	1,65	0,05	0,30	1,30	2,37	0,13	0,16
2	AEFES	0,40	1,58	1,26	0,55	0,41	0,66	1,66	0,31	0,13	0,21
3	ARCLK	0,64	1,87	1,39	0,31	0,97	1,76	2,76	0,06	0,05	0,15
4	ASELS	0,60	2,19	1,50	0,11	0,54	1,49	2,49	0,11	0,06	0,15
5	AYGAZ	0,30	1,30	0,89	0,26	1,88	0,42	1,42	0,03	0,06	0,09
6	CCOLA	0,59	1,54	1,29	0,51	0,74	1,44	2,44	0,10	0,07	0,17
7	DOHOL	0,47	1,97	1,83	1,09	0,44	0,90	1,90	-0,05	-0,02	-0,04
8	HURGZ	0,50	1,42	1,36	0,16	0,56	0,99	1,99	-0,10	-0,05	-0,11
9	LOGO	0,53	1,88	1,87	0,49	0,57	1,11	2,11	0,27	0,16	0,33
10	OTKAR	0,80	1,19	0,75	0,01	1,02	4,03	5,03	0,07	0,07	0,35
11	PETUN	0,25	1,70	1,26	0,16	1,09	0,33	1,33	0,08	0,09	0,11
12	PINSU	0,44	0,81	0,60	0,03	0,85	0,78	1,78	-0,08	-0,07	-0,12
13	PNSUT	0,30	1,51	0,90	0,01	1,19	0,42	1,42	0,08	0,10	0,14
14	TAVHL	0,74	1,98	1,97	0,25	0,37	2,78	3,78	0,13	0,05	0,18
15	TOASO	0,68	1,32	1,17	0,65	1,19	2,12	3,12	0,06	0,07	0,23
16	TUPRS	0,76	0,94	0,61	0,35	1,94	3,11	4,11	0,03	0,06	0,23
17	PRKAB	0,77	1,30	1,11	0,41	1,40	3,35	4,35	0,01	0,02	0,07
18	TTKOM	0,71	0,96	0,94	0,20	0,72	2,42	3,42	0,10	0,07	0,24
19	TTRAK	0,50	2,81	1,74	0,54	1,46	1,01	2,01	0,13	0,19	0,38
20	VESTL	0,76	0,96	0,61	0,10	1,10	3,19	4,19	-0,02	-0,02	-0,07

**Ek 3: 2014 Firmaların Kurumsal Yönetim Notları**

No	Firmalar	P. S.	K. A.	M. S.	Yönetim	K. Y.
1	AGHOL	86,26	95,92	95,12	89,96	9,13
2	AEFES	92,90	98,40	97,10	90,90	9,42
3	ARCLK	95,03	96,34	96,01	91,05	9,41
4	ASELS	83,30	98,21	93,78	90,00	9,09
5	AYGAZ	95,34	91,99	98,60	89,45	9,29
6	CCOLA	87,87	97,01	97,10	90,52	9,25
7	DOHOL	94,36	95,70	93,92	91,23	9,35
8	HURGZ	94,77	92,08	98,09	90,09	9,30
9	LOGO	90,70	87,49	94,62	90,13	9,03
10	OTKAR	95,24	92,30	97,13	89,58	9,28
11	PETUN	87,60	90,58	97,45	91,33	9,11
12	PINSU	94,54	89,73	94,31	89,83	9,28
13	PNSUT	86,28	90,58	98,19	91,40	9,09
14	TAVHL	91,36	96,51	90,07	89,38	9,17
15	TOASO	85,35	91,40	95,02	88,76	8,95
16	TUPRS	95,51	93,96	86,82	93,46	9,31
17	PRKAB	91,94	91,12	92,26	88,60	9,06
18	TTKOM	84,54	94,50	84,00	85,38	8,72
19	TTRAK	84,88	93,12	97,13	89,67	9,05
20	VESTL	93,39	89,45	90,91	88,69	9,03

**Ek 4: Firmaların 2014 Finansal Oranları**

No	Firmalar	BKO	CO	ATO	NO	ADH	BÖÖ	ÖÇ	NKM	AKO	ÖKO
1	AGHOL	0,32	1,90	1,73	1,12	0,06	0,47	1,47	0,01	0,00	0,00
2	AEFES	0,41	1,78	1,35	0,62	0,50	0,70	1,70	-0,03	-0,02	-0,03
3	ARCLK	0,65	1,91	1,43	0,37	1,01	1,82	2,82	0,05	0,05	0,15
4	ASELS	0,50	1,87	1,21	0,10	0,50	1,00	2,00	0,15	0,08	0,15
5	AYGAZ	0,31	1,00	0,84	0,23	2,07	0,45	1,45	0,03	0,06	0,09
6	CCOLA	0,53	1,56	1,16	0,52	0,83	1,14	2,14	0,06	0,05	0,10
7	DOHOL	0,58	1,90	1,77	1,09	0,52	1,36	2,36	-0,09	-0,05	-0,11
8	HURGZ	0,54	0,93	0,89	0,19	0,77	1,19	2,19	-0,28	-0,22	-0,47
9	LOGO	0,47	1,79	1,78	0,83	0,63	0,90	1,90	0,27	0,17	0,32
10	OTKAR	0,80	1,05	0,64	0,07	1,00	4,06	5,06	0,06	0,06	0,30
11	PETUN	0,23	1,47	0,96	0,02	1,24	0,29	1,29	0,08	0,10	0,13
12	PINSU	0,52	1,11	0,93	0,07	1,08	1,07	2,07	0,02	0,02	0,04
13	PNSUT	0,32	1,42	0,93	0,01	1,21	0,47	1,47	0,09	0,11	0,16
14	TAVHL	0,72	2,64	2,62	0,17	0,35	2,55	3,55	0,23	0,08	0,30
15	TOASO	0,69	1,14	1,00	0,50	1,04	2,18	3,18	0,08	0,08	0,26
16	TUPRS	0,72	0,82	0,54	0,46	1,81	2,53	3,53	0,04	0,07	0,24
17	PRKAB	0,78	1,32	1,12	0,35	1,50	3,62	4,62	0,01	0,02	0,09
18	TTKOM	0,68	1,52	1,48	0,60	0,68	2,15	3,15	0,14	0,10	0,31
19	TTRAK	0,63	1,79	1,20	0,36	1,42	1,72	2,72	0,10	0,14	0,37
20	VESTL	0,81	1,06	0,69	0,14	1,06	4,34	5,34	0,01	0,01	0,08

**Ek 5: 2015 Firmaların Kurumsal Yönetim Notları**

No	Firmalar	P. S.	K. A.	M. S.	Yönetim	K. Y.
----	----------	-------	-------	-------	---------	-------

1	AGHOL	86,36	95,92	97,40	90,04	9,17
2	AEFES	95,28	98,46	99,51	91,79	9,55
3	ARCLK	95,08	96,39	98,78	91,76	9,48
4	ASELS	84,09	98,46	94,48	90,07	9,13
5	AYGAZ	95,34	91,99	98,60	91,30	9,36
6	CCOLA	88,36	98,55	99,41	92,53	9,40
7	DOHOL	94,36	95,73	93,51	91,45	9,36
8	HURGZ	94,77	92,77	98,09	91,39	9,36
9	LOGO	90,73	85,72	96,00	92,12	9,08
10	OTKAR	95,33	92,57	97,13	90,41	9,32
11	PETUN	87,71	92,78	97,45	92,17	9,20
12	PINSU	94,79	92,78	97,04	92,17	9,37
13	PNSUT	86,38	92,78	98,19	92,17	9,18
14	TAVHL	94,94	96,58	98,78	92,83	9,52
15	TOASO	84,88	93,62	95,81	90,32	9,06
16	TUPRS	95,51	97,94	90,52	92,77	9,44
17	PRKAB	91,94	92,27	92,26	88,60	9,09
18	TTKOM	84,55	96,63	86,78	87,91	8,91
19	TTRAK	84,88	94,37	97,13	89,90	9,09
20	VESTL	94,89	91,41	89,06	89,46	9,12

**Ek 6: Firmaların 2015 Finansal Oranları**

No	Firmalar	BKO	CO	ATO	NO	ADH	BÖO	ÖÇ	NKM	AKO	ÖKO
1	AGHOL	0,50	1,50	1,14	0,49	0,09	0,98	1,98	-0,11	-0,01	-0,02
2	AEFES	0,00	1,88	1,46	0,72	0,46	0,00	1,75	-0,01	-0,01	-0,01
3	ARCLK	0,66	1,80	1,39	0,41	1,03	1,94	2,94	0,06	0,06	0,19
4	ASELS	0,55	1,97	1,41	0,43	0,45	1,20	2,20	0,08	0,03	0,08
5	AYGAZ	0,33	1,21	0,99	0,34	1,64	0,50	1,50	0,07	0,11	0,16
6	CCOLA	0,54	1,75	1,34	0,66	0,75	1,16	2,16	0,02	0,01	0,03
7	DOHOL	0,59	1,47	1,33	0,70	0,80	1,45	2,45	-0,03	-0,02	-0,06
8	HURGZ	0,60	0,87	0,84	0,24	0,68	1,47	2,47	-0,08	-0,06	-0,14
9	LOGO	0,45	1,49	1,49	0,62	0,64	0,83	1,83	0,31	0,20	0,36
10	OTKAR	0,85	1,30	0,75	0,07	0,89	5,54	6,54	0,06	0,05	0,32
11	PETUN	0,22	1,65	1,09	0,05	1,13	0,28	1,28	0,11	0,13	0,16
12	PINSU	0,00	0,71	0,55	0,03	0,97	0,00	2,78	-0,06	-0,06	-0,17
13	PNSUT	0,34	1,16	0,69	0,00	1,14	0,51	1,51	0,06	0,07	0,11
14	TAVHL	0,75	1,02	1,01	0,24	0,29	3,06	4,06	0,20	0,06	0,23
15	TOASO	0,74	1,15	1,03	0,53	1,01	2,82	3,82	0,08	0,08	0,32
16	TUPRS	0,67	0,99	0,75	0,34	1,45	2,04	3,04	0,07	0,10	0,31
17	PRKAB	0,77	1,29	1,05	0,34	1,50	3,29	4,29	0,01	0,02	0,09
18	TTKOM	0,81	0,99	0,96	0,33	0,56	4,16	5,16	0,06	0,03	0,17
19	TTRAK	0,68	1,61	1,00	0,29	1,54	2,10	3,10	0,08	0,13	0,39
20	VESTL	0,83	1,07	0,69	0,12	0,99	4,93	5,93	0,01	0,01	0,04

**Ek 7: 2016 Firmaların Kurumsal Yönetim Notlar**

No	Firmalar	P. S.	K. A.	M. S.	Yönetim	K. Y.
1	AGHOL	86,36	96,67	97,40	90,04	9,19
2	AEFES	95,28	98,46	99,51	92,58	9,58

3	ARCLK	95,17	97,22	99,13	92,17	9,52
4	ASELS	83,62	98,46	95,87	90,32	9,15
5	AYGAZ	95,26	91,99	98,79	91,38	9,36
6	CCOLA	88,36	98,55	99,48	93,80	9,45
7	DOHOL	94,88	96,50	93,51	91,75	9,40
8	HURGZ	94,77	92,77	98,09	89,12	9,28
9	LOGO	90,73	88,30	96,00	91,67	9,12
10	OTKAR	95,41	93,00	97,13	90,41	9,33
11	PETUN	88,18	93,79	97,59	92,89	9,26
12	PINSU	95,21	92,34	96,98	92,47	9,38
13	PNSUT	86,85	93,82	98,33	92,72	9,24
14	TAVHL	94,94	97,34	98,82	92,83	9,54
15	TOASO	84,88	93,98	99,51	90,67	9,14
16	TUPRS	95,51	92,55	97,66	92,80	9,42
17	PRKAB	91,94	92,32	92,26	88,60	9,09
18	TTKOM	84,56	97,25	92,69	88,22	9,02
19	TTRAK	84,88	95,24	99,51	90,10	9,15
20	VESTL	94,89	97,10	91,15	91,23	9,36

**Ek 8: Firmaların 2016 Finansal Oranları**

No	Firmalar	BKO	CO	ATO	NO	ADH	BÖÖ	ÖÇ	NKM	AKO	ÖKO
1	AGHOL	0,49	1,46	1,19	0,57	0,43	0,98	1,98	-0,03	-0,01	-0,02
2	AEFES	0,42	2,24	1,85	1,02	0,41	0,73	1,73	0,00	0,00	0,00
3	ARCLK	0,64	1,66	1,24	0,37	0,95	1,82	2,82	0,08	0,08	0,22
4	ASELS	0,57	2,26	1,73	0,52	0,44	1,33	2,33	0,21	0,09	0,22
5	AYGAZ	0,35	1,38	1,18	0,61	1,60	0,54	1,54	0,06	0,10	0,15
6	CCOLA	0,52	2,09	1,74	0,98	0,67	1,09	2,09	0,00	0,00	0,00
7	DOHOL	0,58	1,40	1,24	0,54	0,94	1,40	2,40	-0,03	-0,03	-0,07
8	HURGZ	0,55	1,01	0,96	0,09	0,58	1,24	2,24	-0,16	-0,09	-0,21
9	LOGO	0,50	0,94	0,94	0,29	0,58	1,00	2,00	0,25	0,14	0,29
10	OTKAR	0,86	1,36	0,90	0,04	0,92	6,34	7,34	0,04	0,04	0,29
11	PETUN	0,23	1,67	1,19	0,01	1,17	0,31	1,31	0,09	0,11	0,14
12	PINSU	0,70	0,71	0,56	0,05	0,76	2,34	3,34	-0,12	-0,09	-0,31
13	PNSUT	0,36	1,23	0,83	0,00	1,14	0,57	1,57	0,06	0,06	0,10
14	TAVHL	0,74	0,88	0,87	0,35	0,32	2,84	3,84	0,11	0,03	0,13
15	TOASO	0,75	1,10	0,93	0,39	1,20	3,01	4,01	0,07	0,08	0,33
16	TUPRS	0,74	1,08	0,79	0,48	1,12	2,82	3,82	0,05	0,06	0,22
17	PRKAB	0,76	1,27	1,08	0,31	1,42	3,08	4,08	0,02	0,03	0,12
18	TTKOM	0,87	1,10	1,07	0,36	0,60	6,94	7,94	-0,04	-0,03	-0,21
19	TTRAK	0,70	2,01	1,30	0,29	1,50	2,29	3,29	0,11	0,16	0,53
20	VESTL	0,81	1,12	0,78	0,24	0,99	4,25	5,25	0,02	0,02	0,10

**Ek 9: 2017 Firmaların Kurumsal Yönetim Notları**

No	Firmalar	P. S.	K. A.	M. S.	Yönetim	K. Y.
1	AGHOL	86,35	96,7	97,4	90,39	9,20
2	AEFES	95,28	98,46	99,51	92,58	9,58
3	ARCLK	95,17	97,22	99,13	92,17	9,52
4	ASELS	83,63	98,7	98,09	90,7	9,20

5	AYGAZ	95,34	92,01	98,79	91,38	9,36
6	CCOLA	88,36	98,55	99,48	93,92	9,45
7	DOHOL	94,88	96,5	93,92	91,79	9,41
8	HURGZ	90,25	92,86	93,92	89,74	9,13
9	LOGO	88,44	88,96	96,01	91,65	9,08
10	OTKAR	95,41	93,94	97,13	90,31	9,35
11	PETUN	88,18	94,06	98,33	93,07	9,29
12	PINSU	92,21	94,67	96,98	93,17	9,46
13	PNSUT	86,85	94,34	98,33	93,07	9,26
14	TAVHL	97,77	97,34	98,82	94,48	9,62
15	TOASO	85,38	93,94	99,51	90,64	9,15
16	TUPRS	95,51	94	98,59	92,86	9,47
17	PRKAB	91,94	92,88	92,26	88,81	9,11
18	TTKOM	86,92	97,66	95,64	89,32	9,12
19	TTRAK	84,88	95,24	99,51	91,91	9,21
20	VESTL	94,89	97,58	96,7	92,12	9,49

**Ek 10: Firmaların 2017 Finansal Oranları**

No	Firmalar	BKO	CO	ATO	NO	ADH	BÖO	ÖÇ	NKM	AKO	ÖKO
1	AGHOL	0,54	1,25	1,03	0,61	0,45	1,20	2,20	0,01	0,00	0,01
2	AEFES	0,47	1,56	1,36	0,93	0,43	0,88	1,88	0,02	0,01	0,02
3	ARCLK	0,66	1,61	1,16	0,31	1,02	1,96	2,96	0,04	0,04	0,12
4	ASELS	0,59	1,64	1,04	0,34	0,47	1,44	2,44	0,25	0,12	0,29
5	AYGAZ	0,41	1,24	0,99	0,46	1,71	0,70	1,70	0,07	0,12	0,20
6	CCOLA	0,59	1,38	1,25	0,94	0,63	1,46	2,46	0,03	0,02	0,05
7	DOHOL	0,68	0,95	0,83	0,33	0,73	2,15	3,15	-0,05	-0,04	-0,11
8	HURGZ	0,61	1,24	1,19	0,26	0,63	1,54	2,54	-0,56	-0,35	-0,90
9	LOGO	0,45	1,41	1,40	0,45	0,67	0,83	1,83	0,19	0,13	0,24
10	OTKAR	0,86	1,52	1,14	0,21	0,89	6,09	7,09	0,06	0,05	0,35
11	PETUN	0,23	1,61	1,19	0,02	1,00	0,30	1,30	0,09	0,09	0,12
12	PINSU	0,74	0,55	0,45	0,02	0,80	2,86	3,86	-0,10	-0,08	-0,31
13	PNSUT	0,43	1,21	0,81	0,00	1,03	0,74	1,74	0,04	0,04	0,07
14	TAVHL	0,71	0,91	0,90	0,38	0,34	2,40	3,40	0,16	0,06	0,19
15	TOASO	0,74	1,13	0,97	0,38	1,26	2,87	3,87	0,07	0,09	0,36
16	TUPRS	0,73	1,15	0,85	0,50	1,41	2,64	3,64	0,07	0,10	0,37
17	PRKAB	0,71	1,27	1,01	0,29	1,44	2,49	3,49	0,01	0,01	0,03
18	TTKOM	0,84	1,22	1,20	0,47	0,62	5,40	6,40	0,06	0,04	0,25
19	TTRAK	0,73	1,79	1,28	0,40	1,51	2,68	3,68	0,08	0,12	0,42
20	VESTL	0,84	0,88	0,59	0,20	0,87	5,08	6,08	0,01	0,01	0,03

**Ek 11: 2018 Firmaların Kurumsal Yönetim Notları**

No	Firmalar	P. S.	K. A.	M. S.	Yönetim	K. Y.
1	AGHOL	92,48	97,53	99,48	93,87	9,53
2	AEFES	95,28	98,46	99,51	92,75	9,58
3	ARCLK	95,17	97,22	99,13	92,52	9,53
4	ASELS	83,63	98,7	98,09	90,7	9,2
5	AYGAZ	95,34	92,96	99,16	91,57	9,4
6	CCOLA	88,36	98,55	99,48	93,92	9,45



7	DOHOL	94,88	96,99	93,92	91,79	9,42
8	HURGZ	90,74	96,87	93,92	90,5	9,27
9	LOGO	88,44	89,84	96	91,92	9,11
10	OTKAR	95,41	93,94	97,13	91,76	9,4
11	PETUN	88,18	94,4	98,33	93,42	9,31
12	PINSU	95,44	95,09	96,98	93,7	9,5
13	PNSUT	86,85	94,4	98,33	93,29	9,27
14	TAVHL	95,8	97,34	98,82	94,69	9,62
15	TOASO	85,38	93,98	99,51	92,21	9,2
16	TUPRS	95,51	94,02	99,51	92,86	9,48
17	PRKAB	91,94	92,88	92,36	90,57	9,18
18	TTKOM	86,92	98,55	98,59	90,61	9,29
19	TTRAK	84,88	95,24	99,51	92	9,22
20	VESTL	94,89	97,93	98,09	93,09	9,55

**Ek 12: Firmaların 2018 Finansal Oranları**

No	Firmalar	BKO	CO	ATO	NO	ADH	BÖÖ	ÖÇ	NKM	AKO	ÖKO
1	AGHOL	0,54	1,00	0,76	0,39	0,51	1,16	2,16	-0,04	-0,02	-0,04
2	AEFES	0,45	1,32	1,07	0,61	0,48	0,82	1,82	0,02	0,01	0,01
3	ARCLK	0,71	1,54	1,13	0,43	0,95	2,45	3,45	0,03	0,03	0,10
4	ASELS	0,48	2,48	1,72	0,67	0,46	0,91	1,91	0,26	0,12	0,23
5	AYGAZ	0,50	1,09	0,86	0,44	1,91	1,00	2,00	0,02	0,05	0,09
6	COLLA	0,54	1,70	1,40	0,86	0,76	1,17	2,17	0,03	0,03	0,06
7	DOHOL	0,36	2,35	2,13	1,28	1,11	0,56	1,56	0,29	0,33	0,51
8	HURGZ	0,27	2,42	2,31	0,36	0,48	0,37	1,37	0,64	0,31	0,42
9	LOGO	0,43	1,72	1,72	0,59	0,57	0,77	1,77	0,21	0,12	0,21
10	OTKAR	0,83	2,08	1,28	0,20	0,73	4,91	5,91	0,10	0,07	0,42
11	PETUN	0,24	1,65	1,13	0,03	0,96	0,32	1,32	0,09	0,08	0,11
12	PINSU	0,78	0,47	0,36	0,01	0,80	3,55	4,55	-0,09	-0,08	-0,34
13	PNSUT	0,44	1,07	0,72	0,00	1,07	0,78	1,78	0,03	0,04	0,06
14	TAVHL	0,70	1,09	1,08	0,67	0,32	2,34	3,34	0,23	0,07	0,24
15	TOASO	0,71	1,16	0,99	0,32	1,43	2,51	3,51	0,07	0,10	0,36
16	TUPRS	0,75	1,31	0,89	0,38	2,21	3,03	4,03	0,04	0,09	0,38
17	PRKAB	0,70	1,28	1,04	0,37	1,53	2,34	3,34	0,03	0,04	0,14
18	TTKOM	0,79	0,81	0,79	0,33	0,56	3,86	4,86	-0,07	-0,04	-0,19
19	TTRAK	0,79	2,00	1,00	0,38	1,26	3,75	4,75	0,06	0,08	0,37
20	VESTL	0,82	0,74	0,53	0,23	0,88	4,41	5,41	0,03	0,02	0,12