

2019

İŞLETME ABD

GAZİANTEP ÜNİVERSİTESİ

DOKTORA TEZİ

ADEM RUHAN SÖNMEZ

T.C.  
GAZİANTEP ÜNİVERSİTESİ  
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ  
İŞLETME ANA BİLİM DALI

**KURUMSAL YÖNETİM UYGULAMALARININ  
ÇALIŞMA SERMAYESİ YÖNETİMİNE ETKİSİ: BİST  
İMALAT ŞİRKETLERİNDE BİR UYGULAMA**

**DOKTORA TEZİ**

ADEM RUHAN SÖNMEZ

GAZİANTEP  
NİSAN 2019

T.C.  
GAZİANTEP ÜNİVERSİTESİ  
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ  
İŞLETME ANA BİLİM DALI

**KURUMSAL YÖNETİM UYGULAMALARININ  
ÇALIŞMA SERMAYESİ YÖNETİMİNE ETKİSİ:  
BİST İMALAT ŞİRKETLERİNDE BİR UYGULAMA**

**DOKTORA TEZİ**

ADEM RUHAN SÖNMEZ

Tez Danışmanı: Dr. Öğr. Üyesi Mehmet AYTEKİN

GAZİANTEP  
NİSAN 2019

T.C.  
GAZİANTEP ÜNİVERSİTESİ  
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ  
İŞLETME ANA BİLİM DALI

**Kurumsal Yönetim Uygulamalarının Çalışma Sermayesi Yönetimine Etkisi:  
BİST İmalat Şirketlerinde Bir Uygulama**

ADEM RUHAN SÖNMEZ

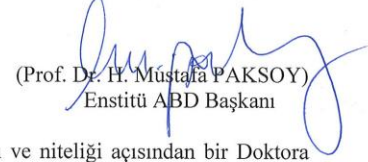
Tez Savunma Tarihi: 25.04.2019

Sosyal Bilimler Enstitüsü Onayı



(Doç. Dr. Zekiye ANTAKYALIOĞLU)  
SBE Müdürü

Bu tezin Doktora tezi olarak gerekli şartları sağladığımı onaylarım.



(Prof. Dr. H. Mustafa PAKSOY)  
Enstitü ABD Başkanı

Bu tez tarafımda (tarafımızca) okunmuş, kapsamı ve niteliği açısından bir Doktora tezi olarak kabul edilmiştir.



(Dr. Öğr. Üyesi Mehmet AYTEKİN)  
Tez Danışmanı

Bu tez tarafımızca okunmuş, kapsam ve niteliği açısından bir Doktora tezi olarak kabul edilmiştir.

Jüri Üyeleri:

(Unvanı, Adı ve SOYADI)

Prof. Dr. M. Mustafa KISAKÜREK

Prof. Dr. İbrahim Halil SEYREK

Prof. Dr. İbrahim ARSLAN

Doç. Dr. İbrahim Halil EKŞİ

Dr. Öğr. Üyesi Mehmet AYTEKİN

İmzası



## ETİK BEYAN

Gaziantep Üniversitesi Sosyal Bilimleri Enstitüsü Tez Yazım Kurallarına uygun olarak hazırladığım bu tez çalışmada;

- ✓ Tez içinde sunduğum verileri, bilgileri ve dokümanları akademik ve etik kurallar çerçevesinde elde ettiğimi,
- ✓ Tüm bilgi, belge, değerlendirme ve sonuçları bilimsel etik ve ahlak kurallarına uygun olarak sunduğumu,
- ✓ Tez çalışmada yararlandığım eserlerin tümüne uygun atıfta bulunarak kaynak gösterdiğimi,
- ✓ Kullanılan verilerde herhangi bir değişiklik yapmadığımı,
- ✓ Bu tezde sunduğum çalışmanın özgün olduğunu,

bildirir, aksi bir durumda aleyhime doğabilecek tüm hak kayıplarını kabullendiğimi beyan ederim.

Adem Ruhan SÖNMEZ  
Nisan 2019

## ÖZET

### KURUMSAL YÖNETİM UYGULAMALARININ ÇALIŞMA SERMAYESİ YÖNETİMİ ÜZERİNE ETKİSİ: BİST İMALAT ŞİRKETLERİ ÜZERİNE BİR UYGULAMA

SÖNMEZ, Adem Ruhan  
Doktora Tezi, İşletme ABD  
Tez Danışmanı: Dr. Öğr. Üyesi Mehmet Aytekin  
Nisan 2019, 147 sayfa

Bu çalışmada, genel olarak kurumsal yönetim uygulamaları ile çalışma sermayesi yönetimi unsurları arasındaki ilişki incelenmiştir. Bu kapsamda; Türkiye’de imalat sektöründe faaliyet gösteren ve Borsa İstanbul’da işlem gören 153 şirketin 2012-2017 yılları arasına ait mali tablolar ve faaliyet raporlarından elde edilen veriler kullanılarak ekonometrik modeller oluşturulmuştur. Bu modeller regresyon analizi ile test edilmiştir.

Bu çalışmada elde edilen bulgulara göre; kurumsal yönetim uygulamaları ile çalışma sermayesi yönetimi unsurları arasında ilişkiler olduğu belirlenmiştir. Yapılan analiz sonucunda; nitelikli pay sahipliği oranı ve halka arz oranı ile ticari borç devir süresi arasında pozitif ilişki; yönetim kurulu üye sayısı ile alacak tahsil süresi arasında negatif ilişki; yönetim kurulu üye sayısı ve nitelikli pay sahipliği oranı ile stok devir süresi arasında negatif ilişki; halka arz oranı ile stok devir süresi arasında pozitif ilişki; kadın üye oranı ve halka arz oranı ile nakit dönüş süresi arasında pozitif ilişki olduğu tespit edilmiştir. Ancak, yönetim kurulu üye sayısı, bağımsız üye oranı kadın üye oranı, denetim komitesi ve riskin erken saptanması komitesi ile ticari borç devir süresi arasında ilişki olmadığı; bağımsız üye oranı, kadın üye oranı, nitelikli pay sahipliği oranı, halka arz oranı, denetim komitesi ve riskin erken saptanması komitesi ile alacak devir süresi arasında ilişki olmadığı; bağımsız üye oranı, kadın üye oranı, denetim komitesi ve riskin erken saptanması komitesi ile stok devir süresi arasında ilişki olmadığı; yönetim kurulu üye sayısı, bağımsız üye oranı, nitelikli pay sahipliği oranı, denetim komitesi ve riskin erken saptanması komitesi ile nakit dönüş süresi arasında ilişki olmadığı; yönetim kurulu üye sayısı, bağımsız üye oranı, kadın üye oranı, halka arz oranı, nitelikli pay sahipliği oranı, denetim komitesi ve riskin erken saptanması komitesi ile cari oran arasında ilişki olmadığı tespit edilmiştir.

**Anahtar Kelimeler:** Kurumsal Yönetim, Çalışma Sermayesi, Panel Veri Analizi

## ABSTRACT

### THE IMPACT OF CORPORATE GOVERNANCE ON WORKING CAPITAL MANAGEMENT: AN APPROACH ON BIST MANUFACTURING FIRMS

SÖNMEZ, Adem Ruhan

Ph. D. Thesis, Department of Business Administration

Supervisor: Assist. Prof. Dr. Mehmet Aytekin

April 2019, 147 pages

The aim of the study was to examine the relationship between corporate governance practices and working capital management in listed manufacturing firms in Turkey. A sample was selected of 153 manufacturing firms at the Borsa Istanbul from 2012 to 2017. Data was collected from financial tables and annual report. The models created with the help of data were analyzed with regression analyzes.

According to the findings of this study; It is determined that there are relations between corporate governance practices and working capital management. As a result of the analysis; there was a positive relationship between block shareholders and IPO and account payables period; negative relationship between account receivables period and the number of board members; negative relationship between inventory period and the number of board members and rate of block shareholders; positive relationship between inventory period and IPO; positive relationship between cash conversion cycle and proportion of female members and IPO. But, there is no relationship between the number of board members, proportion of independent board members, proportion of female member, audit committee and the risk committee and the account payable period; there is no relationship between proportion of independent board members, proportion of female member, rate of block shareholders, IPO, audit committee, risk committee and account receivables period; there is no relationship between proportion of independent board members, proportion of female member, audit committee, risk committee and inventory period; there is no relationship between the number of board members, proportion of independent board members, proportion of female members, rate of block shareholders, audit committee, risk committee and cash conversion cycle; there is no relationship between the number of board members, proportion of independent board members, proportion of female members, IPO, rate of block shareholders, audit committee, risk committee and current ratio.

**Keywords:** Corporate Governance, Working Capital Management, Panel Data Analysis

## ÖNSÖZ

Bu tez çalışmasında, kurumsal yönetim uygulamaları ve çalışma sermayesi yönetimi arasındaki ilişki Türkiye’de imalat sektöründe faaliyet gösteren şirketlerde incelenmiştir. Şirketlerin kurumsal web sitelerinden, yatırımcı ilişkileri bölümünden ve mali tablolarından elde edilen bilgilerle çalışma sermayesine ilişkin oranlar hesaplanmış ve kurumsal yönetim göstergeleriyle ilişkisi araştırılmıştır. Kurumsal yönetim uygulamalarının şirket varlıklarını ve kaynaklarının yönetimi üzerinde nasıl bir etkisinin olduğu bakış açısıyla inceleyen tez çalışmamda elde ettiğim sonuçların, literatüre ve okuyuculara katkı sağlamasını dilerim.

Doktora çalışmama başlamamda ve tezimi tamamlama sürecinde desteğini hissettiğim herkese teşekkürlerimi sunarım. Çalışmam sürecinde desteğini esirgemeyen, bilgi ve tecrübelerinden faydalandığım danışmanım Dr. Öğr. Üyesi Mehmet AYTEKİN’e, tez izleme komitesinde bulunan ve değerlendirmelerinden istifade ettiğim Prof. Dr. İbrahim Halil SEYREK ve Prof. Dr. İbrahim ARSLAN hocalarıma sonsuz teşekkürlerimi sunarım. Çalışmanın uygulama kısmında verdiği destekten dolayı Öğr. Gör. Serkan KONYA’ya ve uygulamada çıkmaza girdiğim anda destek veren Prof. Dr. Ferda YERDELEN TATOĞLU’na teşekkür ederim. Eğitim hayatımdaki başarılarımı borçlu olduğum sevgili annem Hilal SÖNMEZ’e, babam Burhan SÖNMEZ’e, dedeme ve kardeşlerime, her zaman yanımda olan, varlığıyla bana güç veren, desteğini hiçbir zaman esirgemeyen ve bu hayattaki en büyük şansım olan sevgili eşim Pınar SÖNMEZ’e sabır ve destekleri için sonsuz teşekkürlerimi sunarım.

Nisan, 2019  
Adem Ruhan SÖNMEZ

## İÇİNDEKİLER

<b>ETİK BEYAN</b> .....	<b>i</b>
<b>ÖZET</b> .....	<b>ii</b>
<b>ABSTRACT</b> .....	<b>iii</b>
<b>ÖNSÖZ</b> .....	<b>iv</b>
<b>İÇİNDEKİLER</b> .....	<b>v</b>
<b>TABLolar LİSTESİ</b> .....	<b>viii</b>
<b>ŞEKİLLER LİSTESİ</b> .....	<b>ix</b>
<b>BİRİNCİ BÖLÜM</b> .....	<b>1</b>
<b>GİRİŞ</b> .....	<b>1</b>
<b>İKİNCİ BÖLÜM</b> .....	<b>6</b>
<b>KURUMSAL YÖNETİM</b> .....	<b>6</b>
<b>2.1. KURUMSAL YÖNETİM KAVRAMI</b> .....	<b>6</b>
<b>2.2. KURUMSAL YÖNETİMİN ÖNEMİ</b> .....	<b>10</b>
<b>2.3. KURUMSAL YÖNETİMİN AMACI</b> .....	<b>11</b>
<b>2.4. KURUMSAL YÖNETİMİN İLKELERİ</b> .....	<b>14</b>
2.4.1. Şeffaflık .....	14
2.4.2. Adillik.....	15
2.4.3. Hesap Verebilirlik .....	16
2.4.4. Sorumluluk .....	17
<b>2.5. KURUMSAL YÖNETİM TEORİLERİ</b> .....	<b>18</b>
2.5.1. Vekâlet Teorisi .....	18
2.5.2. Hizmetkâr Teorisi.....	19
2.5.3. Paydaş Teorisi .....	21
<b>2.6. DÜNYA'DA KURUMSAL YÖNETİM DÜZENLEMELERİ</b> .....	<b>22</b>
2.6.1. Cadbury Raporu .....	22
2.6.2. Greenbury Raporu .....	25



2.6.3. Hampel Raporu.....	27
2.6.4. Birleşik Kod .....	28
2.6.5. Sarbanex-Oxley Yasası .....	30
2.6.6. OECD Düzenlemeleri.....	33
<b>2.7. TÜRKİYE KURUMSAL YÖNETİM DÜZENLEMELERİ.....</b>	<b>41</b>
<b>ÜÇÜNCÜ BÖLÜM .....</b>	<b>46</b>
<b>ÇALIŞMA SERMAYESİ YÖNETİMİ .....</b>	<b>46</b>
<b>3.1. ÇALIŞMA SERMAYESİ YÖNETİMİ.....</b>	<b>46</b>
<b>3.2. ÇALIŞMA SERMAYESİ TÜRLERİ.....</b>	<b>50</b>
3.2.1. Brüt ve Net Çalışma Sermayesi.....	50
3.2.2. Sürekli Çalışma Sermayesi.....	52
3.2.3. Değişken Çalışma Sermayesi .....	53
3.2.4. Olağanüstü Çalışma Sermayesi .....	54
<b>3.3. ÇALIŞMA SERMAYESİ YÖNETİMİNİN UNSURLARI.....</b>	<b>55</b>
3.3.1. Hazır Değerler (Nakit ve Nakit Benzerleri) .....	55
3.3.2. Ticari Alacaklar .....	59
3.3.3. Stoklar .....	62
3.3.4. Ticari Borçlar .....	65
<b>3.4. ÇALIŞMA SERMAYESİ FİNANSMAN POLİTİKALARI.....</b>	<b>66</b>
3.4.1. Agresif (Atak) Finansman Politikası .....	67
3.4.2. Muhafazakâr (Tutucu) Finansman Politikası .....	68
3.4.3. Dengeli (İlmlı) Finansman Politikası .....	69
<b>3.5. KURUMSAL YÖNETİM UYGULAMLARININ ÇALIŞMA SERMAYESİ YÖNETİMİ ÜZERİNE ETKİSİNE İLİŞKİN YAPILAN ÇALIŞMALAR.....</b>	<b>71</b>
<b>DÖRDÜNCÜ BÖLÜM .....</b>	<b>79</b>
<b>MATERYAL ve YÖNTEM.....</b>	<b>79</b>
<b>4.1. ARAŞTIRMANIN AMACI VE ÖNEMİ .....</b>	<b>79</b>
<b>4.2. ARAŞTIRMANIN KAPSAMI VE KISITLARI .....</b>	<b>80</b>
<b>4.3. ARAŞTIRMANIN DEĞİŞKENLERİ VE MODELLERİ .....</b>	<b>80</b>
<b>4.4. ARAŞTIRMANIN HİPOTEZLERİ.....</b>	<b>82</b>
<b>4.5. ARAŞTIRMANIN METODOLOJİSİ .....</b>	<b>84</b>
<b>BEŞİNCİ BÖLÜM .....</b>	<b>88</b>
<b>BULGULAR.....</b>	<b>88</b>
<b>5.1. TANIMLAYICI İSTATİSTİKLER .....</b>	<b>88</b>
<b>5.2. KORELASYON ANALİZİ .....</b>	<b>89</b>

<b>5.3. ARAŞTIRMA MODELLERİNE İLİŞKİN ANALİZLER .....</b>	<b>91</b>
5.3.1. Kurumsal Yönetim Uygulamalarının Ticari Borç Devir Süresi Üzerine Etkisi (Model 1).....	91
5.3.2. Kurumsal Yönetim Uygulamalarının Alacak Devir Süresi Üzerine Etkisi (Model 2).....	96
5.3.3 Kurumsal Yönetim Uygulamalarının Stok Devir Süresi Üzerine Etkisi (Model 3).....	101
5.3.4. Kurumsal Yönetim Uygulamalarının Nakit Dönüş Süresi Üzerine Etkisi (Model 4).....	106
5.3.5. Kurumsal Yönetim Uygulamalarının Cari Oran Üzerine Etkisi (Model 5).....	111
<b>SONUÇ VE TARTIŞMA.....</b>	<b>117</b>
<b>KAYNAKLAR .....</b>	<b>123</b>
<b>ÖZGEÇMİŞ.....</b>	<b>137</b>
<b>VITAE .....</b>	<b>137</b>

## TABLOLAR LİSTESİ

Tablo 2. 1. Cadbury Raporu'nun Temel Önerileri .....	25
Tablo 2.2. OECD Kurumsal Yönetim İlkeleri .....	35
Tablo 2. 3. OECD Kurumsal Yönetim İlkelerine İlişkin 1999 Yılı Düzenlemeleri ..	36
Tablo 2. 3. Devamı.....	37
Tablo 2. 4. OECD Kurumsal Yönetim İlkelerine İlişkin 2004Yılı Düzenlemeleri ...	37
Tablo 2. 5 OECD Kurumsal Yönetim İlkelerine İlişkin 2016 Yılı Düzenlemeleri ...	38
Tablo 4. 1. Çalışmada Kullanılan Değişkenler ve Tanımları.....	81
Tablo 5. 1. Değişkenlere Ait Tanımlayıcı İstatistikler .....	88
Tablo 5. 2. Korelasyon Tablosu .....	90
Tablo 5. 3. Model 1'e İlişkin Klasik Modelin Testi .....	92
Tablo 5. 4. Model 1'in Analizinde Kullanılacak Tahmin Yönteminin Belirlenmesine İlişkin Test.....	93
Tablo 5. 5. Model 1'e İlişkin Varsayım Test Sonuçları .....	93
Tablo 5. 6. Model 1'e İlişkin Regresyon Analizi Sonuçları .....	94
Tablo 5. 7. Model 2'ye İlişkin Klasik Modelin Testi.....	97
Tablo 5. 8. Model 2'in Analizinde Kullanılacak Tahmin Yönteminin Belirlenmesine İlişkin Test.....	97
Tablo 5. 9. Model 2'ye İlişkin Varsayım Test Sonuçları.....	98
Tablo 5. 10. Model 2'ye İlişkin Regresyon Analizi Sonuçları .....	99
Tablo 5. 11. Model 3'e İlişkin Klasik Modelin Testi.....	102
Tablo 5. 12. Model 3'ün Analizinde Kullanılacak Tahmin Yönteminin Belirlenmesine İlişkin Test.....	102
Tablo 5. 13. Model 3'e İlişkin Varsayım Test Sonuçları .....	103
Tablo 5. 14. Model 3'e İlişkin Regresyon Analizi Sonuçları .....	104
Tablo 5. 15. Model 4'e İlişkin Klasik Modelin Testi.....	106
Tablo 5. 16. Model 4'ün Analizinde Kullanılacak Tahmin Yönteminin Belirlenmesine İlişkin Test.....	107
Tablo 5. 17. Model 4'e İlişkin Varsayım Test Sonuçları .....	108
Tablo 5. 18. Model 4'e İlişkin Regresyon Analizi Sonuçları .....	109
Tablo 5. 19. Model 5'e İlişkin Klasik Modelin Testi.....	111
Tablo 5. 20. Model 5'in Analizinde Kullanılacak Tahmin Yönteminin Belirlenmesine İlişkin Test.....	112
Tablo 5. 21. Model 5'e İlişkin Varsayım Test Sonuçları .....	113
Tablo 5. 22. Model 5'e İlişkin Regresyon Analizi Sonuçları .....	114

## ŞEKİLLER LİSTESİ

Şekil 3. 1. Net Çalışma Sermayesi Düzeyi .....	51
Şekil 3. 2. Nakit Dönüşüm Süresi .....	57
Şekil 3. 3. Agresif Çalışma Sermayesi Finansman Politikası .....	67
Şekil 3. 4. Muhafazakâr Çalışma Sermayesi Finansman Politikası .....	69
Şekil 3. 5. Dengeli Çalışma Sermayesi Finansman Politikası .....	70

## BİRİNCİ BÖLÜM GİRİŞ

Günümüzde çevresel değişimin ve rekabetin yoğun olması, işletmelerin hızlı bir şekilde gelişmesi ve büyümesi; diğer taraftan işletme başarısızlıklarının artması gibi nedenlerle kurumsal yönetim hem gelişmiş hem de gelişmekte olan ülkelerde faaliyet gösteren işletmelerde önem kazanmaya başlamıştır (Kamau ve Basweti, 2013:190). Kurumsal yönetim sisteminin iyi bir şekilde oluşturulmasının; verimlilik ve rekabet gücünün artmasına ve yatırımcıların cezbedilmesine katkı sağlayabileceği için şirketin performansının artmasına ve gelişmesine de yardım edebileceği ön görülmektedir. Ayrıca oluşturulan kurumsal yönetim sistemi ile şirketin içerde ve dışarıda hesap verilebilirliğinin oluşmasına imkân sağlayacağı ifade edilmektedir (Ali ve Shah, 2017: 273). Kurumsal yönetimin iyi oluşturulamamasının; daha yüksek maliyete, çalışanların verimliliğinin düşmesine, şirkete daha az yatırımın yapılmasına, şirketin değerinin azalmasına ve şirket faaliyetlerinin performansının düşmesine neden olacağı da belirtilmektedir (Mishra ve Mukherjee, 2018:1732).

Kurumsal yönetim kapsamında geliştirilen ilkeler, kodlar ve öneriler, şirketlerin kurumsal yönetim yapılarına yeni unsurların girmesine neden olmaktadır. Kurumsal yönetimin içerisinde yer alan anlayışların ve uygulamaların benimsenmesi şirketlere maddi anlamda yararlar sağlamaktadır. Bu bağlamda, iyi kurumsal yönetim; şirketlere hem finansal başarı hem de finansal piyasalardaki getirilerinde artış sağlayabilir. Diğer taraftan kurumsal yönetim; şirketin finansmanı için gerekli olan kaynaklara daha kolay ve düşük maliyetle ulaşabilmesine ve yabancı yatırımcılardan elde edilecek kaynaklara ulaşabilmede de etkili olabileceği ifade edilebilir (Üsdiken ve Yıldırım Öktem, 2008:47). Diğer bir ifade ile kurumsal yönetim; şeffaflığı, hesap verebilirliği, adilliği ve sorumluluğu sağlayarak, yöneticilerin, çalışanların, hissedarların, üst düzey yöneticilerin, yönetim kurulu üyelerinin ve tedarikçilerin haklarının korunarak şirket faaliyetlerinin yönlendirildiği ve kontrol edildiği süreçler bütünüdür (Kajanathan ve Achchuthan, 2013:23).

Kurumsal yönetim; hissedarların yatırımlarını koruyan (Njoroge, 2018:1), hissedarlarının karşılaşılabileceği riskleri önleyen ve haklarını koruyan, birimler arasında görev ve yetki dağılımlarını sınırlandıran, yöneticilerin keyfi kararlar vermesini engelleyen bir yapıdır (Zheka, 2005:452). Diğer bir ifade ile kurumsal yönetim; firmaların devamlılığını ve hissedar haklarının korunması için misyon, vizyon, yapı, strateji ve liderlik gibi önemli unsurların kimler tarafından ve nasıl belirlenerek düzenleneceğine yönelik bir yönetim modeli (İşcan ve Kaygın, 2009:214) olup bu yapının ayrıca diğer bir görevi; firmaya kaynak sağlayan hissedarların kazançlarını güvence altına alarak, yatırımcıların mülksüzleştirilmelerine engel olmaktır (Arıkboğa ve Menteş, 2009:86).

Kurumsal yönetim, sahipliğin ve kontrolün ayrılması sonucu ortaya çıkan vekâlet problemlerinin en aza indirilmesini sağlayan mekanizmalar ortaya koymaktadır. Kurumsal yönetimin ortaya koyduğu mekanizmalar ülkelere göre farklılık gösterebilmektedir. Türkiye’de benimsenen kurumsal yönetim mekanizması, Kıta Avrupa’sı sisteminin özelliklerini taşımaktadır. Türkiye’de, Anglo-Saxon ve Anglo-Amerikan tarafından benimsenen dışsal mekanizmaların zayıf olmasından ve Türkiye’de aile şirketlerinin yoğunluğundan dolayı kurumsal yönetim mekanizmaları yoğun sahiplik ve yönetim kurulu, şeklindeki içsel mekanizma ile gerçekleştirilmektedir (Selekler Gökşen ve Karataş, 2008:138; Nas vd., 2013:212).

Vekâlet teorisinde, asil ve vekil arasındaki çatışmaların en aza indirilmesi amaçlanmaktadır. Ancak, asil-vekil çatışması sahiplik yapısının dağılık olduğu ortamlarda ortaya çıkabilmektedir. Türkiye gibi gelişmekte olan ülkelerde sahiplik yapısının dağılık olmadığı yani sahipliğin az sayıda kişi ya da ailenin elinde toplandığı işletmelerde, asil-vekil çatışmasından ziyade en fazla paya sahip ortak ile azınlık pay sahibi arasında asil-asil çatışması ortaya çıkabilmektedir (Üsdiken ve Yıldırım Öktem, 2008:47; Young vd., 2008:200; Karoğlu, 2016:66).

Türkiye’de kurumsal yönetim alanında yapılan düzenleme ilk olarak Türk Sanayicileri ve İşadamları Derneği (TÜSİAD) tarafından öneri niteliğinde hazırlanan ‘En İyi Uygulama Kodu’ isimli rapordur. Bu raporda, şirketlerin yönetim kurullarının nasıl oluşturulabileceğine ve yönetim kurulu bağımsız üye sayısının ne kadar oranda bulunması gerektiğine ilişkin öneriler yer almaktadır. Sermaye Piyasası Kurulu ilk olarak 2003’te, daha sonra 2005 ve 2011’de ve son olarak da 2014 yılında Borsa İstanbul’da işlem gören işletmelerin uyması gereken, (eğer uymuyorsa nedenini açıklaması gereken) kurumsal yönetim düzenlemeleri gerçekleştirmiştir. Bu

düzenlemelerde yönetim kurulunda en az kaç üyenin olması gerektiği, bağımsız üye sayısının en az kaç kişiden oluşması gerektiği ve yönetim kurulunda oluşturulması gereken komiteler belirtmiştir. Yapılan bu değişiklikler, şirketlerin yönetim kurullarını bağımsızlaştırma niyetiyle kurumsal yönetim anlamında yapılmaktadır. Bu değişikliklerin asıl amacı, şirket yönetim kurullarının şirketi fiili olarak yönetenlerin denetlenebilmesini sağlamaktır. Bu bağımsızlaştırma niyetinin temeli asil-vekil (vekâlet) teorisine dayanmaktadır. Vekâlet teorisine göre asiller (şirket sahipleri) ve vekiller (yöneticiler) arasında meydana gelebilecek çatışmaların ve yöneticilerin denetlenmesi; şirket yönetim kurullarına içeriden ve dışarıdan yer alan üye oranlarının etki edeceği öngörülmektedir. İçeriden üye kavramı; şirkette yönetici pozisyonunda çalışanları, şirketin emeklilerini ve çalışanların aileleri için kullanılırken, fiiliyatta şirkette üst düzey yöneticilik yapan icracıların da yönetim kurulunda bulunmasıdır. Dışarıdan üyeler; içeriden üye kavramı dışındaki, icracı olmayan üyeler olarak nitelendirilir. Ayrıca bunlar, ilişkili ve bağımsız üyeler olarak da sınıflandırılabilir. Şirket ile iş ilişkisi bulunan üyelere ilişkili üyeler, şirket ile yönetim kurulu üyeliği haricinde hiçbir iş ilişkisi bulunmayanlara da bağımsız üyeler denir. Buna bağlı olarak vekalet teorisinin temel görüşü; şirketlerdeki bağımsız üye oranının artırılması ile şirket yöneticilerinin denetleme olanağının artırılabilirliği (Üsdiken ve Yıldırım Öktem, 2008:47-48; Yıldırım Öktem ve Üsdiken, 2010:119).

Çalışma sermayesi; işletmenin elinde bulundurduğu ve bir yıl içerisinde paraya çevrilebilme kabiliyeti yüksek olan diğer bir ifade ile likiditesi yüksek olan veya kolay bir şekilde devredilebilen, bilançonun dönen varlık grubunda yer alan varlıkları (Brigham ve Houston, 2007: 63) ve kısa vadeli borçlarını içerisine alan bir yapıyı ifade etmektedir (Ahmad vd., 2017:67). Çalışma sermayesi; ticari alacaklar, stoklar, ticari borçlar ve günlük faaliyetlerin gerçekleştirilmesi için kullanılan nakdi içerir (Gill ve Biger, 2013:116). Dolayısıyla çalışma sermayesi yönetimi, işletme tarafından etkin bir şekilde gerçekleştirildiğinde likidite ve karlılığı sağlayacak ve kendisini iflasa karşı koruma altına alacak (Kamau ve Basweti, 2013:190) ve firmanın değerinde artış sağlanacaktır (Kajananthan ve Achchuthan, 2013:23). Diğer taraftan çalışma sermayesinin etkin yönetilememesi durumunda; işletmede likidite krizi yaşanabilecek, işletmenin kredibilitésinin ve karlılığının düşmesine neden olabilecektir (Al-Rahahleh, 2016:140). Ayrıca işletmede karlılığın düşmesine bağlı olarak hissedarların getirisi de olumsuz etkilenecek ve düşürecektir (Jamalinesari ve Soheili, 2015:500).

Kurumsal yönetimin çalışma sermayesi yönetimine, etki eden faktörlerden birisi olduğu düşünülmektedir. Çünkü kurumsal yönetim, işletmenin sahip olduğu çalışma sermayesi unsurları için gerekli olan politikaların geliştirilmesini sağlamakta ve bu unsurların kontrolünde önemli rol oynamaktadır. Örneğin denetim komitesi; finansal raporların muhasebe standartlarına uygun bir şekilde gerçekleştirilmesini, finansal raporların hileli bir şekilde düzenlenmemesini ve işletmenin finansal durumu hakkında yönetime sağlıklı bilginin ulaşmasını sağlayan kurumsal yönetim unsurlarından birisi olduğundan çalışma sermayesi açısından önemlidir. Aynı şekilde yönetim kurulunun yapısı, kurumsal yönetim yapısının oluşturulmasında önemli bir unsurdur. Çünkü yönetim kurulu üyeleri işletmenin yönetim faaliyetlerinin gerçekleştirilmesi ve işletme denetiminin sağlanması ile görevlendirildiklerinden, işletmenin finansal yönetimi açısından büyük öneme sahiptir (Njoroge, 2018:3; Kamau ve Basweti, 2013:191; Faradonbeh ve Dolatabadi, 2015:1743). Yönetim kurulunun bağımsızlığının en önemli göstergesi, icradan bağımsız olmasıdır. Yönetim kurulunun görevi; icra yetkisine ve sorumluluğuna sahip kişileri seçmek, denetlemek ve kontrol etmektir. Fama ve Jensen karar sürecini; başlatma, onaylama, uygulama ve izleme şeklinde sıralamaktadır. Başlatma ve uygulama, karar yönetimini ifade ederken, onaylama ve izleme ise karar kontrolünü ifade etmektedir. Karar yönetimi; icracı üyelerin yetkinlik alanını, karar kontrolü ise ağırlıklı olarak bağımsız üyelerin yetkinlik alanını oluşturmaktadır. Böylelikle icra ve kontrol ayrılmış olacak ve iç kontrol mekanizmasının oluşması sağlanacak, yöneticiler tarafından alınan kararların kontrolü ve denetiminin yanında kontrol edilemeyen gücün oluşması engellenebilecektir. Dolayısıyla, ortaya çıkabilecek vekâlet çatışmaları azaltılabilecektir (Ararat ve Eroğlu, 2017:111-112). Ayrıca yönetim kurulunda yer alan bağımsız üyeler; yönetim kurulu tarafından verilecek kararlara ilişkin tavsiyede bulunacaklarından ve karar kontrolünü sağlayabileceklerinden işletme fonlarının yanlış yönlendirilmesinden dolayı ortaya çıkabilecek vekâlet problemlerinin olasılığını da azaltabilecektir.

Bu çalışma genel olarak kurumsal yönetim uygulamalarının çalışma sermayesi yönetimi arasındaki ilişkileri ortaya koymayı amaçlamaktadır. Bu amaçla, Türkiye’de imalat sektöründe faaliyet gösteren ve Borsa İstanbul’da işlem gören şirketlerin kurumsal yönetim uygulamaları ile çalışma sermayesi yönetimi arasındaki ilişkiler panel veri analizi yöntemi ile araştırılmıştır. Spesifik olarak Borsa İstanbul’da işlem gören imalat şirketleri üzerine, kurumsal yönetim uygulamalarının



Çalışma sermayesi yönetimi unsurları arasındaki ilişkiye ilişkin Türkiye’de yapılmış bir çalışma bulunmamaktadır. Genelde ise Türkiye’de benzer konuda yapılmış yeterli çalışma bulunmamaktadır. Dolayısıyla bu çalışma ilgili literatüre katkı sağlaması açısından önem arz etmektedir.

Bu tez çalışması dört bölümden oluşmaktadır. Birinci bölüm, çalışmanın giriş kısmı olup, bu bölümde çalışma hakkında genel bilgiler verilmiştir. İkinci bölümde, kurumsal yönetim kavramının tanımı, kurumsal yönetimin amacı ve önemi, kurumsal yönetimin ilkeleri, kurumsal yönetim teorileri, kurumsal yönetime ilişkin Dünya’da yapılan düzenlemeler ve Türkiye’de gerçekleştirilen kurumsal yönetim düzenlemeleri ele alınmıştır. nc bölümde, çalışma sermayesi yönetiminin tanımı, çalışma sermayesinin önemi, çalışma sermayesinin türleri ve çalışma sermayesi finanslama stratejilerine ve kurumsal yönetim uygulamaları ve çalışma sermayesi yönetimi arasındaki ilişkilere ilişkin literatüre yer verilmiştir. Dördüncü bölümde ise araştırmanın amacı ve önemi, araştırmanın değişenleri ve modelleri, araştırmanın hipotezleri, araştırmanın metodolojisine yer verilmiştir. Beşinci bölümde, araştırma kapsamında yapılan analizler neticesinde elde edilen bulgulara yer verilmiştir. Son bölümde ise elde edilen sonuçlara yer verilmiş ve bu sonuçlar çerçevesinde neden sonuç analizleri yapılmıştır. ayrıca elde edilen sonuçlar doğrultusunda önerilerde bulunulmuştur.

## İKİNCİ BÖLÜM KURUMSAL YÖNETİM

Bu bölümde kurumsal yönetimin tanımı, amacı ve önemi, kurumsal yönetimin temel ilkeleri, kurumsal yönetim teorilerine ve kurumsal yönetimin Türkiye’deki ve dünyadaki gelişimine yer verilecektir.

### 2.1. KURUMSAL YÖNETİM KAVRAMI

Geleneksel işletme yapılarından modern işletme yapılarına geçişin başlaması ile birlikte işletmelerde yönetim ve sahiplik yapılarında ayrışmalar yaşanmaya başlamıştır (Karğın ve Arıcı, 2015:501). Ekonominin gelişmesi ve rekabetin artması sonucunda, işletmelerin gerçekleştirdikleri faaliyetlerin çeşitliliğinde bir artış meydana gelmiş, bu artış hızlı, karmaşık ve yoğun olarak yürütülen işletme faaliyetlerinin aksamasına neden olmuştur (Türedi vd., 2018:2).

Günümüzde esnaf, sanatkâr ve tüccar olarak bilinen şahıs işletmeleri, bir girişimci tarafından kurulan ve bu girişimci tarafından yönetilen tek kişi işletmeleridir. Ekonomik değışimlerin yaşanması sonucunda tek kişi işletmelerinin yerini çok ortaklı işletmeler almaya başlamıştır. Geleneksel şahıs şirketleri ve aile şirketlerinin sermaye şirketi haline dönüşmesi ile bu şirketler finansman ihtiyaçlarını karşılamak için hisse senedi ihraç etme yoluna gitmişlerdir. Şahıs şirketlerinin ve aile şirketlerinin büyümesi ve gelişmesi sonucunda, bu şirketler mutlak sahiplik olgularını giderek kaybetmişlerdir. Sahiplik yapısının değışmesi ve sermayedeki ortak sayısının artması ile birlikte şirket yapıları karmaşıklaşmış ve şirket faaliyetlerinin kontrolünü zorlaştırmaya başlamıştır (Aktan, 2018). Şirket yapılarının karmaşıklaşması, yönetimin yeniden yapılandırılması gerekliliğini ortaya çıkarmıştır. Yönetimin yeniden yapılandırma ihtiyacı şirket içerisinde karşılıklı etkileşimin ve iletişimin yoğun olduğı yönetim sisteminin kurulmasını sağlayacak bir yapının oluşmasına neden olmuştur (Kendirli vd., 2013:32). Buna bağılı olarak, işletmelerin

yönetim yapısının ve faaliyetlerinin karmaşık bir hal alması bir kişinin hem yönetici hem de işletme sahibi olmasını mümkün kılmamaktadır. Günümüzde, işletmelerde yönetici ve mülkiyet ayrımı kaçınılmaz olmuş, işletmeye finansman desteği sağlayanların fonları yardımıyla edinilen varlıkların kötüye kullanımına yol açmadan etkin bir şekilde nasıl yönetilebileceği sorusuna cevap olarak karşımıza kurumsal yönetim kavramı çıkmaktadır (Eroğlu, 2003: 3). Literatürde yapılan incelemeler sonucunda, kurumsal yönetimle ilgili birçok makale yazılmış ancak bu kavramla ilgili kesin bir tanıma rastlanmamıştır.

Kurumsal yönetim, bir örgütün yönetimi ve denetiminin sağlanması amacıyla kurulan, örgüt yönetimi tarafından verilen kararlardan etkilenenlerin örgüte müdahalesi ve alınan kararların paydaşlar tarafından denetlenmesidir (Saklı, 2012: 51).

Kurumsal yönetim, yönetilen ve kontrol edilen bir işletmede izlenecek yol ve süreçler olmanın yanı sıra şirketin yönetim kurulu üyeleri, yöneticileri ve hissedarları arasındaki sorumluluk ve hak dağılımını sağlayan ve karar vericilerin uyması gereken kurallar bütünüdür (Ali ve Shah, 2017: 272).

Kurumsal yönetim; işletme hissedarlarının karşılaşılabileceği riskleri önleyen, hissedar haklarının işletme yönetimi tarafından oluşturulan bir mekanizma ile korunmasını sağlayan, işletme içerisindeki farklı birimler arasında görevlerin ve hakların dağılımını sınırlandıran, yöneticilerin keyfi kararlar vermesini engelleyen bir yapıdır (Zheka, 2005:452).

Kurumsal yönetim, örgütlerin veya kurumların yönetiminde, çıkar gruplarının sahip olduğu hakları, ilişkileri düzenleyen ve şeffaflık, adillik, sorumluluk ve hesap verebilirlik ilkelerini içerisine alan bir yönetim felsefesidir (Nişancı vd., 2015:183).

Kurumsal yönetim, şeffaflığı, hesap verebilirliği, adilliği ve sorumluluğu sağlayan, yöneticilerin, çalışanların, hissedarların, üst düzey yöneticilerin, yönetim kurulu üyelerinin ve tedarikçilerin haklarının korunarak şirket faaliyetlerinin yönlendirildiği ve kontrol edildiği süreçlerin bütünüdür (Kajanathan ve Achchuthan, 2013:23).

Kurumsal yönetim, bir işletmeye fon sağlayan yatırımcıların, yatırımlarından elde edecekleri kazanç konusunda kendilerini güvende hissetmelerini sağlayan bir yapıdır (Ataman ve Cavlak, 2016:213).

Kurumsal yönetim, işletmelerin devamlılığının sağlanması ve hissedarların haklarının korunması için gerekli olan vizyon, misyon, yapı, strateji ve liderlik gibi önemli unsurların ne şekilde ve kim tarafından belirlenip düzenleneceğine ilişkin bir yönetim modelidir (İşcan ve Kaygın, 2009:214)

İşletmenin faaliyette bulunduğu çevrede hissedarlar, kredi sağlayanlar, alacaklılar, borçlular, sendikalar ve devlet olmak üzere birden fazla çıkar grubu bulunmaktadır. Buna göre kurumsal yönetim, işletme hissedarları, bu hissedarlar dışındaki çıkar grupları ile işletme ve toplum arasındaki ilişkileri düzenleyerek çıkar gruplarının haklarını elde edebilmesi, sorumluluklarının tanımlanması ve bu yetki ve sorumlulukların taraflar arasında dağılımını sağlayarak işletmenin belirlediği amaçlara uygun bir şekilde nasıl yönetilmesi gerektiği ve belirlenen amaçlara uygunluğun sağlanması için nasıl kontrol edilmesi gerektiğini ortaya koyan sistem bütünüdür (Aysan, 2007:83).

Kurumsal yönetim, şirketlerde ortaya çıkan mülkiyet ve kontrol ayrımının sağlanamaması sonucunda ortaya çıkan suiistimallerin, hataların, menfaat çatışmalarının çözümünü amaçlayan yönetim ve anlayış sistemi olmasının yanı sıra şirket faaliyetlerinin bağımsız kişiler tarafından denetlenmesini, şirketin ortaklık performansının ve ortaklık yapısının kamuya açıklanarak alınacak kararlara şirket paydaşlarının da katılmasını sağlayan bir sistemdir (Yıldırım ve Bilen, 2014:40).

Kurumsal yönetim, yönetim kurulu, gözetim kurulu ve paydaşlar genel kurulunun sorumlulukları, işletmede oluşturulan iç kontrol sistemlerinin varlığı, hesap verme sorumluluğu, işletmede oluşturulan kontrol sisteminde yer alan denetçinin rolü ve fonksiyonu ile ilgilenerek, iç ve dış paydaşların kontrol sisteminden etkin bir şekilde yararlanan ve hesap sorabilen bir sistemdir (Kendirli vd., 2013:34).

Bir ülkede nasıl insanlar arasındaki ilişkileri düzenleyen kurallar, kanunlar, yönetmelikler ve belirli piyasaları (örn: sermaye piyasası) düzenleyen kuruluşlar var ise, kurumsal yönetim de bir şirketteki operasyonların kontrol edilmesini sağlayan kanunlar ve kurallar bütünüdür (Gillan ve Starks, 1998:4).

Kurumsal yönetim, yönetim kurulu üyeleri, şirket pay sahipleri, yöneticiler ve çalışanlar ile işletmelerin faaliyetleri çerçevesinde ilişkide bulunduğu kurum, kuruluş ve kişiler arasındaki ilişkilerin önceden belirlenmiş ilke ve standartlar çerçevesinde gerçekleştirilmesidir (Öztürk ve Demirgüneş, 2008:396).

OECD (Ekonomik İşbirliği ve Kalkınma Örgütü)'ye göre kurumsal yönetim, şirketlerin belirli kural ve ilkeler doğrultusunda yönlendirildiği ve kontrol edildiği, yönetim kurulu, hissedarlar ve diğer paydaşlar arasındaki ilişkilerin düzenlendiği bir sistemdir (OECD, 2004).

Bir işletme yönetimini, yönetim kontrolünü ve işletme performansını artırmak amacıyla işletmenin ortaklık yapısı ve yönetim arasındaki ilişkileri düzenleyerek, farklı kaynaklardan sağladığı sermayeyi işletme bünyesine çekerek, işletmenin etkin çalışmasında önemli rol oynayan aynı zamanda toplum değerlerini göz önünde bulundurarak, uzun dönemde hissedarlara ekonomik değer oluşturma imkanı veren ve işletmelere devamlılık sağlayan kanun, yönetmelik ve gönüllü özel sektör uygulamalarının tümüdür (Vural ve Bat, 2011:35).

İşletmelerde muhasebe hileleri sonucunda iflasa neden olan şirket temsilcilerinin ve işletmenin kötü niyetli kişiler tarafından kontrol edilmesinden dolayı karşılaşılan durumların önlenmesinde kurumsal yönetim önemli bir rol üstlenmektedir. Bu bağlamda kurumsal yönetim, çıkar gruplarının sahip olduğu gücü dengelemesi noktasında şirketin finansal anlamda kontrolünün şeffaf ve güvenilir olarak algılanmasını ve şirket faaliyetlerinin, bulunulan ülkede yürürlükte olan yasal düzenlemelere göre sürdürülmesini sağlayan ve karşılaşılabilecek risklerin en aza indirilmesinde yardımcı olan bir sistemdir (Pulaşlı, 2003:4).

Sonuç olarak, kurumsal yönetim bir işletmenin etkin bir şekilde nasıl yönetileceğini, yönetimin kontrolünün nasıl sağlanacağını içeren kurallar topluluğudur. Kurumsal yönetim, bir kurallar bütünü ise, işletme içerisinde oluşturulması gereken sistem nasıl olmalıdır ki yönetim iyi bir şekilde gerçekleştirilebilsin sorusuna verilen cevaptır. Bu bağlamda, iyi yönetim, işletme yöneticilerinin kendi faydalarını gözetken davranışlardan kaynaklanan yanıltıcı işlemleri önleyen, işletme ile ilişki içerisinde bulunan hissedarlar ve paydaşlar arasındaki ilişkileri düzenleyen, taraflar arasında ortaya çıkan çıkar çatışmalarını engelleyen, çıkar çatışması durumunda tarafların haklarını koruyan, işletme yöneticilerinin, işletmenin faaliyette bulunduğu ülkedeki yasalara uygun hareket etmesine katkıda bulunan, işletmenin adil, şeffaf, sorumluluk sahibi ve hesap verebilir olmasını sağlayan, işletmenin piyasa değeri ve performansının üst seviyeye nasıl çıkarılabileceği yönünde yönetimin kararlar vermesinde yardımcı olan bir kurallar bütünü olarak tanımlanabilir (Ocak, 2013:5).

## 2.2. KURUMSAL YÖNETİMİN ÖNEMİ

Piyasaların hızlı gelişmesi, küreselleşme ve artan rekabet koşulları, uluslararası çevreye uyumun sağlanmasını ve düzenlemelerin yapılması gerekliliğini ortaya çıkarmıştır. Bu bağlamda, ülkelerde ve dünyada meydana gelen finansal krizler ve şirket skandalları kurumsal yönetim kavramını ön plana çıkarmaya başlamıştır. Ayrıca uluslararası çevrede kurumsal yönetim kavramının önem kazanması ile birlikte yatırımcılar tarafından verilecek yatırım kararlarında şirketlerin finansal performanslarının yanında kurumsal yönetim kalitesi de önem kazanmaya başlamıştır (SPK, 2011:1).

Şirketlerin sürekliliğinin sağlanmasında güvence olarak kabul gören kurumsal yönetim kavramı, şirketlerde ortaya çıkan kötü yönetim uygulamalarının sonlandırılması amacı ile ortaya çıkmış bir anlayıştır (Atamer, 2006:9). Dünya’da, 1990 ve 2000 yıllarında meydana gelen finansal krizler ve şirket skandalları (Enron, Worldcom, Xerox, Worldcom) kurumsal yönetim kavramının ortaya çıkmasına neden olmuştur. Küreselleşme olgusunun artması sonucunda, piyasalar birbirine entegre olmaya başlamış, ortaya çıkan finansal kriz ve şirket skandalları dünyadaki birçok şirketin etkilenmesine neden olmuştur. Bu durum şirketlerin yaşanan krizlere karşı daha güçlü bir yapıya sahip olması gerekliliğini ortaya koymuştur. Dolayısıyla, dünyada meydana gelen şirket skandalları, dikkatleri işletmelerin yönetim ve denetimine çekmeye başlamış bu da kurumsal yönetimi önemli bir kavram haline getirmiştir (Dereköy, 2015:33).

Dünyada yaşanan finansal krizler ve şirket skandalları, şirketlerin etkin bir kurumsal yönetim sistemi oluşturamamasından kaynaklanmaktadır. Bu bağlamda, 1980 yılının sonunda ortaya atılan kurumsal yönetim kavramı dünya kamuoyunun ilgisini çekmeye başlamıştır. Daha sonra kurumsal yönetim olgusu şirket skandallarının engellenmesine bir çare olarak düşünülmüş ve 1990 yılının başlarında tartışılmaya başlanan bir konu olmuştur. Öyle ki Dünya Bankası eski başkanı James David Wolfensohn “*Dünya ekonomik büyümesi için işletmelerin kurumsal yönetimi, devletlerin idaresinden daha önemlidir*” cümlesi, kurumsal yönetimin ülke ekonomilerinin gelişmesinde büyük önemi olduğunu göstermiştir (Ataman ve Cavlak, 2016:214). Dünya Bankası eski başkanının ifade ettiği cümle doğrultusunda, kurumsal yönetim, özel sektör ve kamu sektöründe faaliyet gösteren işletmelerin etkin işleminde, ülkenin ekonomik olarak büyümesinde ve gelişmesinde önemli bir etkisi olduğu görülmektedir (Kendirli vd., 2013:34).

Ulusal ve uluslararası ekonomik ilişkilerin ve sermaye akışının artması, şirket hissedarlarının yönetim üzerindeki etkisinin azalması, şirket yönetim kurulunun ve kurul içerisinde yer alan CEO ünvanlı yöneticilerin verdikleri kararların önemli yer tutması ve şirket içerisinde yer alan ortakların yönetilmesinde başarısızlıkların yaşanması ayrıca finansal krizler, özel girişimler ve rekabet şartlarının artması kurumsal yönetimin önemini artırmıştır (İşcan ve Kaygın, 2009:3).

İyi oluşturulmuş kurumsal yönetim mekanizması, şirketlerin finansal tablolarının doğru, kaliteli, güvenilir ve şeffaf olmasını sağlaması yanı sıra şirket hissedarlarının menfaatlerinin de en iyi şekilde korunmasına katkıda bulunacaktır (Dalğar ve Pekin, 2011:33). İyi bir kurumsal yönetim, şirketlerin finansmanında daha düşük sermaye maliyeti sağlaması, finansman imkanlarını iyileştirerek şirketin likiditesini artırması, meydana gelebilecek finansal krizlerden etkin bir şekilde korunması ve etkin yönetilen şirketlerin sermaye piyasalarının dışında kalmamasını sağlayacaktır (Cansızlar, 2006:42). Ülke açısından iyi bir kurumsal yönetim yapısının oluşturulması, ülke imajının artmasına, ülkede bulunan sermayenin farklı ülkelere kaymasının engellenmesine, ülke ekonomisinin ve sermaye piyasasının rekabet gücünü artırarak krizlerin en az zarar ile atlatılmasına, ülke kaynaklarının daha etkin dağılmasına yardımcı olarak yüksek refahın sağlanmasına öncü olacaktır (Çonkar vd.,).

Kurumsal yönetim uygulamalarının işletmeler için önemine yukarıda değinilmiştir. Bu bağlamda, kurumsal yönetim uygulamalarının önemi, aşağıda maddeler halinde sıralanmıştır (Vural ve Bat, 2011:36):

- İşletmenin daha düşük maliyetle finansman sağlayarak performansının artmasını sağlar.
- İşletmenin daha iyi finansman imkânı bulmasını sağlar.
- İşletmenin krizlerden en az zararla kurtulmasını sağlar.
- Yönetimsel anlamda avantaj sağlayacağından, sermaye piyasalarından elde edeceği getirinin artmasına imkân sağlar.
- İşletmenin likiditesini arttırmasına imkân sağlar.

### **2.3. KURUMSAL YÖNETİMİN AMACI**

Kurumsal yönetim, sermaye piyasalarının küreselleşmesi ile birlikte şirketlerin sahip olduğu kaynakları, etkin ve verimli kullanmalarını ve

sürdürülebilirliğini farklı çıkar grupları arasında dengeli bir şekilde şirket stratejilerine yansıtılmasını sağlamak amacıyla oluşturulmuştur. Kurumsal yönetim, şirketin çalışanları arasındaki amaç birliğini şirketin diğer çıkar gruplarını da içerisine alarak şirket performansının izlenmesini sağlayacak sistemi oluşturarak, şirket performansının artışına yardımcı olmayı amaçlamaktadır (<http://www.tkyd.org/tr>). Buna bağlı olarak kurumsal yönetim, şirket yöneticilerinin bireysel amaçlarından ziyade şirket amaçlarının gerçekleştirilmesinde motive olmasını sağlayacak ve işletmenin performansını artıracaktır (Bushman ve Smith, 2003:65).

Şirketlerin başarı göstergesi olarak kabul edilen performans ve değer artışının sürdürülebilir olması gerekmektedir. Kurumsal yönetimin bir diğer amacı da işletme performansı ve değer artışının devamlılığını sağlamaktır. Bu devamlılık ise kurumsal yönetimin temel esaslarının yerine getirilmesi ile gerçekleştirilmektedir. Kurumsal yönetimin temel esasları şirket yönetiminin ve denetiminin adil, şeffaf, hesap verilebilir ve sorumluluk içerisinde gerçekleştirilmesini içerir. Bu esaslar şirket performansının ve değerinin devamlılığının sağlanması için gerekli olan unsurlardır. Buna bağlı olarak bu esasların uygulanması sonucunda şirket faaliyetleri ve süreçleri sürekli değerlendirilebilecek ve gerekli müdahaleler yapılabilecektir. Böylece şirket performansı ve değer artışının sürekliliği sağlanabilecektir (Aras, 2006:2).

Kurumsal yönetimin amacı, şirket yönetiminde bulunan kişilerin, yönetsel güç ve yetkilerini kötüye kullanarak kendilerine özel menfaatler sağlamalarını önlemektir (Aktan, 2017:7).

Bir işletmenin varlığını devam ettirebilmesi için kurumsal değerlerinin ve amaçlarının olması gerekmektedir. İşletmenin ortaya koyduğu bu değer ve amaçların başarılı olabilmesinde kurumsal yönetimin rolü büyüktür. Bu bağlamda; kurumsal yönetim, işletmenin verimliliğinin artırılmasında, kurumsal sürekliliğinin sağlanmasında etkili olacak, yönetim yapısı, şeffaflık, sosyal sorumluluk ve etik ilkelere olan duyarlılığının artmasını sağlayacaktır (Nişancı vd., 2015:183).

Yönetim, uygulama veya sistem olarak nitelendirilen kurumsal yönetim, hissedarlar, yatırım yapanlar, yönetimde yer alan kişiler ve şirket dışındaki paydaşların amaçları için kullandıkları yöntem olmasının yanı sıra bahsedilen gruplar arasındaki çıkar çatışmalarının engellenmesinde ve şirketin belirlediği hedeflere ulaşmasında etkili olan bir sistemdir. Ayrıca kurumsal yönetimin başarılı bir şekilde uygulanması, şirketin çıkar grupları arasındaki çatışmaları ortadan kaldırması ve



şirket kaynaklarının israf edilmesine engel olan koruyucu bir sistem olmasının yanı sıra şeffaflığı, ortaklığın kontrol edilmesini ve yatırımcıların haklarının korunmasını amaçlamaktadır. Ayrıca kurumsal yönetim, şirketin iç ve dış paydaşlarının haklarını koruyarak ve bunlar arasındaki ilişkileri düzenleyerek temsil maliyetlerini minimum seviyeye düşürmeyi amaçlamaktadır. (Dizkırıcı vd., 2015:80).

Kurumsal yönetim, işletme yöneticilerinin etkin bir şekilde kontrol edilmesini sağlayarak, yöneticilerin gözetiminde ve sorumluluğunda hazırlanan finansal tabloların hileli olarak hazırlanmasını önlemeye yardımcı olacak ve bu durum finansal tabloların kalitesinin artışında etkili olacağından, işletmenin bütün çıkar grupları nezdinde iyi bir imaja sahip olmasını sağlayacaktır (Lipman ve Lipman, 2006:3).

İşletme tarafından hazırlanan finansal tablolarda meydana gelebilecek bir manipülasyon, işletmeye uzun vadeli yatırım yapmayı düşünen yatırımcıların işletmeye olan güvenlerinin sarsılmasına neden olacaktır. Bu güven sarsılması, işletmeyi yatırım yapılacak işletme görünümünden çıkmasına neden olacak ve işletmenin riskli olduğu kanaatine varılacaktır. Buna bağlı olarak, işletmenin finansman anlamında sıkıntılar yaşamasına veya daha yüksek maliyetle finansman sağlamasına yol açacaktır. Buna göre kurumsal yönetimin bir diğer amacı da işletmeye olan güveni artırarak, işletmenin ihtiyaç duyacağı finansman kaynaklarına daha kolay ve daha az maliyetle ulaşmasını sağlayacaktır (Ocak, 2013:6).

Yukarıda bahsedilen kurumsal yönetimin amaçlarını maddeler halinde özetlemek gerekirse (Aktan, 2013:160):

- İşletme yönetiminin sahip olduğu güç ve yetkiyi kendi menfaatleri doğrultusunda kullanma eğilimlerini ortadan kaldırması,
- İşletmeye yatırım yapanların haklarını koruması,
- İşletmede hissedar konumunda bulunan paydaşlara adil ve eşit davranılması,
- İşletme ile doğrudan ilişki içerisinde bulunan hak sahiplerinin haklarının korunması ve güvence altına alınması,
- İşletmenin şeffaflığının sağlanması,
- İşletme yönetiminin aldığı kararlar ve gerçekleştirdiği faaliyetler hakkında hissedarlara hesap verme yükümlülüğünün sağlanması,
- İşletmenin gerçekleştirdiği faaliyetler sonucunda elde ettiği kazancı hissedarlar ve hak sahiplerine sahip olduğu haklar oranında geri dönüşümü sağlaması,

- İşletmeye uzun vadeli yatırım yapan yatırımcıların güvenini sağlayarak sermaye maliyetleri düşürülerek, işletmenin hisse senedi ihraç etme yolu ile finansman sağlaması imkânının artırılmasıdır.

Kurumsal yönetim uygulamalarının amaçlarını artırmak mümkündür. Ancak kurumsal yönetim uygulamalarının temel amacı, şirket ile doğrudan veya dolaylı ilişki içerisinde bulunan menfaat sahiplerinin haklarını koruyarak, yöneticiler ve yönetim kurulu arasındaki dengeyi sağlamaktır.

## **2.4. KURUMSAL YÖNETİMİN İLKELERİ**

İşletmeler, yöneticileri, çalışanları, ortakları ve tedarikçileri içerisine alan çok sayıda menfaat sahibinin bulunduğu bir yapıdır. İşletmeler tarafından oluşturulan amaçların, beklentileri eşit bir şekilde karşılaması mümkün değildir. Çünkü işletme ile ilişki içerisinde bulunan menfaat gruplarının beklentileri zaman içerisinde değişebilir. Bundan dolayı işletme yönetimi, işletme kurallarını oluştururken menfaat sahiplerinin beklentilerini ve işletme amaçlarının dengeli dağılımını sağlayabilecek şekilde oluşturmalıdır (Hergüner ve Yaveroğlu, 2006:4). Kurumsal yönetimi benimseyen bir işletmede, OECD tarafından belirlenmiş olan adillik, şeffaflık, hesap verilebilirlik ve sorumluluk ilkeleri çerçevesinde kural ve amaçlarını belirlemesi gerekmektedir.

### **2.4.1. Şeffaflık**

Kurumsal yönetimde şeffaflık ilkesi, ticari sır niteliğinde olan bilgiler haricinde, şirketin henüz menfaat sahiplerine açıklanmayan ve şirketin finansal ve finansal olmayan bilgilerinin zamanında, doğru, anlaşılabilir, yorumlanabilir ve düşük maliyetle iletilmesini ifade etmektedir (Menteş, 2009:44).

Şeffaflık ilkesi, menfaat sahiplerinin bilme hakkı ile işletmenin saklama hakkının kesiştiği noktada yer almakta; bilme hakkı menfaat sahiplerinin işletme faaliyetleri ve stratejileri hakkında bilgi sahibi olmasını ifade ederken, işletmenin saklama hakkı ise işletme faaliyetleriyle ilgili bütün bilgilerin toplanmasını, kullanılmasını ve açıklama kontrolünü elinde bulundurması hakkını ifade etmektedir (Tuzcu, 2004:18).

Şeffaflık ilkesi ile işletmenin işleyişi ve faaliyetleri menfaat sahiplerinden gizli olarak gerçekleştirilemeyeceğinden, menfaat sahiplerinin işletmeye olan

güvenleri artacak, bu durum menfaat sahiplerinin kendilerini güvende hissetmelerini sağlayacaktır (Paslı, 2005:74).

Şeffaflık ilkesi, menfaat sahiplerinin piyasaya ilişkin belirsizliklerin giderilmesi için bilgilendirme yapılması gerekliliğine vurgu yaparak, piyasalarda istikrarın sağlanmasına yardımcı olmaktadır. Buna bağlı olarak şeffaflık ilkesi gereği, işletmelerin menfaat sahiplerini bilgilendirmek amacıyla bilgilendirme politikası oluşturarak ve piyasadaki güncel gelişmeleri de göz önünde bulundurarak değerlendirme yapılmalı, mali tablolar ve raporlarda yer alacak bilgilerin belirlenen bir formatta hazırlanarak ayrıntılı bir şekilde sunulması sağlanmalıdır (Dinç ve Abdioğlu, 2009:160). Bu durumda yatırımcılar ve menfaat sahipleri yeterli ve kaliteli bilgiye sahip olacaklarından, kaynaklarını da etkin bir şekilde yönlendirebileceklerdir.

1990'lı ve 2000'li yıllarda yaşanan şirket skandalları ve finansal krizler şeffaflık ilkesinin önemini ortaya koymuştur. Şirketlerde şeffaflığın sağlanamaması finansal krizlerin ve şirket skandallarının yaşanmasına neden olmuştur. Şirketlerin faaliyetleri sonucunda oluşan mali tabloların eksik olması, paydaşların şirketler hakkında doğru ve sağlıklı bilgi edinilmesini zorlaştırdığından, paydaşların gerekli önlemleri almalarını imkânsız hale getirmektedir. Şirketlerin finansal durumlarını zamanında ve gerçeğe uygun raporlamaları şeffaflık ilkesinin en önemli unsurudur. Küreselleşme sonucunda piyasalardaki sermaye hareketlerinin serbest hale gelmeye başlaması, uygulanan muhasebe standartlarının önemini artırmaktadır. Buna bağlı olarak şeffaflık ilkesinin gerçek anlamda uygulanabilmesi için uluslararası çapta kabul görmüş muhasebe standartlarının kullanılması ve bunun sonucunda elde edilen mali tabloların menfaat sahipleri ve yatırımcılar tarafından kolay anlaşılabilir şekilde hazırlanması ve muhasebe standartlarının uygunluğunun bağımsız kuruluşlar tarafından denetlenmesi ile gerçekleşmiş olacaktır (Menteş, 2009:45; Alparslan, 2002:5).

#### **2.4.2. Adillik**

İşletmede yer alan ortakların ve menfaat sahiplerinin amaçları ile işletmenin amaçları farklılık gösterebilir. Bu yüzden bu gruplar arasında çıkar çatışmasının yaşanması kaçınılmazdır. Adillik ilkesi, farklı çıkarlara sahip olan işletme ortakları ve menfaat sahipleri arasındaki dengenin şirket yönetimi tarafından sağlanmasını ifade etmektedir (Baskıcı, 2015:165).

Adillik ilkesi, hissedarların haklarını ve hissedarlara eşit muamale uygulanması, durumunu düzenlemektedir. Bu ilke, hissedarların bilgi almasını, inceleme haklarını, genel kurula katılımlarını, oy kullanma haklarını, kardan pay alma haklarını, azınlık haklarını, kısacası şirketin hissedarı olmasından doğan haklarından dolayı, hissedarların eşit muamale görmesini ifade etmektedir (Dinç ve Abdioğlu, 2009:160). Ayrıca işletmenin hissedarı konumunda bulunan yabancı yatırımcıların haklarının korunmasını ve bu hissedarlar arasında yapılan sözleşmelere uygun hareket edilmesini kapsamaktadır (TKYD, 2011:18).

Adillik ilkesi, yalnızca şirket hissedarlarına eşit davranmayı ifade etmemektedir. Aynı zamanda şirket çalışanlarına karşı da adil bir politika izlenmesi gerektiğini vurgulamaktadır. Bu ilke, çalışanlar arasında terfi, ücret, iş güvenliği vb. konularda farklılık olmadan eşit davranılacağına garanti altına alınması olarak da ifade edilebilir (Hergüner ve Yaveroğlu, 2006:4).

Adillik ilkesi, işletme faaliyetlerinde menfaat sahiplerinin ve işletme yönetiminin dürüstlüğe aykırı uygulamalarının yapılmasını önlemektedir. Bu ilke, menfaat sahiplerinin işletmeye olan güven duygularının sarsılmaması ve işletme yönetiminin menfaat sahiplerini hiçbir şekilde hileli işlemlerle zarara uğratılmayacakları konusunda güvence vermektir (Pashı, 2005:72).

Bu ilkenin uygulanabilmesi için işletmelerde azınlık payları bulunanlar da dahil edilmek suretiyle hem işletme yönetiminin hem de menfaat sahiplerinin haklarını korumak amacıyla yöneticilerin yaptıkları hileli, kendi menfaatlerine yönelik, eşitliği ortadan kaldıracak işlemlerin yasaklanması için açık, tutarlı, ve uygulanabilir önlemler alınarak, piyasalar için yasal bir zemin de oluşturularak menfaat sahiplerinin zararlarının telafi edilmesi gerekmektedir (Millstein vd., 1998:20).

### **2.4.3. Hesap Verebilirlik**

Hesap verebilirlik ilkesi, şirketlerde karar verici konumunda olup şirket faaliyetlerini yürüten kişilerin, sahip oldukları yetkilerden, verdikleri kararlardan, gerçekleştirdikleri işlem ve faaliyetlerden sorumlu tutulmalarını ve bu işlem ve faaliyetler hakkında açıklama yapma gerekliliğini ifade etmektedir (Alp ve Kılıç, 2014:61). Başka bir ifade ile anonim şirketlerde yönetim kurulu üyelerinin gerçekleştirdikleri faaliyetler sonucunda hem şirket tüzel kişiliğine hem de şirketin

hissedarlarına karşı hesap verme zorunluluğunu da ifade etmektedir (Pamukçu, 2011:136).

Hesap verebilirlik ilkesi, şirket yöneticilerinin gerçekleştirdikleri faaliyetler sonucunda ortaya çıkan durumlara ilişkin menfaat sahipleri tarafından sorulan sorulara cevap verme ve açıklama yapma yükümlülüğünü ifade etmektedir. Buna göre; bu yükümlülük ilişkisinde taraflardan biri, verilen görevi yerine getirirken, diğeri ise bu görevin yerine getirilip getirilmediği, yerine getirilmediyse neden yerine getirilemediği ve belirlenen amaçlara ne ölçüde ulaşılabildiği sorularına cevap aramakta ve rapor edilmesini talep etmektedir. Aslında bu ilke bir raporlama faaliyeti olup, menfaat sahipleri tarafından şirket yönetimine emanet edilen kaynakların kullanımının nasıl gerçekleştirildiği hususunda açıklamada bulunma sorumluluğudur (Menteş, 2009:49).

Hesap verebilirlik ilkesinin amacı, şirket yönetimi ve denetiminin etkin bir hale getirilerek birlikte işleyen ulusal ve uluslararası bir yapı oluşturmaktır (Erdoğan, 2009:17). Hesap verebilirlik ilkesi şeffaflık ilkesi ile yakından ilişkili olan bir kavramdır. Şeffaflık ilkesi ile şirket yönetiminin yanlış politika ve uygulamalarının menfaat sahipleri tarafından tespit edilerek sorumlu tutulmaları sağlanabilmektedir. Şeffaflığın sağlanamaması durumunda ise hesap verebilirlik kavramının hiçbir anlamı kalmayacak ve menfaat sahipleri, şirket faaliyetlerinin bir kısmından haberdar olmayacaklardır (Ünal, 2011:27).

#### **2.4.4. Sorumluluk**

Sorumluluk ilkesi, yönetim kurulunun şirket adına aldığı kararlar ve bu kararlar sonucunda gerçekleştirdiği faaliyetlerin kanunlara, kurallara, şirketin ana sözleşmesine ve şirket tarafından belirlenen kurallara uygunluğunun kontrol edilmesidir. Başka bir ifade ile şirket yönetiminin gerçekleştirdiği faaliyetlerle ilgili sorumluluğunu ortaya koymaktadır (Gönen ve Yürekli, 2016:133).

Sorumluluk ilkesi gereği, şirketin yönetim kurulunun ve tepe yönetiminin görev ve sorumlulukları açık bir şekilde ifade edilmelidir. Yönetim kurulu, şirket yönetimini menfaat sahipleri adına denetlemekle yükümlü iken aynı zamanda şirket faaliyetlerini yürütecek tepe yöneticisi seçmek ve bu yöneticinin performansını değerlendirerek görevinin devamı hakkında takdir yetkisini kullanma hakkına sahiptir (Çemberci, 2013:8).

Sorumluluk ilkesi, şirket yöneticilerinin aldığı kararlarda ve gerçekleştirdikleri faaliyetlerde şirketin menfaat sahiplerine karşı kendilerini sorumlu hissetmelerini ve gerçekleştirilen faaliyetlerin kanunlara, kurallara, toplumsal değerlere uygunluğunu sağlayacaktır (Aktan, 2013:164).

Bu açıdan sorumluluk ilkesinin amacı, şirket faaliyetlerinin menfaat sahiplerine karşı sorumluluklarını toplumsal değerlere ve kanunlara uygunluğunu denetleyerek doğru hedefler belirlemeyi ve bu hedeflere ulaşmak için belirlenen değerleri uygulamaktır. Sorumluluk ilkesi, doğru uygulamaları teşvik eden ve yanlışları ise cezalandıran bir denetim tekniği olarak belirlenen ilkelerin ve politikaların toplumsal değerlere uygun bir şekilde gerçekleştirilmesinde şirket yönetiminin sorumluluğunun önemini vurgulamaktadır (Millstein, 1998:23).

## **2.5. KURUMSAL YÖNETİM TEORİLERİ**

Bu başlık altında kurumsal yönetim teorilerinden Vekâlet Teorisi, Hizmetkâr Teorisi ve Paydaş Teorisi'nden bahsedilecektir.

### **2.5.1. Vekâlet Teorisi**

Günümüzde geleneksel işletme yapıları modern işletme yapılarına dönüşmeye başlamıştır. Bu dönüşümle birlikte sermaye tabana yayılmaya başlamış ve işletmelerdeki sahiplik yapısı değişmiş, ortak sayısında artış yaşanmıştır. Sermayenin tabana yayılması, işletmelerde sahip ve ortaklardan bağımsız yöneticilerin istihdam edilme gereğini ortaya koymuştur. Ortaklar ve işletme sahibi; “vekâlet veren taraf”, işletme adına faaliyetleri gerçekleştiren bağımsız yöneticiler ise “vekil” sıfatını kazanmıştır. Bu durumda yönetici ve işletme sahiplerinin farklı kişiler olması sonucunda işletme sahipleri ve yöneticiler arasında ayrışmaların ve çıkar çatışmalarının ortaya çıkmasına neden olmuştur.

İşletmelerde sahiplik yapılarının değişmesi ile birlikte işletmeler, çeşitli çıkar gruplarını (menfaat sahipleri) içerisine alan bir yapıya dönüşmüştür. Bu yapıda yer alan çıkar gruplarının beklentileri ve kaygıları artmaya başlamış ve işletmeler, bu çıkar gruplarının mücadele gösterdiği bir yapıya dönüşmüştür. İşletmelerde yer alan çıkar grupları olan yöneticiler, hissedarlar, tahvil sahipleri, kredi verenler, gelirlerini artırmak için çıkarlarını ön planda tutmaktadırlar. Bunun yanı sıra işletme sahipleri de aynı şekilde gelirlerini artırmak istedikleri gibi işletme adına faaliyetleri gerçekleştiren yöneticiler de (vekiller) kendi çıkarlarına odaklanacaklarından bir

çıkar çatışması yaşanacaktır. Bu çıkar çatışmalarının yaşanması sonucunda ortaya çıkan probleme vekâlet problemi denilmektedir (Turaboğlu, 2004:110).

İşletmede vekâlet verenler ile vekillerin amaçlarının farklılık göstermesi ve vekillerin gerçek bilgiye vekâlet sahiplerinden daha yakın konumda olması bilgi asimetrisine neden olmaktadır (Mengi, 2013:100). Vekâlet teorisinde vekil ile vekâlet verenler arasında yaşanan temel sorun bilgi asimetrisidir. Asimetrik bilgi, yöneticilerin, hissedarlardan işletme hakkında daha fazla bilgi avantajına sahip olması durumudur (Ataman, 2011:225-229).

Vekâlet ilişkisi, vekâlet veren ile vekil arasında yapılan sözleşmenin imzalanması sonucunda ortaya çıkmaktadır. Buna bağlı olarak vekiller, sözleşmenin düzenlendiği esnada kendilerini gerçekte olduklarından farklı gösterme yoluna gidip sonrasında sözleşmedeki taahhütlerini ihmal ederek aykırı davranışlarda bulunabilirler (Özsoy, 2011:19). Yöneticilerin sözleşmeye aykırı gösterdiği davranışlar vekâlet problemini ortaya çıkarmaktadır. Vekilin neden olduğu en önemli vekalet problemi ise aldatma (Shirking)'dır. Aldatmada, yöneticiler vekalet verenlere göre işletme hakkında daha fazla bilgi sahibi olduklarından, performanslarının yetersiz olduğunu göstermemek için finansal tablolarda yer alan bilgilerde manipülasyon yoluna giderek, işletmenin mevcut durumunu iyi gösterebilir ve işletmenin bu durumunu piyasadan saklayabilir (Turaboğlu, 2004:113).

Vekâlet teorisine göre; yönetim kurullarının ortaya çıkan vekâlet problemini ortadan kaldırmada veya azaltmada önemi büyüktür. Yönetim kurulları, işletmenin sahipleri ve hissedarları adına vekâlet verilen yöneticileri denetlemektedir. Ancak vekâlet problemlerini ortadan kaldırmak ya da azaltmak amacıyla, hissedarların gelirlerini ve refahını artırabilmek için yönetim kurulunda işletme yönetiminde yer almayan üyelerin de olması gerekmektedir. Çünkü işletme yöneticilerinin yer aldığı yönetim kurulu tarafsız olamayacak ve yöneticiler kendi çıkarlarını işletme çıkarlarının önünde tutacaktır (Donaldson ve Davis, 1991:50).

### **2.5.2. Hizmetkâr Teorisi**

Hizmetkâr teorisi, işletmenin etkin yönetim yapısı hakkında öneriler sunmak ve vekâlet teorisine alternatif olarak ortaya atılmış bir teoridir. Vekâlet teorisinin aksine yöneticiler, kendi çıkarlarını düşünmeyen ve işletme çıkarları doğrultusunda hareket eden hizmetkârlar ya da temsilciler olarak görülmektedir (Muth ve Donaldson, 1998:5).

Bu teoriye göre, işletmenin yönetimi için atanan vekil kendi çıkarlarından ziyade işletmenin çıkarlarını göz önünde bulundurmaktadır. Kendi çıkarı ile işletme çıkarları arasında tercih yapması istenen vekil, işletmenin amaçlarını ve hissedarların çıkarlarını ön planda tutmakta ve bu düşüncesinden taviz vermemektedir. Çünkü işletmenin başarısı ile hissedarların tatmini arasında güçlü bir ilişki söz konusudur. Buna göre, işletme yönetimi için atanan vekil, gösterdiği çaba sonucunda hem işletmenin performansını hem de hissedarların refahını artıracak böylece kendisinin de işletmeden sağlayacağı faydayı artıracaktır (Davis vd., 1997:24-25).

Bu teoriye göre, işletmede görev alan yöneticilerin aynı zamanda yönetim kurulunda yer alması işletmenin performansını olumlu yönde etkileyecektir. Ayrıca, işletme yönetiminin teslim edildiği yöneticilere, işletme sahipleri tarafından duyulan bir güven söz konusu olduğundan, yöneticilerin işletme kaynaklarını en iyi şekilde temsil edecekleri savunulmaktadır. Yöneticilerin işletmenin yönetim kurulunda yer alması, işletmenin menfaat sahipleri arasındaki çatışmalara engel olacağı ve işletmedeki karar alma süreçlerinin etkin bir şekilde gerçekleştirileceğini ortaya koymaktadır. Çünkü yöneticilerin yönetim kurulunun bir üyesi olması durumunda, yöneticilerin bireysel amaçlarından ziyade işletme amaçlarını gerçekleştirmede daha fazla çaba göstereceği düşünülmektedir. Ancak, yönetici yönetim kurulunun üyesi olmazsa, işletmenin üst yönetimi ile çatışmaların yaşanmasına neden olacak ve karar alma sürecinin hızlı ve etkin olmasını engelleyerek işletme performansının azalmasına neden olacaktır (Aygün ve İç, 2010:195).

Hizmetkâr teorisi, karışık yapıya sahip modern işletmelerin yönetimlerini, işletme sahiplerinden profesyonel yöneticilere devredilmesinin karışık yapıya sahip işletmeleri olumlu yönde etkileyebileceğini savunmaktadır. Yöneticiler işletmede kontrol yetkisine sahip olduklarından işletme karının maksimum seviyeye çıkarabilmesinde başarılı olabilecektir. Bu yönetim teorisinde, işletme yöneticilerinin de içerisinde bulunduğu yönetim kurulları, sahip olunan bilgi derinliği, işletme hakkında mevcut bilgiye ulaşma, teknik uzmanlık ve yöneticilerin işletmeye olan bağlılıkları en üst seviyede olacağından tercih edilecektir. Bu teori, işletme faaliyetlerinin, yöneticiler tarafından etkin bir şekilde kontrol edilmesi halinde işletme hissedarlarının gelirlerini maksimum seviyeye çıkabileceğini savunmaktadır (Muth ve Donaldson, 1998:6).

Hizmetkâr teorisinde, vekil olarak atanan yönetici kendi ekonomik çıkarlarını göz önünde bulunduran kişi olmaktan ziyade işletmeyi düzenleyen bir vekil ve



işletmenin daha iyi seviyelere ulaşması için kendi çıkarlarından fedakârlık eden bir kişi olarak karşımıza çıkmaktadır. Bu durum işletme hissedarlarının beklentileri ile vekil olan yönetici arasında uyum olduğunun göstergesidir. Eğer bu teori işletmenin kurumsal yönetiminin oluşturulmasında uygulanır ve yöneticilerin işletme içerisindeki davranışları iyi bir şekilde açıklanabilirse, işletmede hesap verilebilirlik de sağlanmış olacaktır (Keay, 2017:1293).

### **2.5.3. Paydaş Teorisi**

Paydaş teorisi, vekalet teorisinin aksine sadece yöneticileri ve işletme sahiplerini içerisine almayan aynı zamanda işletme ile ilişkili olabilecek tedarikçileri, müşterileri ve rakipleri içerisine alan bir teoridir (Mohammed ve Muhammed, 2017:77).

Paydaş teorisi, işletmenin faaliyet gösterdiği çevrede meydana gelen değişiklikleri izleyerek işletme amaçlarının gerçekleştirebilmesi için faaliyette bulunulan çevre ile iyi ilişkilerin kurulması gerektiğini savunan bir teoridir. Bu teorinin öne sürdüğü ilk prensip, işletmenin amacının belirlenmesidir. Amacın belirlenmesi işletmenin ilerlemesinde yardımcı olacak ve işletmenin performansının daha da iyileşmesini sağlayacaktır. Bu teorinin ikinci prensibi, yönetimin paydaşlara olan sorumluluklarının belirlenmesidir. Bu prensip, işletme yönetiminin belirlenen amaçlara ulaşabilmesi için paydaşlarla nasıl ve ne tür ilişkiler kurulması ve işletmenin paydaşları ile çalışma şartlarının nasıl olması gerektiği konusunda yönlendirici olacaktır (Ertuğrul, 2008:201).

Bu teori, ekonomik ve sosyal olarak kurumsal yönetim faaliyetlerine dâhil olan müşteriler, çalışanlar, tedarikçiler, hissedarlar, kredi verenler ve devlet gibi işletme ile ilişkili paydaşların yönetim süreci içerisinde yer almasını ve kurumsal yönetimin toplumsal menfaatleri gözetmesini sağlayan bir yaklaşımdır (Dincer, 2013:18).

Bu teoriye göre, işletmelerin ana amacı paydaşlarının tamamının çıkarlarını ön planda tutmaktır. Paydaş, işletmenin amaçlarına ulaşmasını sağlayan veya işletmenin amaçlarına ulaşırken bu süreçten etkilenen kişi veya grup olarak ifade edilebilir. Buna bağlı olarak, işletmeler, sadece hissedarlarının getirilerini değil aynı zamanda işletme ile ilişki içerisinde bulunan müşteriler, tedarikçiler ve çalışanlar gibi paydaşların elde edeceği getiriye de en üst seviyeye ulaştırmaya çalışmalıdır. Böylece işletme faaliyetleri sonucunda ortaya çıkan fayda hissedarlar ve paydaşlar arasında

daha adil bir şekilde dağıtılabilecektir. Paydaş teorisi, sadece işletme sahiplerinin çıkarlarını ön planda tutan tek taraflı bakış açısından sıyrılarak işletme gelirlerinin daha eşit bir şekilde dağılımını sağlayan bir yapının oluşmasına da katkı sağlayacaktır (Özsoy, 2011:33).

Paydaş teorisi, işletmenin paydaşlarının isteklerinin tatmin edilmesi gerektiğini savunan bir teoridir. Çünkü sadece işletme hissedarlarının çıkarlarını göz önünde bulundurmamak işletmeye başarı sağlamayacaktır. Bunun yanında işletme ile paydaşlar etkileşim içerisinde olduklarından paydaşların talepleri karşılanacak ve bu durum işletmenin karlılığında artış sağlayarak işletmeyi başarıya ulaştıracaktır (Ayuso ve Argandona, 2007:2). Buna bağlı olarak paydaş teorisi, işletme yöneticileri ile paydaşlar arasında ilişkileri düzenleyen ve yöneticileri bu amaç doğrultusunda hizmet eden bir yapı olarak ele almaktadır (Abdullah ve Valentine, 2009:92).

## **2.6. DÜNYA'DA KURUMSAL YÖNETİM DÜZENLEMELERİ**

Bu başlık altında Dünya'da kurumsal yönetim kapsamında gerçekleştirilen Cadbury Raporu, Greenbury Raporu, Hampel Raporu, Birleşik Kod, Sarbanes Oxley Yasası ve OECD düzenlemelerine yer verilecektir.

### **2.6.1. Cadbury Raporu**

Cadbury komitesi, Mayıs 1991'de kurulmuş ve bu komitenin başkanı Sir Adrian Cadbury'dir. Komitenin başkanlığını Sir Adrian Cadbury yaptığından komite bu isimle anılmaktadır. Bu komite; sektör yöneticileri, finans uzmanları, akademisyenler, Finansal Raporlama Konseyi ve Londra Borsa'sı tarafından kurulmuştur. Cadbury Komitesi, 1992 yılında Kurumsal Yönetim En iyi Uygulama Kodu ismiyle rapor yayınlamıştır (Dahya vd., 2002:461).

Cadbury Komitesinin kurulmasının nedeni, şirketlerin finansal raporlarını kullanan kişilerin beklentilerinin denetçiler tarafından tam anlamıyla karşılanamaması ve finansal raporlamaya karşı olan güven düzeyinin azaldığının fark edilmesidir. Ayrıca, bu komitenin kurulmasının arkasında yatan diğer nedenler ise, muhasebe standartlarının yetersizliği, yöneticilerin gerçekleştirdikleri işlemleri gözden geçirmelerini sağlayacak net bir çerçevenin olmaması, şirketlerin ve denetçilerin yönetim kurulları tarafından yapılan baskılara karşı ayakta durmalarını zorlaştırmasıdır (Cadbury, 1992:11).

Şirketlerin kurumsal yönetim sistemleri içerisinde meydana gelen aksaklıklar, özellikle büyük şirketlerde beklenmeyen iflasların yaşanması ve yönetici ücretlerinin belirlenmesinde şirket yönetim kurullarının sorumluluğunun bulunmaması kaygıların artmasına neden olmuştur. Buna bağlı olarak, sorumlulukların belirlenmesi ve kurumsal yönetim standartlarının yükseltilebilmesi için çeşitli gruplardan görüş talebinde bulunulmuş ve 27 Mayıs 1992 tarihinde raporun taslak metni oluşturulmuştur (Cadbury, 1992:11).

Cadbury komitesinin amacı, işletmelerin kurumsal yönetim standartlarının, finansal raporlama ve denetim standartlarının yükseltilerek bunlara ilişkin güven düzeyinin artmasını sağlamaktır. Buna göre, işletme içerisinde yer alan ilgili kişilerin sorumluluklarını ve işletme içerisinde yer alanların beklentilerinin neler olduğunu açıkça belirlemektir (Sancar, 2013:77).

Cadbury raporunun giriş bölümünde, kurumsal yönetimi, şirketlerin yönetilmesini ve kontrol edilmesini sağlayan bir sistem olarak tanımlamaktadır. Raporda yönetim ve denetim kurulunun görev ve sorumluluklarına özet olarak yer verilmiş ve raporun dayandığı temel ilkelerin açıklık, bütünlük ve hesap verebilirlik üzerine kurulu olduğu belirtilmiştir (Doğan, 2007:57).

Raporun yönetim kurulu yapısı ile ilgili bölümünde, şirketin görev ve sorumluluk alabilecek bir başkan yönetiminde, etkin bir yönetim kurulu tarafından yönetilmesi, şirket yönetim kurulunun şirket içerisinde görev alan yöneticilerden ve bağımsız üyelerden oluşması, şirket yönetim kurulu üyelerini hissedarların seçmesi gerektiği, yönetim kurulunda yer alan her üyenin gerçekleştirilen uygulamalar ve alınan kararlara karşı kanunen eşit sorumlu oldukları ve yönetim kurulunun bir bütün olduğu belirtilmiştir (Doğan, 2007:57).

Raporda, yönetim kurulunun sorumlulukları ve yapısı üzerine tavsiyeler sunularak, halka açık şirketler için bazı anahtar öneriler sunulmaktadır. Komitenin sunduğu bu öneriler yönetim kurulunun bağımsızlığını arttıracak nitelikte olup yönetim kurulunun yönetim kalitesini arttırmada önemli rol oynamaktadır. Bu raporda sunulan öneriler kanun niteliğinde olmayıp, bu önerilere uyulması tamamen gönüllülük esasına bağlıdır (Dahya vd., 2002:461-462).

Cadbury Raporu'nda, şirket içerisinde iki ayrı kurul olan yönetim kurulu ve denetim kurulunun oluşturulmasına karar verilmiştir.

Rapora göre yönetim kurulunun görevi, yöneticilerin şirket adına gerçekleştirdikleri faaliyetleri kontrol ederek yöneticilere danışmanlık etmektir.

Şirket yönetim kurulunun yapısı ise, yönetim kurulunun hissedarlar tarafından kendisine verilen görevi objektif olarak yerine getirebilmeleri için yönetim kurulu bünyesinde şirket yönetiminde yer almayan üyenin olması gerektiğini belirtmiştir. Yönetim kurulunda, şirket ile hiçbir çıkar ilişkisi olmayan, şirket dışından en az üç üyenin olması gerektiği ayrıca imkân var ise yönetim kurulunun üçte ikisi kadar şirket dışı üyenin varlığını ve yönetim kurulunun düzenli sıklıkla toplantı yapması gerektiğini belirtmiş, yönetimde ikiliğin olmaması yani şirket yöneticisi ile yönetim kurulu başkanının aynı kişilerin olmaması gerektiğini savunmuştur. Çünkü bu durumda her iki gücü elinde bulunduran kişinin kendi namına sınırsız kararlar almasına neden olacaktır. Bu karar, kişinin kendi namına sınırsız kararlar almasını engellemek amacıyla ortaya konulmuştur (Cadbury,1992:11-53).

Denetim komitesinin görevi, şirketin finansal raporlarında hileli durumları tespit edip ortadan kaldırarak şirkete karşı olan güveni artırmaktır. Rapor, komitenin, şirket yönetiminde yer almayan en az üç üyeden oluşması ve bu üç üyenin büyük çoğunluğunun bağımsız üye olması gerektiğini belirtmiştir. Ayrıca komitenin yapacağı toplantılara şirketin finans yöneticisinin yanı sıra bağımsız denetçinin de katılması öngörülmüştür. Bu komitenin yılda en az iki kere toplanması gerektiğini ortaya koymuştur. Aynı zamanda bu komitenin iç denetim ve bağımsız denetim fonksiyonu bulunmaktadır. İç denetim fonksiyonu; şirketin iç kontrol sisteminin etkin bir şekilde çalışmasını sağlayarak, riskleri en az seviyeye indirmektir. Bağımsız denetim fonksiyonu ise; şirketin faaliyetleri sonucu ortaya çıkan finansal tablolarının objektif olarak denetlenmesidir (Cadbury,1992:11-53) .

Raporun hissedarlar bölümünde, yönetim kurulunun ve denetim kurulunun hissedarlara karşı hesap verebilirliklerini güçlendirmek için önerilerde bulunmuştur. Önerilerden en dikkat çeken, şirket hissedarlarının kişisel olarak ya da aralarında komite oluşturmak suretiyle yönetim kurulu ve denetim kurulu toplantılarını izleyerek şirketin sorunları hakkında çözüm önerileri sunabilmelerinin sağlanmasıdır (Doğan, 2007:60).

Cadbury Raporu'nda sunulan temel öneriler özet olarak Tablo 2.1'de yer verilmiştir (Boyd, 1996:170).

Tablo 2. 1. Cadbury Raporu'nun Temel Önerileri

Kurumsal Yönetim Sorunu	Cadbury Raporunun Önerisi
CEO ve Yönetim Kurulu Başkanı'nın farklı kişiler olması (Yönetimde İkilik)	Öneridir ancak uymak zorunlu değil
Yöneticilerin adaylığı	Yönetim kurulunda yer alacak üyeler bağımsız olmalı
Bağımsız Yöneticiler	Yönetici konumunda olmayan en az 3 üye yer almalı
Yöneticilerin Bağımsızlığı	Yöneticilerin çoğunluğu bağımsız olmalı
Yöneticilerin Ataması	Belirli şartlara göre atanan yöneticiler görev süresi bittiğinde tekrar atanmamalı
Ücret ve İkramiyeler	Yöneticinin ücreti yıllık raporda yer almalı; ücret komitesi bağımsız yöneticilerden oluşmalı.
Denetçinin bağımsızlığı	Yönetim kurulu bünyesinde denetim komitesi oluşturulmalı ve bu komite bağımsız yöneticilerden oluşmalı
Yönetim Kurulu'na bilgi akışı	Yönetim kurulunun resmi bir karar çizelgesi olmalı; yöneticilerin alınan kararlara ulaşma hakları vardır.
Denetimin Kapsamı	Denetçilerin, kurallara uygunluğun yanı sıra iç denetimin etkinliğini ve şirketin gidişatını içerisine alan denetim gerçekleştirmeli.

### 2.6.2. Greenbury Raporu

İngiltere'de şirket yöneticilerine ödenen ücretlerde meydana gelen artışlar, hissedarlar ve toplumda ciddi anlamda kaygıların ortaya çıkmasına neden olmuştur. Bunun sonucunda; Ocak 1995'de İngiltere Endüstri Konfederasyonu tarafından yöneticilerin ücretlerinin belirlenme şartlarını düzenlemek amacıyla Sir Richard Greenbury başkanlığında komite oluşturulmuştur (Greenbury, 1995:9).

Bu komite, yaptığı araştırmalar sonucunda yönetici ücretlerinde meydana gelen artışın şirketlerin performansları ile bağlantılı olmadığı görüşüne varmıştır (Short, 1999:61). Araştırma sonucunda komite, İngiltere'de halka açık şirketlerin yöneticilerine ödediği ücretlerin düzenlenmesine ilişkin rapor yayınlamıştır (Hughes, 1996:4).

Greenbury raporu, hesap verebilirlik, açıklık ve performans ilkelerinin yanında yasal kontrolü sağlayacak düzenlemelere ihtiyacın olduğunu önermiştir. Bu öneri, yöneticilerin ücretleri belirlenirken hesap verebilirlik ve şeffaflığın daha ön planda tutularak, yönetici ücretlerinin belirlenmesinde kişisel performanslarının göz önünde bulundurulması gerektiğini vurgulamıştır (Hughes, 1996:4).

Ayrıca, özellikle özelleştirme kapsamına giren şirketlerde yöneticilik yapan kişilere ücret karşılığında hisse senedi verilmesi ve bu yöneticilerin sözleşmelerinin

feshedilmesi sonucunda şirketin ödemek zorunda olduğu tazminatların hissedarlar tarafından ödül olarak nitelendirilmesi ve hisse senedi karşılığında verilen ücretlerin açık bir şekilde beyan edilmemesi bu raporun oluşturulmasında önemli rol oynamıştır (Short, 1999:61).

Greenbury Raporu'na göre şirkette faaliyet gösteren yöneticilerin ücretlerinin belirlenmesinde göz önünde bulundurulması tavsiye edilen unsurlar şöyle sıralanmıştır (Doğan, 2007:61):

- Benzer özelliklere sahip şirketlerde çalışan yöneticilere ödenen maaşlar,
- Yöneticinin sahip olduğu bilgi, yetenek, deneyim ve şirkette gösterdiği çabalar,
- Yöneticinin şirket içi ilişkileri,
- Risk, iş güvencesi ve diğer özel durumlar.

Temmuz 1995'te yayınlanan Greenbury Raporu'nun temel önerileri şöyledir (Greenbury, 1995:13-16):

- Şirket içerisinde oluşturulacak ücret komiteleri işletme ile bağlantılı olmayan bağımsız üyelere oluşmalıdır.
- Ücret komitesi, yönetici ücretlerine ilişkin alınan kararları yıllık faaliyet raporlarında bildirmeli.
- Ücret komitesinin sunduğu rapor şu bilgileri içermeli: (i) şirketin yöneticilere ilişkin ödüllendirme ve ücret politikası (ii) yöneticilere ilişkin ödenen ücretin detayları (iii) yönetici ile bir yıldan uzun süre sözleşme yapılma sebepleri açıklanmalıdır.
- Uzun vadeli teşvik planları hissedarların onayına sunulmalı.
- Hisse senetlerinin yöneticilere indirimli olarak verilmemeli, hisse senetleri yöneticilere blok halinde verilmesinin yerine aşamalı olarak hisse senedi verilmesi sağlanmalı ve bunları üç yıldan kısa sürede elden çıkarmalarına izin verilmemeli.

Greenbury Raporu, yönetici ücretlerine odaklanan bir düzenleme olmasına rağmen, İngiltere'de faaliyet gösteren şirketlerin kurumsal yönetim yapısında önemli değişikliklere neden olmuştur. Bu rapor, şirketlerin kurumsal yönetim yapılarında bağımsız yöneticilerin olması gerektiğini savunmuştur. Ayrıca, Greenbury Raporu şirket bünyesinde ücret komitesi oluşturulmasını önererek bu komitenin en az üç üyeden oluşmasını ve bu üyelerin şirketle bağı olmayan bağımsız yöneticilerden oluşmasını tavsiye etmiştir (Short, 1999:61). Ücret komitesinin yapısında bağımsız

üye önerisinin nedeni; bağımsız yöneticilerin şirkete daha objektif bir bakış açısı ile bakabilmeleri ve yöneticilerin performansları hakkında daha iyi bir değerlendirme yapabilmeleridir (Hughes, 1999:5).

### 2.6.3. Hampel Raporu

Hampel Raporu 1998 yılında, Borsa'da işlem gören şirketlerin durumunu, yatırımcıların yatırımlarının koruma altına alınmasını, daha iyi kurumsal yönetim standartlarını sağlamak ve Cadbury ve Greenbury Raporlarının sunduğu uygulama kurallarını incelemek amacıyla Finansal Raporlama Konseyi tarafından kurulan komite tarafından sunulan bir rapordur (Clarke, 1998:118).

Hampel Raporu, kurumsal yönetimin, şirketlerin hem işlerinin sağlıklı bir şekilde devam etmesinin hem de hesap verebilirliğe olan katkısının önemli olduğunu ortaya koymuştur. Halka açık şirketler, hesap verebilirliğin en fazla olduğu şirketlerdir. Bu şirketler, faaliyet raporlarını ve denetimden geçmiş mali tablolarını yayınlamakta ayrıca şirketin ilişkileri, yönetici ücretleri ve kurumsal yönetim uygulamaları hakkında da açıklama yapmaları gerekmektedir. Buna bağlı olarak, Hampel Rapor'u hesap verebilirliğe vurgu yaparak, şirketin yönetim kurulunun en önemli sorumluluğunun, şirketin ve hissedarların uzun dönemli refahını sağlamak olduğu görüşünü savunmaktadır (Hampel, 1998:7).

Hampel Raporu, şirketlerin yönetim kurulu yapısı, bağımsız üye sayısı ve denetim komitesi üzerine düzenlemeler gerçekleştirmiştir. Bu rapora göre; yönetim kurulunun görevi, yöneticilerin şirket adına yaptıkları işlemleri kontrol edip gözetlemenin yanında yöneticilere danışmanlık görevini de gerçekleştirmektir. Rapora göre, yönetim kurulunda, işletme yönetiminde yer almayan yöneticilere yer verilmeli ayrıca şirket ile hiçbir çıkar ilişkisi bulunmayan bağımsız yöneticiler olmalı ve bu yöneticiler yönetim kurulunun en az 1/3'ünü oluşturmalı, yönetim kurulu başkanı ile CEO'nun aynı kişiler olmaması gerektiği ortaya konmuştur. Ayrıca rapor, şirket yönetim kuruluna seçilecek adayların belirlenmesini sağlamak için aday belirleme komitesinin kurulmasını ve bu komiteye şirket hisselerinin çoğunluğunu elinde bulunduran hissedarların aday önerebileceğini ve süresi biten yönetim kurulu üyelerinin yeniden aday olabileceğini, yönetim kurulu üyelerinin görev sürelerinin bitmesi halinde tekrar seçilebileceğini ve önerilecek yeni adayların 70 yaşını doldurmamış olmaları, 70 yaşından büyük olan yönetim kurulu üyelerinin görev sürelerinin 1 yıldan fazla olmaması gerektiğini ifade etmiştir (Hampel, 1998:16-18).

Hampel Raporu'na göre, mali tabloların gerçeği yansıtacak bir şekilde sunulmasını sağlamak için yönetim kuruluna karşı sorumlu olan bir denetim komitesinin oluşturulması gerekmektedir. Rapor, denetim komitesinin 3 üyeden oluşmasını ve üyelerin şirket yönetiminde yer almaması gerektiğini, şirket yönetiminde yer almayan 3 üyeden 2'sinin bağımsız üye olmasını ve şirkette ayrı olarak iç denetim biriminin kurulması gerekliliğini savunmuştur (Hampel, 1998:21-22).

Hampel Raporu, Cadbury ve Greenbury Raporlarının gözden geçirilmesi ve birleştirilmesi sonucunda ortaya çıkan bir metin olmasının yanı sıra şirketlerin kurumsal yönetim anlamında yaşadıkları problemlere çözüm önerileri getirmesi ve önceki raporlarda gerçek anlamda düzenlenemeyen konuları somut hale getirmesinden dolayı kurumsal yönetim uygulamalarına yön veren bir düzenleme olmuştur (Doğan, 2007:67).

#### **2.6.4. Birleşik Kod**

Cadbury ve Greenbury Raporlar'ında yayınlanan ilkelerin ne ölçüde gerçekleştirildiğini ortaya koymak amacıyla Hampel Rapor'u yayınlanmıştır. Daha sonra Hampel Komitesi 1998'de, Cadbury, Greenbury ve Hampel Raporları'nı içerisine alan ve yeni öneriler ortaya koyan Birleşik Kod uygulamasını yayınlamıştır (Combined Code, 1998:1).

Birleşik Kod uygulaması, Borsa'da işlem gören şirketlerin raporlarında iki bölümden oluşan açıklama yapmalarını istemiştir. Birinci bölüm, şirketin kurumsal yönetim ilkelerinin nasıl uygulandığına ilişkin bilgiler yer almaktadır. Bu bölümde şirketlerin kurumsal yönetim uygulamalarını raporlama şekli bir standarda bağlanmamış ve şirketlerin kurumsal yönetim uygulamalarını, yayınlanan ilkeler doğrultusunda açıklamaları gerektiğini ve şirket paydaşlarının anlayabileceği şekilde açıklama yapılmasının yeterli olacağı belirtilmiştir. İkinci bölümde ise, şirketin Birleşik Kod'da belirtilen ilkelere uyulduğunu kurumsal yönetim raporunda belirtmeli veya bu ilkelere ilişkin uyulmayan noktalar sözkonusu ise neden uyulmadığının belirtilmesi gerekmektedir (Combined Code, 1998:1).

Birleşik Kod uygulaması bağımsız üyenin önemine vurgu yapmış ve bağımsız üyenin özelliklerinin neler olması gerektiğini ortaya koymuştur. Buna göre bir kişinin bağımsız üye olarak nitelendirilmesi için; kişi şirkette özellikle CEO olarak görev yapmamış ve şirkette resmi olarak 5 yıldan fazla bir süredir çalışıyor



olmaması, şirket ile son üç yıldır ilişkisi olmayan veya daha önceden kurulmuş bir iş ilişkisinin olmaması yani şirketin herhangi bir kurulunda görev almış ya da şirkete ücret karşılığı hizmet veren bir şirkette görev almaması, 9 yıldan fazla bir süredir şirket yönetiminde yer almayan üye konumunda olmaması gerekmektedir (Pass, 2006:469).

Birleşik Kod uygulamasına göre, yönetim kurulu şirketin uzun dönemli başarısını sağlamak ile yükümlüdür. Buna göre şirket yönetim kurulu düzenli olarak toplantı gerçekleştirmelidir. Şirketin yönetim kurulunda en az 3 üye ya da yönetim kurulunun 1/3'ünden az olmayacak şekilde işletme yönetiminde yer almayan üyeler yer almalı ve üyelerin çoğunluğu bağımsız üye niteliğinde olmalıdır. Bağımsız üyeler, şirket ile ilişkisi olmayan ve şirketle ilgili ortaya çıkabilecek uyuşmazlıkların çözümüne müdahale edilebilecek niteliğe sahip kişiler olmalıdır. Yönetim kurulu başkanı ile CEO aynı kişi olmamalıdır. Eğer aynı kişi bu görevleri yürütüyor ise bu durum paydaşlara bildirilmelidir. Şirket bünyesinde oluşturulan ücret komitesi oluşturulmalı ve bu komitenin çoğunluğu işletme yönetiminde yer almayan yöneticilerden oluşmalıdır. Ayrıca bu komitenin başkanlığını yönetim kurulu başkanı veya işletme yönetiminde yer almayan yöneticilerden biri yapmalıdır. Bu komitede yer alan üyeler, yıllık faaliyet raporlarında belirtilmelidir. Şirket içerisinde yer alan tüm yöneticiler 3 yıllığına seçilir ve mevcut yöneticiler yeniden seçilebilir. (Combined Code, 1998:5-6).

Birleşik Kod uygulamasına göre, denetim komitesinin görevi, şirketin mali tablolarının doğru, dürüst, anlaşılabilir ve beklentileri karşılayabilecek nitelikte sunulmasını sağlamak, maliyet etkinliğini, denetim kapsamını ve sonuçlarını, denetçilerin bağımsızlığını ve tarafsızlığını gözden geçirmektir. Denetim komitesi, işletme yönetiminde yer almayan en az 3 üyeden oluşmalıdır. Denetim komitesinin üyelerinin çoğunluğu (3 üyenin 2'si) bağımsız olmalı ve üyelerin isimlerine yıllık faaliyet raporlarında yer verilmelidir. Ayrıca yönetim kurulu, hissedarların şirkete yapmış oldukları yatırımların ve şirket varlıklarının korunmasını sağlamak amacıyla iyi bir iç kontrol sistemi oluşturmalıdır. Şirket yönetim kurulu yılda en az bir defa iç kontrol sisteminin etkin çalışıp çalışmadığını kontrol ederek bunu hissedarlara bildirmelidir (Combined Code, 1998:5-6).

Birleşik Kod uygulaması esasen şirketlerin kurumsal yönetim yapılarını ve uygulamalarını hissedarların bilgisine sunarak, hissedarların şirket hakkında bilgi

sahibi olmalarına katkı sağlayan ve hissedarların yatırımlarını güvence altına almaya çalışan bir uygulamadır (Keasey vd., 2005:33).

### 2.6.5. Sarbanes-Oxley Yasası

1985 yılında kurulan ve Amerika'da enerji sektöründe faaliyet gösteren Enron şirketi, ortaya çıkan muhasebe yolsuzlukları ve hisse senedi sahtekârlıkları sonucunda Aralık 2001'de iflasını açıklamıştır. Söz konusu şirketin geliri 100 milyon doların üzerinde olup, Amerika'nın en büyük 500 şirketi arasında yedinci sırada yer almaktadır. Şirketin iflası sonucunda yapılan incelemelerde, üst yönetim ve bağımsız denetim firmasının ihmalinin olduğu kanaatine varılmıştır. Amerika'da daha önce şirket iflasları gerçekleşmiş olmasına rağmen, Enron'un iflasının bu kadar etki oluşturmasının nedeni, Enron kadar kapsamlı, iktisadi ve siyasi sistemi içerisine alan bir yolsuzluk olayının daha önce yaşanmamış olmasıdır. Enron şirketi enerji sektörünün yanı sıra farklı sektörlerde de faaliyet göstermeye başlamış, bunun sonucu olarak Özel Amaçlı Girişimler kurmuştur. Bu girişimler aracılığıyla risk ve zararları şirket bilançosu dışına taşıyarak şirketin daha karlı görünmesini sağlamıştır. Enron şirketi tarafından kurulup yönetilen bu girişimler ile olan ilişkilerin sonuçları genel kabul görmüş muhasebe standartlarına göre mali tablolarına dâhil etmemiştir. Böylece Enron şirketi gerçekleştirdiği yatırımlar sonucunda uğradığı zararları kurduğu küçük ortaklıklara aktarmış ve bu yatırımların finansal sonuçlarını kendi mali tablolarında göstermeyerek uğradığı zararları şirketin yatırımcılarından gizlemiştir (Ertikin, 2017:102-103).

Sarbanes-Oxley Yasası, Enron şirketinde ortaya çıkan muhasebe yolsuzlukları sonucunda denetçinin bağımsızlığını güçlendirmek ve halka açık şirketlerin mali tablolarında şeffaflığı ve kaliteyi artırmak amacı ile getirilen, muhasebe ve denetim düzenlemesi bakımından önemli bir yere sahip olan düzenlemedir (Ertikin, 2017:102; Temel, 2008:84).

Sarbanes-Oxley Yasası'nın amacı, şirketlerin sermaye piyasası ve şirketin diğer amaçlarına uygun olarak gerçekleştirecekleri kurumsal açıklamaların doğruluğunu ve güvenilirliğini artırarak, şirkete yatırım yapan yatırımcıları korumaktır (Sarbanes-Oxley, 2002:745). Bu kanunun yayımlanmasının diğer amaçları ise şöyle sıralanabilir (Gökalp, 2005:109):

- Yatırımcılara doğru, zamanında, anlaşılabilir ve detaylı olarak finansal bilgilerin sunulmasını sağlamak,

- Kurumsal yönetimin daha başarılı bir şekilde sağlanması,
- Muhasebe Gözetim Kurulu'nun gücünü artırarak yaptırımların daha sıkı bir şekilde gerçekleştirilmesi,
- İç kontrolün etkinliğini artırmak,
- Şirketin denetim firmalarından alabileceği hizmet türlerini sınırlandırmak,
- Şirketin iç denetimini gerçekleştiren firmaların bağımsız hareket edebilmelerini sağlamak.

Sarbanes-Oxley Yasası 11 ana başlıktan oluşmaktadır. Bu başlıklar şöyledir (Sarbanes-Oxley, 2002:745-746):

- Halka Açık Şirketler Muhasebe Gözetim Kurulu
- Denetçi Bağımsızlığı
- Kurumsal Sorumluluk
- Ayrıntılı Finansal Açıklama
- Finansal Analiz Sonucunda Ortaya Çıkan Çıkar Çatışmaları
- Komisyon Kaynakları ve Yetkileri
- Çalışmalar ve Raporlar
- Kurumsal ve Cezai Hile Sorumluluğu
- Yöneticilerin Suçlarına İlişkin Cezalar
- Kurumsal Vergi İadesi
- Kurumsal Hileler ve Sorumluluk

Sarbanes-Oxley Yasası, halka açık ve sermaye piyasası kanununa tabi olan şirketlerin yatırımcılarını korumak, şirketin açık ve yatırımcıların bilgi edinebileceği nitelikte bağımsız denetim raporlarının hazırlanabilmesini sağlamak amacıyla Muhasebe Gözetim Kurulu kurulmuştur. Kurul 5 üyeden oluşmaktadır ve üyeler Amerika Sermaye Piyasası Kurulu (SEC) tarafından atanır. Kurul, şirketin denetim raporlarının hazırlanması ve yayınlanmasını sağlayarak, yatırımcılar için gerekli olan finansal açıklamaların yapılmasından sorumludur. Kurulun sadece 2 üyesi yeminli mali müşavir sertifikasına sahip olmalıdır. Eğer söz konusu 2 üyeden biri kurul başkanı olacaksa, kurula atanmadan önce en az 5 yıl boyunca aktif olarak muhasebe mesleğini yerine getirmemiş olmalıdır. Bu kurulun üyeleri, şirkette tam zamanlı olarak çalışmalıdır ve kuruldaki hizmetlerinden başka bir görevde çalıştırılmazlar. Bu üyeler, ticari veya farklı bir işte de çalışamazlar. Ayrıca kurul üyeleri, denetim şirketlerinden aldıkları emeklilik yardımı haricinde herhangi bir halka açık muhasebe

şirketinin karından pay alamazlar. SEC tarafından atanan kurul üyelerinin görev süresi 5 yıldır. Hiçbir kurul üyesi 2 dönemden fazla üye ya da başkan olarak hizmet veremez (Sarbanes-Oxley, 2002:750-752).

Sarbanes-Oxley Yasası, halka açık şirketlerde denetim komitesinin bulunması zorunluluğunu getirmiştir. Denetim komitesi, denetim firmasının atanması, ücretinin ödenmesi ve denetim firmasının yaptığı denetimin gözden geçirilmesi yetkilerine sahiptir. Denetim esnasında finansal raporlama ile ilgili sorunların giderilmesi de Denetim Komitesi'nin sorumluluğundadır. Denetim Komitesinin üyeleri şirket yönetim kurulunda yer almalı ve bağımsız olmalıdır. Bir üyenin bağımsız olarak nitelendirilebilmesi için üyenin halka açık başka bir şirketten danışmanlık hizmeti almasından dolayı ücret talep etmemesi ya da kendisine verilen yetki haricinde halka açık şirketin yan kuruluşlarında bağımlı kişi olarak çalışmaması gerekmektedir. Denetim Komitesi üyeleri bağımsızdır ve komite üyeleri olmaları sebebiyle herhangi bir ücret talep edemezler. Şirket sermayesinin %5'inden fazlasına sahip olmamak şartı ile yönetim kurulu üyesi veya şirketin çalışanı olarak ücret talep etmesinde herhangi bir sakınca yoktur. Ayrıca halka açık şirketlerin, Denetim Komitesi üyeleri arasında en az 1 tane mali uzman bulundurmaları gerekmektedir. Eğer bulundurmuyorlarsa bunun nedenini açıklamak zorundadırlar. Denetim Komitesi üyeleri, mali açıdan bilgi sahibi kişiler olmalı ve en az 1 yıl muhasebe veya mali yönetim deneyimlerinin bulunması gerekmektedir (Sarbanes-Oxley, 2002:775-785).

Kanuna göre, Genel Müdür (CEO) ve Finans Müdürleri'nin (CFO) faaliyet gösterdikleri şirkette dönemsel olarak sunulan mali raporların, yürürlükte olan menkul kıymet yasasına uygunluk gösterdiğini ve şirketin mali durumunu şeffaf ve adil bir şekilde ortaya koyduğunu garanti etmek zorundadırlar (Sarbanes-Oxley, 2002:777). Eğer verilen garantiye rağmen mali raporların içerdiği bilgilerin mevcut menkul kıymet yasası ile uyumlu olmadığı tespit edilirse CEO ve CFO, 1 milyon dolar para cezası ya da 10 yıla kadar hapis cezası ile cezalandırılır (Sarbanes-Oxley, 2002:806). Ayrıca, şirket yöneticilerinin hisse senedi satmaları halinde bu durumu hemen açıklamaları gerekmektedir. Bu bağlamda, hisse senedine ilişkin yapılan hileler ağır suç kapsamındadır (Sarbanes-Oxley, 2002:804). Şirket yöneticilerine gerçekleştirilen olağan dışı ödemeler ve krediler önlenmekte, yöneticilerin dürüst davranmadığının tespit edilmesi durumunda yapılan ödemelerin geri alınması öngörülmektedir (Sarbanes-Oxley, 2002:798).

Sarbanes-Oxley Yasası'na göre, bağımsız denetim şirketi, vergi hizmetleri de dâhil olmak üzere kanun tarafından yasaklanan denetim dışı hizmetler içerisinde bulunmayan denetim dışı hizmetler, müşteri şirketin denetim komitesi tarafından onay verilmedikçe denetim gerçekleştiremez. Ancak kanun, denetim dışı hizmetlerin başka bir denetim firması tarafından verilmesi halinde şirketin Denetim Komitesi'nin ön onayı gerekmektedir. Kanun, Denetim Komitesinin ön onay verme yetkisini kullanabilmesi için bir veya daha fazla üyenin görevlendirilmesine izin verebilir. Ayrıca Denetim Komitesi'nin verdiği ön onaylar halka açıklanmak zorundadır. Denetim firmasının halka açık bir şirkete verdiği denetim dışı hizmetlerin bedeli, denetim şirketi tarafından alınan tüm denetim dışı hizmetlerinin bedelinin %5'inin altında yer alıyorsa ya da sağlanan hizmet, denetim dışı hizmet olarak algılanmaması durumunda denetim komitesi ön onay vermeyebilir. Kayıtlı denetim firmasında faaliyet gösteren sorumlu ortak baş denetçinin ya da denetçinin aynı halka açık şirketi 5 yıl boyunca denetlemesi mümkün değildir. Eğer denetçi, denetim hizmeti vermiş olduğu halka açık şirkette CEO, CFO vb. görevlerde yer almışsa daha önce çalıştığı denetim firması, bu şirketi 1 yıl boyunca denetleyemez (Sarbanes-Oxley, 2002:771-775).

Sonuç olarak Sarbanes-Oxley Yasası, kurumsal yönetim ve denetim faaliyetleri için kapsamlı yenilikler ortaya koymuştur. Bu yasa, ABD'de etkili olmasının yanı sıra diğer ülkelerinde bu konuda yapacağı düzenlemelere temel oluşturmuştur. Bu değişikliklerin, ABD'de 1934'ten bu yana sermaye piyasasında yapılan en önemli değişikliklerden biri olduğu söylenebilir (Thompson, 2003:99; Valenti, 2008:401).

#### **2.6.6. OECD Düzenlemeleri**

1997 yılında Asya'da yaşanan krizler OECD tarafından kurumsal yönetim çalışmalarının gerçekleştirilmesinde önemli rol oynamıştır. Bu krizler, kurumsal yönetimde şeffaflığın, hesap verebilirliğin, yatırımcı güveninin ve ülkelerin ekonomik performanslarının üzerindeki önemini ortaya koymuştur. Kurumsal yönetim, şirketlerin yönetimini ve denetimini sağlayan araçlarla ilgili bir unsurdur. Buna bağlı olarak, ülke yönetimleri kurumsal yönetimin geliştirilmesi konusunda yasal zeminin oluşturulmasında önemli rol oynamaktadır. Ancak kurumsal yönetim yapısının oluşturulmasında esas sorumluluk özel sektöre düşmektedir (OECD, 1999:7).

Bakanlar düzeyinde 27-28 Nisan 1998 tarihinde toplanan OECD Konseyi, gerçekleştirdiği toplantıda ulusal hükümetleri, konu ile ilgili uluslararası kuruluşları ve özel sektörde dâhil olmak üzere, OECD'den kurumsal yönetim ile ilgili ilkeler geliştirilmesini talep etmiştir. Bu amaç doğrultusunda OECD, konseyde yer alan ülkelerin konu ile ilgili görüşlerinden faydalanarak hiçbir şekilde bağlayıcılığı olmayan ilkelerin geliştirilmesi amacıyla Kurumsal Yönetim Geçici Özel Çalışma Grubu'nu oluşturmuştur (OECD, 1999:5).

OECD tarafından 1999 yılında yayınlanan ilkelerin oluşturulmasında, Mali Piyasalar Komitesi, Uluslararası Yatırım ve Çok Uluslu İşletmeler Komitesi, Sanayi Komitesi, Çevre Politikaları Komitesi, OECD üyesi olmayan ülkeler, Dünya Bankası, Uluslararası Para Fonu (IMF), iş dünyası, yatırımcılar, sendikalar katkı sağlamıştır (OECD, 1999:5). Görüldüğü üzere, OECD tarafından hazırlanan ilkeler, sadece bir kişi ya da kuruluşun ortaya koyduğu bir düzenleme olmayıp, farklı grupların katkısı ile oluşturulmuş bir düzenlemeler bütünüdür.

Kurumsal Yönetim Geçici Özel Çalışma Grubu tarafından oluşturulan OECD Kurumsal Yönetim İlkeleri, 1999 yılında OECD Bakanlar Kurulu tarafından onaylanmıştır. Bu ilkeler, yatırımcılar, şirketler, karar alıcılar tarafından uluslararası referans kaynağı olarak kabul edilmiştir. Ayrıca yayınlanan bu ilkeler, onaylandığı tarihten itibaren kurumsal yönetim kavramını sürekli gündemde tutarak OECD'ye üye olan ve üye olmayan ülkelerin bu konu ile ilgili yasa çalışmalarının yapılmasında ve düzenlemelerin gerçekleştirilmesinde yol gösterici olmuştur (OECD, 2004:4).

OECD tarafından hazırlanan Kurumsal Yönetim İlkeleri, kendisine üye olan veya olmayan devletlere, ülkelerinde kurumsal yönetimle ilgili yasal çerçeveyi oluşturma ve geliştirmede yardımcı olmayı hedeflemektedir. OECD tarafından hazırlanan bu ilkeler bağlayıcı nitelikte değildir. Bu ilkelerin asıl amacı kurumsal yönetimle ilgili hedeflerin belirlenerek, bu hedeflere ulaşılması için gerekli prosedürleri ortaya koymak ve kurumsal yönetim uygulamaları için referans kaynağı oluşturmaktır (OECD, 2004:10; OECD, 2016:11).

OECD Kurumsal Yönetim İlkeleri, ülkelerin ekonomik etkinliğini, sürdürülebilir büyümelerini ve finansal istikrarlarını sağlamayı amaçlamaktadır. Ayrıca, Kurumsal Yönetim İlkeleri'nin sade, anlaşılabilir ve bütün toplumlar tarafından ulaşılabilirliğinin sağlanması da amaçlanmaktadır. İlkeler esas alınarak, kurumsal yönetim kalitesini değerlendirmek, kendi ülkelerine özgü ekonomik, hukuki ve kültürel farklılıkları göz önünde bulundurarak hükümler oluşturmak,

devlet yönetimlerinin, özerk yönetimlerin veya özel sektörde faaliyet gösteren şirketlerin kendi inisiyatiflerindedir (OECD, 2016:9).

Kurumsal Yönetim İlkeleri, şirket yönetimini, yönetim kurulunu, pay sahiplerini, menfaat sahiplerini ve bunlar arasındaki ilişkileri kapsamaktadır. Ayrıca kurumsal yönetim ilkeleri, şirketlerin belirlediği hedefleri, bu hedeflere ulaştıran araçları ve şirket performansının izlenmesini sağlayan bir düzenlemedir (OECD, 2016:9).

OECD Kurumsal Yönetim İlkeleri, şirketlerin uyguladıkları kurumsal yönetim politikalarının, yatırımcı güveninin ve sermaye oluşumunun, ekonomik amaçların gerçekleştirilmesinde önemli bir role sahip olduğu düşüncesi ile geliştirilmiştir. Kurumsal yönetim kalitesi, büyüme amaçlı sermayeye ulaşabilmeleri için şirketlerin katlandıkları maliyeti ve bu sermayeyi sağlayanların, şirket tarafından oluşturulacak değeri adil ve eşit bir şekilde paylaşabileceklerine ilişkin güvenlerini etkilemektedir. Buna bağlı olarak, iyi kurumsal yönetim yapısı, pay sahiplerinin ve diğer menfaat sahiplerinin haklarının korunduğu güvencesini sağlayarak, şirketlerin sermaye maliyetlerinin azalmasına ve şirketlerin sermaye piyasalarına ulaşmasına imkan sağlayacaktır (OECD, 2016:10).

OECD Kurumsal Yönetim ilkeleri iki kısımdan oluşmaktadır. Birinci kısımda; Kurumsal Yönetim İlkeleri yer almakta olup bu ilkeleri destekleyen tavsiyelere yer verilmiştir. İkinci kısımda ise; ilkelerin genel mantığının anlaşılmasına ilişkin açıklamalara yer verilmiştir.

OECD tarafından 1999, 2004 ve 2016 yıllarında yayınlanan ilkelere Tablo 2.2'de yer verilmiştir.

Tablo 2.2. OECD Kurumsal Yönetim İlkeleri

1999	2004	2016
Hissedarların hakları	Etkin Kurumsal Yönetim Çerçevesi Temelinin Tesisi	Etkin Kurumsal Yönetim Çerçevesi Temelinin Tesisi
Hissedarların adil muamele görmesi	Hissedarların Hakları ve Temel Sahiplik İşlevleri	Pay sahiplerinin hakları, adil muamele görmeleri ve temel ortaklık işlevleri
Doğrudan çıkar sahibi olan kesimin rolü	Hissedarların Adil Muamele Görmesi	Kurumsal yatırımcılar, pay piyasaları ve diğer araçlar
Kamuoyuna açıklama yapma ve şeffaflık	Kurumsal Yönetimde Paydaşların Rolü	Kurumsal yönetimde menfaat sahiplerinin rolü
Yönetim kurulunun sorumlulukları	Kamuya Duyuru Yapma ve Şeffaflık	Kamuyu aydınlatma ve şeffaflık
	Yönetim Kurulunun Sorumlulukları	Yönetim kurulunun sorumlulukları

Tablo 2.2 incelendiğinde; 1999 yılında kurumsal yönetim ilkeleri beş ana ilkeden oluşurken, 2004 ve 2016 yıllarında yapılan değişiklikle kurumsal yönetim ilkeleri altı ilke olarak revize edilmiştir. Buna göre; 1999 yılında yayınlanan ilkelere ek olarak 2004 yılında Etkin Kurumsal Yönetim Çerçevesi Temelinin Tesisi ilkesi eklenmiştir. 2016 yılında yayınlanan ilkelere ise, hissedar hakları ve hissedarların adil muamele görmesi ilkeleri birleştirilerek tek ilke haline getirilmiştir. Ayrıca, 2016 yılında yayınlanan ilkelere Kurumsal Yatırımcılar, Pay Piyasaları ve diğer araçlar ilkesi eklenmiştir.

OECD tarafından yayınlanan ilkelere yıllar itibari ile yapılan düzenlemelere Tablo 2.3, Tablo 2.4 ve Tablo 2.5'te verilmiştir.

Tablo 2. 3. OECD Kurumsal Yönetim İlkelerine İlişkin 1999 Yılı Düzenlemeleri

İLKELER	1999 Düzenlemeleri
-	-
Pay sahiplerinin hakları, adil muamele görmeleri ve temel ortaklık işlevleri	<p><b>Hissedar Hakları</b></p> <p><b>A)</b> Hissedarlar genel hissedarlar toplantısına etkin bir şekilde katılma ve oy kullanma fırsatına sahip olmalı ve oy kullanma usulleri dâhil olmak üzere, genel hissedarlar toplantısını düzenleyen kurallar hakkında bilgilendirilmelidirler.</p> <p><b>B)</b> Bazı hissedarların sahip oldukları pay ile orantısız bir şekilde belirli bir kontrol elde etmelerine olanak tanıyan sermaye yapıları ve düzenlemeleri açıklanmalıdır.</p> <p><b>C)</b> Şirket kontrolü ile ilgili piyasaların etkin ve şeffaf bir tarzda işlemesine olanak tanınmalıdır.</p> <p><b>D)</b> Kurumsal yatırımcılar dahil olmak üzere hissedarlar, kendi oy haklarını kullanırken maliyet ve faydalarını da göz önünde bulundurmalıdırlar.</p> <p><b>Hissedarların Adil Muamele Görmesi</b></p> <p><b>A)</b> Aynı tipten hissedarlara eşit muamele yapılmalıdır.</p> <p><b>B)</b> İçerden bilgi alarak gerçekleştirilen kural dışı alım satım (Insider trading) ve usulsüz kişisel işlemler yasaklanmalıdır.</p> <p><b>C)</b> Müdürler ve yönetim kurulu üyelerinin, şirketi etkileyen işlem ve konularla ilgili maddi çıkar konusu olabilecek her türlü bağlantılarını açıklamaları gerekmektedir.</p>
-	-
Kurumsal yönetimde menfaat sahiplerinin rolü	<p><b>A)</b> Kurumsal yönetim, doğrudan çıkar sahiplerinin kanunla korunan haklarına saygı gösterilmesini teminat altına almalıdır.</p> <p><b>B)</b> Doğrudan çıkar sahibi olan kesimlerin çıkarlarının yasalarla korunduğu durumda, bütün ilgili çıkar sahipleri haklarının ihlali karşısında yeterli telafi ya da tazminat elde etme fırsatına sahip olmalıdır.</p> <p><b>C)</b> Kurumsal yönetim, doğrudan çıkar sahiplerinin katılımı açısından performans geliştirici mekanizmalara izin vermelidir.</p> <p><b>D)</b> Doğrudan çıkar sahipleri şirket yönetim sürecine katıldıkları durumlarda, gerekli bilgilere erişebilmelidirler.</p>
Kamuyu aydınlatma ve şeffaflık	<p><b>A)</b> Bilgiler, yüksek kalite muhasebe ve finansal ve finansal olmayan raporlama standartlarına uygun olarak hazırlanmalı ve açıklanmalıdır.</p> <p><b>B)</b> Mali beyannamelerin hazırlanma ve sunulma yöntemleri hakkında dışarıdan ve objektif bir güvence oluşturmak için yıllık denetim bağımsız bir denetçi tarafından yapılmalıdır.</p> <p><b>C)</b> Bilgi yayma kanalları ilgili bilgiye kullanıcılar tarafından adil bir biçimde, zamanında ve düşük maliyetle erişilmesini sağlamalıdır.</p>



Tablo 2. 4. Devamı

İLKELER	1999 Düzenlemeleri
Yönetim kurulunun sorumlulukları	<p><b>A)</b> Yönetim Kurulu üyeleri tam bilgilendirilmiş olarak, iyi niyetle, gerekli titizlik ve özenle, şirketin ve hissedarların en uygun çıkarları doğrultusunda hareket etmelidirler.</p> <p><b>B)</b> Yönetim Kurulu kararlarının değişik hissedar gruplarını farklı şekilde etkilediği durumlarda, yönetim kurulu bütün hissedarlara adilane davranmalıdır.</p> <p><b>C)</b> Yönetim Kurulu yürürlükteki yasalara uygunluğu teminat altına almalı ve doğrudan ilgili çıkar sahiplerinin çıkarlarını dikkate almalıdır.</p> <p><b>D)</b> Yönetim Kurulu, özellikle idareden bağımsız olarak şirket işlerinde objektif muhakeme yürütebilme yeteneğine sahip olmalıdır.</p> <p><b>E)</b> Sorumluluklarını yerine getirebilmeleri için, yönetim kurulu üyeleri doğru, gerekli ve geçerli bilgiye zamanında erişebilmelidir.</p>

Tablo 2. 5. OECD Kurumsal Yönetim İlkelerine İlişkin 2004Yılı Düzenlemeleri

İLKELER	2004 Düzenlemeleri
Etkin Kurumsal Yönetim Çerçevesi Temelinin Tesisi	<p><b>A)</b> Kurumsal yönetim çerçevesi, ekonominin genel performansı, piyasaların güvenilirliği, piyasa katılımcılarına yönelik motivasyon ve şeffaf ve etkin piyasaların teşviki üzerindeki etkisi dikkate alınarak geliştirilmelidir.</p> <p><b>B)</b> Herhangi bir ülkedeki kurumsal yönetim uygulamalarını etkileyen yasal ve düzenleyici şartlar, kanunlara uygun, şeffaf ve uygulanabilir olmalıdır.</p> <p><b>C)</b> Herhangi bir ülkedeki farklı erkler arasındaki sorumluluk dağılımı, açık bir şekilde yapılmalı ve bu dağılımın kamu yararına olması sağlanmalıdır.</p> <p><b>D)</b> Denetim, düzenleme ve yürütme erkleri, profesyonel ve nesnel bir şekilde görevlerini yerine getirebilmelerini sağlayacak yetki, güvenilirlik ve kaynaklara sahip olmalıdır. Aynı zamanda, getirdikleri kurallar yerinde, şeffaf ve tamamen açıklanmış olmalıdır.</p>
Pay sahiplerinin hakları, adil muamele görmeleri ve temel ortaklık işlevleri	<p><b>Hissedar Hakları</b></p> <p><b>A)</b> Mülkiyet haklarının kurumsal yatırımcılar da dahil olmak üzere tüm hissedarlarca kullanımı kolaylaştırılmalıdır.</p> <p><b>B)</b> Kurumsal hissedarlar da dahil olmak üzere bütün hissedarların, hakkın kötüye kullanılmasına yönelik istisnalar dahilinde ve ilkelerde belirtildiği sekliyle sahip oldukları hissedarlık hakları ile ilgili konularda görüş alışverişinde bulunmalarına olanak tanınmalıdır.</p>
-	-
Kurumsal yönetimde menfaat sahiplerinin rolü	<p><b>A)</b> Çalışanların yönetime katılımı açısından performans geliştirici mekanizmaların hayata geçirilmesine izin verilmelidir.</p> <p><b>B)</b> Çalışanlar ve onların temsil organları da dahil olmak üzere paydaşlar, kanunlara aykırı ve etik olmayan uygulamalar hakkında kaygılarını yönetim kuruluna serbestçe iletebilmeli ve bu şekilde hareket etmeleri yüzünden hakları tehlikeye girmemelidir.</p> <p><b>C)</b> Kurumsal yönetim çerçevesi, etkin ve etkili bir iflas çerçevesi ve alacaklı haklarının etkin şekilde icraya konulması ile tamamlanmalıdır.</p>
Kamuyu aydınlatma ve şeffaflık	<p><b>A)</b> Mali tabloların, şirketin mali durumunu ve performansını her açıdan doğru bir şekilde yansıttığı güvencesinin yönetim kuruluna ve hissedarlara objektif olarak verilebilmesi amacıyla yıllık denetim; <b>bağımsız, yetkin ve uzman bir denetçi</b> tarafından gerçekleştirilmelidir.</p> <p><b>B)</b> Dış denetçiler, hissedarlara karşı sorumlu olmalı ve denetimin gerçekleştirilmesinde gerekli mesleki ihtimamı göstermekle şirkete karşı yükümlü olmalıdır.</p>
-	-

Tablo 2. 6. OECD Kurumsal Yönetim İlkelerine İlişkin 2016 Yılı Düzenlemeleri

İLKELER	2016 Düzenlemeleri
Etkin Kurumsal Yönetim Çerçevesi Temelinin Tesisi	<p><b>A)</b> Pay piyasaları düzenlemeleri etkin kurumsal yönetimi desteklemelidir.</p> <p><b>B)</b> Sınır ötesi işbirlikleri bilgi alışverişi için iki taraflı ve çok taraflı düzenlemeler de dâhil olacak şekilde geliştirilmelidir.</p>
Pay sahiplerinin hakları, adil muamele görmeleri ve temel ortaklık işlevleri	<p><b>Hissedarların Adil Muamele Görmesi</b></p> <p><b>A)</b> Bir grupta aynı tertibe dâhil olan tüm pay sahiplerine eşit muamele yapılmalıdır. Bazı pay sahiplerinin sahipliklerine orantısız bir şekilde kontrol veya etki derecesi elde etmesini sağlayan sermaye yapıları veya düzenlemeleri açıklanmalıdır.</p> <p><b>B)</b> İlişkili taraf işlemleri, çıkar çatışmasının uygun yönetiminin sağlanacağı ve şirketin ve pay sahiplerinin menfaatlerinin korunacağı bir şekilde onaylanmalı ve yürütülmelidir.</p>
Kurumsal yatırımcılar, pay piyasaları ve diğer araçlar	<p><b>A)</b> Vekil sıfatıyla hareket eden kurumsal yatırımcılar, oy haklarının nasıl kullanılacağı ile ilgili yürürlükte bulunan prosedürleri de dâhil olmak üzere yatırımlarına ilişkin oy kullanma ve kurumsal yönetim politikalarını açıklamalıdır.</p> <p><b>B)</b> Oylar, nihai pay sahibinin taleplerine uygun şekilde saklama kuruluşları ya da atadığı vekilleri tarafından kullanılmalıdır.</p> <p><b>C)</b> Vekil sıfatıyla hareket eden kurumsal yatırımcılar, yatırımlarına ilişkin temel pay sahipliği haklarının kullanılmasını etkileyebilecek önemli çıkar çatışmalarını nasıl yönettiklerini açıklamalıdır.</p> <p><b>D)</b> Kurumsal yönetim çerçevesi, oy kullanma danışmanlığı sunan şirketlerin, analistlerin, aracı kuruluşların, derecelendirme kuruluşlarının ve yatırımcıların kararlarına ilişkin olarak analiz ve görüş sunan diğer kişilerin, bu analiz ve görüşlerinin dürüstlüğüne tehlikeye düşürebilecek çıkar çatışmalarını kamuya açıklamalarını ve en aza indirmelerini gerekli kılmalıdır.</p> <p><b>E)</b> İçerden öğrenenlerin ticareti ve piyasa manipülasyonu yasaklanmalıdır ve ilgili kurallar uygulanmalıdır.</p> <p><b>F)</b> Kendi kurulduğu ülke dışında bir ülkede kote edilmiş şirketlerin tabi olduğu kurumsal yönetim kanun ve düzenlemeleri net bir şekilde açıklanmalıdır. Çapraz kotasyon halinde, birincil kotasyon koşullarının tanınması için kullanılacak ölçüt ve yöntemler şeffaf ve yazılı olmalıdır.</p> <p><b>G)</b> Pay piyasaları etkin kurumsal yönetimi desteklemek amacıyla adil ve etkin fiyat oluşumunu sağlamalıdır.</p>
-	-
-	-
Yönetim kurulunun sorumlulukları	<p><b>A)</b> Yönetim kurulunda çalışanların temsil edilmesinin zorunlu olduğu durumlarda, bu temsilciliğin etkin bir şekilde yerine getirilmesi ve yönetim kurulunun becerisi, bilgisi ve bağımsızlığının geliştirilmesine en iyi şekilde katkıda bulunabilmesi için, çalışan temsilcilerine eğitim ve bilgiye erişim olanağının sağlanması amacıyla mekanizmalar geliştirilmelidir.</p>

Etkin Kurumsal Yönetim Çerçevesi Temelinin Tesisi ilkesi, ilk olarak 2004 yılında yayınlanmıştır. Bu ilke, şirkette oluşturulacak kurumsal yönetim çerçevesi, piyasaların etkin ve şeffaf olmasını teşvik etmeli, kanunlara uygunluğu, denetim, gözetim ve düzenleme organları arasındaki görev dağılımını açık bir şekilde belirtmelidir. 2004 yılında yayınlanan bu ilke genel olarak, şirketlerin kurumsal yönetim yapısını oluştururken, ekonominin genel durumunu, piyasaların güvenilirliğini, piyasadaki yatırımcılara sağlanan, motivasyon, şeffaf ve etkin bir piyasa teşviki üzerine kurulması gerekmektedir. Kurumsal yönetim düzenlemelerinin kanunlara uygun ve uygulanabilir olması; bu düzenlemeleri gerçekleştirecek

kurumlar arasında sorumluluk dağılımı açık bir şekilde yapılarak, kamu yararının sağlanması; denetim, düzenleme ve yürütmeden sorumlu birimlerin objektif bir şekilde görevlerini yerine getirebilecek yetkiye ve güvenilirliğe sahip olması gerekmektedir. Bu ilkeye 2016 yılında iki farklı madde eklenmiştir. Bu maddelerin ilkinde, hisse senedi piyasaları ile ilgili yapılan düzenlemelerin, şirketlerde etkin kurumsal yönetimi teşvik etmesi gerektiği belirtilmektedir. İkincisinde ise farklı ülkelerde faaliyet göstermeye başlayan şirketlerin, bu ülkelerin borsalarında işlem görebilmeleri için çalışmalar yapmaları ve bu çalışmalar sebebiyle şirketlerinde yapacakları kurumsal yönetim düzenlemelerinin, uluslararası işbirliği açısından önemlilik arz ettiği belirtilmektedir.

Pay sahiplerinin hakları, adil muamele görmeleri ve temel ortaklık işlevleri ilkesi, 1999 ve 2004 yıllarında yayınlanan hissedar hakları ve hissedarların adil muamele görmesi ilkeleri ile birleştirilerek, 2016 yılında tek ilke haline getirilmiştir. Bu ilkenin amacı, kurumsal yönetim yapısının, hissedar haklarını korumak olmasının yanı sıra hissedarların sahip oldukları hakların kullanımını kolaylaştırarak, tüm pay sahiplerinin adil muamele görmesini ve hissedar haklarının ihlali durumunda ihlalin telafi edilmesini sağlamaktır. 1999 yılında iki ayrı ilke olarak yayınlanan hissedar hakları ve hissedarların adil muamele görmesi ilkeleri; hissedarların genel kurul toplantılarına katılma hakkı ve oy kullanma hakkının tanınması, bazı hissedarların sahip oldukları paya bağlı olarak orantısız kontrol yetkisi tanıyan sermaye yapılarının ve düzenlemelerinin açıklanması, tüm yatırımcı gruplarının oy haklarını kullanırken fayda ve maliyetlerini göz önünde bulundurmaları gerektiği, aynı tipten hissedarlara eşit muamele yapılması, kural dışı alım ve satımların yasaklanması ve şirket yönetiminde yer alan kişilerin, şirketi etkileyebilecek işlemlerle ilgili bağlantılarını açıklaması gerektiğini belirtmektedir. 2004 yılında eklenen maddeler ile tüm yatırımcı gruplarının mülkiyet haklarının kullanımını kolaylaştırılması gerektiği ve tüm hissedar gruplarına, hakkın kötüye kullanılması durumunda pay sahipliği hakları ile ilgili fikir alışverişinde bulunmalarına imkân verilmesi gerektiği belirtilmektedir. 2016 yılında eklenen maddelerde ise yatırımcı grupları içerisinde aynı hisse türüne sahip hissedarlara eşit davranılması, ilişkili taraflara ilişkin işlemlerde çıkar çatışmalarının yaşanmayacağı ve hissedar menfaatlerinin korunması gerektiği belirtilmektedir.

1999 yılında yayınlanan temel hissedar haklarının içermesi gereken unsurlar şöyledir: 1) mülkiyet tescilinin güvence altına alınması 2) payların devri veya

temliki; 3) zamanında ve düzenli olarak şirket hakkında ilgili ve önemli bilgileri almak; 4) genel kurul toplantısına katılmak ve oy kullanmak; 5) yönetim kurulu üyelerinin seçimi ve 6) şirket karından pay almaktır. Buna göre 2004 yılında yapılan düzenlemede herhangi bir değişiklik yapılmazken, 2016 yılından yapılan değişiklikle hissedarlara, yönetim kurulu üyesini veya üyelerini azletme yani görevden alma hakkı verilmiştir.

Kurumsal yönetimde menfaat sahiplerinin rolü ilkesi, 1999 ve 2004 yıllarında yayınlanan kurumsal yönetimde paydaşların rolü ve doğrudan çıkar sahibi olan kesimin rolü ilkelerinin revize edilmiş halidir. Bu ilkenin amacı, şirketlerde oluşturulan kurumsal yönetim çerçevesinin, menfaat sahiplerinin kanunla veya yapılan karşılıklı anlaşmalarla belirlenen hakların tanınmasını, şirket ve menfaat sahipleri arasındaki etkin işbirliğini sağlayarak şirketlerin mali açıdan uzun dönemli sürdürülebilirliğini teşvik etmektir. 2004 yılında yapılan değişiklikle bu ilkenin maddelerine menfaat sahibi olarak çalışanlar grubu da eklenmiştir. Buna bağlı olarak çalışanların yönetime katılımlarının sağlanması, şirkete fayda sağlayacak uygulamalar geliştirmelerine izin verilmesi, yönetimin verdiği kararlara, etik olmayan veya yasalara aykırı uygulamalara karşı görüşlerini bildirmeleri halinde sahip oldukları hakların tehlikeye girmemesi sağlanmalıdır.

Kamuyu aydınlatma ve şeffaflık ilkesinin amacı, kurumsal yönetim uygulamalarının şirketin finansal durumunu, performansını, ortaklık yapısını ve yönetim yapısını da içerisine alarak şirketle ilgili gelişmelerin hissedarlara zamanında ve doğru olarak açıklama yapılmasını sağlamaktır. 1999 yılında yayınlanan bu ilkeye göre, şirket denetiminin bağımsız denetçi tarafından yapılması gerektiği vurgulanmaktadır. Ancak 2004 yılında yapılan değişiklikle denetçinin bağımsız olmasının yanı sıra alanında yetkin ve uzman olması gerektiğinin önemi vurgulanmaktadır. Bu değişiklik, denetçinin yeterli düzeyde mesleki yeterliliğe sahip olması gerektiğini belirtmektedir. Ayrıca, 2004 yılında eklenen ve 2016 yılında da geçerliliğini koruyan diğer madde ise şirketi denetleyen dış denetçilerin yaptıkları denetim faaliyetlerinde, hissedarlara karşı sorumlu olduklarını ve denetçilerin denetim faaliyetlerinde gerekli mesleki özeni göstermede şirkete karşı sorumlu olduklarının önemi vurgulanmaktadır.

Yönetim kurulunun sorumlulukları ilkesinin amacı, kurumsal yönetim uygulamaları kapsamında oluşturulan yönetim kurulunun, şirketin etkin bir şekilde gözetimini ve hissedarlara karşı hesap verebilirliğini sağlamaktır. Ayrıca yönetim

kurulu, diğer menfaat gruplarının (işçiler, alacaklılar, müşteriler, tedarikçiler) çıkarlarına gerekli özeni göstererek adilane davranışta bulunmalıdır. 2016 yılında yayınlanan ilkelerde yönetim kurulunda, çalışan temsilcisi bulunabileceği belirtilmektedir. Bu temsil, yönetim kurulunun bağımsızlığına ve yetkinliğine katkı sağlayabilecek nitelikte olmalıdır. Aynı zamanda çalışan sıfatıyla yönetim kurulunda yer alan üyelerin, icra kurulu başkanından ve yönetimden bağımsız olması için gerekli prosedürlerin oluşturulması gerektiğinin önemi vurgulanmaktadır. Oluşturulan prosedürler, çalışanların bilgilendirme hakkını ve çıkar çatışmalarının nasıl yönetilmesi gerektiğini de içerisine almalıdır.

Ayrıca yayınlanan ilkelere göre yönetim kurulunun yerine getirmesi gereken temel işlevler şöyledir (OECD, 1999:26; OECD, 2004:19; OECD, 2016:52-56):

- Şirketin stratejisini, eylem planlarını, risk politikalarını ve yıllık bütçesini gözden geçirerek performans hedeflerini ortaya koymak,
- Şirketin kurumsal yönetim uygulamalarını gözden geçirmek ve gerekli durumda değişiklik yapmak,
- Şirket yöneticilerini seçmek, denetlemek, değiştirmek ve yönetimin problemsiz olarak el değiştirilmesini sağlamak,
- Yönetici ve yönetim kurulu üyelerinin ücretlerini şirketin ve pay sahiplerinin uzun vadeli çıkarlarına ters düşmeyecek şekilde belirlemek,
- Resmi prosedürlere uygun atamalar yapmak,
- Şirket varlıklarında meydana gelebilecek suiistimalleri engelleyerek, yönetim kurulu üyeleri ve hissedarlar arasında ortaya çıkabilecek çıkar çatışmalarını yönetmek,
- Şirketin denetim raporlarının ve finansal raporlarının güvenilirliğini sağlamak ve şirket içerisinde bu raporların uygunluğunu denetleyecek sistemleri oluşturmak,
- Kamuyu aydınlatmak için yapılacak açıklamaların zamanında yapılmasını sağlamak.

## **2.7. TÜRKİYE KURUMSAL YÖNETİM DÜZENLEMELERİ**

Türkiye’de kurumsal yönetim çalışmaları, 2000’li yıllarda başlamıştır. Dünya genelinde uluslararası piyasalarda yaşanan finansal krizler ve şirket iflasları, Avrupa ülkelerinde kurumsal yönetim alanında yapılan düzenlemeler ve OECD tarafından yayınlanan ilkeler, Türkiye’de kurumsal yönetim çalışmalarının

başlamasında etkili olmuştur (Yenice ve Dölen, 2013:202; Zengin ve Yılmaz, 2017:692).

Türkiye’de kurumsal yönetim alanında pek çok düzenleme yapılmıştır. Bu düzenlemelerin ilki, Türk Sanayicileri ve İşadamları Derneği (TÜSİAD) tarafından öneri niteliğinde hazırlanan rapordur. Daha sonra yapılan düzenlemeler, Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurulu tarafından bankalar ve finans kuruluşları için hazırlanan kurumsal yönetime ilişkin düzenlemeler, Sermaye Piyasası Kurulu (SPK) tarafından ilk olarak 2003 yılında yayınlanan, 2005, 2011 ve 2014 yıllarında çeşitli değişiklikler yapılarak Borsa İstanbul’da işlem gören halka açık şirketlerin uyması gerektiği, eğer uyulmuyorsa bunun nedeninin belirtilmesi gerektiği düzenlemeler ve son olarak da 2012 yılında yürürlüğe giren Türk Ticaret Kanunu’dur.

TÜSİAD, 2002 yılında halka açık ve halka açık olmayan şirketlerde kurumsal yönetim uygulamalarını teşvik etmek amacıyla tavsiye niteliğinde ve kurumsal yönetim alanında düzenlemelere başlangıç olması amacıyla yönetim kurullarının yapısı, işleyişi, bağımsızlığı, yönetim kurullarınca oluşturulacak komitelerin yapısı ve hissedar haklarını içerisine alan “Kurumsal Yönetim: En İyi Uygulama Kodu, Yönetim Kurullarının Yapısı ve İşleyişi” adında rapor yayınlamıştır. Yayınlanan rapora göre, yönetim kurulunun işlevi, şirketin hedeflerinin belirlenmesi, hedeflere ulaşılabilecek stratejilerin belirlenmesi, şirketin finansal performansının incelenmesi, icra başkanının (CEO) seçilmesi, şirketin idari ve mali denetiminin yapılması, oluşturulacak komitelerin etkin ve verimli bir şekilde çalışmasını sağlayacak yapı ve işleyişte olmasının sağlanmasıdır. Rapor, yönetim kurulunda; icrada görevli ve icrada görevli olmayan kişilerin yer alabileceği belirtilmektedir. Ayrıca raporda, yönetim kurulunun şirkette çalışan yöneticilerin faaliyetlerinin kontrol edilebilmesi ve gözetlenebilmesi amacıyla, kurulun yarısından fazlasının, bağımsız üyelerden oluşması gerektiği vurgulanmaktadır. Rapor, yönetimin en üst noktasında bulunan CEO’nun, yönetim kurulu üyesi olabileceği ancak şirkette yönetici konumunda bulunan başka bir kişinin yönetim kurulunda yer almaması gerektiğini savunmaktadır. Ayrıca raporda, CEO ile yönetim kurulu başkanının aynı kişiler olmaması gerektiği belirtilmektedir. Rapor, bağımsız üye, şirket ile şirketin yönetim kurulu üyeliği dışında hiçbir ilişkisi olmayan üye, olarak tanımlanmaktadır. Şirket sahipleri, şirket sahiplerinin aile üyeleri, şirkete mal ve hizmet sağlayanlar, grup şirketlerinden birisinde yönetici olarak görev yapanlar ve

şirkette iki yıl içerisinde çalışmış olan yöneticiler, bağımsız olmayan üye olarak nitelendirilmektedir (TÜSİAD, 2002: 9-20).

TÜSİAD'ın yayınladığı rapora göre, yönetim kurulunun raporda belirtilen görevleri etkin bir şekilde yerine getirebilmesi için yönetim kurulu üye sayısının, 5'ten az olmaması gerekmektedir. Rapor, yönetim kurulu üyelerinin hizmet süresinin, 2 yıl olması ve yönetim kurulunun yılda en az 6 kez düzenli olarak toplanması gerektiğini belirtmiştir. Ayrıca raporda, yönetim kurulu bünyesinde denetim komitesi ve kurumsal yönetim komitesinin oluşturulmasının gerekliliğinden bahsedilmiştir. Buna göre; denetim komitesinin, şirketin finansal raporlarının şirket performansını doğru, şeffaf ve güvenilir bir şekilde sunulmasını sağlamakla görevli olduğu belirtilmiştir. Denetim komitesinin en az 3 kişiden oluşması ve üyelerinin çoğunluğunun bağımsız olması gerektiği vurgulanmıştır. Kurumsal yönetim komitesi, yönetim kurulunun işleyişini denetlemektir. Bunun yanı sıra yönetim kuruluna uygun adayların belirlenmesini ve değerlendirilmesini sağlayarak hissedarlara, bahsedilen konularda açıklamaların yapılmasında da görevli olduğu belirtilmiştir. Bu komitenin de en az 3 kişiden oluşması ve üyelerinin çoğunluğunun bağımsız olması gerektiği vurgulanmıştır (TÜSİAD, 2002: 20-26).

Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurulu (BDDK), 1 Kasım 2006 tarihinde, bankalarda kurumsal yönetime ilişkin yapı ve süreçleri düzenlenmek amacıyla “Bankaların Kurumsal Yönetim İlkelerine İlişkin Yönetmeliği” yayınlamıştır. BDDK tarafından yayınlanan yönetmelikte banka yönetim kurullarına birçok görev yüklenmiştir. Bu görevlerden en önemlisi, bankanın üst düzey yöneticileri arasında ortaya çıkabilecek çıkar çatışmalarını belirleyerek bunları önlemesidir. Yönetmelik, yönetim kurulunun görevini etkin olarak yerine getirebilmesi için yeterli sayıda üyenin bulunması gerektiğini ve bu üyelerin çoğunluğunun icrada görevli olmayan yöneticilerden oluşması gerektiğini vurgulamıştır. Ayrıca yönetmelikte; yönetim kurulu bünyesinde komiteler oluşturulması ve oluşturulan bu komitelerde icrada görevli olmayan yönetim kurulu üyelerinin seçilmesi gerektiği vurgulanmıştır. Ancak yönetmelikte, yönetim kurulu bünyesinde oluşturulan komitelerde bağımsız üye bulunması gerektiği hususunda herhangi bir madde belirtilmemiştir (BDDK, 2006).

Türkiye’de kurumsal yönetim anlamında en önemli düzenleme, SPK’nın Borsa İstanbul’da işlem gören halka açık şirketler için yayınladığı Sermaye Piyasası Kurulu “Kurumsal Yönetim İlkeleri”dir. Bu ilkeler, ilk önce 2003 yılında daha sonra

2005, 2011 ve 2014 yıllarında yeniden düzenlenerek resmi gazetede yayınlanmıştır. SPK tarafından yayınlanan ilkeler, kurul kararı olmaktan çıkarak tebliğ niteliğini kazanmıştır ve şirketlere bu ilkelere uyma zorunluluğu getirilmiştir.

Bu kısımda, SPK tarafından gözden geçirilen ve 2014 yılında yayınlanan tebliğ ilişkin düzenlemeler değerlendirilmiştir.

Tebliğe göre; yönetim kurulunun temel işlevi, şirketin stratejik hedeflerinin ve finansal kaynaklarının belirlenmesinde rol sahibi olan ve şirket yönetiminin performansını denetleyerek, şirketin uzun vadeli çıkarlarını gözetmektir. Ayrıca tebliğ, yönetim kurulu başkanının ve genel müdürün yetkilerinin ayrılması gerektiğini, eğer şirkette yönetim kurulu başkanı ve genel müdür aynı kişi olacak ise bunun sebebini belirtmesi gerektiğini vurgulamıştır. Tebliğe göre; yönetim kurulunun, yapıcı ve hızlı kararlar alabilmesi ve komitelerin sağlıklı bir şekilde oluşumunun sağlanabilmesi için yönetim kurulunun en az 5 üyeden oluşması ve bu üyelerin çoğunluğunun şirket yönetiminde görev almayan üyeler olması gerektiği belirtilmiştir. Buna göre; şirket yönetiminde görevli olmayan yönetim kurulu üyeleri arasında bağımsız üyelerin olması gerektiği vurgulanmıştır. Yönetim kurulunun toplam üye sayısının en az 1/3'ü oranında bağımsız üye olması gerektiği belirtilmiştir. Yönetim kurulunda yer alan bağımsız üyelerin görev süresi, 3 yıldır ve bu üyeler, tekrar aday gösterilerek seçilebilirler. Tebliğe göre; eğer bağımsız üye şirketin yönetimini elinde bulundurduğu bağlı ortaklıkta, yönetici veya 3. Dereceye kadar olan yakınları ve söz konusu ortaklıkta kendisinin ve 3. Dereceye kadar olan yakınlarının %5'ten fazla ortaklığı bulunmuyorsa, şirketin denetimini gerçekleştiren denetim şirketinde ve son beş yıl içerisinde şirketin bağlı ortaklıklarında yönetici veya yönetim kurulu üyesi olarak görev almamışsa, şirketin yönetim kurulunda altı yıldan fazla yönetim kurulu üyeliği yapmamışsa söz konusu üye, bağımsız olarak nitelendirilmiştir (SPK, 2014:25-30).

Tebliğe göre; yönetim kurulunun görev ve sorumluluklarını sağlıklı olarak yerine getirebilmesi için komitelerin oluşturulması gerektiği vurgulanmıştır. Bu komiteler: Denetimden Sorumlu Komite, Kurumsal Yönetim Komitesi ve Riskin Erken Saptanması Komitesi'dir. Denetimden Sorumlu Komite; şirketin muhasebe sisteminin ve finansal verilerinin güvenilirliğini sağlayarak, bu verileri kamuya açıklayan ve bağımsız denetim şirketini belirleyen komitedir. Bu komite, en az iki üyeden oluşmalıdır. Eğer komite 2 üyeden oluşuyorsa ikisinin, ikiden fazla üyeden oluşuyor ise çoğunluğunun icrada görevli olmayan yönetim kurulu üyelerinden



oluşması zorunludur. Komitenin başkanı, bağımsız yönetim kurulu üyesi olmalıdır. Denetim komitesi, en az 3 ayda bir olmak üzere yılda en az 4 kez toplanmalıdır. Yönetim kurulu başkanı veya genel müdür bu komitede görev alamaz. Ayrıca Denetimden Sorumlu Komite’de görev alacak üyelerden en az bir tanesi denetim ve muhasebe alanında 5 yıl tecrübe sahibi olmalıdır. Kurumsal yönetim komitesi; şirkette kurumsal yönetim ilkelerinin uygulanıp uygulanmadığını, uygulanmıyorsa gerekçesini ve bu ilkelere uyulmaması durumunda, ortaya çıkan çıkar çatışmalarını tespit ederek yönetim kuruluna, kurumsal yönetim uygulamalarının iyileştirilmesi için tavsiye veren komitedir. Bu komite de denetim komitesi gibi şirket yönetiminde yer almayan en az iki üyeden oluşur ve bu komitenin başkanı bağımsız üyeler arasından seçilmelidir. Riskin erken saptanması komitesi; şirketin varlığını, gelişimini ve devamlılığını tehlikeye sokacak riskleri önceden tespit ederek, tespit edilen bu risklerle ilgili gerekli önlemlerin alınması için çalışma yapmakla sorumlu olan komitedir. Bu komitenin, yılda en az bir kez toplanması gerekmektedir. Komite en az 2 üyeden oluşmalı ve başkanı bağımsız üye olmalıdır (SPK, 2014:30-32).

## **ÜÇÜNCÜ BÖLÜM**

### **ÇALIŞMA SERMAYESİ YÖNETİMİ**

Bu bölümde, çalışma sermayesi yönetiminin tanımı ve önemi, çalışma sermayesinin unsurları, çalışma sermayesi türleri ve çalışma sermayesi finanslama politikalarından bahsedilecektir.

#### **3.1. ÇALIŞMA SERMAYESİ YÖNETİMİ**

İşletmenin sahip olduğu dönen varlıklar, çalışma sermayesi olarak nitelendirilmektedir (Gürsoy, 2007:345). Buna göre; çalışma sermayesi, işletmelerin günlük faaliyetlerini sürdürebilmeleri için gerekli olan ve sabit varlıklarının devamlılığını sağlamak amacıyla elinde bulundurduğu ve bir yıl içerisinde paraya çevrilebilmesi mümkün olan nakit ve nakit benzerleri (hazır değerler), menkul kıymetler, ticari alacaklar ve stoklardan oluşan varlıkların tümüne denir (Saldanlı, 2012:168; Büyükşalvarcı ve Abdioğlu, 2010:49; Akbulut, 2011:196; Akgüç, 1998:202).

İşletmelerin faaliyetlerine başlayabilmeleri için sermayeye ihtiyaçları vardır. Bunun için işletmelerin kurulması ve genişlemesi için yeterli miktarda sermaye bulundurmaları gerekmektedir. Dolayısıyla, işletmelerin uzun vadede yaşamlarını sürdürebilmeleri, başarı sağlayabilmeleri, rekabet edebilmeleri ve büyümelerini sürdürebilmeleri ellerinde bulundukları sermayeyi en iyi şekilde yönetebilmelerine bağlıdır (Fettahoğlu ve Farah, 2016:2).

İşletmelerin, faaliyetlerini en iyi şekilde sürdürebilmeleri istikrarlı olarak büyümelerine, kısa vadeli ve uzun vadeli yatırımlarını verimli kullanabilmelerine bağlıdır. İşletmelerde dönen varlık ve duran varlık olmak üzere iki tür varlık vardır. Duran varlıklar genellikle uzun vadeli yatırımlardır ve bu varlıkların finansmanında uzun vadeli kaynakların kullanılması en akılcı yaklaşımdır. İşletmelerin duran varlıklara yaptıkları yatırımlardan istenilen sonucu almaları, sadece bu varlıklara

yapılan yatırımlara ilişkin alınan kararların doğruluğuna bağlı değildir. Aynı zamanda dönen varlıklara yani kısa vadeli yatırımlara ilişkin verilen kararların da etkinliğine ve doğru finanse edilmesine bağlıdır. Buna bağlı olarak çalışma sermayesi yönetimi, işletmelerin faaliyetlerini devam ettirebilmek amacıyla gerçekleştirdikleri kısa vadeli yatırım ve finansman kararlarının bütünüdür (Topak, 2018:72).

Çalışma sermayesi yönetimi, işletmenin elinde bulundurduğu nakdin, menkul kıymetlerin, ticari alacakların, stokların yani bir yıl içerisinde paraya çevrilebilmesi muhtemel olan varlıkların yönetimini içerisine almaktadır (Yıldız, 2009:1-2) . Buna bağlı olarak, işletmenin dönen varlıkları ve kısa vadeli borçları ile ilgili politikaların belirlenmesi ve bu varlık ve borçların yönetimini içeren çalışma sermayesi yönetimi, işletmenin faaliyetlerini düzenli bir şekilde devam ettirebilmesi, üretim faaliyetini kesintisiz olarak yürütebilmesi, borçlarını ödeyememe riskinin azaltılması, kredibilitesinin artırılması ve faaliyetlerini karlı ve etkin bir şekilde sürdürebilmesi açısından önemlidir (Okka, 2009:582; Akgüç, 1998:201).

Çalışma sermayesi yönetimi, büyük ve küçük ölçekli işletmelerin finansal başarısında önemli rol oynamaktadır. Çalışma sermayesi dönen varlık ve kısa vadeli borçlar arasındaki dengeyi ifade etmektedir. Buna bağlı olarak işletmeler tarafından dönen varlıklara yapılan yatırımlar, diğer varlıklara yapılan yatırımlara oranla fazla olduğundan bu varlıkların etkin kullanılması, işletmeler için hayati önem taşımaktadır (Singh ve Kumar, 2014:174).

Çalışma sermayesi yönetimi, işletmenin yatırım kararlarının ve kısa vadeli finansmanının sağlanması açısından önemlidir. İşletmeler, kısa vadeli finansmanı sağlamak amacıyla çalışma sermayesi şeklinde ellerinde büyük miktarlarda nakit ve paraya çevrilebilme kabiliyeti yüksek olan varlıklar bulundurlar. Ayrıca, işletmeler kısa vadeli borçlarını, finansmanın önemli bir unsuru olarak görürler. Buna bağlı olarak işletmelerin çalışma sermayesine yatırdıkları fonları, karlılıklarını artırmada etkili olan gizli finansman kaynaklarıdır. Bu doğrultuda, çalışma sermayesi yönetimi, işletmelerin likidite ve karlılıkları üzerinde doğrudan ve önemli etkiye sahip olduğundan, işletmelerin değerini etkileme niteliğine sahiptir (Singh vd., 2017:34).

Çalışma sermayesi yönetimi, işletmenin sahip olduğu dönen varlıkların yönetimi olup, işletmenin borçlarını en alt seviyeye indirerek, varlıklardan elde edilecek getirilerin en üst seviyede olmasını sağlayarak, dönen varlıkların ve kısa vadeli borçların etkin ve verimli bir şekilde kullanılmasınıdır. Ayrıca çalışma

sermayesi yönetiminin amacı, işletmenin likidite ve karlılığını sağlayarak hissedarların elde edeceği getiriye maksimum seviyeye çıkarmaktır (Makori ve Jagongo, 2013:1).

Çalışma sermayesi yönetimi, işletmenin yatırım kararları ve kısa vadeli finansman kararları ile ilgili olup, işletmenin finansmanının sağlanmasında önemli bir yer tutmaktadır. Çalışma sermayesi yönetimi, işletmedeki birimlerin faaliyetlerinin iyi bir şekilde çalışmasını sağlayan, dönen varlık ve kısa vadeli borçların yönetimi ile ilgili olup işletmenin likiditesini doğrudan etkileyen bir sistemdir (Sharma ve Kumar, 2011:159).

İşletmelerin esas amacı, kar elde etmektir. Buna bağlı olarak çalışma sermayesi yönetimi, işletmelerin likidite ve karlılıklarını sağlayarak hissedarların getirisinin artırılması, işletme stratejisi açısından önemlilik arz etmektedir. İşletmelerde likidite ve karlılığın birlikte gerçekleştirilmesi önemlidir. Eğer çalışma sermayesi yönetimi, etkin bir şekilde gerçekleştirilemezse işletme iflas sorunu ile karşı karşıya kalabilir. Bu açıdan çalışma sermayesinin önemi inkâr edilemez. Çalışma sermayesi, işletmenin yaşamını sürdürmesine yardımcı olan işletme yönetiminin önemli fonksiyonlarından birisidir. Bunun için işletme boyutuna ve özelliğine bakmaksızın belli miktarda çalışma sermayesi bulundurması gerekmektedir. Dolayısıyla çalışma sermayesi, işletmenin varlığını, likiditesini, karlılığını ve borç ödeme sürecini devam ettirebilmesi açısından önemlidir (Makori ve Jagongo, 2013:2, Şamiloğlu ve Demirgüneş, 2008:44).

Etkin çalışma sermayesi yönetimi, dönen varlıkları ve kısa vadeli borçları, işletmenin kısa vadeli yükümlülüklerini yerine getirememe ve bu varlıklara aşırı yatırım yapılmama riskini ortadan kaldıracak şekilde planlanması ve kontrol edilmesi ile gerçekleştirilebilir (Mathuva, 2010:2).

Çalışma sermayesi yönetimi, işletmenin likidite ve karlılığını olumlu yönde etkileyen bir sistemdir. İşletmenin likiditesini optimum düzeyde tutması, karlılığını artıracak ve kısa vadeli borçlarını ödemede rahatlık sağlayacaktır. Likidite, işletmenin kısa vadeli borçlarını yerine getirebilme ve varlıklarını paraya çevirebilme kabiliyetini ifade etmektedir. Ayrıca, işletmenin günlük faaliyetlerini devam ettirebilmesi, likidite ve karlılığını uygun seviyede tutmasına bağlıdır. Buna bağlı olarak çalışma sermayesi yönetimi, işletmenin günlük faaliyetlerini gerçekleştirirken kullandığı borçlar, stoklar, alacaklar gibi çalışma sermayesi unsurlarının optimum düzeyde tutulmasıdır (Agha, 2014:374).

İşletmelerin çalışma sermayesine olan ihtiyaçlarının ne kadar olduğunu sorgulamaları gerekmektedir. İnsan vücudu için kan ne kadar gerekli ise işletmeler için de çalışma sermayesi o derece önemlilik arz etmektedir. Eğer işletmelerin çalışma sermayesinde bir zayıflık ortaya çıkarsa, işletmelerin faaliyetlerini sürdürmeleri zorlaşacaktır (Padachi, 2006:47). Dolayısıyla, işletmelerin, çalışma sermayesini yani dönen varlıklarını, optimum seviyede tutması gerekmektedir. Optimum seviyede tutulan çalışma sermayesi, işletmenin karlılığını artıracaktır. İşletmenin çalışma sermayesini yani dönen varlıklarını düşük seviyede tutması, fon gereksinimini artırmasının yanı sıra işletmenin faaliyetlerini sürdürmede zorluk yaşamasına ve likidite problemi ile karşı karşıya kalmasına neden olabilecektir. Bunun için işletmelerin çalışma sermayelerini uygun seviyede tutmaları, likidite, karlılık, hissedar getirileri ve firma değeri açısından önemlilik arz etmektedir (Sharma ve Kumar, 2011:159; Agha, 2014:375; Deloof, 2003:573; Fiador, 2016:483).

Sonuç olarak; çalışma sermayesi yönetiminin işletmeler açısından önemi, maddeler halinde şu şekilde özetlenebilir (Kendirli ve Konak, 2014:4; Aydın vd., 2011:134);

- İşletmelerde çalışma sermayesine ilişkin yapılan çalışmalar, finans yöneticisinin en fazla zaman ayırdığı konudur ve zamanının büyük bölümünü işletmenin nakit akışı ile geçirmektedir. Buna bağlı olarak, işletmenin faaliyetlerini devam ettirebilmesi için gerekli olan hammadde, yarı mamul, mamul alımı ve işletmenin kredi politikasının belirlenmesi gibi günlük faaliyetler, çalışma sermayesinin önemini ortaya koymaktadır.
- İşletmenin dönen varlıklara yaptığı yatırımların diğer varlıklara yapılan yatırımdan fazla olması ve işletme bilançosunun önemli bir kısmını oluşturması.
- İşletmenin faaliyetlerine bağlı olarak iş hacmindeki değişikliklerle birlikte çalışma sermayesine yapılan yatırımların da değişiklik göstermesi. Yani işletmenin iş hacminde meydana gelen artış, dönen varlıklara yapılan yatırımların artmasına neden olabilir.
- İşletmenin sahip olduğu çalışma sermayesi miktarı ile işletme karlılığı ve risk arasında ilişki söz konusudur. İşletme, dönen varlıklara yapacağı yatırımların tutarını belirlerken, risk ve karlılık faktörlerini dikkate alarak bunlar arasındaki dengeyi sağlamalıdır. Buna bağlı olarak işletme, likiditeyi iyi bir şekilde

sağlaması ile birlikte yükümlülüklerini yerine getirebilecektir. Eğer söz konusu denge sağlanamaz ise işletmenin karlılığında ve likiditesinde azalma meydana gelecek ve yükümlülüklerini karşılamada zorluk yaşayacaktır.

### 3.2. ÇALIŞMA SERMAYESİ TÜRLERİ

Bu başlık altında, çalışma sermayesinin türleri olan brüt çalışma sermayesi, net çalışma sermayesi, sürekli çalışma sermayesi, değişken çalışma sermayesi ve olağanüstü çalışma sermayesine yer verilecektir.

#### 3.2.1. Brüt ve Net Çalışma Sermayesi

Brüt çalışma sermayesi, işletmenin günlük faaliyetlerini yerine getirebilmek amacıyla elinde bulundurduğu ve bir faaliyet dönemi içerisinde paraya çevrilmesi mümkün olan hazır değerler (nakit ve nakit benzerleri), menkul kıymetler, ticari alacaklar ve stoklardan oluşan dönen varlık toplamını ifade etmektedir (Usta, 2012:173; Coşkun, 2004:113; Brigham vd., 2001:75; Sayaduzzaman, 2006:79).

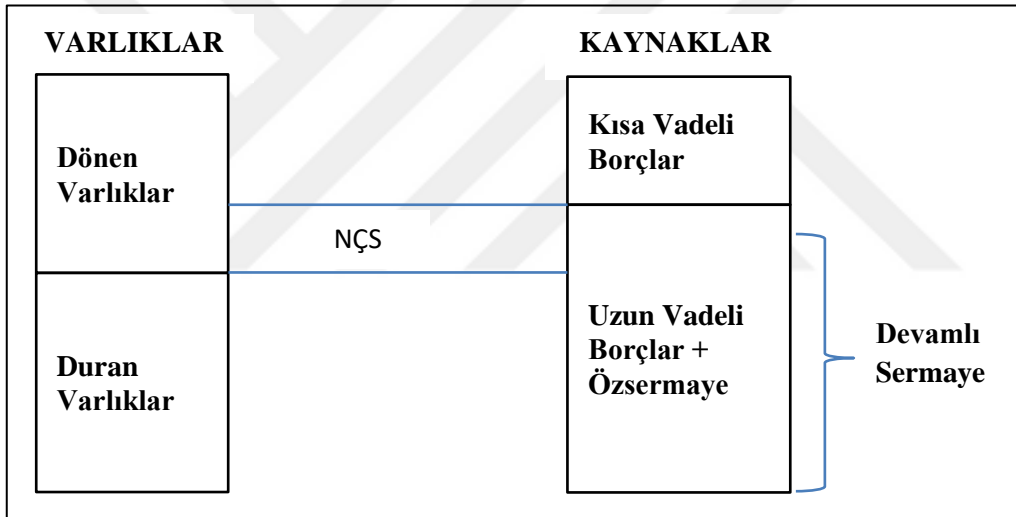
Çalışma sermayesi yönetimi, işletmenin sahip olduğu dönen varlıklarının ve kısa vadeli borçlarının yönetimini kapsamaktadır. İşletmelerin, sahip oldukları varlıkları ve borçları etkin bir şekilde yönetebilmeleri halinde likidite ve karlılık arasındaki dengeyi sağlayabileceklerdir. Dolayısıyla çalışma sermayesi yönetimi, işletmelerin dönen varlıklara yaptıkları yatırımları ve bu varlıkların finansmanını kapsamaktadır. İşletmeler dönen varlıklarının bir kısmını kısa vadeli kaynaklarla, bir kısmını da uzun vadeli kaynaklarla finanse etmektedirler (Öz ve Güngör, 2007:320).

İşletmeler, çalışma sermayesi yönetimine ilişkin politikalarını, stratejilerini ve genel kapsamını dönen varlıklardan kısa vadeli borçların çıkarılması sonucunda elde edilen net çalışma sermayesi üzerine kurmaktadır (Ross vd., 2016:24).

Net çalışma sermayesi, işletmenin belirli bir faaliyet döneminde sahip olduğu dönen varlıkları ile kısa vadeli yabancı kaynakları arasındaki fark olarak tanımlanabilir. Buna bağlı olarak net çalışma sermayesi, işletmenin faaliyetlerini sürdürebilmesi için elinde bulundurduğu likidite miktarını ifade etmektedir (Nazir ve Afza, 2009:29; Deloof, 2003:573; Weinraub ve Visscher, 1998:12). İşletmenin kısa vadeli yükümlülükleri, satıcılar, borç senetleri, banka kredileri ve diğer kısa vadeli yükümlülüklerden oluşmaktadır. Net işletme sermayesini sayısal olarak ifade edecek olursak; işletmenin dönen varlıkları 1000 TL, kısa vadeli yükümlülükleri 300 TL ve borç senedi tutarı 100 TL'dir. Buna göre; işletmenin net işletme sermayesi = Dönen

Varlıklar – Kısa vadeli Yükümlülükler ise işletmenin net işletme sermayesi tutarı  $1000 - (300 - 100) = 600$  TL olmaktadır.

Net çalışma sermayesi, işletmenin sahip olduğu dönen varlıkların uzun vadeli kaynaklarla finanse edilen kısmını ifade etmektedir. Net çalışma sermayesi pozitif ve negatif değer alabilir. Pozitif net işletme sermayesi, işletmenin dönen varlıklarının kısa vadeli borçlardan fazla olduğunu ifade eder. Negatif çalışma sermayesi ise, kısa vadeli borçların dönen varlıklardan fazla olduğunu ifade etmektedir. Buna bağlı olarak, işletmenin pozitif net işletme sermayesine sahip olması, likiditenin sağlandığını ifade ederken, negatif net işletme sermayesi ise işletmenin özellikle kısa vadeli borçlarını ödeyebilmek için ek kaynak bulmak zorunda olduğunu ifade etmektedir (Dağlı, 2007:174; Gürsoy, 2015:396). Bu durum aşağıdaki şekilde de görülmektedir.



Şekil 3. 1. Net Çalışma Sermayesi Düzeyi

Çalışma sermayesi yönetimi, işletmelerin likidite ve karlılıklarını devam ettirebilmeleri açısından önemlidir. İşletmeler, dönen varlıklarının bir kısmını kısa vadeli borçlarla finanse ederken, duran varlıklarını ve dönen varlıklarının kısa vadeli borçlarla finanse edilemeyen kısmını, uzun vadeli borçlar ve sermayenin toplamından oluşan devamlı sermaye ile finanse ederler. Bahsedilen finansman dengesi, işletmenin likidite ve karlılığı açısından önem arz etmektedir (Canbaş ve Vural, 2012:13). Şekil 3.1’de işletmenin net çalışma sermayesi, uzun vadeli borçlar ve özsermaye (devamlı sermaye) ile finanse edilmektedir. Devamlı sermaye, işletmeye maliyeti yüksek olan kaynaklardır. Bunun için işletmenin yaptığı

yatırımlardan elde edeceği getiri bu kaynakların maliyetinden yüksek olmalıdır. Net çalışma sermayesi, sıfır, pozitif veya negatif olabilir. Net çalışma sermayesinin sıfır olması, işletmenin dönen varlıklarının tamamının kısa vadeli borçlarla finanse edildiğini, negatif olması ise dönen varlıkların yanı sıra duran varlıkların da kısa vadeli borçlarla finanse edildiğini göstermektedir. Ayrıca net çalışma sermayesinin sıfır yada eksi olması, duran varlıkların finansmanında da devamlı sermayenin kullanıldığını gösterebilmektedir. Bu durum, işletmenin riskini artırabileceği gibi karlılığının artması yönünde de bir beklenti oluşturabilecektir (Sökmen, 2013:7).

Net işletme sermayesinin yeterli düzeyde tutulmasının işletmeye sağlayacağı faydalar şöyledir (Usta, 2012:173):

- Dönen varlık tutarında meydana gelebilecek ani değer düşüşlerinin olumsuz etkisinden işletmeyi korur.
- İşletmenin borçlarını vadesinde ödemesine olanak sağlar.
- İşletmenin kredi derecesinin artmasını sağlar.
- İşletmenin doğal afet sonucunda karşı karşıya kalabileceği olağanüstü durumlarda finansal gücünü kaybetmemesine yardımcı olur.
- İşletmenin ürettiği ürünlere karşı talebin sürekli karşılanmasını sağlayacak stok miktarı bulundurmasına olanak sağlar.
- Satışlarda alıcılara daha kolay ödeme imkânları sunularak satış hacminin artmasını sağlar.
- İşletmenin sahip olduğu duran varlıkların yüksek kapasite ile çalışmasına imkân sağlar.

### 3.2.2. Sürekli Çalışma Sermayesi

Çalışma sermayesi yönetimi, işletmenin günlük faaliyetleri için gerekli olan varlıkların ve bu varlıkları karşılamak için kullanılan kısa vadeli borçların yönetimini kapsamaktadır.

İşletmelerin, nakit giriş ve çıkışlarını zamanında gerçekleştirebilmesi durumunda çalışma sermayesi ihtiyacı söz konusu olmayacaktır. Ayrıca işletmelerin alacaklarını vadesinde tahsil edememesi ve stokların satışının gerçekleştirilememesi gibi olumsuz durumlar birlikte değerlendirildiğinde, işletmenin faaliyetlerini devam ettirebilmesi için elinde yeterli miktarda varlık bulundurması gerekmektedir (Erdoğan, 2009:102).



Sürekli çalışma sermayesi, literatürde devamlı, sabit veya değişken çalışma sermayesi olarak adlandırılmaktadır. Sürekli çalışma sermayesi, işletmenin faaliyetlerinde meydana gelebilecek değişimlere bağlı olarak elinde bulundurduğu minimum sermayeyi ifade etmektedir. İşletmenin satışlarında ve üretim düzeyinde artışın olduğu dönemlerde veya işletme faaliyetlerinin durgun olduğu dönemlerde faaliyetlerin aksamadan devam ettirilebilmesi için elinde bulundurması gereken sermayeyi ifade etmektedir (Sayılğan, 2006:171; Atioğlu, 2009:19). Minimum sermaye miktarını ifade eden sürekli çalışma sermayesi, aynı zamanda duran varlık niteliği de taşımaktadır. Yani işletme faaliyetleri sona erinceye kadar işletmenin elinde bulunduracağı sermaye miktarını ifade etmektedir (Usta, 2012:174).

İşletmenin sürekli sermayesi, menkul kıymetler, alacaklar ve stoklardan oluşmaktadır. Buna göre, işletme bu varlıkları yeterli seviyede tutmak için belli bir tutarın altına düşmemesi gerektiğini hesaplar ise bu tutar işletmenin sürekli çalışma sermayesini ifade edecektir (Erdoğan, 2009:102).

### **3.2.3. Değişken Çalışma Sermayesi**

İşletmenin sahip olduğu çalışma sermayesi, mevsimlik değişimlerin etkisi ve işletme yönetimi tarafından izlenen politikaların etkisi ile dalgalanma gösterebilir (Sayılğan, 2006:171). İşletmelerin iş hacminde meydana gelen değişim, çalışma sermayesine olan ihtiyacı da beraberinde getirmektedir. Buna bağlı olarak çalışma sermayesi olarak nitelendirilen dönen varlıklar, işletmenin pazar payındaki artışına yani satışlarına bağlı olarak değişkenlik gösterebilmektedir (Gönenli, 1985:402).

Değişken çalışma sermayesi, işletmenin satış hacmindeki değişim, işletmenin faaliyet hacminde meydana gelen artış ya da ekonomik ortamdaki değişim sonucunda ortaya çıkan talepleri karşılamak amacıyla sürekli çalışma sermayesinin üzerinde bulundurulmuş ek çalışma sermayesi miktarını ifade etmektedir. Değişken çalışma sermayesi, mevsimlik ve devresel çalışma sermayesi olmak üzere iki çeşittir (Erdoğan, 2009:102).

Mevsimlik çalışma sermayesi, iş hacmi ve faaliyetleri belirli mevsimler sonucunda artan veya azalan işletmelerin talebi karşılamak amacıyla ihtiyaç duyduğu ek çalışma sermayesini ifade etmektedir (Usta, 2012:175). İşletmelerin satış hacminin düşük olduğu mevsimlerde çalışma sermayesi problemi ile karşı karşıya kalmamaları gerekmektedir. Çünkü bu dönemde, işletmenin satışları yavaşlamaya başlamakta, stoklara yapılan yatırımlar düşmekte ve alacakların tahsilatı

tamamlandığından dolayı işletmenin nakit miktarında artış meydana gelmektedir. Bir sonraki dönemde, tahsilatlardan elde edilen nakit tutarı, işletmenin satışlarının artmaya başlaması durumunda, çalışma sermayesi unsurlarının yatırımında kullanılabilir (Aksoy, 93:22).

İşletmelerin iş hacminde meydana gelen artış sonucunda çalışma sermayesi ihtiyacında da artış olabilir. Bu iş hacmindeki artışa bağlı olarak sürekli çalışma sermayesinde de bir artış olabilmektedir. Sürekli çalışma sermayesine ek olarak ortaya çıkan bu çalışma sermayesi, devresel çalışma sermayesi olarak ifade edilmektedir. Ekonomik ortamda meydana gelen değişimler, bazı işletmeleri olumlu etkilerken bazı işletmeleri olumsuz yönde etkileyebilmektedir. Bu değişime bağlı olarak işletmelerin çalışma sermayesi yapısında da değişim olabilmektedir. Devresel olarak ortaya çıkan bu değişimler işletmenin çalışma sermayesi ihtiyacını tam olarak tahmin edememesine neden olabilmektedir. İşletmenin, bu değişim sonucunda ortaya çıkan çalışma sermayesi ihtiyacını karşılayabilmesi amacıyla kaynaklarını önceden hazır etmesi geleceği açısından önemlidir. Bu durumda, ani olarak ortaya çıkabilecek çalışma sermayesi ihtiyacını karşılayabilmek için işletmeler çeşitli finans kuruluşları ile anlaşma yaparak fon kullanımını hazır hale getirebilir (Aksoy ve Yalçiner, 2008:23).

#### **3.2.4. Olağanüstü Çalışma Sermayesi**

İşletmeler, beklenmedik olayların etkisi ile karşı karşıya kalabilir. Olağanüstü çalışma sermayesi, işletmelerde olağanüstü durumlara karşı ihtiyat olarak elde bulundurulmuş çalışma sermayesidir. Grev, deprem, sel ve yangın gibi doğal afetlerle karşılaşılması, ekonomik kriz, faiz ve kurlarda meydana gelen artışlar, devlet yönetiminin politikalarında meydana gelen değişimler, işletme sahiplerinin ve yöneticilerinin itibar zedeleyici durumlarının ortaya çıkması veya ölmesi durumunda ortaya çıkabilecek zorlukları aşmak için işletmeler, çalışma sermayesine ihtiyaç duyabilirler. Bu durumda ortaya çıkan çalışma sermayesi ihtiyacı, olağanüstü çalışma sermayesi olarak adlandırılmaktadır. Ancak olağanüstü durumların önceden tahmini zor olduğundan, ihtiyaç duyulacak çalışma sermayesi miktarının önceden bilinmesi mümkün olamamaktadır. Bu durumda, işletme faaliyetlerinin aksamaması ve ortaya çıkabilecek risklerin önlenmesi amacıyla işletmelerin karlarından bir miktarı ihtiyat olarak ayırmaları uygun olacaktır (Aksoy ve Yalçiner, 2008:24, Aksoy, 2017:485).

### 3.3. ÇALIŞMA SERMAYESİ YÖNETİMİNİN UNSURLARI

Çalışma sermayesi yönetimi, hazır değerler (nakit ve nakit benzerleri), ticari alacaklar, stoklar ve kısa vadeli borçlardan oluşmaktadır. Bu başlık altında, çalışma sermayesi yönetiminin unsurları ve bu unsurların yönetiminin işletme açısından öneminden bahsedilecektir.

#### 3.3.1. Hazır Değerler (Nakit ve Nakit Benzerleri)

Hazır değerler, işletmenin belirli bir faaliyet dönemine ait bilançosunda yer alan, elinde veya bankada nakit olarak bulunan ve istenildiği zaman değer kaybına uğramadan nakde çevrilebilecek menkul kıymetler dışındaki varlıkları içerisine alan gruptur (Akgüç, 2011:50; Akdoğan ve Tenker, 2006:80; Çabuk ve Lazol, 2014:20). Nakit, işletmenin kasasında bulundurduğu Türk Lirası ve yabancı para cinsinden paraları ifade etmektedir. Nakit benzeri ise nakit niteliğine sahip paraya çevrilebilir menkul kıymetleri ifade etmektedir (Aksoy, 2017:486).

Nakit benzerleri grubunu oluşturan varlıklar şöyledir (Çabuk ve Lazol, 2014:20):

- Bankada bulunan TL ve Döviz cinsinden paralar
- Alınan Çekler
- Vadesi Gelmiş Kuponlar
- Tahsil Edilecek Banka Ve Posta Havaleleri
- Spekülatif Hisse Senetleri (Kısa vadeli Menkul Kıymetler)
- Özel Kesim Tahvil, Senet ve Bonoları
- Kamu Kesim Tahvil, Senet ve Bonoları

İşletmeler çeşitli nedenlerle ellerinde nakit bulundurabilirler. Bunlar; işlem, ihtiyatlılık ve spekülasyon amaçlı olmak üzere üç çeşittir. İşletmelerin nakit bulundurma nedenlerine kısaca değinecek olursak (Önal, 1996:94; Thukaram, 2007:365; Sharma, 2008:75);

- **İşlem amaçlı:** İşletmeler günlük faaliyetlerini gerçekleştirmek için ellerinde nakit tutarlar. Tutulan bu nakit miktarı, işletmenin günlük faaliyetlerini karşılayabilecek yeterlilikte olmalıdır. Bunun için işletme, günlük yapması gereken ödemelerini karşılayabilecek miktarda ellerinde nakit bulundurabilir. Örnek verecek olursak; işletmede çalışan personele ödenecek ücret ve maaşlar,

hammadde alımları, vergi ve temettü ödemelerinin gerçekleştirilmesi amacıyla ellerinde tuttıkları nakit miktarıdır.

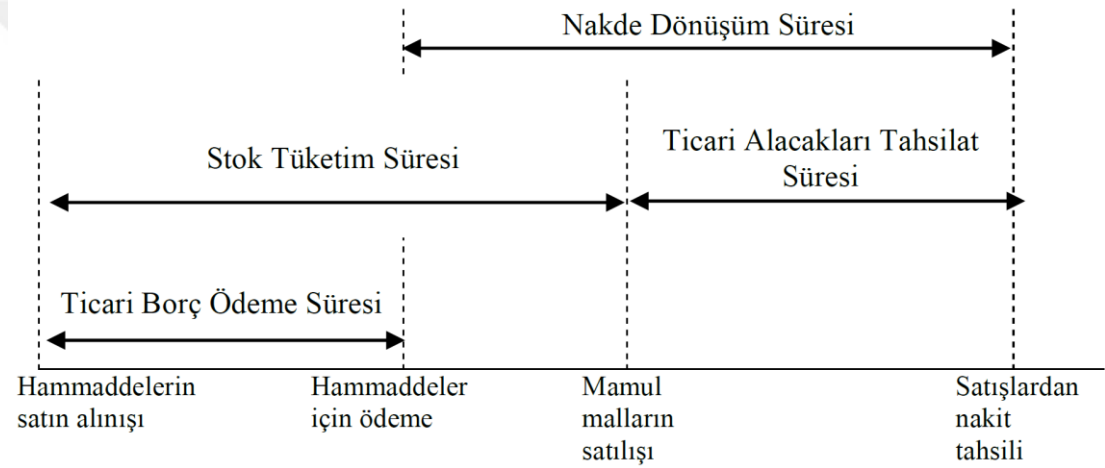
- **İhtiyat amaçlı:** İşletmeler faaliyetlerini gerçekleştirirken beklenmedik durumlarla karşı karşıya kalabilirler. Bu amaçla tutulan nakit miktarı, işletmenin nakit girişlerinin miktarının tam olarak bilinmemesi ve alacaklarının zamanında tahsil edilememesi gibi durumlarda kısa vadeli nakit ihtiyacını karşılamak amaçlı elinde bulundurduğu nakit miktarıdır. Eğer işletme beklenmedik bir durum ile karşı karşıya kalırsa, ihtiyat amaçlı elinde bulundurduğu nakde başvurur.
- **Spekülasyon amaçlı:** İşletmelerin ani fiyat değişimlerinin yaşandığı durumlarda kazanç elde etmek amacıyla elinde bulundurduğu nakit miktarıdır. Faiz oranlarında yaşanan yükseliş ve menkul kıymet fiyatlarında düşüşün beklendiği durumlarda işletmeler, bu değişimlerden yararlanmak amacıyla ellerinde nakit bulundurabilir.

İşletmeler ekonominin durgun olduğu dönemlerde uzun vadeli yatırımlarını azaltarak veya erteleyerek faaliyetlerini devam ettirirler. Ancak işletmelerin çalışma sermayesinin yönetimine yeterli önemi vermemeleri faaliyetlerinin sonlanmasına neden olabilir. Dolayısıyla, işletme yönetimi açısından nakit yönetimi, önemlilik arz etmektedir. Nakit yönetimi, işletmenin ihtiyacı olabilecek nakit giriş ve çıkışlarının finansal planlama yolu ile dengelenerek nakit ihtiyacının belirlenmesidir. Nakit yönetiminin amacı, işletmenin finansal anlamda zor duruma düşmesini engelleyerek, faaliyetlerin etkinliği düşürülmeden, işletme ihtiyaçlarının karşılanmasını sağlayarak, karlılığın artmasını sağlayacak uygun miktarda likiditenin elde bulundurulmasıdır (Sakarya, 2008:228).

Nakit yönetimi, çalışma sermayesinin temelini oluşturmaktadır. Nakit yönetiminin etkinliği nakit dönüş süresi ile ölçülmektedir (Yücel ve Kurt, 2002:2; Singh vd., 2017:35; Yazdanfar ve Öhman, 2014:443; Topak, 2018:73). Çalışma sermayesinin unsurlarını oluşturan nakit, menkul kıymetler, ticari alacaklar ve stokların en önemli özelliği bir yıl içerisinde birbirlerine dönüşme özelliğinin olmasıdır. İşletmenin herhangi bir finansman kaynağından sağladığı nakit ile başlayan süreç, stokların satın alınması, bu stokların vadeli veya peşin olarak satılması ve satıştan doğan ticari alacakların tahsil edilmesiyle birlikte nakit ile sonlanır. Bu süreç faaliyet döngüsü adı verilmektedir. Faaliyet döngüsünün

tamamlanması için geçen süreye de nakit dönüş süresi denilmektedir (Kısakürek vd., 2018:317).

İşletmenin temel faaliyetleri, bir malın ya da hammaddenin nakit veya vadeli olarak satın alınması, mamulün üretilmesi, ticari malın ya da üretilen mamulün satılması ve bu faaliyetlerden ortaya çıkan alacakların tahsil edilmesidir. Şekil 3.2’de çalışma sermayesinin unsurları olan ve bir yıl içerisinde nakde çevrilebilen varlıkların döngüsüne yer verilmiştir. Şekil 3.2’de görüldüğü üzere, işletmenin elinde bulundurduğu nakit hammaddeye, hammaddenin üretimde işlenmesi ile mamule, mamullerin satılması ile alacaklara, alacakların tahsil edilmesi ile tekrar nakde dönüşmektedir.



Şekil 3. 2. Nakit Dönüşüm Süresi (Dağlı, 2007:174)

Şekil 3.2 aslında bir işletmenin faaliyet döngüsünü ve bu faaliyet döngüsünün tamamlanması için geçen süre olarak ifade edilen nakit dönüş süresini özetlemektedir.

İşletmenin likidite yeterliliğini belirlemek için nakit dönüş süresi kullanılabilir. Nakit dönüş süresi, dönen varlıklar ve kısa vadeli borçlar üzerine odaklandığından, işletmenin likiditesinin ortaya konulabilmesi açısından önemlidir. Buna bağlı olarak nakit dönüş süresi, bir mamulün üretilmesi için ödenen paranın, mamulün satışından sonra bu paranın tekrar işletmenin eline geçmesi için geçen sürenin uzunluğu olarak ifade edilebilir. Eğer işletmenin nakit dönüş süresinde bir uzama söz konusu olursa likidite durumunda kötüleşme, nakit dönüş süresinde bir kısalma olursa likidite durumunda iyileşme olduğu anlamına gelebilmektedir (Sakarya, 2008:231).

Nakit dönüşüm süresi stokların, ticari alacakların ve ticari borçların yönetiminden oluşan bir süreçtir (Yazfandar ve Öhman, 2014:443). Nakit dönüşüm süresi, işletmenin alacaklarının tahsilinde geçen süre ile stoklarının bekleme süresinin toplamından, ticari borçların ödenme süresinin çıkarılması ile elde edilmektedir. Nakit dönüş süresi daha somut bir şekilde ifade edilirse;

$$\text{Nakit Dönüşüm Süresi} = \text{Alacak Devir Süresi} + \text{Stok Devir Süresi} - \text{Ticari Borç Ödeme Süresi}$$

Nakit dönüşüm süresi, stokların devir süresine, alacakların tahsil süresine ve borçların ödenme süresi ile ilgili olduğundan, stok devir süresi ve alacak devir süresinde yaşanan uzamalar nakit dönüş süresinin de uzamasına neden olabilmektedir. Burada bahsedilen durum ticari borçların ödenme süresinde herhangi bir değişimin olmadığıdır. Dolayısıyla, stokların devir süresinde ve alacakların tahsil süresinde herhangi bir değişim olmazken, ticari borçların ödenme süresinde meydana gelen kısalma nakit dönüşüm süresini artırabilmektedir. Nakit dönüşüm süresinde meydana gelen artış, işletmenin dış finansman kaynağına ihtiyacı olduğunu göstermekte ve bu durum bir uyarı ölçüsü olarak kabul edilmektedir. Ayrıca nakit dönüşüm süresinin uzaması, işletmenin stok devirlerinde ve alacak tahsilinde problem yaşadığını ortaya koyabilmektedir. Bu problem, ticari borç ödeme süresinin uzatılması ile yani satıcılara yapılacak ödemelerin vadesinin uzatılması ile giderilebilir. İşletmenin nakit dönüş süresinin kısalması stoklara ve alacaklara olan bağımlılık süresinin kıaldığını ayrıca işletmenin varlıklarında azalma meydana geldiğini, stok ve alacak devir hızlarının yükseldiğini göstermektedir (Ege vd., 2016:180).

Nakit dönüşüm süresi, verimli bir şekilde yönetilirse işletmenin kısa vadeli borçları üzerinde dahi iyi kontrol imkanı sağlar ve işletmenin risk, karlılık ve firma değerini olumlu yönde etkileyebilir (Yazfandar ve Öhman, 2014:443). İşletmelerde nakit döngüsünün uzaması, karlılıklarını olumsuz yönde etkileyebilir. Nakit dönüşüm süresinin uzun olması, işletmenin çalışma sermayesine yapacağı yatırımın büyüklüğünü de etkileyebilmektedir. Ticari alacakların vadesinin uzatılması yani nakit dönüş süresinin uzun olması her ne kadar işletmenin satışlarını artırıp karlılığını olumlu yönde etkilese de çalışma sermayesine yapılan yatırımın maliyeti, müşterilere tanınan krediden ve fazla stok bulundurmaktan sağlanacak faydadan daha hızlı bir

artış gösteriyorsa karlılık düzeyinde azalma yaşanacaktır. Buna göre, işletmenin nakit dönüş süresinin uzaması daha fazla dış finansman kaynağına olan ihtiyacı ortaya çıkaracak ve yaşanacak kredi maliyetleri nedeniyle işletme, daha kısa nakit dönüş süresini tercih edecektir. Ayrıca, işletmenin uzun vadeli alacak politikası izlemesi nedeniyle alacak seviyesinin yükselmesi, nakit dönüş süresinin uzamasına neden olabilir. Bu durum işletmenin karlılığının artmasında da etkili olabilir (Dursun ve Ayrıçay, 2012:202).

### 3.3.2. Ticari Alacaklar

Ticari alacaklar, işletmenin belirli bir faaliyet döneminde esas faaliyetlerine bağlı olarak, mal ve hizmet satışı sonucunda ortaya çıkan ve bir yıl içerisinde tahsil edilmesi beklenen senetli ve senetsiz alacaklarını ifade etmektedir.

Ticari alacaklar grubunu oluşturan varlıkları şöyle sıralanabilir:

- Alıcılar
- Alacak Senetleri
- Alacak Senetleri Reeskontu
- Alınan Depozito ve Teminatlar
- Şüpheli Ticari Alacaklar
- Şüpheli Ticari Alacaklar Karşılığı

Ticari alacaklar grubunda yer alan alıcılar hesabı, işletmenin esas faaliyetlerine bağlı olarak mal ve hizmet satışı sonucunda ortaya çıkan senede bağlanmamış alacaklarını ifade etmektedir. Alacak senetleri ise, mal ve hizmet satışı sonucunda ortaya çıkan senetli alacakları ifade etmektedir. Şüpheli ticari alacaklar ise, işletmenin esas faaliyetlerine ilişkin mal ve hizmet satışı sonucunda ortaya çıkan alacakların, vadesinde ödenmemesi durumunda ortaya çıkan ve belirli yasal takiplerin başlatıldığı, ödenmesinin mümkün olacağı ya da olmayacağı alacaklar olarak ifade edilebilir. Şüpheli ticari alacaklar, işletme açısından dezavantaj oluşturabilirken aynı zamanda avantaj da oluşturabilir. Şüpheli ticari alacakların ortaya çıkması yani alacakların vadesinde ödenmemesi, işletmenin nakit dönüş süresinin uzamasına neden olabilir. Nakit dönüş süresinin uzaması, likiditeyi düşürecek ve işletmenin dış finansman kaynağı ile finanse edilmesine ve çalışma sermayesine yapılan yatırımların maliyetinin artmasına neden olacaktır. Şüpheli ticari alacakların işletmeye sağlayacağı avantaj ise vergi avantajıdır. Vergi kanunları,

işletmenin takibe düşmüş ve ödenmeyeceği kesinleşmiş alacakları için karşılık ayırma imkânı tanımaktadır. Ayrılan karşılıklar, işletme tarafından gider olarak gösterilebilecek ve ödenecek vergi miktarının azalmasında da etkili olacaktır.

İşletmeler satışlarını her zaman peşin olarak gerçekleştirememektedirler. Bu durum işletmelerin müşterilerine vade tanınmasına yani alacakların ortaya çıkmasına neden olmaktadır. Ticari alacakların vadesi bir yıldan kısa olduğundan çalışma sermayesine yapılan bir yatırım olarak değerlendirilebilir. Ticari alacaklar grubu, işletmenin müşterilerini finanse ettiğini gösteren gruptur. Bunun için işletmenin ticari alacaklar grubu değerlendirilirken satıcılar grubu ile birlikte değerlendirilmesi daha uygun olmaktadır. Çünkü işletmenin müşterilerine tanıdığı vadenin satıcılar tarafından tanınan vadeden kısa olması gerekmektedir. Böylece işletme, alacaklarının tahsilini sağladığında satıcılara olan borcunu da nakit sıkıntısı yaşamadan ödeyebilecektir (Aksoy, 2017:496).

Bilançonun dönen varlıklar grubunda yer alan ticari alacaklar, hazır değerler (nakit ve nakit benzerleri) grubundan sonra işletmenin likiditesi yüksek olan çalışma sermayesi unsurudur. İşletmeler, sektördeki rekabet koşullarına uyum sağlayabilmek ve müşterilerinin beklentilerini karşılayabilmek amacıyla peşin veya vadeli satış yapabilirler. Satışların peşin olarak yapılması işletme açısından cazip olsa da satışlarını artırmak için vadeli satışlara başvurabilirler. Peşin satışlar işletmenin likiditesinin artmasında rol oynarken, vadeli satışlar ile işletmenin likiditesi düşecektir ancak daha fazla müşteri grubuna ulaşabilmesine imkan sağlayacaktır. Alacak yönetimi, işletmenin vadeli satış tutarının sınırının ve satışların vadesinin ne kadar olması ile ilgilidir. İşletmenin satışları içerisinde kredili satışların tutarının artması, ticari alacaklar grubunun artmasına neden olmaktadır. İşletmenin ticari alacağının bulunması, bu alacakların vadesinde ödeneceği anlamına gelmemektedir. Çünkü bu alacakların tahsil edilememe riski söz konusu olabilmektedir. İşletme, yaptığı kredili satışlarla müşterinin beklentilerini karşılarken diğer taraftan da ticari alacakların tahsil edilememe riski ile karşı karşıya kalabilmektedir (Çimen, 2017:262).

Çalışma sermayesi unsurlarının ana özelliği, kısa vadeli ve hemen paraya çevrilebilme özelliğine sahip olmasıdır. Dolayısıyla, alacak yönetiminin amacı, alacakların tahsilinden elde edilecek nakdin kontrol altına alınarak işletmenin likiditesini korumaktır. Ticari alacakların vadesinde tahsil edilememesi işletmenin nakit akışında problem yaşamasına neden olabilmektedir. Nakit akışında yaşanan



problem, ticari alacakların miktarının artmasına neden olacaktır. Alacakların tahsil edilememesinden dolayı ortaya çıkan nakit problemi, dış finansman kaynağı ile sağlanacaktır. Bu durumda, işletmenin finans yöneticisi nakit akışının devam etmesini ve kısa vadeli borçlanma ihtiyacını en alt seviyeye indirebilecek kredi kabul-tahsilat mekanizmasını kurması gerekmektedir (Kök ve Aksu, 2013:168).

İşletmenin etkin bir alacak yönetimi oluşturabilmesi için alacak miktarını etkileyecek unsurları tespit etmesi gerekmektedir. Alacak tutarı, işletmeden işletmeye farklılık gösterebilir. Alacak tutarlarındaki farklılık işletmenin finansal gücüne, yönetim anlayışına ve yapısına bağlı olarak değişiklik gösterebilir. İşletmenin alacaklarının büyüklüğünü etkileyen unsurlar iki grupta toplanabilir. Bunlar; işletme tarafından kontrol edilemeyen unsurlar ve işletme tarafından kontrol edilebilen unsurlardır. İşletme tarafından kontrol edilemeyen unsurlar; işletmenin büyüklüğü, işletmenin ürettiği mal ve hizmetlerin türü, işletmenin satış miktarı ve mevsimsel değişimler, ekonomik konjonktür ve rekabettir. İşletme tarafından kontrol edilebilen unsurlar ise müşterilerin kredibilitésinin değerlendirilmesi ve seçilmesi, kredili satış şartları ve alacaklara ilişkin uygulanacak tahsilat politikasıdır. Bu belirtilen unsurların her birinin alacak tutarına etkisi, her işletmede farklılık gösterebilir (Akın vd., 2015:288).

İşletmenin ticari alacaklarının verimliliğinin ölçülmesinde kullanılan iki önemli oran vardır. Bu oranlar; alacak devir hızı ve alacakların ortalama tahsil süresidir. Bu oranları matematiksel olarak ifade edecek olursak;

$$ADH = \frac{\text{Net Satışlar}(SMM)}{\text{Ort.Ticari Alacaklar}} \quad (1) \quad AOTS = \frac{365}{\text{Alacak Devir Hızı}} \quad (2)$$

Alacak devir hızı (ADH), işletmenin esas faaliyetleri sonucunda ortaya çıkan alacaklarını bir faaliyet dönemi içerisinde kaç defa tahsil ettiğini gösteren orandır. Alacakların ortalama tahsil süresi (AOTS) ise, alacak devir hızına bağlı olarak hesaplanan ve alacak devir hızını destekleyen bir oran olup işletmenin alacaklarını bir faaliyet dönemi içerisinde kaç günde bir tahsil ettiğini gösteren orandır.

Alacak devir hızı ile alacakların ortalama tahsil süresi arasında negatif bir ilişki söz konusudur. Buna bağlı olarak, alacak devir hızı yüksek olan bir işletmenin alacaklarının tahsil süresi de kısa olmaktadır. Bu oranlar, birbiriyle bağlantılı olarak

çalışmakta ve işletmenin ticari alacak tahsilat politikası hakkında bakış açısına sahip olmaya yardımcı olmaktadır.

Alacak devir hızı, işletmenin ticari alacaklarını tahsil edebilme yeteneğini göstermektedir. Alacak devir hızının düşük olması işletmenin rekabet gücünün düşük olduğunu, müşterilere tanınan vadenin uzadığını, alacakların tahsilinde problem yaşandığını, etkin tahsilat politikasının olmadığını ve kredi tanınan müşterilerde seçici davranılmadığını göstermektedir. Alacak devir hızının yüksek olması, işletmenin alacaklarının tahsilatında problem yaşamadığını, müşterilere tanınan vadenin kısaldığını ve etkin tahsilat politikası uyguladığını ortaya koymaktadır. Alacakların ortalama tahsil süresi ise işletmenin alacaklarını ne kadar sürede tahsil ettiğini ortaya koymaktadır. Buna göre, alacakların tahsil süresi kısalan işletmenin, etkin tahsil politikası izlediğini ve rekabet gücündeki gelişmelere bağlı olarak peşin satışlara yöneldiğini göstermektedir. Bu durum, işletmenin alacaklarını finanse edebilmek adına daha az dış finansman kaynağına ihtiyaç duyduğunu ve işletmenin karlılığında artışa neden olabileceğini ortaya koyabilir (Çabuk ve Lazol, 2014:217; Sakarya, 2008:235; Akdoğan ve Tenker, 2006:629).

Bu oranlar ile işletmenin alacaklarını tahsil etme yeteneğinin tam anlamıyla anlaşılabilmesi için faaliyet gösterdiği sektörün ortalamasının dikkate alınarak değerlendirilmesi, işletmenin alacak yönetiminin etkinliği hakkında daha doğru yorumların yapılmasında etkili olacaktır.

### 3.3.3. Stoklar

Stoklar, işletmede bir faaliyet dönemi içerisinde satılmak üzere elde tutulan, satılmak üzere üretilmekte olan veya üretim sürecinde ya da hizmet sunumunda kullanılmak üzere elde tutulan ilk madde ve malzeme şeklindeki varlıklardır (Örten vd., 2012:41). Bir işletmenin sahip olabileceği stok çeşidi dört tanedir. Bu stok türleri sınıflandırılacak olursa;

- İlk madde ve malzeme (Hammadde)
- Yarı Mamul
- Mamul ve
- Ticari Maldır.

Yukarıda bahsedilen ilk madde ve malzeme, yarı mamul, mamul ve ticari mallar çalışma sermayesinin unsurları olarak değerlendirilmektedir. Üretim yapan

işletmelerde hammadde, yarı mamul ve mamuller önemli yer tutarken, ticari mallar ise perakende sektöründe faaliyet gösteren işletmelerde önemli yer tutmaktadır.

Hammadde, bir mamulün üretim başlangıcında kullanılmak üzere elde tutulan ve mamulün ana maddesini oluşturan varlıktır. Hammadde doğada hazır bulunabileceği gibi başka bir işletme tarafından üretilen unsurlar da olabilmektedir. Örneğin; iplik üretiminde kullanılan pamuk bitkisi gibi. Yarı mamul, adında anlaşılacağı üzere üretim süreci tamamlanmamış, henüz tam anlamıyla mamul halini almamış ve mamul halini alabilmesi için bazı üretim aşamalarından geçmesi gereken varlıklardır. Mamul ise, üretim aşamaları sonucunda tamamlanmış ve müşterilerin satın alması için hazır hale getirilmiş stok türüdür. Ticari mal ise, perakende sektöründe faaliyet gösteren ticaret işletmelerinin, üzerinde hiçbir değişiklik yapmadan satmak amacıyla elinde bulundurduğu stok türüdür (Ross vd., 2017:571; Yükçü, 2009:273-310; Aksoy, 2017:510).

Stok yönetimi, işletmenin stok düzeyini izleyerek, stoklarının hangi düzeyde olması gerektiğini, stokların yenilenme zamanını ve verilecek sipariş miktarının ne kadar büyüklükte olması gerektiğine ilişkin karar verme sürecidir (Düzakın Gereklioğlu, 2013:165).

İşletmeler talepleri karşılamak amacıyla ellerinde belirli miktarda stok bulundurmaya isterler. İşletmenin elinde yetersiz stok bulundurması müşterilerin siparişlerini zamanında yerine getirememeye riskine yol açabilir. İşletmenin elinde yüksek miktarlarda stok bulundurması ise likiditesini olumsuz yönde etkileyebilir (Berk, 2015:434).

Çalışma sermayesinin bir unsuru olan stoklar, dönen varlık içerisinde likiditesi en düşük olan varlık kalemlerinden birisidir. Stoklar, dönen varlıklar içerisinde yer alan ve faaliyet dönemi içerisinde nakde çevrilen veya nakde çevrilebilmesi ön görülen varlık kalemidir (Kiracı, 2009:162). Stok yönetiminin amacı, işletme sahip veya ortaklarının beklentilerini göz önünde bulundurmak suretiyle, işletme faaliyetlerinin devamlılığı için gerekli olan stok ihtiyacının belirlenerek, stokların en uygun seviyede tutulmasını sağlayarak işletmenin değerini ve karlılığını en üst seviyeye çıkarmanın yanı sıra müşteri taleplerinin karşılanarak stok bulundurma maliyetlerinin ve stok taşıma maliyetlerinin minimum seviyeye indirilerek işletmenin stok miktarının kontrol altına alınması ve belirlenmesidir (Michalski, 2014:129; Kiracı, 2009:163).

Stoklar, ticari alacaklar gibi çalışma sermayesi unsuru olarak değerlendirilir. Stoklar, işletmenin likiditesi ve karlılığı üzerinde etkiye sahip çalışma sermayesi unsurudur. Stoklar ve ticari alacak kalemleri işletmenin satışlarına bağlı olarak ortaya çıkan unsurlardır. Stoklar ve ticari alacaklar kalemi arasındaki tek fark; stoklar satışlardan önce ortaya çıkarken, ticari alacaklar ise satışlardan sonra ortaya çıkmaktadır. İşletmenin sahip olduğu stok miktarı faaliyette bulunulan ülkenin ekonomik durumundan etkilenebilmektedir. Faaliyette bulunulan ülkenin ekonomik gelişimi olumlu yönde ise işletmenin satışları artış gösterecek ve stok miktarında artış meydana gelecektir. Eğer ülke ekonomisinde bir olumsuzluk söz konusu ise talebe bağlı olarak işletmenin satışlarında bir düşüş yaşanacaktır. Satışlarda yaşanan düşüş, stok miktarının önce sabit bir seviyede kalmasına daha sonra stok miktarının azalmasına neden olacaktır (Çimen, 2017:270).

İşletmeler, faaliyet büyüklüklerine ve döngüsüne bağlı olarak stok düzeyini belirlerken, stokların finansman türü de çalışma sermayesi yönetiminin etkinliği açısından önemlidir. İşletmenin stoklarını vadeli seçenekle satın alması durumunda, peşin satın alımlara göre, işletmeden nakit çıkışı daha sonraki dönemde gerçekleşeceğinden nakit dönüşüm süresinde azalma meydana gelecektir. Ticari borç ödeme süresinin uzatılması stok alımlarından kaynaklanan finansman yükünün, satıcılar tarafından üstlenilmesini sağlayacaktır. Buna bağlı olarak işletmenin bu finansman yöntemi, likidite ve karlılığı etkileyecektir (Topak, 2018:74).

İşletmelerin, stok yönetimine ilişkin verimliliklerini ve performanslarını ölçmede kullanılan iki önemli oran vardır. Bu oranlar: stok devir hızı (SDH) ve stok devir süresidir (SDS). Bu oranları, matematiksel olarak ifade edecek olursak;

$$SDH = \frac{SMM}{Ort.Stoklar} \quad (3) \qquad SDS = \frac{365}{SDH} \quad (4)$$

Stok devir hızı, işletmenin bir faaliyet dönemi içerisinde stoklarını kaç defa yenileyebildiğini gösteren orandır. Stok devir süresi ise, stok devir hızına bağlı olarak hesaplanan oran olup, stokların bir faaliyet dönemi içerisinde ne kadar sürede yenilendiğini gösteren orandır.

Stok devir hızının yüksek olması, işletmenin sahip olduğu stokları etkin bir şekilde yönetebildiğini göstermektedir. Stok devir hızı, işletmenin karlılığını artırabileceği gibi stokları finanse etmek için yabancı kaynak unsuruna fazla

başvurulmayacağını göstermektedir. Stok devir hızı yüksek olan işletmenin rekabet gücü yüksektir ve faaliyet gösterdiği sektördeki diğer işletmelere göre etkili bir rekabet avantajına sahiptir. Stok devir hızı yüksek olan işletme, stokların fiyatını düşürmesine bağlı olarak kar marjını düşürerek sürümden kazanma fikriyle satış hacmini genişleterek işletmenin karlılığını artırabilir (Akgüç, 2010:463).

Stok devir hızının yüksek olması, işletmenin stoklarını daha kısa sürede nakde çevirebildiğini göstermektedir. Bu durum, işletmenin satışlarında bir artış olduğunu göstermektedir. İşletmenin stok devir hızının yükselmesi, stokların optimum seviyede tutulduğunu ve kullanıldığını gösterir. Dolayısıyla, işletmenin daha az çalışma sermayesi ile daha yüksek kar elde etme olanağına sahip olacağını gösterir. Ancak işletmenin stok devir hızının yüksek olması her zaman iyi anlama gelmeyebilir. Bu durum işletmenin yetersiz stok ile çalıştığını, işletmenin tam kapasite ile çalışmadığını ve bazı satış fırsatlarını kaçırdığını gösterebilir. Bahsedilen olumsuz durumlar, işletmenin istenilen düzeyde kar elde etmesini engelleyebilir (Kiracı, 2009:167).

Stok devir süresi, işletmenin sahip olduğu stokları ne kadar sürede yenilediğini ortaya koymaktadır. Stok devir süresindeki değişim, işletmenin piyasada ki rekabet durumunu ve stok politikaları hakkında bilgi vermektedir. Stok devir süresi kısa olan bir işletmenin etkin stok politikasına sahip olduğunu ve rekabet gücündeki artışa bağlı olarak daha fazla satış yapabildiğini gösterir. Buna bağlı olarak, satışların artması ile birlikte işletmenin dış finansman kaynağına olan ihtiyacı azalacağından daha az finansman giderine katlanacağını ve karlılığını olumlu yönde etkileyeceği söylenebilir (Sakarya, 2008:236).

### **3.3.4. Ticari Borçlar**

Ticari borçlar, işletmenin mal ve hizmet alımı sonucunda ortaya çıkan ve kısa vadeli yabancı kaynaklar bölümünde yer alan bir hesaptır. İşletme mal ve hizmet satın aldığı tedarikçisinden sağladığı kredileri ticari borçlar hesabında takip eder ve böylece ticari borç finansmanından yararlanmış olur. Ticari borçlar grubu, kısa vadeli kaynaklar bölümünün önemli hesap grubu olup, kısa vadeli yabancı kaynaklar içerisinde önemli bir paya sahiptir (Brigham ve Houston, 2012:513).

İşletmenin ticari borç yönetiminin değerlendirilmesinde kullanılan iki önemli oran vardır. Bu oranlar; ticari borç devir hızı (TBDH) ve ticari borç ödeme süresidir (TBÖS). Bu oranları, matematiksel olarak ifade edecek olursak;

$$TBDS = \frac{SMM}{Ort.Ticari Borçlar} \quad (5) \quad TBÖS = \frac{365}{TBDS} \quad (6)$$

Ticari borç devir hızı, işletmenin kredili olarak mal ve hizmet alımı sonucunda ortaya çıkan ticari borçlarını bir yıl içerisinde veya bir faaliyet döneminde kaç kez ödeyebildiğini göstermektedir. Ticari borç ödeme süresi ise, işletmenin mal ve hizmet alımından doğan ticari borçlarını kaç günde bir ödeyebildiğini ortaya koyan bir orandır. Bu oran ticari borç devir hızına bağlı olarak hesaplanan ve ticari borç devir hızını destekleyen bir orandır.

Ticari borç devir hızı, işletmenin mal ve hizmet satın aldığı işletme tarafından değerlendirilerek satışa ilişkin kredi sağlanıp sağlanamayacağı konusunda bilgi sahibi olunmasına yardımcı olan orandır. Bu oranın yüksek olması, işletmenin ticari borç ödemelerine ilişkin etkin politika izlediği konusunda bilgi verir. Bu oranın düşük olması, işletmenin mal ve hizmet alımının yavaş olduğunu ayrıca işletmenin ticari borçlarını zamanında ödeyemediğini ve peşin alımlarda yavaşlama olduğunu gösterir. Dolayısıyla, işletme etkin bir ticari borç finansmanı politikası oluşturarak ticari borç devir hızını yüksek tutmaya çalışmalıdır (Akgüç, 1998:59).

İşletmenin, ticari borç ödeme süresinin kısa olması yani ticari borç devir hızının yüksek olması istenir. Alacak devir hızında da belirtildiği gibi ticari borç devir süresi ve ticari borç ödeme süresi arasında negatif ilişki söz konusudur. Vadeli mal alışı için işletmeye başvuran müşteri işletmenin, ticari borç ödeme süresi hesaplanarak sektör ortalaması ile karşılaştırılmalıdır. Eğer müşteri işletme, sektör ortalamasının altında ise kredi açacak işletmenin dikkatli olması gerekmektedir. Ayrıca müşteri işletmenin, ticari borç ödeme süresinin uzun olması ticari borçlarını ödeme konusunda problem yaşadığını ya da kısa vadeli yabancı kaynaklarını uzun vadeli yabancı kaynaklarla yeniden yapılandırma yoluna gittiğini gösterebilir.

### 3.4. ÇALIŞMA SERMAYESİ FİNANSMAN POLİTİKALARI

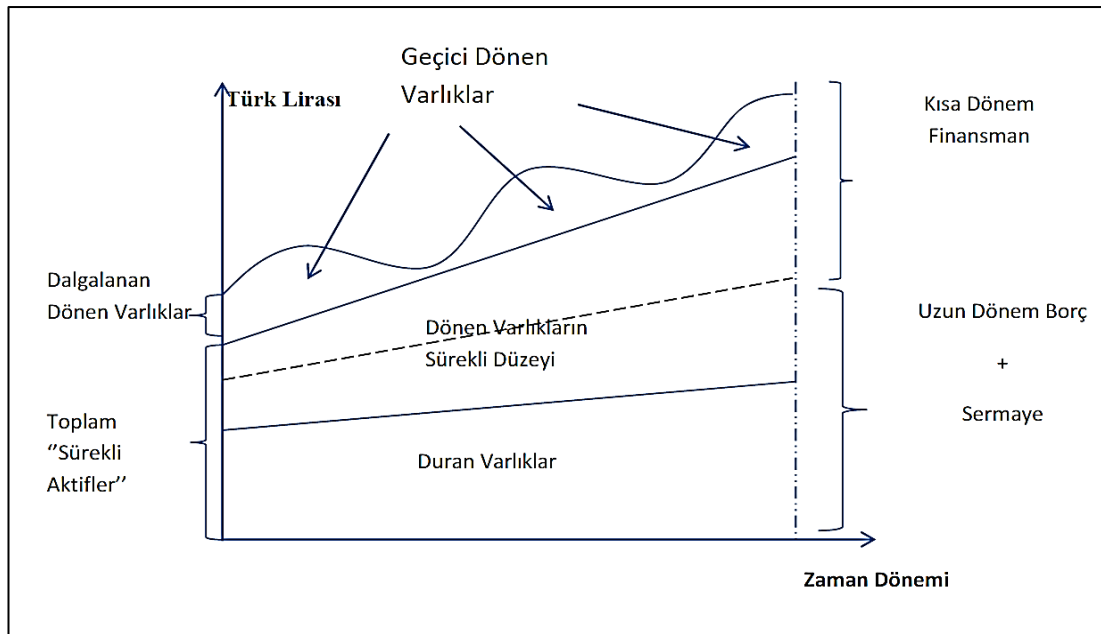
Bu başlık altında, işletmelerin çalışma sermayelerinin finansmanını sağlarken tercih edilen, dengeli finansman politikası, muhafazakar finansman politikası ve agresif finansman politikasından bahsedilecektir.

### 3.4.1. Agresif (Atak) Finansman Politikası

Agresif finansman politikası, işletmelerin yeterli miktarda uzun vadeli finansman kaynağı bulamadığında veya uzun vadeli finansman kaynaklarının maliyetinin, kısa vadeli finansman kaynaklarının maliyetinden yüksek olduğu durumlarda ya da işletmenin her zaman kısa vadeli finansman kaynağı bulamadığı durumlarda başvurduğu politikadır. Bu politikanın amacı karlılığı artırmaktır. Ancak karlılık artarken riskin de artması kaçınılmazdır (Okka, 2006:184).

Agresif çalışma sermayesi finansman politikası, işletmenin mevsimsel olarak ortaya çıkan finansman ihtiyacı ile dönen varlıkların bir kısmının kısa vadeli finansman kaynakları ile geri kalan kısmının ise uzun vadeli finansman kaynakları ile karşılandığını göstermektedir. İşletmenin duran varlıklarının bir kısmının da kısa vadeli finansman kaynakları ile finanse edilmesi, çalışma sermayesi finansman politikasının en agresif şeklidir (Correia vd., 2007:7).

Agresif çalışma sermayesi politikasında; işletme, dönen varlıkların oranının toplam varlıklar içerisindeki payını düşürmek veya toplam kaynak içerisindeki kısa vadeli borçların oranını yükseltmek suretiyle pozisyon almaktadır (Afza ve Nazir, 2007:11).



Şekil 3.3. Agresif Çalışma Sermayesi Finansman Politikası (Okka, 2006:184)

Şekil 3.3'e göre, dönen varlıkların dalgalanan kısmı ve dönen varlıkların sürekli kısmının bir bölümü, kısa vadeli finansman ile karşılanmaktadır. Aynı zamanda dönen varlıkların sürekli kısmı ve duran varlıklar da uzun dönemli finansman kaynağı ile karşılanmaktadır. Bu politika sayesinde işletme, kısa vadeli finansman kaynağının maliyetinin düşük olmasından dolayı sermaye maliyetini düşürecek ve karlılığını artırabilecektir. Agresif politikada işletme daha fazla çalışma sermayesi bulunduracağından likiditesi düşecek ve risk düzeyi de artacaktır.

Agresif çalışma sermayesi politikası karlılık üzerinde olumlu etkiye neden olabilir. Ancak bu politikayı benimseyen işletme dikkatli olmalıdır. Çünkü stok seviyesini veya alacak seviyesini düşük tutması durumunda müşteri taleplerini zamanında karşılayamayacak ve satışlar azalma yönünde bir eğilim gösterecektir (Dursun ve Ayriçay, 2012:201).

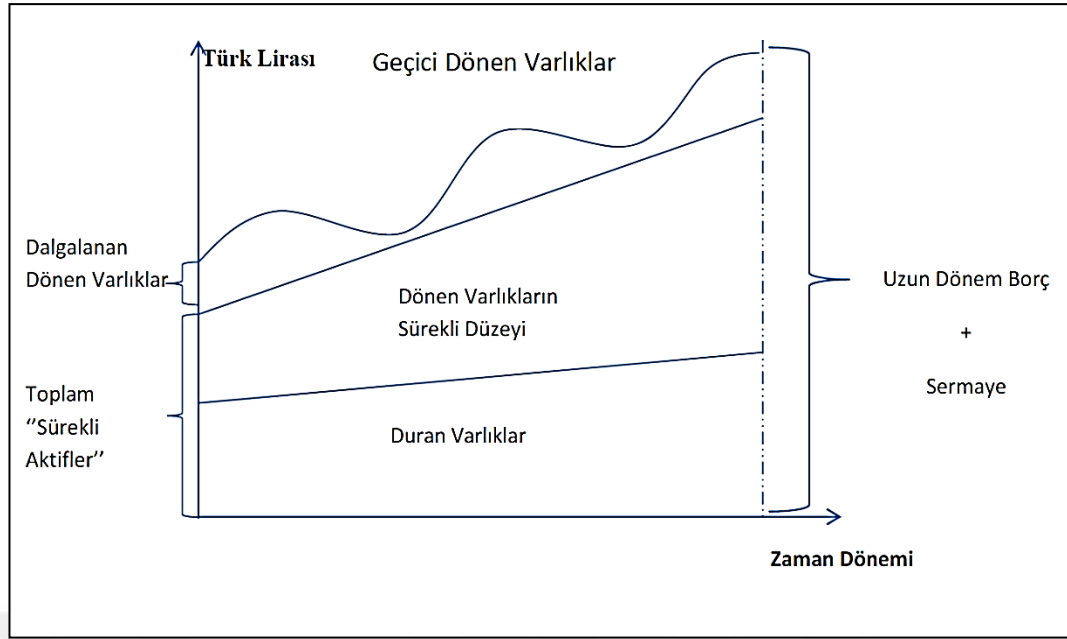
#### **3.4.2. Muhafazakâr (Tutucu) Finansman Politikası**

Muhafazakâr finansman politikası, ekonomik koşulların ya da işletmenin finansal durumun bozulmaya başladığı durumlarda tercih edilen bir politikadır. Bu durumlarda işletme, kısa vadeli finansman kaynakları bulmakta veya yüksek maliyetlerle finanse edilmektedir. Bu ihtimallerden dolayı işletme karşılaşılabileceği risklerden korunmak için muhafazakâr politikayı uygulamaya yöneltecektir (Okka, 2006:183).

Bu politikayı benimseyen işletme, karşılaşılabileceği olumsuz durumlara karşı kendini korumak, likidite düzeyini artırmak ve riski azaltmak için elinde fazla miktarda dönen varlık bulunduracaktır (Türkmen, 2017:246).

Muhafazakâr politikayı benimseyen işletme, faaliyetlerini uzun vadeli finansman kaynakları ile finanse etmeye eğilimlidir ve kısa vadeli finansman kaynaklarını, karşılaşılabileceği olumsuz durumlarda kullanmak isteyecektir (Ukaegbu, 2014:2).





Şekil 3. 4. Muhafazakâr Çalışma Sermayesi Finansman Politikası (Okka, 2006:183)

Şekil 3.4’de görüldüğü üzere, muhafazakar finansman politikasını benimseyen işletme, dönen varlıklarının sürekli kısmını ve duran varlıklarını uzun vadeli finansman kaynakları ve öz kaynak ile karşılamaktadır.

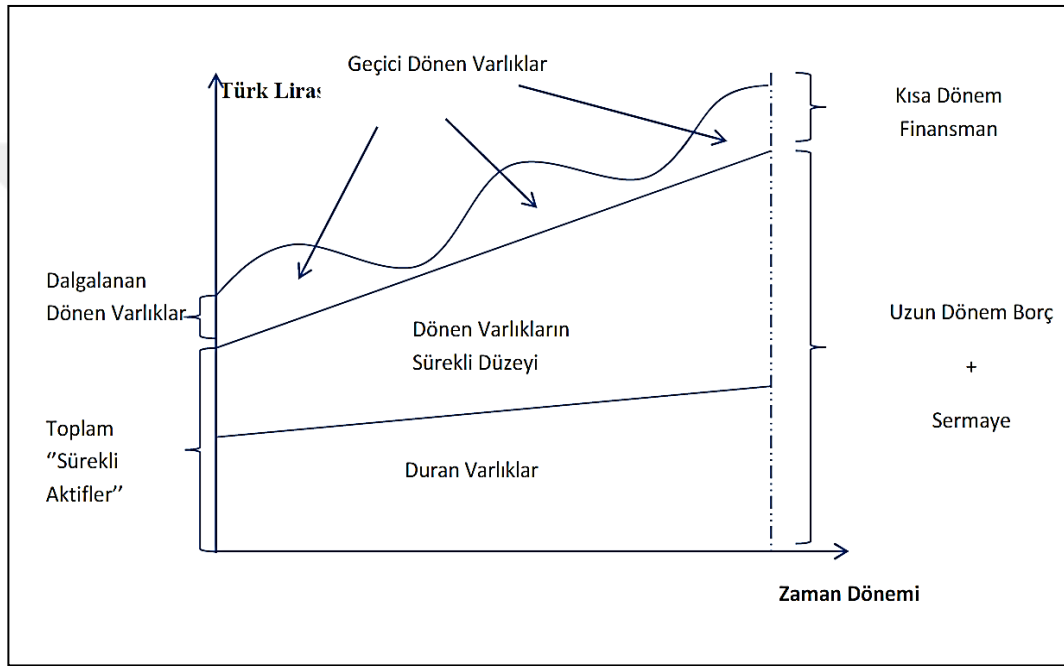
Çalışma sermayesi yönetiminde muhafazakâr finansman politikası uygulandığında toplam aktif içerisinde yüksek oranda dönen varlık miktarı veya toplam kaynak içerisinde yüksek oranda uzun vadeli finansman kaynağı bulunmaktadır. Bu durumda işletmenin likiditesi artmakla birlikte karlılığında da azalmaya neden olabilmektedir. Ancak bu durum her zaman gerçekleşmeyebilir. Bazı durumlarda stok seviyesinin yüksek olması, işletmenin üretim sürecinde meydana gelebilecek kesintileri azaltarak, üretimde meydana gelebilecek aksaklıkların önlenmesinin yanı sıra işletmenin tedarik maliyetlerinin düşmesine ve fiyatlarda meydana gelecek değişimlere karşı işletmeyi koruyarak, maliyetlerin düşmesini sağlayabilir ve karlılığı da artırabilir (Dursun ve Ayrıçay, 2012:201).

### 3.4.3. Dengeli (İlımlı) Finansman Politikası

Bu politika, daha önce bahsedilen agresif ve muhafazakar finansman politikasının arasında olan bir politikadır. İşletme tarafından beklenen karlılık düzeyi ve risk düzeyi iki yaklaşım arasındadır. Yani ne çok agresiftir ne de çok muhafazakârdır. Bu politikada, işletmenin dönen varlık edinme dönemi ile finansman

ihtiyacı hissettiği dönemler birbiri ile uyumlu olmaktadır. Buna bağlı olarak, dönen varlıkların, nakit dönüş süresinin ve işletmenin borçlanma süresinin uyumlu olması gerekmektedir (Türkmen, 2017:247).

Dengeli finansman politikasında işletme, duran varlıklarının ve çalışma sermayesinin sürekli kısmını uzun vadeli finansman kaynakları ile finanse ederken, geçici dönen varlıkları ve mevsimlik dalgalanmaları da kısa vadeli finansman kaynakları ile finanse etmektedir (Karan, 2013:158; Ukaegbu, 2014:2).



Şekil 3. 5. Dengeli Çalışma Sermayesi Finansman Politikası (Karan, 2013:158)

Şekil 3.5'te görüldüğü gibi, işletme dönen varlıklarının sürekli kısmını ve duran varlıklarını, uzun vadeli finansman kaynağı ve öz kaynak ile karşılarken, dönen varlıkların geçici olan kısmını, kısa vadeli finansman kaynağı ile karşılamaktadır. Bu durumda işletme, uzun vadeli ihtiyaçları için uzun vadeli finansman kaynağını tercih edeceğinden nakit problemi yaşamayacaktır. Aynı şekilde işletme, dönen varlıklarının geçici kısmını ve mevsimlik değişimleri kısa vadeli finansman kaynağı ile karşıladığından dönen varlıkların likiditesinde problem yaşamayacaktır. Başka bir ifade ile işletme satın aldığı stoklarını kısa vadeli finansman kaynağı ile sağladığı için, bu stokları borcun vadesi içerisinde üretimini

gerçekleştirip satabileceğinden yüksek miktarda borçlanma ihtiyacı hissetmeyecek ve borcunu da vadesinde ödeyebilecektir (Karan, 2013:158).

### **3.5. KURUMSAL YÖNETİM UYGULAMALARININ ÇALIŞMA SERMAYESİ YÖNETİMİ ÜZERİNE ETKİSİNE İLİŞKİN YAPILAN ÇALIŞMALAR**

Küreselleşmenin önemi her geçen gün artmaktadır. Buna bağlı olarak sermaye piyasaları gelişmekte ve şirketlere yatırım yapan yerli ve yabancı yatırımcı sayısı da gün geçtikçe artmaktadır. Bu gelişimle birlikte kurumsal yönetimin önemi de gün geçtikçe artmaktadır. Kurumsal yönetim faaliyetleri şirketin sahip olduğu varlıkların ve kaynakların etkin bir şekilde yönetilmesi ile ilgilidir. Çalışma sermayesi ise şirketlerin veya işletmelerin faaliyetlerini devam ettirebilmesi için gerekli olan unsurlardır. Bu çalışmada kurumsal yönetim uygulamalarının çalışma sermayesi yönetimi üzerindeki etkisi araştırılmıştır. Bu konu üzerine yapılan çalışmalar farklı ülkelerde çalışılmış ve hala devam etmektedir. Kurumsal yönetim uygulamalarının çalışma sermayesi yönetimi üzerine etkisini araştıran çalışmalar aşağıda tarihsel sıra ile incelenmiştir.

Gill ve Biger (2013), New York Borsası'nda işlem gören 180 firmanın 2009-2011 yılları arasına ait verileri yardımı ile kurumsal yönetim uygulamalarının çalışma sermayesi yönetimi üzerine etkisini incelemiştir. Çalışmada, bağımlı değişken olarak; ticari alacak devir süresi, stok devir süresi, ticari borç ödeme süresi, nakit dönüş süresi, ortalama nakit miktarı, cari oran ve nakit dönüş verimliliği, bağımsız değişken olarak; CEO'nun şirkette çalıştığı yıl, CEO Duality yani CEO ve yönetim kurulu başkanının aynı kişi olma durumu, yönetim kurulu üye sayısı ve denetim komitesi üye sayısını kullanmıştır. Çalışma sonucunda, CEO Duality'nin (yönetimde ikilik) alacak devir süresi üzerinde pozitif ve anlamlı etkisinin olduğunu, CEO'nun şirkette çalıştığı yılın, yönetim kurulu üye sayısının ve denetim komitesi üye sayısının alacak devir süresi üzerinde etkisinin olmadığını; yönetimde ikiliğin, CEO'nun şirkette çalıştığı yılın, yönetim kurulu üye sayısının ve denetim komitesi üye sayısının stok devir süresi üzerinde etkisinin olmadığını; yönetimde ikiliğin ticari borç ödeme süresi üzerinde anlamlı ve pozitif etkisinin olduğunu, CEO'nun şirkette çalıştığı yılın, yönetim kurulu üye sayısının ve denetim komitesi üye sayısının ticari borç ödeme süresi üzerinde herhangi bir etkisinin olmadığını; yönetim kurulu üye sayısının nakit dönüş süresi üzerinde anlamlı ve negatif etkisinin olduğunu, yönetimde ikiliğin, CEO'nun şirkette çalıştığı yılın ve denetim komitesi üye sayısının

nakit dönüş süresi üzerinde herhangi bir etkisinin olmadığını; CEO'nun şirkette çalıştığı yıl sayısının cari oran üzerinde pozitif etkisinin olduğunu, yönetim kurulu üye sayısının cari oran üzerinde negatif etkisinin olduğunu, yönetimde ikiliğin ve denetim komitesi üye sayısının cari oran üzerinde etkisinin olmadığını; CEO'nun şirkette çalıştığı yılın nakit yönetimi üzerinde pozitif ve anlamlı etkisinin olduğunu, CEO Duality yani CEO ve yönetim kurulu başkanının aynı kişi olmasının, yönetim kurulu üye sayısının ve denetim komitesi üye sayısının nakit yönetimi üzerinde etkisinin olmadığını; CEO'nun şirkette çalıştığı yılın, CEO Duality yani CEO ve yönetim kurulu başkanının aynı kişi olma durumunun, yönetim kurulu üye sayısının ve denetim komitesi üye sayısının nakit dönüş verimliliği üzerinde herhangi bir etkisinin olmadığını tespit etmişlerdir.

Achchuthan ve Kajanathan (2013), Sri-Lanka Borsası'nda işlem gören 25 imalat şirketinin 2007 ile 2011 yıllarına ait verileri yardımı ile kurumsal yönetim uygulamalarının çalışma sermayesi yönetimi üzerine etkisini araştırmışlardır. Çalışmada, bağımlı değişken olarak; ticari alacakların tahsil süresi, ticari borç ödeme süresi, stok devir süresi, nakit dönüş süresi ve cari oran kullanılmıştır. Bağımsız değişken olarak; yönetimde ikilik, yönetim kurulu bağımsız üye oranı, yönetim kuruluna bağlı olarak kurulan komite sayısı ve yönetim kurulu toplantı sayısını kullanmışlardır. Çalışma sonucunda; CEO ve yönetim kurulu başkanının aynı kişi olmasının, yönetim kurulunda yer alan bağımsız üye oranının, komite sayısının ve yönetim kurulu toplantı sayısının ticari alacakların tahsil süresi, ticari borç ödeme süresi, stok devir süresi, nakit dönüş süresi ve cari oran üzerinde etkisinin olmadığını ortaya koymuşlardır.

Kajanathan ve Achchuthan (2013), Kolombiya Borsası'nda işlem gören 25 şirketin 2007-2011 yıllarına ait verilerini kullanarak kurumsal yönetim uygulamalarının çalışma sermayesi yönetimi üzerine etkisini incelemişlerdir. Çalışmanın bağımlı değişkenleri; nakit dönüş süresi, dönen varlıkların toplam varlıklara oranı ve kısa vadeli borçların toplam varlıklara oranıdır. Çalışmanın bağımsız değişken olarak; CEO ve yönetim kurulu başkanının aynı kişi olma durumu, yönetim kurulu üye sayısı, yönetim kuruluna bağlı komite sayısı ve yönetim kurulu toplantı sayısını kullanmışlardır. Çalışmanın sonucunda; CEO ve yönetim kurulu başkanının aynı kişi olma durumunun, yönetim kurulu üye sayısının, yönetim kuruluna bağlı komite sayısının ve yönetim kurulu toplantı sayısının nakit dönüş süresi üzerinde herhangi bir etkisinin olmadığını; CEO ve yönetim kurulu başkanının

aynı kişi olma durumunun, yönetim kurulu üye sayısının, yönetim kuruluna bağlı komite sayısının ve yönetim kurulu toplantı sayısının dönen varlıkların toplam varlıklara oranına etkisinin olmadığını; CEO ve yönetim kurulu başkanının aynı kişi olma durumunun, yönetim kuruluna bağlı komite sayısının ve yönetim kurulu toplantı sayısının kısa vadeli borçların toplam varlıklara oranı üzerinde herhangi bir etkisinin olmadığını ancak yönetim kurulu üye sayısının kısa vadeli borçların toplam varlıklara oranı üzerinde negatif ve anlamlı etkisinin olduğunu tespit etmişlerdir.

Kamau ve Basweti (2013), Nairobi Borsası'nda işlem gören 42 şirketin 2006-2012 yılları arasına ait verilerinin yardımı ile kurumsal yönetim uygulamaları ve çalışma sermayesi yönetimi arasındaki ilişkiyi analiz etmişlerdir. Çalışmada bağımlı değişken olarak; performans indeksi ve kullanım indeksi hesaplamasından sonra elde edilen çalışma sermayesi verimlilik skoru kullanılmıştır. Bağımsız değişken olarak; yönetimde ikilik, yönetim kurulu üye sayısı, yönetim kuruluna bağlı komite sayısı, yönetim kurulu toplantı sayısı, CEO'nun şirketteki hizmet yılı ve yöneticilere ödenen ücret miktarını kullanmışlardır. Çalışma sonucunda; yönetimde ikiliğin, yönetim kurulu üye sayısının, yönetim kuruluna bağlı komite sayısının, CEO'nun hizmet yılının ve yöneticilere ödenen ücret miktarının çalışma sermayesi verimliliği üzerinde etkisinin olmadığını ortaya koymuşlardır.

Faradonbeh ve Dolatabadi (2015), Tahran Borsası'nda işlem gören 70 şirketin 2008-2012 yıllarına ait verileri yardımı ile kurumsal yönetim uygulamalarının çalışma sermayesi yönetimi üzerine etkisini incelemişlerdir. Çalışmada bağımsız değişken olarak; CEO'nun şirketteki hizmet yılı, CEO ve yönetim kurulu başkanının aynı kişi olma durumu ve yönetim kurulu üye sayısı kullanılmıştır. Bağımlı değişken olarak; ticari alacakların tahsil süresi, stok devir süresi, ticari borç ödeme süresi ve nakit miktarı kullanılmıştır. Çalışma sonucunda; CEO'nun şirketteki hizmet yılının ticari alacakların tahsil süresi üzerinde anlamlı ve negatif etkisi olduğunu; yönetimde ikiliğin ve yönetim kurulu üye sayısının ticari alacakların tahsil süresi üzerinde anlamlı etkisinin olmadığını; CEO'nun şirketteki hizmet yılının ve yönetim kurulu üye sayısının stok devir süresi üzerinde pozitif ve anlamlı etkisi olduğunu; ancak yönetimde ikiliğin stok devir süresi üzerinde negatif etkisinin olduğunu; CEO'nun şirketteki hizmet yılının ve yönetim kurulu üye sayısının ticari borç ödeme süresi üzerinde pozitif ve anlamlı etkisinin olduğunu; yönetimde ikiliğin ticari borç ödeme süresi üzerinde negatif etkisinin olduğunu; CEO'nun şirketteki hizmet yılının nakit yönetimi üzerinde pozitif ve anlamlı

etkisinin olduğunu; yönetim kurulu üye sayısının nakit yönetimi üzerinde negatif ve anlamlı etkisinin olduğunu; yönetimde ikiliğin nakit yönetimi üzerinde herhangi bir etkisinin olmadığını tespit etmişlerdir.

Gill vd. (2015), New York Borsası'nda işlem gören 189 firmanın 2009-2013 yılları arasına ait verileri ile yönetim kurulunda yer alan bağımsız üyelerin nakit dönüş süresine etkisini incelemişlerdir. Çalışmada, bağımsız değişken olarak; yönetim kurulunda yer alan bağımsız üye sayısı, bağımsız üyelerin yer aldığı yönetim kurulu üye sayısı, bağımsız üyelerin yer almadığı yönetim kurulu üye sayısı, CEO'nun hem yönetim kurulu başkanı hem de üst düzey yönetici olma durumu, CEO'nun hizmet yılı ve denetim komitesi üye sayısı kullanılmıştır. Bağımlı değişken olarak; alacak devir süresi, stok devir süresi, ticari borç devir süresi ve nakit dönüş süresi kullanılmıştır. Araştırmanın sonucunda; bağımsız üyelerin yer aldığı yönetim kurulu üye sayısının, bağımsız üyelerin yer almadığı yönetim kurulu üye sayısının, CEO'nun hem yönetim kurulu başkanı hem de üst düzey yönetici olma durumunun, CEO'nun hizmet yılının ve denetim komitesi üye sayısının alacak devir süresi üzerinde etkisinin olmadığını; bağımsız üyelerin yer aldığı yönetim kurulu üye sayısının stok devir süresi üzerinde negatif etkisinin olduğunu, bağımsız üyelerin yer almadığı yönetim kurulu üye sayısının, CEO'nun hem yönetim kurulu başkanı hem de üst düzey yönetici olma durumunun, CEO'nun hizmet yılının ve denetim komitesi üye sayısının stok devir süresi üzerinde etkisinin olmadığını; bağımsız üyelerin yer aldığı yönetim kurulu üye sayısının ve CEO'nun hem yönetim kurulu başkanı hem de üst düzey yönetici olma durumunun ticari borç devir süresi üzerinde pozitif etkisinin olduğunu; bağımsız üyelerin yer almadığı yönetim kurulu üye sayısının, CEO'nun hizmet yılının ve denetim komitesi üye sayısının ticari borç devir süresi üzerinde etkisinin olmadığını; bağımsız üyelerin yer aldığı yönetim kurulu üye sayısının nakit dönüş süresi üzerinde negatif etkisinin olduğunu; CEO'nun hizmet yılının nakit dönüş süresi üzerinde pozitif etkisinin olduğunu; bağımsız üyelerin yer almadığı yönetim kurulu üye sayısının, CEO'nun hem yönetim kurulu başkanı olması hem de üst düzey yönetici olma durumunun ve denetim komitesi üye sayısının nakit dönüş süresi üzerinde etkisinin olmadığını ortaya koymuşlardır.

Chaudhry ve Ahmad (2015), Karaçi Borsası'nda işlem gören 168 imalat şirketinin 2010-2013 yılları arasına ait verileri ile kurumsal yönetim uygulamalarının çalışma sermayesi yönetimi üzerine etkisini araştırmışlardır. Çalışmanın bağımsız değişken olarak; yönetim kurulu üye sayısı, denetim komitesi üye sayısı, kurumsal

yönetim kapsamında oluşturulan komite sayısı, yönetim kurulu toplantı sayısı ve bağımsız üye oranını kullanmışlardır. Bağımlı değişken olarak; alacak devir süresi, ticari borç devir süresi, stok devir süresi ve nakit dönüş süresi kullanılmıştır. Çalışmanın sonucunda; yönetim kurulu üye sayısının, komite sayısının ve denetim komitesinin alacak devir süresi üzerinde negatif etkisi olduğunu, yönetim kurulu toplantı sayısının ve bağımsız üye oranının alacak devir süresi üzerinde pozitif etkisi olduğunu, yönetim kurulu üye sayısının, komite sayısının, denetim komitesinin ve bağımsız üye oranının ticari borç devir süresi üzerinde pozitif etkisi olduğunu, yönetim kurulu toplantı sayısının ticari borç devir süresi üzerinde negatif etkisi olduğunu, yönetim kurulu üye sayısının, denetim komitesinin ve bağımsız üye oranının stok devir süresi üzerinde negatif etkisi olduğunu, komite sayısının ve yönetim kurulu toplantı sayısının stok devir süresi üzerinde pozitif etkisi olduğunu, yönetim kurulu üye sayısının, denetim komitesinin, kurumsal yönetim kapsamında oluşturulan komite sayısının, yönetim kurulu toplantı sayısının ve bağımsız üye oranının nakit dönüş süresi üzerinde negatif etkisi olduğunu tespit etmişlerdir.

Fiador (2016), Gana Borsası'nda işlem gören 13 adet şirketin 2001-2012 yıllarına ait verileri ile kurumsal yönetim uygulamalarının çalışma sermayesi yönetimi üzerine etkisini araştırmışlardır. Çalışmada, bağımlı değişken olarak; nakit dönüş süresi, stok devir süresi, ticari alacakların tahsil süresi ve ticari borç ödeme süresi kullanılmıştır. Bağımsız değişken olarak; yönetim kurulu üye sayısı, yönetim kurulunda yer alan bağımsız üye oranı ve CEO'nun hem yönetim kurulu başkanı hem de üst düzey yönetici olma durumu değişkeni kullanılmıştır. Çalışma sonucunda, yönetim kurulu bağımsız üye oranının nakit dönüş süresi üzerinde negatif ve anlamlı etkisi olduğunu, yönetim kurulundaki üye sayısının ve CEO'nun hem yönetim kurulu başkanı hem de üst düzey yönetici olmasının nakit dönüş süresi üzerinde herhangi bir etkisinin olmadığını; yönetim kurulu üye sayısının stok devir süresi üzerinde negatif ve anlamlı etkisinin olduğunu; yönetim kurulunda yer alan bağımsız üye oranının ve CEO'nun hem yönetim kurulu başkanı hem de üst düzey yönetici olmasının stok devir süresi üzerinde etkisinin olmadığını; yönetim kurulunda yer alan bağımsız üye oranının alacak devir süresi üzerinde negatif ve anlamlı etkisinin olduğunu, yönetim kurulu üye sayısının ve CEO'nun hem yönetim kurulu başkanı hem de üst düzey yönetici olmasının alacak devir süresi üzerinde etkisinin olmadığını; yönetim kurulu üye sayısının ve yönetim kurulunda yer alan bağımsız üye oranının ticari borç ödeme süresi üzerinde negatif ve anlamlı etkisinin

olduğunu ancak CEO'nun hem yönetim kurulu başkanı hem de üst düzey yönetici olmasının ticari borç ödeme süresi üzerinde herhangi bir etkisinin olmadığını ortaya koymuşlardır.

Ali ve Shah (2017), Pakistan Karaçi Borsası'nda işlem gören 62 imalat şirketinin 2014-2016 yılları arasına ait verileri ile kurumsal yönetim uygulamalarının çalışma sermayesi yönetimi üzerine etkisini incelemişlerdir. Çalışmada, bağımlı değişken olarak; nakit dönüş süresi ve nakit miktarı kullanılmıştır. Bağımsız değişken olarak; denetim komitesi, yönetim kurulu toplantı sayısı, yönetim kurulu üye sayısı ve CEO'nun hem yönetim kurulu başkanı hem de üst düzey yönetici olma durumu ve cinsiyet etkisi kullanılmıştır. Çalışma sonucunda; denetim komitesinin nakit dönüş süresi üzerinde pozitif ve anlamlı etkisi olduğunu, yönetim kurulu üye sayısının nakit dönüş süresi üzerinde negatif ve anlamlı etkisi olduğunu; yönetim kurulu toplantı sayısının ve CEO'nun hem yönetim kurulu başkanı hem de üst düzey yönetici olmasının ve cinsiyet faktörünün nakit dönüş süresi üzerinde herhangi bir etkisi olmadığını tespit etmişlerdir.

Ahmad vd. (2018), Pakistan Karaçi Borsası'nda işlem gören 40 imalat şirketinin 2008-2012 yılları arasına ait verileri ile kurumsal yönetim uygulamalarının çalışma sermayesi yönetimi üzerine etkisini incelemişlerdir. Çalışmada, bağımlı değişken olarak; nakit dönüş süresi ve cari oran kullanılmıştır. Bağımsız değişken olarak; denetim komitesi üye sayısı, CEO'nun hem yönetim kurulu başkanı hem de üst düzey yönetici olma durumu, CEO'nun şirketteki hizmet yılı ve yönetim kurulu üye sayısı kullanılmıştır. Çalışmanın sonucunda; CEO'nun şirketteki hizmet yılının nakit dönüş süresi üzerinde negatif ve anlamlı etkisi olduğunu; yönetim kurulu üye sayısının ve denetim komitesinin nakit dönüş süresi üzerinde pozitif ve anlamlı etkisi olduğunu; CEO'nun hem yönetim kurulu başkanı olması hem de üst düzey yönetici olmasının nakit dönüş süresi üzerinde etkisi olmadığını; CEO'nun şirketteki hizmet yılının cari oran üzerinde negatif ve anlamlı etkisi olduğunu; yönetim kurulu üye sayısının ve denetim komitesi üye sayısının cari oran üzerinde pozitif ve anlamlı etkisi olduğunu tespit etmişlerdir.

Njoroge (2018), Nairobi Borsası'nda işlem gören ve ilaç sektöründe faaliyet gösteren 65 şirketin 2012-2016 yılları arasına ait verileri ile kurumsal yönetim uygulamalarının çalışma sermayesi yönetimi üzerine etkisini incelemiştir. Çalışmada, bağımlı değişken olarak; ticari alacakların tahsil süresi, stok devir süresi ve ticari borç devir süresi kullanılmıştır. Bağımsız değişken olarak; yönetim kurulu üye



sayısı, yönetim kurulunda yer alan bağımsız üye oranı ve denetim komitesi üye sayısı kullanılmıştır. Çalışmanın sonucunda; yönetim kurulu üye sayısının, yönetim kurulunda yer alan bağımsız üye oranının ve denetim komitesi üye sayısının alacak devir süresi ve ticari borç devir süresi üzerinde etkisi olmadığını; yönetim kurulu üye sayısının stok devir süresi üzerinde anlamlı ve pozitif etkisi olduğunu ancak yönetim kurulunda yer alan bağımsız üye oranı ve denetim komitesi üye sayısının stok devir süresi üzerinde etkisi olmadığını tespit etmişlerdir.

Mishra ve Mukherjee (2018), Hindistan Borsası'nda işlem gören ve ilaç sektöründe faaliyet gösteren 20 şirketin 2012-2016 yıllarına ait verileri ile kurumsal yönetim uygulamalarının çalışma sermayesi yönetimi üzerine etkisini araştırmışlardır. Çalışmada, bağımsız değişken olarak; yönetim kurulu üye sayısı, yönetim kurulunda yer alan bağımsız üye oranı, yönetim kurulu toplantı sayısı, CEO'nun hem yönetim kurulu başkanı olması hem de üst düzey yönetici olma durumu ve denetim komitesinde yer alan bağımsız üye oranı kullanılmıştır. Bağımlı değişken olarak; çalışma sermayesi devir hızı kullanılmıştır. Çalışma sonucunda; yönetim kurulu üye sayısının, yönetim kurulunda yer alan bağımsız üye oranının, yönetim kurulu toplantı sayısının, CEO'nun hem yönetim kurulu başkanı hem de üst düzey yönetici olma durumunun ve denetim komitesinde yer alan bağımsız üye oranının çalışma sermayesi devir hızı üzerinde etkisi olmadığını ortaya koymuşlardır.

Sathyamoorthi vd. (2018), Botsvana'da müşteri hizmetleri sektöründe faaliyet gösteren 6 şirketin 2012-2017 yılları arasına ait verileri ile kurumsal yönetim uygulamalarının çalışma sermayesi yönetimi üzerine etkisini araştırmışlardır. Çalışmada, bağımsız değişken olarak; yönetim kurulu üye sayısı, yönetim kurulunda yer alan bağımsız üye sayısı, erkek üye sayısı, kadın üye sayısı, kadın üye oranı, komite sayısı ve yönetim kurulu toplantı sayısı kullanılmıştır. Bağımlı değişken olarak; alacak devir süresi, stok devir süresi, ticari borç devir süresi, nakit dönüş süresi ve cari oran kullanılmıştır. Çalışmanın sonucunda; yönetim kurulu üye sayısının, kadın üye sayısının, kadın üye oranının, komite sayısının ve yönetim kurulu toplantı sayısının alacak devir süresi üzerinde etkisi olmadığını; yönetim kurulu üye sayısının, kadın üye sayısının ve komite sayısının stok devir süresi üzerinde negatif etkisi olduğunu; kadın üye oranının ve yönetim kurulu toplantı sayısının stok devir süresi üzerinde etkisi olmadığını; yönetim kurulu üye sayısının ticari borç devir süresi üzerinde pozitif etkisi olduğunu; kadın üye sayısının, kadın üye oranının, komite sayısının ve yönetim kurulu toplantı sayısının ticari borç devir

süresi üzerinde etkisi olmadığını; yönetim kurulu üye sayısının nakit dönüş süresi üzerinde negatif etkisi olduğunu; kadın üye sayısının, kadın üye oranının, komite sayısının ve yönetim kurulu toplantı sayısının nakit dönüş süresi üzerinde etkisi olmadığını; yönetim kurulu üye sayısının ve komite sayısının cari oran üzerinde negatif etkisi olduğunu; yönetim kurulunda yer alan bağımsız üye sayısının, erkek üye sayısının, kadın üye sayısının, kadın üye oranının ve yönetim kurulu toplantı sayısının cari oran üzerinde etkisi olmadığını tespit etmişlerdir.



## **DÖRDÜNCÜ BÖLÜM MATERYAL ve YÖNTEM**

Bu bölümde, araştırmanın amacı ve önemine, araştırmaya ilişkin değişkenler ve modellere, araştırmanın hipotezlerine, araştırmanın metodolojisine yer verilecektir.

### **4.1. ARAŞTIRMANIN AMACI VE ÖNEMİ**

Bu tezin genel olarak amacı, kurumsal yönetim uygulamalarının çalışma sermayesi yönetimi üzerine etkisini analiz etmektir. Bu kapsamda, şirketlerin gerçekleştirdikleri kurumsal yönetim uygulamalarının unsurlarından olan yönetim kurulu üye sayısı, bağımsız üye oranı, yönetim kurulu kadın üye oranı, denetim komitesinin varlığı, riskin erken saptanması komitesinin varlığı, halka arz oranı ve nitelikli pay sahipliği oranı ile çalışma sermayesi yönetiminin unsurlarından olan alacak devir süresi, stok devir süresi, nakit dönüş süresi, ticari borç devir süresi ve cari oran arasındaki ilişkileri tespit etmektir. Çalışmanın temel amacı, Türkiye’de imalat sektöründe faaliyet gösteren ve BİST’te 2012-2017 yılları arasında kesintisiz olarak işlem gören 155 şirket tarafından gerçekleştirilen, kurumsal yönetim uygulamalarının çalışma sermayesi yönetimi unsurlarına nasıl etki ettiğini araştırmaktır.

Literatürde; Türkiye’de kurumsal yönetim uygulamalarının çalışma sermayesi yönetimi üzerine etkisine ilişkin bir çalışmanın yapılmadığı görülmüştür. Dolayısıyla bu çalışma, Türkiye’de imalat sektöründe faaliyet gösteren ve BİST’te işlem gören şirketlerin gerçekleştirdiği kurumsal yönetim uygulamalarının çalışma sermayesi yönetimi üzerine etkisinin tespit edilmesine yardımcı olması açısından önem taşımaktadır. Bu çalışma; Türkiye’de kurumsal yönetim uygulamalarının çalışma sermayesi yönetimi üzerine etkisinin tespitine yönelik ilk ampirik çalışma özelliğini taşımaktadır. Dolayısıyla bu çalışmanın, şirketlerin gerçekleştirdikleri

kurumsal yönetim uygulamalarının çalışma sermayesi yönetimi üzerine etkisini belirlemenin yanı sıra şirketlerin kurumsal yönetim yapılarının ne kadar etkin ve verimli olduğunu ortaya koyma açısından özgün değeri bulunmaktadır. Ayrıca bu çalışma; test edilen modeller ve elde etmeyi amaçladığı sonuçlar açısından özgün değere sahiptir. Dolayısıyla söz konusu bu çalışma, gelecekte yapılacak çalışmalara katkı sağlaması açısından önemlidir.

#### **4.2. ARAŞTIRMANIN KAPSAMI VE KISITLARI**

Bu çalışma Türkiye’de imalat sektöründe faaliyet gösteren ve BİST’te işlem gören 155 şirketin 2012 – 2017 yıllarına ait verilerini kapsamaktadır. Dolayısıyla araştırma, bu firmalar ile sınırlandırılmıştır. Farklı sektörler üzerinde çalışma tekrarlandığında farklı sonuçlar elde edilmesi muhtemeldir. Bu çalışma 2012 – 2017 yılları arasındaki verileri kapsamaktadır. Dolayısıyla farklı zamanlarda farklı sonuçlar elde edilebilir. Bu çalışma, çalışmanın konusu ile sınırlandırılmıştır.

BİST’te işlem gören 2012 – 2017 yıllarında toplam 181 imalat şirketi bulunmaktadır. Fakat bu şirketlerden 26 tanesinin belirtilen yıllara ait verilerde eksiklik olduğundan çalışmaya dahil edilmemiştir. Ayrıca 155 şirketten 2 tanesine ait verilerde uç değerler bulunduğundan araştırma kapsamından çıkarılmıştır. Geriye kalan 153 şirketten elde edilen veriler araştırmada kullanılmıştır.

#### **4.3. ARAŞTIRMANIN DEĞİŞKENLERİ VE MODELLERİ**

Bu çalışmanın amacı BİST imalat sanayinde faaliyet gösteren işletmelerin Kurumsal Yönetim Uygulamalarının Çalışma Sermayesi Yönetimi üzerine etkisini araştırmaktır. Bu çalışmaya ilişkin değişkenlere ait veriler Kamuyu Aydınlatma Platformu ([www.kap.org.tr](http://www.kap.org.tr)) internet sitesinden, şirketlerin faaliyet raporlarından ve mali tablolarından elde edilmiştir. Bu kapsamda çalışmada kullanılan değişkenler ve değişken tanımlarına Tablo 4.1’de yer verilmiştir.

Tablo 4. 1. Çalışmada Kullanılan Değişkenler ve Tanımları

Bağımsız Değişkenler		
Kodu	Adı	Açıklama
YKUS	Yönetim Kurulu Üye Sayısı	Yönetim kurulunda yer alan toplam üye sayısı
BUO	Bağımsız Üye Oranı	Bağımsız üye sayısı / Yönetim Kurulu Üye Sayısı
YKKUO	Yönetim Kurulu Kadın Üye Oranı	Yön. Kur. Yer alan Kadın üye sayısı / Yön. Kur. Üy. Say.
NPS	Nitelikli Pay Sahipliği Oranı	Şirkette en fazla paya sahip olan ortağın sermaye payı
HAO	Halka Arz Oranı	Şirketin halka arz edilmiş hisselerinin oranı
DKV	Denetim Komitesinin Varlığı	Eğer şirkette denetim komitesi var ise 1 denetim komitesi yok ise 0
RESKV	Riskin Erken Saptanması Komitesinin Varlığı	Eğer şirkette riskin erken saptanması komitesi var ise 1 riskin erken saptanması komitesi yok ise 0
Bağımlı Değişkenler		
Kodu	Adı	Açıklama
ADS	Alacak Devir Süresi	365 / (Satışlar / Ort. Ticari Alacaklar)
SDS	Stok Devir Süresi	365 / (Satılan Mamul Maliyeti / Ort. Stoklar )
TBDS	Ticari Borç Devir Süresi	365 / (Satılan Mamul Maliyeti / Ort Ticari Borç.)
NDS	Nakit Dönüş Süresi	Alacak Devir Süresi + Stok Devir Süresi – Ticari Borç Devir Süresi
CO	Cari Oran	Dönen Varlıklar / Kısa Vadeli Yabancı Kaynaklar

Tablo 4.1’de görüldüğü üzere, çalışmada beş bağımlı, yedi bağımsız değişken kullanılmıştır. Bağımlı değişken olan çalışma sermayesi yönetimi; ticari borç devir süresi (TBDS), alacak devir süresi (ADS), stok devir süresi (SDS), cari oran (CO) ve nakit dönüş süresi (NDS) ile ölçülmüştür. Bağımsız değişken olan kurumsal yönetim uygulamaları ise yönetim kurulu üye sayısı (YKUS), bağımsız üye oranı (BUO), yönetim kurulunda yer alan kadın üye oranı (YKKUO), nitelikli pay sahipliği oranı (NPS), halka arz oranı (HAO), denetim komitesinin varlığı (DKV) ve riskin erken saptanması komitesinin varlığı (RESKV) ile ölçülmüştür. Belirtilen değişkenler doğrultusunda, kurumsal yönetim uygulamalarının çalışma sermayesi yönetimi üzerine etkisini test etmek için beş farklı model oluşturulmuştur.

Kurumsal yönetim uygulamalarının ticari borç devir süresi üzerine etkisini test eden 1. Model aşağıdaki gibidir:

$$TBDS_{it} = \beta_0 + \beta_1 YKUS_{it} + \beta_2 BUO_{it} + \beta_3 YKKUO_{it} + \beta_4 HAO_{it} + \beta_5 NPS_{it} + \beta_6 DKV_{it} + \beta_7 RESKV_{it} + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

Kurumsal yönetim uygulamalarının alacak devir süresi üzerine etkisini test eden 2. Model aşağıdaki gibidir:

$$ADS_{it} = \beta_0 + \beta_1 YKUS_{it} + \beta_2 BUO_{it} + \beta_3 YKKUO_{it} + \beta_4 HAO_{it} + \beta_5 NPS_{it} + \beta_6 DKV_{it} + \beta_7 RESKV_{it} + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

Kurumsal yönetim uygulamalarının stok devir süresi üzerine etkisini test eden 3. Model aşağıdaki gibidir:

$$SDS_{it} = \beta_0 + \beta_1 YKUS_{it} + \beta_2 BUO_{it} + \beta_3 YKKUO_{it} + \beta_4 HAO_{it} + \beta_5 NPS_{it} + \beta_6 DKV_{it} + \beta_7 RESKV_{it} + \varepsilon_{it} \quad (3)$$

Kurumsal yönetim uygulamalarının cari oran üzerine etkisini test eden 4. Model aşağıdaki gibidir:

$$NDS_{it} = \beta_0 + \beta_1 YKUS_{it} + \beta_2 BUO_{it} + \beta_3 YKKUO_{it} + \beta_4 HAO_{it} + \beta_5 NPS_{it} + \beta_6 DKV_{it} + \beta_7 RESKV_{it} + \varepsilon_{it} \quad (4)$$

Kurumsal yönetim uygulamalarının cari oran üzerine etkisini test eden 5. Model aşağıdaki gibidir:

$$CO_{it} = \beta_0 + \beta_1 YKUS_{it} + \beta_2 BUO_{it} + \beta_3 YKKUO_{it} + \beta_4 HAO_{it} + \beta_5 NPS_{it} + \beta_6 DKV_{it} + \beta_7 RESKV_{it} + \varepsilon_{it} \quad (5)$$

#### 4.4. ARAŞTIRMANIN HİPOTEZLERİ

Bu tez çalışmasında, kurumsal yönetim uygulamalarının unsurlarından yönetim kurulu üye sayısı, bağımsız üye oranı, kadın üye oranı, denetim komitesinin varlığı, riskin erken saptanması komitesinin varlığı, halka arz oranı ve nitelikli pay sahipliği oranı ile çalışma sermayesi yönetiminin unsurlarından alacak devir süresi, stok devir süresi, nakit dönüş süresi, ticari borç devir süresi ve cari oran arasındaki ilişki araştırılmıştır. Araştırma kapsamında oluşturulan hipotezler şöyledir:

**H1:** Kurumsal yönetim uygulamalarının, ticari borç devir süresine etkisi vardır.

H1a: Yönetim Kurulu üye sayısı ile ticari borç devir süresi arasında ilişki vardır.

H1b: Bağımsız üye oranı ile ticari borç devir süresi arasında ilişki vardır.

H1c: Yönetim kurulunda yer alan kadın üye oranı ile ticari borç devir süresi arasında ilişki vardır.

H1d: Denetim komitesi ile ticari borç devir süresi arasında ilişki vardır.

H1e: Riskin erken saptanması komitesi ile ticari borç devir süresi arasında ilişki vardır.

H1f: Halka arz oranı ile ticari borç devir süresi arasında ilişki vardır.

H1g: Nitelikli pay sahipliği ile ticari borç devir süresi arasında ilişki vardır.

**H2:** Kurumsal yönetim uygulamalarının, alacak devir süresine etkisi vardır.

H2a: Yönetim kurulu üye sayısı ile alacak devir süresi arasında ilişki vardır.

H2b: Bağımsız üye oranı ile alacak devir süresi arasında ilişki vardır.

H2c: Yönetim kurulunda yer alan kadın üye oranı ile alacak devir süresi arasında ilişki vardır.

H2d: Denetim komitesinin varlığı ile alacak devir süresi arasında ilişki vardır.

H2e: Riskin erken saptanması komitesinin varlığı ile alacak devir süresi arasında ilişki vardır.

H2f: Halka arz oranı ile alacak devir süresi arasında ilişki vardır.

H2g: Nitelikli pay sahipliği ile alacak devir süresi arasında ilişki vardır.

**H3:** Kurumsal yönetim uygulamalarının, stok devir süresine etkisi vardır.

H3a: Yönetim Kurulu üye sayısı ile stok devir süresi arasında ilişki vardır.

H3b: Bağımsız üye oranı ile stok devir süresi arasında ilişki vardır.

H3c: Yönetim kurulunda yer alan kadın üye oranı ile stok devir süresi arasında ilişki vardır.

H3d: Denetim komitesinin varlığı ile stok devir süresi arasında ilişki vardır.

H3e: Riskin erken saptanması komitesinin varlığı ile stok devir süresi arasında ilişki vardır.

H3f: Halka arz oranı ile stok devir süresi arasında ilişki vardır.

H3g: Nitelikli pay sahipliği ile stok devir süresi arasında ilişki vardır.

**H4:** Kurumsal yönetim uygulamalarının, nakit dönüş süresine etkisi vardır.

H4a: Yönetim Kurulu üye sayısı ile nakit dönüş süresi arasında ilişki vardır.

H4b: Bağımsız üye oranı ile nakit dönüş süresi arasında ilişki vardır.

H4c: Yönetim kurulunda yer alan kadın üye oranı ile nakit dönüş süresi arasında ilişki vardır.

H4d: Denetim komitesinin varlığı ile nakit dönüş süresi arasında ilişki vardır.

H4e: Riskin erken saptanması komitesinin varlığı ile nakit dönüş süresi arasında ilişki vardır.

H4f: Halka arz oranı ile nakit dönüş süresi arasında ilişki vardır.

H4g: Nitelikli pay sahipliği ile nakit dönüş süresi arasında ilişki vardır.

**H5:** Kurumsal yönetim uygulamalarının, cari oran üzerine etkisi vardır.

H5a: Yönetim Kurulu üye sayısı ile cari oran arasında ilişki vardır.

H5b: Bağımsız üye oranı ile cari oran arasında ilişki vardır.

H5c: Yönetim kurulunda yer alan kadın üye oranı ile cari orana arasında ilişki vardır.

H5d: Denetim komitesinin varlığı ile cari oran arasında ilişki vardır.

H5e: Riskin erken saptanması komitesinin varlığı ile cari oran arasında ilişki vardır.

H5f: Halka arz oranı ile cari oran arasında ilişki vardır.

H5g: Nitelikli pay sahipliği ile cari oran arasında ilişki vardır.

#### 4.5. ARAŞTIRMANIN METODOLOJİSİ

Bu araştırmada test edilecek olan ampirik modeller kurumsal yönetim uygulamaları ile çalışma sermayesi yönetimi unsurları olan ticari borç devir süresi, alacak devir süresi, stok devir süresi, nakit dönüş süresi ve cari oran arasındaki ilişkiyi test etmeye yöneliktir. Çalışmaya ilişkin modellerde bağımsız değişkenler olan yönetim kurulu üye sayısı, bağımsız üye oranı, yönetim kurulunda yer alan kadın üye oranı, halka arz oranı, nitelikli pay sahipliği oranı, denetim komitesinin varlığı ve riskin erken saptanması komitesinin varlığı ile bağımlı değişkenler olan ticari borç devir süresi, alacak devir süresi, stok devir süresi, nakit dönüş süresi ve cari oran arasındaki ilişki Panel Veri Analizi kullanılarak çoklu doğrusal regresyon ile gerçekleştirilmiştir.

Panel veri analizi; birey, ülke, firma ve hane halkı gibi yatay kesit verilerinin ve belli bir döneme ait zaman boyutlarının bir araya getirilmesi sonucunda gerçekleştirilen regresyon analizidir. Panel veri analizi, dengeli ve dengesiz panel veriler üzerine çalışılabilmektedir. Her bir yatay kesite ait veriler tüm zaman boyutlarında gözlemlenebiliyorsa dengeli panel; yatay kesite ait verilerde zaman boyutu açısından kayıplar varsa dengesiz panel sözkonusudur (Tatoğlu, 2013:5; Wooldridge, 2002: 577). Bu çalışmada, dengeli panel veri seti kullanılmıştır.

Panel veri analizinde kat sayı tahmini gerçekleştirilirken 3 ana yaklaşımdan faydalanılmaktadır. Bu yaklaşımlardan birincisi; Havuzlanmış En Küçük Kareler Regresyon (Pooled OLS) Modeli ile tahmin edilebilen klasik modeldir. İkincisi; sabit etkiler modeli (fixed effect) ve üçüncüsü ise tesadüfi (rassal) etkiler yöntemidir (random effect) (Greene, 2012:346).



Havuzlanmış En Küçük Kareler (Pooled OLS - Klasik Model) Modeli; panel veri analizinin en basit ve en yalın hali olup verilerin kesit ve zaman boyutları göz ardı edilerek gerçekleştirilen regresyon analizidir (Gujarati, 2003:641).

Sabit Etkiler Modeli; regresyon modelinde yer alan sabit terimin yatay kesitler arasında ya da sabit terimin zaman boyutu içerisinde değişim gösterdiği varsayımı üzerine kurulu olan bir modeldir. Bu modelde yer alan birimler arasındaki farklılıklar, sabit terimde meydana gelen farklılıklarla yakalanabileceğini varsaymaktadır. Ayrıca bu modelde, sabit terimin yatay kesitler arasında değişim gösterebildiği ancak zaman boyutu açısından değişim göstermediği varsayılabilir gibi; sabit terimin yatay kesitler arasında değişim göstermediği, ancak zaman boyutu içerisinde değişim gösterebileceği varsayılmaktadır (Öz ve Güngör, 2007:326; Çetin ve Ecevit, 2010:172).

Tesadüfi Etkiler Modeli; regresyon modelinde kullanılacak örnekleme yer alan birimler tesadüfi olarak seçilebilmektedir. Bu durumda meydana gelen birimler arası farklılıklar tesadüfi olabilmektedir. Tesadüfi farklılıklar hata teriminden faydalanılarak yakalanmaya çalışılır (Tatoğlu, 2013:103).

Bu çalışmada, sabit etkiler ve tesadüfi etkiler yaklaşımlarından hangisinin tercih edileceğine geçilmeden önce araştırma modellerinin klasik model (EKK-Pooled OLS) ya da iki yönlü model ile tahmininin uygun olup olmayacağına karar verilir. Bunun için ilk olarak iki yönlü modelin geçerliliği, ikinci olarak birim etkiye ve son olarak ise zaman etkisi analiz edilir. Birim etki, sabit terimin sadece birimlere göre değişim gösterdiğini; iki yönlü model (birim ve zaman etki), sabit terimin hem birimlere hem de zaman boyutuna göre değişim gösterdiğini; zaman etkisi ise sabit terimin zaman boyutuna göre değişim gösterdiğini savunmaktadır (Tatoğlu, 2013:62). Söz konusu varsayımlar LR testi ile gerçekleştirilir. Gerçekleştirilen testler sonucunda iki yönlü modelin geçerli çıkması durumunda ( $p < 0.05$ ), modelde hem birim etki hem de zaman etkinin olduğu kararı verilmeyip, birim etki ve zaman etki durumu ayrı ayrı analiz edilir. Zaman etkisine ilişkin LR testinde;  $p > 0.05$  ise modelde zaman etkisi olduğu sonucuna varılmaktadır. Birim etkiye ilişkin LR testinde; birim etkilerin var olduğu ( $p < 0.05$ ) sonucuna ulaşırsa modelin analizinde klasik modelin kullanılmasının uygun olmadığı kararına varılmaktadır (Tatoğlu, 2013:169-172).

Klasik modele ilişkin testler sonucunda söz konusu model geçerli çıkmadıysa, çalışmada sabit etkiler ve tesadüfi etkiler tahmincilerinden hangisinin

kullanılacağını belirlemek için Hausman Testi gerçekleştirilir. Hausman Testi'nde; sabit etkiler yaklaşımı ile elde edilen katsayılar ile tesadüfi etkiler yaklaşımı ile elde edilen katsayılar karşılaştırılır. Karşılaştırma sonucunda katsayılar arasında ilişki yok ise ( $p>0.05$ ) tesadüfi etkiler tahmincisi; eğer katsayılar arasında ilişki var ise ( $p<0.05$ ) sabit etkiler tahmincisi tercih edilir (<https://dss.princeton.edu/training/Panel101.pdf>).

Panel veri analizinde; analize tabi tutulan regresyon modelinin tahmininde bir takım varsayımların test edilmesi, yapılan analizin sağlıklı olması açısından önemlidir. Bu varsayımlar, hata teriminin birim içerisinde ve birimlere göre aynı varyansa (homoskedastik) sahip olduğu, hata teriminin birimler içerisinde ilişki (otokorelasyon) olmadığı ve hata teriminin birimler arasında ilişki olmadığıdır (Tatoğlu, 2013:199).

Regresyon analizinin varsayımlarından birisi, birim içerisinde yer alan hata terimleri arasında ilişki olmamasıdır. Zaman serilerine ait verilerde hata terimleri genellikle sıra ile devam eden ilişki gösterdiğinden birim içerisinde yer alan hata terimlerinin ilişkisiz olma durumuna ilişkin varsayım ortadan kalkmaktadır. Bu durum otokorelasyon problemini ifade etmektedir. Panel veri analizi, zaman serilerini de içerisine aldığından dolayı otokorelasyon problemi ile karşılaşılması olasıdır (Alpar, 2003:317-318). Panel veri analizinde, otokorelasyon problemini tespit etmek için modelin analizinde kullanılacak tahminciye uygun test uygulanır. Modelin analizinde klasik model (EKK-Pooled OLS) kullanılacaksa otokorelasyon problemi Wooldridge Testi ile; sabit etkiler ve tesadüfi etkiler tahmincisi kullanılacaksa Bhargava Franzini-Narendranathan'ın Durbin-Watson testi ile otokorelasyon olup olmadığına karar verilir. Wooldridge Testi sonucunda elde edilen olasılık değeri 0.05'ten küçük ( $p<0.05$ ) ise otokorelasyon olduğu sonucuna varılır. Sabit etkiler ve tesadüfi etkiler tahmincilerinde otokorelasyon problemini tespit etmek için kullanılan Bhargava Franzini-Narendranathan'ın Durbin-Watson testinde elde edilen kritik değer 2'den küçük ise modelde otokorelasyon olduğu sonucuna varılır (Tatoğlu, 2013:206-225).

Regresyon analizinin diğer varsayımı ise yatay kesit bağımlılığı veya uzamsal korelasyon olarak adlandırılan birimler arası korelasyondur. Otokorelasyon; panel veri analizine konu olan modelin birimleri içerisinde zamana bağlı olarak hata terimleri arasında korelasyon olduğu durumunu ifade ederken; birimler arası korelasyon ise birimler arasında gerçekleşen ve analize konu olan panel veri

modelinde her birim için hesaplanan hata terimleri arasında ilişki olduğunu ifade etmektedir (Tatoğlu, 2013:9). Panel veri analizinde birimler arası korelasyonun varlığını test etmek için her bir tahminci için farklı testler kullanılır. Eğer analiz edilecek modelde sabit etkiler ve tesadüfi etkiler tahmincilerinden biri tercih edilecekse Pesaran Testi kullanılır. Test sonucunda olasılık değeri 0.05'ten küçük ( $p < 0.05$ ) ise modelde birimler arası korelasyon olduğu sonucuna varılır (Tatoğlu, 2013:216-228).

Panel veri analizine konu olan bireyler, firmalar, ülkeler, şehirler gibi birimler genellikle heterojen özelliğe sahiptir. Heterojenlik durumunun hesaba katılmaması ilgilenilen parametrelerde tutarsız tahminlerin yapılmasına neden olmaktadır (Tatoğlu, 2013:7). Panel veri analizinde değişen varyans probleminin varlığını ortaya koymak amacıyla her tahminci için farklı testler önerilmektedir. Modelin tahmininde sabit etkiler tahmincisi tercih edilecekse Değiştirilmiş Wald Testi; tesadüfi etkiler tahmincisi tercih edilecekse Breusch-Pagan Lagrange Çarpanı testi uygulanır. Test sonucunda elde edilen olasılık değeri 0.05'ten küçük ( $p < 0.05$ ) ise modelde değişen varyans problemi olduğu sonucuna varılır (Tatoğlu, 2013:202-221).

Analize konu olan modellerde değişen varyans, otokorelasyon ve birimler arası korelasyon olması, standart hataları, t ve F istatistiklerini,  $R^2$  ve güven aralıklarının geçerliliğini etkilemektedir. Bu durumda, modellerde değişen varyans, otokorelasyon veya birimler arası korelasyon problemlerinden en az birisi var ise parametre tahminlerine dokunmadan standart hatalar düzeltilmeli yani dirençli standart hatalar elde edilmelidir. Standart hataların düzeltilmesi için birçok yöntem geliştirilmiştir. Modellerin tahmin edileceği tahminci türüne göre dirençli tahminci ve yöntemler tercih edilebilmektedir. Eğer model sabit etkiler tahmincisi ile tahmin edilmişse ve modelde değişen varyans, otokorelasyon ve birimler arası korelasyon problemlerinden biri söz konusu ise Driscoll-Kraay Tahmincisi; model tesadüfi etkiler tahmincisi ile tahmin edilmiş ise Genelleştirilmiş Tahmin Eşitliği Kitle Ortalaması Modeli kullanılarak standart hatalar düzeltilir. Böylece değişen varyans, otokorelasyon ve birimler arası korelasyon probleminin önüne geçilmeye çalışılır (Tatoğlu, 2013:241-275).

## BEŞİNCİ BÖLÜM BULGULAR

Bu bölümde, araştırma kapsamındaki verilerin analize ilişkin bulgulara ve ayrıca elde edilen bulgular doğrultusunda sonuç ve önerilerde bulunulmuştur.

### 5.1. TANIMLAYICI İSTATİSTİKLER

Bu çalışmada, Türkiye’de imalat sektöründe faaliyet gösteren ve Borsa İstanbul’da hisse senetleri işlem gören 155 şirketin 2012-2017 yıllarına ait verilere ilişkin ortalama, standart sapma, minimum, maksimum ve gözlem sayısı gibi tanımlayıcı istatistikleri Tablo 5.1’de verilmiştir.

Tablo 5. 1. Değişkenlere Ait Tanımlayıcı İstatistikler

Değişkenler	Gözlem sayısı	Ortalama	Standart Sapma	Minimum	Maximum
<b>TBDS</b>	918	81.175	50.905	2.697	390.707
<b>ADS</b>	918	92.771	61.092	.072	589.549
<b>SDS</b>	918	78.024	65.787	.686	629.583
<b>NDS</b>	918	89.62	96.441	-354.024	670.776
<b>CO</b>	918	2.008	1.631	.074	11.647
<b>YKUS</b>	918	7.085	2.203	3	15
<b>BUO</b>	918	.293	.11	0	1
<b>YKKUO</b>	918	.136	.146	0	.667
<b>HAO</b>	918	.336	.199	0	.999
<b>NPS</b>	918	.495	.241	0	.995
<b>DKV</b>	918	.934	.249	0	1
<b>RESKV</b>	918	.876	.33	0	1

**TBDS:** Ticari borç devir süresi, **ADS:** Alacak Devir Süresi, **SDS:** Stok Devir Süresi **NDS:** Nakit Dönüş Süresi, **CO:** Cari Oran, **YKUS:** Yönetim kurulu üye sayısı, **BUO:** Bağımsız Üye Oranı, **YKKUO:** Yönetim Kurulu Kadın Üye Oranı, **HAO:** Halka Açıklık Oranı, **NPS:** Nitelikli Pay Sahipliği Oranı, **DKV:** Denetim Komitesinin Varlığı, **RESKV:** Riskin Erken Saptanması Komitesinin Varlığı.

Tablo 5.1’de verilen bilgilere göre, imalat sektöründe faaliyet gösteren firmaların çalışma sermayesi değişkenleri olan; ticari borç devir süresinin ortalama 81 gün, alacak devir süresinin ortalama 92.7 gün, stok devir süresinin ortalama 78 gün, nakit dönüş süresinin ortalama 89 gün ve cari oranın ortalamasının 2 olduğu görülmektedir. Kurumsal yönetime ilişkin değişkenlerden yönetim kurulu üye sayısının ortalama 7 kişi, bağımsız üye oranının ortalama % 30, kadın üye oranının ortalama % 13, halka açıklık oranının ortalama % 34 civarında ve nitelikli pay sahipliği oranının ortalama % 49.5 olduğu görülmektedir.

## 5.2. KORELASYON ANALİZİ

Tablo 5.2’de, çalışmanın bağımlı değişkenleri olan çalışma sermayesi bileşenleri ve bağımsız değişkenleri olan kurumsal yönetim bileşenleri arasındaki ilişkinin yönünü ve derecesini gösteren korelasyon katsayılarına yer verilmiştir. Korelasyon tablosu, özellikle bağımsız değişkenler arasında ortaya çıkabilecek çoklu doğrusallık problemini tespit etmek amacı ile oluşturulmuştur.

Tablo 5.2’de, çalışmanın bağımsız değişkenleri olan kurumsal yönetim bileşenleri arasındaki korelasyon katsayıları incelendiğinde; kurumsal yönetim komitesinin varlığı değişkeni ile denetim komitesinin varlığı ve riskin erken saptanması komitesinin varlığı değişkenleri arasında yüksek derecede korelasyon olduğu görülmüştür. Bu durum, analizde çoklu doğrusallık (multicollinearity) problemine neden olabileceğinden kurumsal yönetim komitesinin varlığı değişkeni araştırma modellerinden çıkarılmış ve analize dâhil edilmemiştir.

Ticari borç devir süresi ile alacak devir süresi ve stok devir süresi arasında sırası ile %12 (0.121) ve %20 (0.204) pozitif anlamlı ilişki söz konusu iken; ticari borç devir süresi ile nakit dönüş süresi ve cari oran arasında sırası ile -%87 (-0.877) ve -%8 (-0.0864) negatif anlamlı ilişki mevcuttur. Alacak devir süresi ile stok devir süresi, nakit dönüş süresi ve cari oran arasında sırası ile %10 (0.105), %23.8 (0.238) ve %14.7 (0.147) pozitif anlamlı ilişki vardır. Stok devir süresi ile nakit dönüş süresi arasında %17 (0.174) pozitif anlamlı ilişki mevcut iken; stok devir süresi ile cari oran arasında -%1.8 (-0.0184) negatif anlamsız ilişki mevcuttur. Nakit dönüş süresi ile cari oran arasında %12 (0.126) pozitif anlamlı ilişki mevcuttur.

Tablo 5. 2. Korelasyon Tablosu

	TBDS	ADS	SDS	NDS	CO	YKUS	BUO	YKKUO	HAO	NPS	DKV	KURYK V	RESKV
TBDS	1												
ADS	0.121***	1											
SDS	0.204***	0.105**	1										
NDS	-0.877***	0.238***	0.174***	1									
CO	-0.0864**	0.147***	-0.0184	0.126***	1								
YKUS	-0.0519	-0.110***	-0.241***	-0.0666*	-0.0461	1							
BUO	-0.0688*	0.178***	0.137***	0.172***	-0.0370	-0.223***	1						
YKKUO	0.00305	0.0553	0.0897**	0.0454	-0.0234	-0.203***	-0.0428	1					
HAO	0.0362	0.0795*	0.275***	0.0835*	-0.0420	-0.0974**	0.156***	0.0444	1				
NPS	-0.0123	-0.0319	-0.202***	-0.0670*	-0.0156	-0.0126	0.00912	0.0255	-0.633***	1			
DKV	-0.128***	0.0399	-0.0797*	0.112***	-0.0992**	0.227***	0.533***	-0.127***	0.0286	-0.0219	1		
KURYKV	-0.0958**	0.0607	-0.0462	0.0982**	-0.0581	0.221***	0.567***	-0.0939**	0.0526	0.0221	0.803***	1	
RESKV	-0.109***	0.0289	-0.0349	0.105**	-0.0320	0.264***	0.380***	-0.187***	-0.0181	0.0307	0.605***	0.758***	1

\*  $p < 0.05$ , \*\*  $p < 0.01$ , \*\*\*  $p < 0.001$

TBDS: Ticari borç devir süresi; ADS: Alacak Devir Süresi; SDS: Stok Devir Süresi; NDS: Nakit Dönüş Süresi; CO: Cari Oran; YKUS: Yönetim kurulu üye sayısı; BUO: Bağımsız Üye Oranı; YKKUO: Yönetim Kurulu Kadın Üye Oranı; HAO: Halka Açıklık Oranı; NPS: Nitelikli Pay Sahipliği Oranı; DKV: Denetim Komitesinin Varlığı; KURYKV: Kurumsal Yönetim Komitesinin Varlığı; RESKV: Riskin Erken Saptanması Komitesinin Varlığı.

Yönetim kurulu üye sayısı ile bağımsız üye oranı, yönetim kurulu kadın üye oranı ve halka arz oranı arasında sırası ile -%22 (-0.223), -%20 (-0.203) ve -%9.47 (-0.0947) negatif anlamlı ilişki söz konusudur. Yönetim kurulu üye sayısı ve nitelikli pay sahipliği arasında ise -%1.26 (-0.0126) negatif anlamsız ilişki mevcuttur. Yönetim kurulu üye sayısı ile denetim komitesinin varlığı ve riskin erken saptanması komitesi arasında sırası ile %22.7 (0.227) ve %26.4 (0.264) pozitif anlamlı ilişki mevcuttur. Bağımsız üye oranı ile yönetim kurulu kadın üye oranı ve nitelikli pay sahipliği arasında sırası ile -%4.28 (-0.0428) negatif anlamsız ve %0.09 (0.00912) pozitif anlamsız ilişki mevcut iken; halka arz oranı, denetim komitesinin varlığı ve riskin erken saptanması komitesinin varlığı arasında sırası ile %15.6 (0.156), %53.3 (0.533) ve %38 (0.380) pozitif anlamlı ilişki mevcuttur. Yönetim kurulu kadın üye oranı ile halka arz oranı ve nitelikli pay sahipliği arasında sırası ile %4.44 (0.044) ve %2.55 (0.0255) pozitif anlamsız ilişki mevcut iken; denetim komitesinin varlığı ve riskin erken saptanması komitesinin varlığı arasında sırası ile -%12.7 (-0.127) ve -%18.7 (0.187) negatif anlamlı ilişki mevcuttur. Halka arz oranı ile nitelikli pay sahipliği arasında -%63.3 (-0.633) negatif anlamlı ilişki söz konusu iken; denetim komitesinin varlığı ile halka arz oranı arasında %2.86 (0.0286) pozitif anlamsız, riskin erken saptanması komitesinin varlığı ile halka arz oranı arasında -%1.81 (0.0181) negatif anlamsız ilişki söz konusudur. Nitelikli pay sahipliği ile denetim komitesinin varlığı arasında -%2.19 (0.0219) negatif anlamsız ilişki mevcut iken, riskin erken saptanması komitesinin varlığı ile nitelikli pay sahipliği arasında %3.07 (0.0307) pozitif anlamsız ilişki mevcuttur. Denetim komitesinin varlığı ile riskin erken saptanması komitesinin varlığı arasında %60.5 (0.605) pozitif anlamlı ilişki mevcuttur.

### **5.3. ARAŞTIRMA MODELLERİNE İLİŞKİN ANALİZLER**

Bu başlıkta, çalışma modellerine ilişkin regresyon analizi sonuçlarına yer verilmiştir.

#### **5.3.1. Kurumsal Yönetim Uygulamalarının Ticari Borç Devir Süresi Üzerine Etkisi (Model 1)**

Kurumsal yönetim bileşenlerinin, çalışma sermayesi yönetiminin unsuru olan ticari borç devir süresi üzerine etkisi Model 1'de incelenmiştir.

Panel veri analizinde hangi yaklaşımın kullanılacağına karar vermeden önce klasik modelin (En Küçük Kareler Yöntemi-Pooled OLS) geçerliliğini test etmek gerekmektedir. İlk olarak araştırmaya konu olan verilerin birimlere ve zamana göre farklılık gösterip göstermediğini anlamak için iki yönlü modelin geçerliliği, ikinci olarak birim etki ve son olarak da zaman etkisi test edilmektedir. Bu testler için LR (Likelihood Ratio) testi kullanılmaktadır. Araştırma modelinin Klasik Model ile analizinin uygunluğuna ilişkin gerçekleştirilen test sonuçları Tablo 5.3'te verilmiştir.

Tablo 5. 3. Model 1'e İlişkin Klasik Modelin Testi

<b>LR (Likelihood Ratio) Testi (İki Yönlü Modelin Geçerliliği)</b>	
chi2(2)	Prob>chi2
636.99	0.0000
<b>LR (Likelihood Ratio) Testi (Birim Etki)</b>	
chibar2(01)	Prob>chi2
558.13	0.0000
<b>LR (Likelihood Ratio) Testi (Zaman Etki)</b>	
chibar2(01)	Prob>chi2
18.80	0.0000

Tablo 5.3'te, Klasik modelin testi için gerçekleştirilen LR testi sonuçları ve olasılık değerleri yer almaktadır. Klasik modelin testi sonucuna göre; iki yönlü modelin geçerliliğinin testi sonucunda  $p < 0.05$  değeri elde edilmiş ve iki yönlü model geçerli çıkmıştır. Ancak test sonucunda, iki yönlü model geçerli çıktığında tahmine geçilememektedir. Ayrıca birim etkinin ve zaman etkinin varlığı ayrı ayrı test edilmesi gerekmektedir. Birim etkiyi ve zaman etkisini test etmek için gerçekleştirilen LR (Likelihood Ratio) testi sonucunda birim etkiye ( $p < 0.05$ ) ve zaman etkisine ( $p < 0.05$ ) rastlanmıştır. Buna göre modelin analizinde iki yönlü modelin uygulanması doğru olacaktır. Ancak, söz konusu modelde birim etki var olduğundan Klasik Model (En Küçük Kareler-Pooled OLS) analiz için uygun değildir.

Panel veri analizinde modele ilişkin katsayı tahmininin gerçekleştirilebilmesi için ilk önce hangi tahmin yönteminin kullanılacağına karar verilmesi gerekmektedir. Modelin analizinde kullanılacak tahmin yönteminin belirlenmesi için Hausman testi kullanılmıştır. Test sonucuna göre modelin analizinde, sabit etkiler tahmin yöntemi ya da tesadüfi etkiler tahmin yöntemi uygulanır. Hausman testine ilişkin sonuçlar Tablo 5.4'te verilmiştir.



Tablo 5. 4. Model 1'in Analizinde Kullanılacak Tahmin Yönteminin Belirlenmesine İlişkin Test

<b>Hausman Testi</b>			
<b>Test Özeti</b>	<b>Ki Kare İstatistiği</b>	<b>Serbestlik Derecesi</b>	<b>Olasılık</b>
Yatay Kesit Bağ.	8.50	7	0.2902

Hausman testi sonucuna göre elde edilen olasılık değeri 0.05'ten büyük ( $p > 0.05$ ) olduğundan modelin analizinde tesadüfi etkiler tahmincisinin kullanılmasına karar verilmiştir.

Hausman testi sonucunda modelde tesadüfi etkiler tahmin yönteminin kullanılmasına karar verildikten sonra analize konu olan modelde değişen varyans, otokorelasyon ve birimler arası korelasyonun varlığını test etmek gerekmektedir. Tesadüfi etkiler tahmincisine göre modelde değişen varyans problemi olup olmadığını test etmek için Breusch and Pagan Lagrangian Testi, otokorelasyon problemi olup olmadığını test etmek için Bhargava, Franzini ve Narendranathan'ın Durbin-Watson Testi, birimler arası korelasyon olup olmadığını test etmek için Pesaran testi kullanılmıştır.

Değişen varyans problemini test etmek için kullanılan Breusch and Pagan Lagrangian Testi sonucunda olasılık değeri 0.05'ten küçük ( $p < 0.05$ ) olursa modelde değişen varyans problemi; otokorelasyon problemini test etmek için kullanılan Bhargava, Franzini ve Narendranathan'ın Durbin-Watson Testi sonucunda elde edilen kritik değer 2'den küçük çıkarsa modelde otokorelasyon problemi; birimler arası korelasyonu test etmek için kullanılan Pesaran Testi sonucunda elde edilen olasılık değeri 0.05'ten küçük ( $p < 0.05$ ) çıkarsa modelde birimler arası korelasyon problemi olduğu sonucuna varılmaktadır (Tatoğlu, 2013:216-228). Modele ilişkin gerçekleştirilen varsayım test sonuçları Tablo 5.5'te verilmiştir.

Tablo 5. 5. Model 1'e İlişkin Varsayım Test Sonuçları

<b>Breusch and Pagan Lagrangian Testi</b>	
chi2 (01)	Prob>chi2
910.00	0.0000
<b>Bhargava, Franzini ve Narendranathan'ın Durbin-Watson Testi</b>	
1.6669454	
<b>Pesaran Testi</b>	
Olasılık Değeri	0.0000

Tablo 5.5'te verilen kurumsal yönetim bileşenlerinin çalışma sermayesi yönetimi bileşeni olan ticari borç devir süresi üzerine etkisine ilişkin modelin varsayım sonuçları incelendiğinde; değişen varyans problemini test etmek için gerçekleştirilen Breusch and Pagan Lagrangian Testi sonucunda elde edilen olasılık değeri 0.05'ten küçük ( $p < 0.05$ ) olduğundan modelde, değişen varyans problemi olduğu; otokorelasyon problemini test etmek amacı ile gerçekleştirilen Bhargava, Franzini ve Narendranathan'ın Durbin-Watson Testi sonucunda elde edilen kritik değer 2'den küçük olduğundan otokorelasyon problemi olduğu; birimler arası korelasyonu test etmek için gerçekleştirilen Pesaran Testi sonucunda elde edilen olasılık değeri 0.05'ten küçük ( $p < 0.05$ ) olduğundan modelde birimler arası korelasyon olduğu sonucuna varılmaktadır. Tesadüfi etkiler tahmincisi ile tahmin edilen modelde değişen varyans ve birimler arası korelasyon problemi ile karşılaşıldığında Genelleştirilmiş Tahmin Eşitliği Kitle Ortalaması Modeli dirençli tahmincisi kullanılarak standart hatalar düzeltilir ve söz konusu problemlerin önüne geçilmeye çalışılır (Tatoğlu, 2013:216-228).

Tablo 5. 6. Model 1'e İlişkin Regresyon Analizi Sonuçları

<b>TBDS</b>	<b>Katsayı</b>	<b>Std. Hata</b>	<b>t-Değeri</b>	<b>Olasılık</b>
<b>YKUS</b>	-1.506905	1.128191	-1.34	0.182
<b>BUO</b>	1.014605	14.80521	0.07	0.945
<b>YKKUO</b>	-2.971159	17.54675	-0.17	0.866
<b>HAO</b>	20.09668	11.04798	1.82	0.069*
<b>NPS</b>	21.89163	10.70859	2.04	0.041**
<b>DKV</b>	-4.61237	9.136857	-0.50	0.614
<b>RESKV</b>	2.543735	6.991943	0.36	0.716
<b>_CONS</b>	77.03533	14.40692	5.35	0.000***
Chi-square		8.15	Number of obs	
Prob > chi2		0.3195	Number of groups	
<b>*** p&lt;0.01, ** p&lt;0.05, * p&lt;0.1</b>				
<b>TBDS: Ticari Borç Devir Süresi; YKUS: Yönetim kurulu üye sayısı, BUO: Bağımsız Üye Oranı, YKKUO: Yönetim Kurulu Kadın Üye Oranı, HAO: Halka Açıklık Oranı, NPS: Nitelikli Pay Sahipliği Oranı, DKV: Denetim Komitesinin Varlığı, RESKV: Riskin Erken Saptanması Komitesinin Varlığı.</b>				

Tablo 5.6'da, kurumsal yönetim bileşenleri olan yönetim kurulu üye sayısı (YKUS), yönetim kurulunda yer alan bağımsız üye oranı (BUO), yönetim kurulunda yer alan kadın üye oranı (YKKUO), halka arz oranı (HAO), nitelikli pay sahipliği

oranı (NPS), denetim komitesinin varlığı (DKV) ve riskin erken saptanması komitesinin varlığı (RESKV) ile ticari borç devir süresi (TBDS) arasındaki ilişkiyi ortaya koyan regresyon analizi sonuçlarına yer verilmiştir.

“Yönetim kurulu üye sayısı ile ticari borç devir süresi arasında ilişki vardır.” yönünde kurulan hipotez (H1a) kapsamında yapılan analiz sonucunda elde edilen katsayı negatif (-1.506905) ve anlamsızdır (0.182). Buna göre, “Yönetim kurulu üye sayısı ile ticari borç devir süresi arasında ilişki vardır.” yönünde kurulan (H1a) hipotezi desteklenmemektedir. Başka bir deyişle, şirketlerin yönetim kurulu üye sayısında meydana gelen değişim ticari borç devir süresine etki etmemektedir.

“Yönetim kurulunda yer alan bağımsız üye oranı ile ticari borç devir süresi arasında ilişki vardır.” yönünde kurulan hipotez (H1b) kapsamında yapılan analiz sonucunda elde edilen katsayı pozitif (1.014605) ve anlamsızdır (0.945). Buna göre, “Yönetim kurulunda yer alan bağımsız üye oranı ile ticari borç devir süresi arasında ilişki vardır.” yönünde kurulan (H1b) hipotezi desteklenmemektedir. Buna bağlı olarak; yönetim kurulunda yer alan bağımsız üye oranında meydana gelen değişim ticari borç devir süresine etki etmemektedir.

“Yönetim kurulunda yer alan kadın üye oranı ile ticari borç devir süresi arasında ilişki vardır.” yönünde kurulan hipotez (H1c) kapsamında yapılan analiz sonucunda elde edilen katsayı negatif (-2.971159) ve anlamsızdır (0.866). Elde edilen sonuca göre, şirketlerin yönetim kurulunda yer alan kadın üye oranında meydana gelen değişim ticari borç devir süresine etki etmemektedir. Bu bağlamda, “Yönetim kurulunda yer alan kadın üye oranı ile ticari borç devir süresi arasında ilişki vardır.” yönünde kurulan (H1c) hipotezi desteklenmemektedir.

“Denetim komitesinin varlığı ile ticari borç devir süresi arasında ilişki vardır.” yönünde kurulan hipotez (H1d) kapsamında yapılan analiz sonucunda elde edilen katsayı negatif (-4.61237) ve anlamsızdır (0.614). Analiz sonucuna göre; şirketlerde denetim komitesinin varlığı ticari borç devir süresine etki etmemektedir. Buna göre; “Denetim komitesinin varlığı ile ticari borç devir süresi arasında ilişki vardır.” yönünde kurulan (H1d) hipotezi desteklenmemektedir.

“Riskin erken saptanması komitesinin varlığı ile ticari borç devir süresi arasında ilişki vardır.” yönünde kurulan hipotez (H1e) kapsamında gerçekleştirilen analiz sonucunda elde edilen katsayı pozitif (2.543735) ve anlamsızdır (0.716). “Riskin erken saptanması komitesinin varlığı ile ticari borç devir süresi arasında ilişki vardır.” yönünde kurulan (H1e) hipotezi desteklenmemektedir. Buna göre,

şirketlerde riskin erken saptanması komitesinin varlığı ticari borç devir süresine etki etmemektedir.

“Halka arz oranı ile ticari borç devir süresi arasında ilişki vardır.” yönünde kurulan hipotez (H1f) kapsamında gerçekleştirilen analiz sonucunda elde edilen katsayı pozitif (20.09668) ve % 10 düzeyinde anlamlıdır (0.069). Buna göre, “Halka arz oranı ile ticari borç devir süresi arasında ilişki vardır.” yönünde kurulan (H1f) hipotezi desteklenmektedir. Buna göre şirketlerin halka arz oranında meydana gelen % 1’lik değişim ticari borç devir süresini 2 gün artırmaktadır.

“Nitelikli pay sahipliği ile ticari borç devir süresi arasında ilişki vardır.” yönünde kurulan hipotez (H1g) kapsamında gerçekleştirilen analiz sonucunda elde edilen katsayı pozitif (21.89163) ve anlamlıdır (0.041). Analiz sonucuna göre; şirketlerde nitelikli pay sahibinin oranında meydana gelen artış, ticari borç devir süresini yaklaşık 2.82 gün artırmaktadır. Buna göre, “Nitelikli pay sahipliği ile ticari borç devir süresi arasında ilişki vardır.” yönünde kurulan (H1g) hipotezi desteklenmektedir.

Yukarıda verilen bilgilere göre; H1f ve H1g hipotezleri kabul edilirken, H1a, H1b, H1c, H1d, H1e hipotezleri red edilmektedir. Alt hipotezlerden birisinin desteklenmesi temel hipotezi de desteklemektedir. Buna göre, “Kurumsal yönetim uygulamalarının, ticari borç devir süresine etkisi vardır.” yönünde kurulan (H1) temel hipotezi desteklenmektedir.

### **5.3.2. Kurumsal Yönetim Uygulamalarının Alacak Devir Süresi Üzerine Etkisi (Model 2)**

Kurumsal yönetim bileşenlerinin çalışma sermayesi yönetiminin unsuru olan alacak devir süresi üzerine etkisi Model 2’de incelenmiştir.

Panel veri analizinde hangi yaklaşımın kullanılacağına karar vermeden önce klasik modelin (En Küçük Kareler Yöntemi-Pooled OLS) geçerliliğini test etmek gerekmektedir. İlk olarak araştırmaya konu olan verilerin birimlere ve zamana göre farklılık gösterip göstermediğini anlamak için iki yönlü modelin geçerliliği, ikinci olarak birim etki ve son olarak zaman etkisi test edilmiştir. Bu testler için LR (Likelihood Ratio) testi kullanılmıştır. Araştırma modelinin Klasik modele uygunluğuna ilişkin gerçekleştirilen test sonuçları Tablo 5.7’de verilmiştir.

Tablo 5. 7. Model 2'ye İlişkin Klasik Modelin Testi

<b>LR (Likelihood Ratio) Testi (İki Yönlü Modelin Geçerliliği)</b>	
chi2(2)	Prob>chi2
699.53	0.0000
<b>LR (Likelihood Ratio) Testi (Birim Etki)</b>	
chibar2(01)	Prob>chi2
693.58	0.0000
<b>LR (Likelihood Ratio) Testi (Zaman Etki)</b>	
chibar2(01)	Prob>chi2
0.00	1.0000

Tablo 5.7'de, Klasik modelin testi için gerçekleştirilen LR (Likelihood Ratio) testi sonuçları ve olasılık değerleri yer almaktadır. Klasik Modelin testi sonucuna göre; iki yönlü modelin geçerliliğinin testi sonucunda  $p < 0.05$  değeri elde edilmiş ve iki yönlü model geçerli çıkmıştır. Ancak test sonucunda iki yönlü model geçerli çıkması durumunda hemen tahmine geçilememektedir. Ayrıca birim etkinin ve zaman etkinin varlığı ayrı ayrı test edilmesi gerekmektedir. Birim etkiyi ve zaman etkisini test etmek için gerçekleştirilen LR (Likelihood Ratio) testi sonucunda birim etkiye ( $p < 0.05$ ) rastlanmıştır, zaman etkisine ( $p > 0.05$ ) rastlanmamıştır. Bunun için iki yönlü modelin uygulanması doğru değildir. Söz konusu modelde birim etki söz konusu olduğundan Klasik Model (En Küçük Kareler-Pooled OLS) analiz için uygun değildir.

Panel veri analizinde modele ilişkin katsayı tahmininin gerçekleştirilebilmesi için ilk önce hangi tahmin yönteminin kullanılacağına karar verilmesi gerekmektedir. Model 2'nin analizinde kullanılacak tahmin yöntemini belirlemek için Hausman testi kullanılmıştır. Test sonucuna göre analizde, sabit etkiler tahmin yöntemi ya da tesadüfi etkiler tahmin yöntemi uygulanır. Hausman testine ilişkin sonuçlar Tablo 5.8'de verilmiştir.

Tablo 5. 8. Model 2'in Analizinde Kullanılacak Tahmin Yönteminin Belirlenmesine İlişkin Test

<b>Hausman Testi</b>			
<b>Test Özeti</b>	<b>Ki Kare İstatistiği</b>	<b>Serbestlik Derecesi</b>	<b>Olasılık</b>
Yatay Kesit Bağ.	12.57	7	0.0832

Hausman testi sonucuna göre elde edilen olasılık değeri 0.05'ten büyük ( $p > 0.05$ ) olduğundan, Model 2'nin analizinde tesadüfi etkiler tahmincisinin kullanılmasına karar verilmiştir.

Hausman testi sonucunda modelde tesadüfi etkiler tahmin yönteminin kullanılmasına karar verildikten sonra analize konu olan modelde değişen varyans, otokorelasyon ve birimler arası korelasyonun varlığını test etmek gerekmektedir. tesadüfi etkiler tahmincisine göre modelde değişen varyans problemi olup olmadığını test etmek için Breusch and Pagan Lagrangian Testi, otokorelasyon problemi olup olmadığını test etmek için Bhargava, Franzini ve Narendranathan'ın Durbin-Watson Testi, birimler arası korelasyon olup olmadığını test etmek için Pesaran testi kullanılmıştır.

Değişen varyans problemini test etmek için kullanılan Breusch and Pagan Lagrangian Testi sonucunda olasılık değeri 0.05'ten küçük ( $p < 0.05$ ) olursa modelde değişen varyans problemi; otokorelasyon problemini test etmek için kullanılan Bhargava, Franzini ve Narendranathan'ın Durbin-Watson Testi sonucunda elde edilen kritik değer, 2'den küçük çıkarsa modelde otokorelasyon; birimler arası korelasyonu test etmek için kullanılan Pesaran Testi sonucunda elde edilen olasılık değeri 0.05'ten küçük ( $p < 0.05$ ) çıkarsa modelde, birimler arası korelasyon problemi olduğu sonucuna varılır (Tatoğlu, 2013:216-228). Model 2'ye ilişkin gerçekleştirilen varsayım testlerinin sonuçları Tablo 5.9'da verilmiştir.

Tablo 5. 9. Model 2'ye İlişkin Varsayım Test Sonuçları

<b>Breusch and Pagan Lagrangian Testi</b>	
chi2 (01)	Prob>chi2
1101.34	0.0000
<b>Bhargava, Franzini ve Narendranathan'ın Durbin-Watson Testi</b>	
1.4907251	
<b>Pesaran Testi</b>	
Olasılık Değeri	0.0000

Tablo 5.9'da verilen kurumsal yönetim bileşenlerinin çalışma sermayesi yönetimi bileşeni olan alacak devir süresi üzerine etkisine ilişkin modelin varsayım sonuçları incelendiğinde; değişen varyans problemini test etmek için gerçekleştirilen Breusch and Pagan Lagrangian Testi sonucunda elde edilen olasılık değeri, 0.05'ten küçük ( $p < 0.05$ ) olduğundan modelde değişen varyans problemi; otokorelasyon

problemini test etmek amacı ile gerçekleştirilen Bhargava, Franzini ve Narendranathan'ın Durbin-Watson Testi sonucunda elde edilen kritik değer, 2'den küçük olduğundan otokorelasyon problemi; birimler arası korelasyonu test etmek için gerçekleştirilen Pesaran Testi sonucunda, elde edilen olasılık değeri 0.05'ten küçük ( $p < 0.05$ ) olduğundan modelde birimler arası korelasyon olduğu sonucuna varılmıştır. Modelde değişen varyans, otokorelasyon ve birimler arası korelasyon problemi ile karşılaşıldığında Genelleştirilmiş Tahmin Eşitliği Kitle Ortalaması Modeli kullanılarak standart hatalar düzeltilir ve söz konusu problemlerin önüne geçilmeye çalışılır.

Tablo 5. 10. Model 2'ye İlişkin Regresyon Analizi Sonuçları

ADS	Katsayı	Std. Hata	t-Değeri	Olasılık
<b>YKUS</b>	-1.801084	1.04078	-1.73	0.084*
<b>BUO</b>	-.7773736	15.44826	-0.05	0.960
<b>YKKUO</b>	20.67624	13.27143	1.56	0.119
<b>HAO</b>	22.23449	16.66122	1.33	0.182
<b>NPS</b>	21.52623	14.6814	1.47	0.143
<b>DKV</b>	5.759733	8.261387	0.70	0.486
<b>RESKV</b>	4.838765	5.346404	0.91	0.365
<b>_CONS</b>	75.50204	10.96093	6.89	0.000***
Chi-square	12.29		Number of obs	918
Prob > chi2	0.0913		Number of groups	153
<b>*** p&lt;0.01, ** p&lt;0.05, * p&lt;0.1</b>				
<b>ADS:</b> Alacak Devir Süresi; <b>YKUS:</b> Yönetim kurulu üye sayısı, <b>BUO:</b> Bağımsız Üye Oranı, <b>YKKUO:</b> Yönetim Kurulu Kadın Üye Oranı, <b>HAO:</b> Halka Açıklık Oranı, <b>NPS:</b> Nitelikli Pay Sahipliği Oranı, <b>DKV:</b> Denetim Komitesinin Varlığı, <b>RESKV:</b> Riskin Erken Saptanması Komitesinin Varlığı.				

Tablo 5.10'da, kurumsal yönetim bileşenleri olan yönetim kurulu üye sayısı (YKUS), yönetim kurulunda yer alan bağımsız üye oranı (BUO), yönetim kurulunda yer alan kadın üye oranı (YKKUO), halka arz oranı (HAO), nitelikli pay sahipliği oranı (NPS), denetim komitesinin varlığı (DKV) ve riskin erken saptanması komitesinin varlığı (RESKV) ile alacak devir süresi (ADS) arasındaki ilişkiyi ortaya koyan regresyon analizi sonuçlarına yer verilmiştir.

“Yönetim kurulu üye sayısı ile alacak devir süresi arasında ilişki vardır .”yönünde kurulan hipotez (H2a) kapsamında gerçekleştirilen analiz sonucunda elde edilen katsayı negatif (-1.801084) ve %10 düzeyinde anlamlıdır (0.084). Bu

kapsamda, “Yönetim kurulu üye sayısı ile alacak devir süresi arasında ilişki vardır.” yönünde kurulan (H2a) hipotezi desteklenmektedir. Elde edilen sonuca göre; şirketlerin yönetim kurulu üye sayısında meydana gelen değişim alacak devir süresini 1.80 gün kısaltmaktadır.

“Yönetim kurulunda yer alan bağımsız üye oranı ile alacak devir süresi arasında ilişki vardır.” yönünde kurulan hipotez (H2b) kapsamında yapılan analiz sonucunda elde edilen katsayı negatif (-.7773736) ve anlamsızdır (0.960). Buna göre, “Yönetim kurulunda yer alan bağımsız üye oranı ile alacak devir süresi arasında ilişki vardır.” yönünde kurulan (H2b) hipotezi desteklenmemektedir. Analiz sonucuna göre; şirketlerin bağımsız üye oranında meydana gelen değişim alacak devir süresine etki etmemektedir.

“Yönetim kurulunda yer alan kadın üye oranı ile alacak devir süresi arasında ilişki vardır.” yönünde kurulan hipotez (H2c) kapsamında yapılan analiz sonucunda elde edilen katsayı pozitif (20.67624) ve anlamsızdır (0.119). Dolayısıyla, “Yönetim kurulunda yer alan kadın üye oranı ile alacak devir süresi arasında ilişki vardır.” yönünde kurulan (H2c) hipotezi desteklenmemektedir. Buna göre, yönetim kurulunda yer alan kadın üye oranında meydana gelen değişim alacak devir süresine etki etmemektedir.

“Denetim komitesinin varlığı ile alacak devir süresi arasında ilişki vardır.” yönünde kurulan hipotez (H2d) kapsamında yapılan analiz sonucunda elde edilen katsayı pozitif (5.759733) ve anlamsızdır (0.486). Buna göre, “Denetim komitesinin varlığı ile alacak devir süresi arasında ilişki vardır.” yönünde kurulan (H2d) hipotezi desteklenmemektedir. Başka bir deyişle, şirketlerde kurumsal yönetim uygulamaları kapsamında oluşturulan denetim komitesinin, alacak devir süresine etkisi bulunmamaktadır.

“Riskin erken saptanması komitesinin varlığı ile alacak devir süresi arasında ilişki vardır.” yönünde kurulan hipotez (H2e) kapsamında gerçekleştirilen analiz sonucunda elde edilen katsayı pozitif (4.838765) ve anlamsızdır (0.365). Analiz sonucuna göre, “Riskin erken saptanması komitesinin varlığı ile alacak devir süresi arasında ilişki vardır.” yönünde kurulan (H2e) hipotezi desteklenmemektedir. Buna göre, şirketlerde kurumsal yönetim uygulamaları kapsamında oluşturulan riskin erken saptanması komitesinin, alacak devir süresine etkisi bulunmamaktadır.

“Halka arz oranı ile alacak devir süresi arasında ilişki vardır.” yönünde kurulan hipotez (H2f) kapsamında gerçekleştirilen analiz sonucunda elde edilen



katsayı pozitif (22.23449) ve anlamsızdır (0.182). Buna göre, “Halka arz oranı ile alacak devir süresi arasında ilişki vardır.” yönünde kurulan (H2f) hipotezi desteklenmemektedir. Başka bir deyişle, şirketlerin halka arz oranında meydana gelen değişim alacak devir süresine etki etmemektedir.

“Nitelikli pay sahipliği ile alacak devir süresi arasında ilişki vardır.” yönünde kurulan hipotez (H2g) kapsamında gerçekleştirilen analiz sonucunda elde edilen katsayı pozitif (21.52623) ve anlamsızdır (0.143). Bu kapsamda, “Nitelikli pay sahipliği ile alacak devir süresi arasında ilişki vardır.” yönünde kurulan (H2g) hipotezi desteklenmemektedir. Buna göre, nitelikli paya sahip olan ortağın payında meydana gelen değişim alacak devir süresine etki etmemektedir.

Yukarıda verilen bilgilere göre; H2a hipotezi kabul edilirken; H2b, H2c, H2d, H2e, H2f, H2g hipotezleri red edilmektedir. Alt hipotezlerden birisinin desteklenmesi temel hipotezi de desteklemektedir. Buna göre, “Kurumsal yönetim uygulamalarının, alacak devir süresine etkisi vardır.” yönünde kurulan (H2) temel hipotezi desteklenmektedir.

### **5.3.3 Kurumsal Yönetim Uygulamalarının Stok Devir Süresi Üzerine Etkisi (Model 3)**

Kurumsal yönetim bileşenlerinin çalışma sermayesi yönetiminin unsuru olan stok devir süresi üzerine etkisi Model 3’te incelenmiştir.

Panel veri analizinde hangi yaklaşımın kullanılacağına karar vermeden önce klasik modelin (En Küçük Kareler Yöntemi-Pooled OLS) geçerliliğini test etmek gerekmektedir. İlk olarak araştırmaya konu olan verilerin birimlere ve zamana göre farklılık gösterip göstermediğini anlamak için iki yönlü modelin geçerliliği, ikinci olarak birim etki ve son olarak zaman etkisi test edilmiştir. Bu testler için LR (Likelihood Ratio) testi kullanılmıştır. Araştırma modelinin Klasik modele uygunluğuna ilişkin gerçekleştirilen test sonuçları Tablo 5.11’de verilmiştir.

Tablo 5. 11. Model 3'e İlişkin Klasik Modelin Testi

<b>LR (Likelihood Ratio) Testi (İki Yönlü Modelin Geçerliliği)</b>	
chi2(2)	Prob>chi2
660.99	0.0000
<b>LR (Likelihood Ratio) Testi (Birim Etki)</b>	
chibar2(01)	Prob>chi2
660.99	0.0000
<b>LR (Likelihood Ratio) Testi (Zaman Etki)</b>	
chibar2(01)	Prob>chi2
0.00	1.0000

Tablo 5.11'de Klasik Modelin testi için gerçekleştirilen LR (Likelihood Ratio) testi sonuçları ve olasılık değerleri yer almaktadır. Klasik Modelin testi sonucuna göre; iki yönlü modelin geçerliliğinin testi sonucunda  $p < 0.05$  değeri elde edilmiş ve iki yönlü model geçerli çıkmıştır. Ancak test sonucunda iki yönlü model geçerli çıkması durumunda hemen tahmine geçilememektedir. Ayrıca birim etkinin ve zaman etkinin varlığı ayrı ayrı test edilmesi gerekmektedir. Birim etkiyi ve zaman etkisini test etmek için gerçekleştirilen LR testi sonucunda birim etkiye ( $p < 0.05$ ) rastlanmış, zaman etkisine ( $p > 0.05$ ) rastlanmamıştır. Bunun için iki yönlü modelin uygulanması doğru değildir. Söz konusu modelde birim etki söz konusu olduğundan klasik model (En Küçük Kareler-Pooled OLS) analiz için uygun değildir.

Panel veri analizinde modele ilişkin katsayı tahmininin gerçekleştirilebilmesi için ilk önce hangi tahmin yönteminin kullanılacağına karar verilmesi gerekmektedir. Model 3'ün analizinde kullanılacak tahmin yöntemini belirlemek için Hausman testi kullanılmıştır. Test sonucuna göre, analizde sabit etkiler tahmin yöntemi ya da tesadüfi etkiler tahmin yöntemi uygulanır. Hausman testine ilişkin sonuçlar Tablo 5.12'de verilmiştir.

Tablo 5. 12. Model 3'ün Analizinde Kullanılacak Tahmin Yönteminin Belirlenmesine İlişkin Test

<b>Hausman Testi</b>			
<b>Test Özeti</b>	<b>Ki Kare İstatistiği</b>	<b>Serbestlik Derecesi</b>	<b>Olasılık</b>
Yatay Kesit Bağ.	13.42	7	0.0626

Hausman testi sonucuna göre elde edilen olasılık değeri 0.05'ten büyük ( $p > 0.05$ ) olduğundan Model 3'ün analizinde, tesadüfi etkiler tahmincisinin kullanılmasına karar verilmiştir.

Hausman testi sonucunda, modelde sabit etkiler tahmin yönteminin kullanılmasına karar verildikten sonra analize konu olan modelde değişen varyans, otokorelasyon ve birimler arası korelasyonun varlığını test etmek gerekmektedir. Tesadüfi etkiler tahmincisine göre, modelde değişen varyans problemi olup olmadığını test etmek için Breusch and Pagan Lagrangian Testi, otokorelasyon problemi olup olmadığını test etmek için Bhargava, Franzini ve Narendranathan'ın Durbin-Watson Testi, birimler arası korelasyon olup olmadığını test etmek için Pesaran testi kullanılmıştır.

Değişen varyans problemini test etmek için kullanılan Breusch and Pagan Lagrangian Testi sonucunda olasılık değeri 0.05'ten küçük ( $p < 0.05$ ) olursa modelde değişen varyans problemi; otokorelasyon problemini test etmek için kullanılan Bhargava, Franzini ve Narendranathan'ın Durbin-Watson Testi sonucunda elde edilen kritik değer, 2'den küçük çıkarsa modelde otokorelasyon; birimler arası korelasyonu test etmek için kullanılan Pesaran Testi sonucunda elde edilen olasılık değeri, 0.05'ten küçük ( $p < 0.05$ ) çıkarsa modelde birimler arası korelasyon problemi olduğu sonucuna varılır (Tatoğlu, 2013:216-228). Model 2'ye ilişkin gerçekleştirilen varsayım testlerinin sonuçları Tablo 5.13'te verilmiştir.

Tablo 5. 13. Model 3'e İlişkin Varsayım Test Sonuçları

<b>Breusch and Pagan Lagrangian Testi</b>	
chi2 (01)	Prob>chi2
1047.34	0.0000
<b>Bhargava, Franzini ve Narendranathan'ın Durbin-Watson Testi</b>	
1.7799701	
<b>Pesaran Testi</b>	
Olasılık Değeri	0.3494

Tablo 5.13'te verilen kurumsal yönetim bileşenlerinin çalışma sermayesi yönetimi bileşeni olan stok devir süresi üzerine etkisine ilişkin modelin varsayım sonuçları incelendiğinde; değişen varyans problemini test etmek için gerçekleştirilen Breusch and Pagan Lagrangian Testi sonucunda elde edilen olasılık değeri 0.05'ten küçük ( $p < 0.05$ ) olduğundan modelde değişen varyans problemi olduğu; otokorelasyon problemini test etmek amacı ile gerçekleştirilen Bhargava, Franzini ve Narendranathan'ın Durbin-Watson Testi sonucunda elde edilen kritik değer, 2'den küçük olduğundan otokorelasyon problemi olduğu; birimler arası korelasyonu test

etmek için gerçekleştirilen Pesaran Testi sonucunda elde edilen olasılık değeri 0.05'ten büyük ( $p > 0.05$ ) olduğundan modelde birimler arası korelasyon olmadığı sonucuna varılmıştır. Modelde değişen varyans ve otokorelasyon problemi ile karşılaşıldığında Genelleştirilmiş Tahmin Eşitliği Kitle Ortalaması Modeli kullanılarak standart hatalar düzeltilir ve söz konusu problemlerin önüne geçilmeye çalışılır.

Tablo 5. 14. Model 3'e İlişkin Regresyon Analizi Sonuçları

SDS	Katsayı	Std. Hata	t-Değeri	Olasılık
YKUS	-4.587357	1.295858	-3.54	0.000***
BUO	23.78825	21.95659	1.08	0.279
YKKUO	22.39217	19.1824	1.17	0.243
HAO	34.92694	16.94502	2.06	0.039**
NPS	-24.23171	11.79021	-2.06	0.040**
DKV	-12.32857	13.90054	-0.89	0.375
RESKV	4.953003	8.653523	0.57	0.567
_CONS	107.5982	19.97006	5.39	0.000***
Chi-square	26.70	Number of obs	918	
Prob > chi2	0.0004	Number of groups	153	
*** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1				
SDS: Stok Devir Süresi; YKUS: Yönetim Kurulu Üye Sayısı, BUO: Bağımsız Üye Oranı, YKKUO: Yönetim Kurulu Kadın Üye Oranı, HAO: Halka Açıklık Oranı, NPS: Nitelikli Pay Sahipliği Oranı, DKV: Denetim Komitesinin Varlığı, RESKV: Riskin Erken Saptanması Komitesinin Varlığı.				

Tablo 5.14'te, kurumsal yönetim bileşenleri olan yönetim kurulu üye sayısı (YKUS), yönetim kurulunda yer alan bağımsız üye oranı (BUO), yönetim kurulunda yer alan kadın üye oranı (YKKUO), halka arz oranı (HAO), nitelikli pay sahipliği oranı (NPS), denetim komitesinin varlığı (DKV) ve riskin erken saptanması komitesinin varlığı (RESKV) ile stok devir süresi (SDS) arasındaki ilişkiyi ortaya koyan regresyon analizi sonuçlarına yer verilmiştir.

“Yönetim kurulu üye sayısı ile stok devir süresi arasında ilişki vardır.” yönünde kurulan hipotez (H3a) kapsamında gerçekleştirilen analiz sonucunda elde edilen katsayı negatif (-4.587357) ve anlamlıdır (0.000). Bu kapsamda, “Yönetim kurulu üye sayısı ile stok devir süresi arasında ilişki vardır.” yönünde kurulan (H3a) hipotezi desteklenmektedir. Elde edilen sonuca göre; şirketlerin yönetim kurulu üye sayısında meydana gelen değişim stok devir süresini 4.59 gün azaltmaktadır.

“Yönetim kurulunda yer alan bağımsız üye oranı ile stok devir süresi arasında ilişki vardır.” yönünde kurulan hipotez (H3b) kapsamında yapılan analiz sonucunda elde edilen katsayı negatif (23.78825) ve anlamlıdır (0.279). Buna göre, “Yönetim kurulunda yer alan bağımsız üye oranı ile stok devir süresi arasında ilişki vardır.” yönünde kurulan (H3b) hipotezi desteklenmemektedir. Bu kapsamda, şirketlerin yönetim kurulunda yer alan bağımsız üye oranında meydana gelen değişim stok devir süresine etki etmemektedir.

“Yönetim kurulunda yer alan kadın üye oranı ile stok devir süresi arasında ilişki vardır.” yönünde kurulan hipotez (H3c) kapsamında yapılan analiz sonucunda elde edilen katsayı pozitif (22.39217) ve anlamsızdır (0.243). Dolayısıyla, “Yönetim kurulunda yer alan kadın üye oranı ile stok devir süresi arasında ilişki vardır.” yönünde kurulan (H3c) hipotezi desteklenmemektedir. Bu kapsamda, yönetim kurulunda yer alan kadın üye oranında meydana gelen değişim stok devir süresine etki etmemektedir.

“Denetim komitesinin varlığı ile stok devir süresi arasında ilişki vardır.” yönünde kurulan hipotez (H3d) kapsamında yapılan analiz sonucunda elde edilen katsayı negatif (-12.32857) ve anlamsızdır (0.375). Bu durumda, “Denetim komitesinin varlığı ile stok devir süresi arasında ilişki vardır.” yönünde kurulan (H3d) hipotezi desteklenmemektedir. Başka bir deyişle, şirketlerde kurumsal yönetim uygulamaları kapsamında oluşturulan denetim komitesinin stok devir süresine etkisi bulunmamaktadır.

“Riskin erken saptanması komitesinin varlığı ile stok devir süresi arasında ilişki vardır.” yönünde kurulan hipotez (H3e) kapsamında gerçekleştirilen analiz sonucunda elde edilen katsayı pozitif (4.953003) ve anlamsızdır (0.567). Dolayısıyla, “Riskin erken saptanması komitesinin varlığı ile stok devir süresi arasında ilişki vardır.” yönünde kurulan (H3e) hipotezi desteklenmemektedir. Buna göre, şirketlerde kurumsal yönetim uygulamaları kapsamında oluşturulan riskin erken saptanması komitesinin stok devir süresine etkisi bulunmamaktadır.

“Halka arz oranı ile stok devir süresi arasında ilişki vardır.” yönünde kurulan hipotez (H3f) kapsamında gerçekleştirilen analiz sonucunda elde edilen katsayı pozitif (34.92694) ve anlamlıdır (0.039). Bu kapsamda, “Halka arz oranı ile stok devir süresi arasında ilişki vardır.” yönünde kurulan (H3f) hipotezi desteklenmektedir. Analiz sonucuna göre; şirketlerin halka arz oranında meydana gelen değişim stok devir süresini yaklaşık 35 gün artırmaktadır.

“Nitelikli pay sahipliği ile stok devir süresi arasında ilişki vardır.” yönünde kurulan hipotez (H3g) kapsamında gerçekleştirilen analiz sonucunda elde edilen katsayı negatif (-24.23171) ve anlamlıdır (0.040). Buna göre, “Nitelikli pay sahipliği ile stok devir süresi arasında ilişki vardır.” yönünde kurulan (H3g) hipotezi desteklenmektedir. Başka bir deyişle, nitelikli paya sahip olan ortağın payında meydana gelen değişim stok devir süresini 24 gün azaltmaktadır.

Yukarıda verilen bilgilere göre; H3a, H3f, H3g hipotezleri kabul edilirken; H3b, H3c, H3d ve H3e hipotezleri red edilmektedir. Alt hipotezlerden birisinin desteklenmesi temel hipotezi de desteklemektedir. Buna göre, “Kurumsal yönetim uygulamalarının, stok devir süresine etkisi vardır.” yönünde kurulan (H3) temel hipotezi desteklenmektedir.

#### 5.3.4. Kurumsal Yönetim Uygulamalarının Nakit Dönüş Süresi Üzerine Etkisi (Model 4)

Kurumsal yönetim bileşenlerinin çalışma sermayesi yönetiminin unsuru olan nakit dönüş süresi üzerine etkisi Model 4’te incelenmiştir.

Panel veri analizinde hangi yaklaşımın kullanılacağına karar vermeden önce klasik modelin (En Küçük Kareler Yöntemi-Pooled OLS) geçerliliğini test etmek gerekmektedir. İlk olarak araştırmaya konu olan verilerin birimlere ve zamana göre farklılık gösterip göstermediğini anlamak için iki yönlü modelin geçerliliği, ikinci olarak birim etki ve son olarak zaman etkisi test edilmiştir. Bu testler için LR (Likelihood Ratio) testi kullanılmıştır. Araştırma modelinin Klasik Modele uygunluğuna ilişkin gerçekleştirilen test sonuçları Tablo 5.15’de verilmiştir.

Tablo 5. 15. Model 4’e İlişkin Klasik Modelin Testi

<b>LR (Likelihood Ratio) Testi (İki Yönlü Modelin Geçerliliği)</b>	
chi2(2)	Prob>chi2
772.26	0.0000
<b>LR (Likelihood Ratio) Testi (Birim Etki)</b>	
chibar2(01)	Prob>chi2
770.40	0.0000
<b>LR (Likelihood Ratio) Testi (Zaman Etki)</b>	
chibar2(01)	Prob>chi2
0.00	1.0000

Tablo 5.15'te, Klasik Modelin testi için gerçekleştirilen LR (Likelihood Ratio) testi sonuçları ve olasılık değerleri yer almaktadır. Klasik Modelin testi sonucuna göre; iki yönlü modelin geçerliliği testi, sonucunda  $p < 0.05$  değeri elde edilmiş ve iki yönlü model geçerli çıkmıştır. Ancak test sonucunda iki yönlü model geçerli çıkması durumunda hemen tahmine geçilememektedir. Ayrıca, birim etkinin ve zaman etkinin varlığı ayrı ayrı test edilmesi gerekmektedir. Birim etkiyi ve zaman etkisini test etmek için gerçekleştirilen LR (Likelihood Ratio) testi sonucunda birim etkiye ( $p < 0.05$ ) rastlanmış, zaman etkisine ( $p > 0.05$ ) rastlanmamıştır. Bunun için iki yönlü modelin uygulanması doğru değildir. Söz konusu modelde birim etki söz konusu olduğundan klasik model (En Küçük Kareler-Pooled OLS) analiz için uygun değildir.

Panel veri analizinde modele ilişkin katsayı tahmininin gerçekleştirilebilmesi için ilk önce hangi tahmin yönteminin kullanılacağına karar verilmesi gerekmektedir. Model 4'ün analizinde kullanılacak tahmin yöntemini belirlemek için Hausman testi kullanılmıştır. Test sonucuna göre, analizde sabit etkiler tahmin yöntemi ya da tesadüfi etkiler tahmin yöntemi uygulanır. Hausman testine ilişkin sonuçlar Tablo 5.16'da verilmiştir.

Tablo 5. 16. Model 4'ün Analizinde Kullanılacak Tahmin Yönteminin Belirlenmesine İlişkin Test

<b>Hausman Testi</b>			
<b>Test Özeti</b>	<b>Ki Kare İstatistiği</b>	<b>Serbestlik Derecesi</b>	<b>Olasılık</b>
Yatay Kesit Bağ.	21.52	7	0.0031

Hausman testi sonucuna göre elde edilen olasılık değeri 0.05'ten küçük ( $p < 0.05$ ) olduğundan Model 4'ün analizinde sabit etkiler tahmincisinin kullanılmasına karar verilmiştir.

Hausman testi sonucunda modelde sabit etkiler tahmin yönteminin kullanılmasına karar verildikten sonra analize konu olan modelde değişen varyans, otokorelasyon ve birimler arası korelasyonun varlığını test etmek gerekmektedir. Sabit etkiler tahmincisine göre modelde değişen varyans problemi olup olmadığını test etmek için Değiştirilmiş Wald Testi, otokorelasyon problemi olup olmadığını test etmek için Bhargava, Franzini ve Narendranathan'ın Durbin-Watson Testi, birimler arası korelasyon olup olmadığını test etmek için Pesaran testi kullanılmıştır.

Değişen varyans problemini test etmek için kullanılan Değiştirilmiş Wald Testi sonucunda, olasılık değeri 0.05'ten küçük ( $p < 0.05$ ) olursa modelde değişen varyans problemi; otokorelasyon problemini test etmek için kullanılan Bhargava, Franzini ve Narendranathan'ın Durbin-Watson Testi sonucunda elde edilen kritik değer, 2'den küçük çıkarsa modelde otokorelasyon; birimler arası korelasyonu test etmek için kullanılan Pesaran Testi sonucunda, elde edilen olasılık değeri 0.05'ten küçük ( $p < 0.05$ ) çıkarsa modelde birimler arası korelasyon problemi olduğu sonucuna varılır (Tatoğlu, 2013:216-228). Model 4'e ilişkin gerçekleştirilen varsayım testlerinin sonuçları Tablo 5.17'de verilmiştir.

Tablo 5. 17. Model 4'e İlişkin Varsayım Test Sonuçları

<b>Değiştirilmiş Wald Testi</b>	
chi2 (153)	Prob>chi2
2.0e+05	0.0000
<b>Bhargava, Franzini ve Narendranathan'ın Durbin-Watson Testi</b>	
1.7082159	
<b>Pesaran Testi</b>	
Olasılık Değeri	0.0000

Tablo 5.17'de verilen kurumsal yönetim bileşenlerinin çalışma sermayesi yönetimi bileşeni olan nakit dönüş süresi üzerine etkisine ilişkin modelin varsayım sonuçları incelendiğinde; değişen varyans problemini test etmek için gerçekleştirilen Değiştirilmiş Wald Testi sonucunda, elde edilen olasılık değeri 0.05'ten küçük ( $p < 0.05$ ) olduğundan modelde değişen varyans problemi olduğu; otokorelasyon problemini test etmek amacı ile gerçekleştirilen Bhargava, Franzini ve Narendranathan'ın Durbin-Watson Testi sonucunda elde edilen kritik değer 2'den küçük olduğundan otokorelasyon problemi olduğu; birimler arası korelasyonu test etmek için gerçekleştirilen Pesaran Testi sonucunda elde edilen olasılık değeri 0.05'ten küçük ( $p < 0.05$ ) olduğundan modelde birimler arası korelasyon olduğu sonucuna varılmıştır. Sabit etkiler tahmincisi ile tahmin edilen modelde değişen varyans ve birimler arası korelasyon problemi ile karşılaşıldığında Driscoll-Kraay dirençli tahmincisi kullanılarak standart hatalar düzeltilir ve söz konusu problemlerin önüne geçilmeye çalışılır.



Tablo 5. 18. Model 4'e İlişkin Regresyon Analizi Sonuçları

NDS	Katsayı	Std. Hata	t-Değeri	Olasılık
<b>YKUS</b>	-.5304897	.5106284	-1.04	0.301
<b>BUO</b>	-11.78469	18.42478	-0.64	0.523
<b>YKKUO</b>	40.62014	8.299494	4.89	0.000***
<b>HAO</b>	41.96266	15.68903	2.67	0.008***
<b>NPS</b>	41.72061	38.1034	1.09	0.275
<b>DKV</b>	6.277926	8.366042	0.75	0.454
<b>RESKV</b>	-.8826419	7.074433	-0.12	0.901
<b>_CONS</b>	51.49248	22.8416	2.25	0.026**
F(7,152)		68.30	Number of obs	
Prob > F		0.0000	Number of groups	
R <sup>2</sup>		0.0086		
*** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1				
<b>NDS:</b> Nakit Dönüş Süresi; <b>YKUS:</b> Yönetim Kurulu Üye Sayısı, <b>BUO:</b> Bağımsız Üye Oranı, <b>YKKUO:</b> Yönetim Kurulu Kadın Üye Oranı, <b>HAO:</b> Halka Açıklık Oranı, <b>NPS:</b> Nitelikli Pay Sahipliği Oranı, <b>DKV:</b> Denetim Komitesinin Varlığı, <b>RESKV:</b> Riskin Erken Saptanması Komitesinin Varlığı.				

Tablo 5.18'de, kurumsal yönetim bileşenleri olan yönetim kurulu üye sayısı (YKUS), yönetim kurulunda yer alan bağımsız üye oranı (BUO), yönetim kurulunda yer alan kadın üye oranı (YKKUO), halka arz oranı (HAO), nitelikli pay sahipliği oranı (NPS), denetim komitesinin varlığı (DKV) ve riskin erken saptanması komitesinin varlığı (RESKV) ile nakit dönüş süresi (NDS) arasındaki ilişkiyi ortaya koyan regresyon analizi sonuçlarına yer verilmiştir.

“Yönetim kurulu üye sayısı ile nakit dönüş süresi arasında ilişki vardır.” yönünde kurulan hipotez (H4a) kapsamında gerçekleştirilen analiz sonucunda elde edilen katsayı negatif (-.5304897) ve anlamsızdır (0.301). Bu kapsamda “Yönetim kurulu üye sayısı ile nakit dönüş süresi arasında ilişki vardır.” yönünde kurulan (H4a) hipotezi desteklenmemektedir. Elde edilen sonuca göre; şirketlerin yönetim kurulu üye sayısında meydana gelen değişim nakit dönüş süresine etki etmemektedir.

“Yönetim kurulunda yer alan bağımsız üye oranı ile nakit dönüş süresi arasında ilişki vardır.” yönünde kurulan hipotez (H4b) kapsamında gerçekleştirilen analiz sonucunda elde edilen katsayı negatif (-11.78469) ve anlamsızdır (0.523). Bu kapsamda, “Yönetim kurulunda yer alan bağımsız üye oranı ile nakit dönüş süresi arasında ilişki vardır.” yönünde kurulan (H4b) hipotezi desteklenmemektedir. Elde edilen sonuca göre; şirketlerin yönetim kurulunda yer alan bağımsız üye oranında meydana gelen değişim nakit dönüş süresine etki etmemektedir.

“Yönetim kurulunda yer alan kadın üye oranı ile nakit dönüş süresi arasında ilişki vardır.” yönünde kurulan hipotez (H4c) kapsamında yapılan analiz sonucunda elde edilen katsayı pozitif (40.62014) ve anlamlıdır (0.000). Buna göre, “Yönetim kurulunda yer alan kadın üye oranı ile nakit dönüş süresi arasında ilişki vardır.” yönünde kurulan (H4c) hipotezi desteklenmektedir. Buna bağlı olarak, yönetim kurulunda yer alan kadın üye oranında meydana gelen artış nakit dönüş süresini 40 gün artırmaktadır.

“Denetim komitesinin varlığı ile nakit dönüş süresi arasında ilişki vardır.” yönünde kurulan hipotez (H4d) kapsamında yapılan analiz sonucunda elde edilen katsayı pozitif (6.277926) ve anlamsızdır (0.454). Bu kapsamda, “Denetim komitesinin varlığı ile nakit dönüş süresi arasında ilişki vardır.” yönünde kurulan (H4d) hipotezi desteklenmemektedir. Bu durumda, şirketlerde kurumsal yönetim uygulamaları kapsamında oluşturulan denetim komitesinin nakit dönüş süresine etkisi bulunmamaktadır.

“Riskin erken saptanması komitesinin varlığı ile nakit dönüş süresi arasında ilişki vardır.” yönünde kurulan hipotez (H4e) kapsamında gerçekleştirilen analiz sonucunda elde edilen katsayı negatif (-.8826419) ve anlamsızdır (0.901). Bu durumda, “Riskin erken saptanması komitesinin varlığı ile nakit dönüş süresi arasında ilişki vardır.” yönünde kurulan (H4e) hipotezi desteklenmemektedir. Analiz sonucuna göre, şirketlerde kurumsal yönetim uygulamaları kapsamında oluşturulan riskin erken saptanması komitesi nakit dönüş süresine etki etmemektedir.

“Halka arz oranı ile nakit dönüş süresi arasında ilişki vardır.” yönünde kurulan hipotez (H4f) kapsamında gerçekleştirilen analiz sonucunda elde edilen katsayı pozitif (41.96266) ve anlamsızdır (0.008). Bu kapsamda, “Halka arz oranı ile nakit dönüş süresi arasında ilişki vardır.” yönünde kurulan (H4f) hipotez desteklenmektedir. Analiz sonucuna göre; şirketlerin halka arz oranında meydana gelen değişim nakit dönüş süresini 41 gün artırmaktadır.

“Nitelikli pay sahipliği ile nakit dönüş süresi arasında ilişki vardır.” yönünde kurulan hipotez (H4g) kapsamında gerçekleştirilen analiz sonucunda elde edilen katsayı negatif (41.72061) ve anlamsızdır (0.275). Bu durumda, “Nitelikli pay sahipliği ile nakit dönüş süresi arasında ilişki vardır.” yönünde kurulan (H4g) hipotez desteklenmemektedir. Analiz sonucuna göre; nitelikli paya sahip ortağın payında meydana gelen değişim nakit dönüş süresine etki etmemektedir.

Yukarıda verilen bilgilere göre; H4c ve H4f hipotezleri kabul edilirken, H4a, H4b, H4d, H4e ve H4g hipotezleri red edilmektedir. Alt hipotezlerden birisinin desteklenmesi temel hipotezi de desteklemektedir. Buna göre, “Kurumsal yönetim uygulamalarının, nakit dönüş süresine etkisi vardır.” yönünde kurulan (H4) temel hipotezi desteklenmektedir.

### 5.3.5. Kurumsal Yönetim Uygulamalarının Cari Oran Üzerine Etkisi (Model 5)

Kurumsal yönetim bileşenlerinin çalışma sermayesi yönetiminin unsuru olan cari oran üzerine etkisi Model 5’te incelenmiştir.

Panel veri analizinde hangi yaklaşımın kullanılacağına karar vermeden önce klasik modelin (En Küçük Kareler Yöntemi-Pooled OLS) geçerliliğini test etmek gerekmektedir. İlk olarak, araştırmaya konu olan verilerin birimlere ve zamana göre farklılık gösterip göstermediğini anlamak için iki yönlü modelin geçerliliği, ikinci olarak birim etki ve son olarak zaman etkisi test edilmiştir. Bu testler için LR (Likelihood Ratio) testi kullanılmıştır. Araştırma modelinin Klasik Modele uygunluğuna ilişkin gerçekleştirilen test sonuçları Tablo 5.19’da verilmiştir.

Tablo 5. 19. Model 5’e İlişkin Klasik Modelin Testi

<b>LR (Likelihood Ratio) Testi (İki Yönlü Modelin Geçerliliği)</b>	
chi2(2)	Prob>chi2
566.57	0.0000
<b>LR (Likelihood Ratio) Testi (Birim Etki)</b>	
chibar2(01)	Prob>chi2
554.65	0.0000
<b>LR (Likelihood Ratio) Testi (Zaman Etki)</b>	
chibar2(01)	Prob>chi2
0.18	0.3350

Tablo 5.19’da Klasik modelin testi için gerçekleştirilen LR testi sonuçları ve olasılık değerleri yer almaktadır. Klasik modelin testi sonucuna göre; iki yönlü modelin geçerliliğinin testi sonucunda  $p < 0.05$  değeri elde edilmiş ve iki yönlü model geçerli çıkmıştır. Ancak test sonucunda iki yönlü modelin geçerli çıkması durumunda hemen tahmine geçilememektedir. Ayrıca birim etkinin ve zaman etkinin varlığı ayrı ayrı test edilmesi gerekmektedir. Birim etkiyi ve zaman etkisini test etmek için gerçekleştirilen LR (Likelihood Ratio) testi sonucunda birim etkiye ( $p < 0.05$ ) rastlanmış, zaman etkisine ( $p > 0.05$ ) rastlanmamıştır. Bunun için iki yönlü

modelin uygulanması doğru değildir. Söz konusu modelde birim etki söz konusu olduğundan Klasik Model (En Küçük Kareler-Pooled OLS) analiz için uygun değildir.

Panel veri analizinde modele ilişkin katsayı tahmininin gerçekleştirilebilmesi için ilk önce hangi tahmin yönteminin kullanılacağına karar verilmesi gerekmektedir. Model 5'in analizinde kullanılacak tahmin yöntemini belirlemek için Hausman testi kullanılmıştır. Test sonucuna göre analizde sabit etkiler tahmin yöntemi ya da tesadüfi etkiler tahmin yöntemi uygulanır. Hausman testine ilişkin sonuçlar Tablo 5.20'de verilmiştir.

Tablo 5. 20. Model 5'in Analizinde Kullanılacak Tahmin Yönteminin Belirlenmesine İlişkin Test

<b>Hausman Testi</b>			
<b>Test Özeti</b>	<b>Ki Kare İstatistiği</b>	<b>Serbestlik Derecesi</b>	<b>Olasılık</b>
Yatay Kesit Bağ.	9.02	7	0.2513

Hausman testi sonucuna göre elde edilen olasılık değeri 0.05'ten büyük ( $p > 0.05$ ) olduğundan Model 5'in analizinde tesadüfi etkiler tahmincisinin kullanılmasına karar verilmiştir.

Hausman testi sonucunda modelde tesadüfi etkiler tahmin yönteminin kullanılmasına karar verildikten sonra analize konu olan modelde değişen varyans, otokorelasyon ve birimler arası korelasyonun varlığını test etmek gerekmektedir. Tesadüfi etkiler tahmincisine göre modelde değişen varyans problemi olup olmadığını test etmek için Breusch-Pagan Lagrangian Testi, otokorelasyon problemi olup olmadığını test etmek için Bhargava, Franzini ve Narendranathan'ın Durbin-Watson Testi, birimler arası korelasyon olup olmadığını test etmek için Pesaran testi kullanılmıştır.

Değişen varyans problemini test etmek için kullanılan Breusch-Pagan Lagrangian Testi sonucunda olasılık değeri 0.05'ten küçük ( $p < 0.05$ ) olursa modelde değişen varyans problemi; otokorelasyon problemini test etmek için kullanılan Bhargava, Franzini ve Narendranathan'ın Durbin-Watson Testi sonucunda elde edilen kritik değer, 2'den küçük çıkarsa modelde otokorelasyon; birimler arası korelasyonu test etmek için kullanılan Pesaran Testi sonucunda elde edilen olasılık değeri, 0.05'ten küçük ( $p < 0.05$ ) çıkarsa modelde birimler arası korelasyon problemi

olduğu sonucuna varılır (Aytekin ve Sönmez, 2019:342). Model 5'e ilişkin gerçekleştirilen varsayım testlerinin sonuçları Tablo 5.21'de verilmiştir.

Tablo 5. 21. Model 5'e İlişkin Varsayım Test Sonuçları

<b>Breusch and Pagan Lagrangian Testi</b>	
chi2 (01)	Prob>chi2
908.03	0.0000
<b>Bhargava, Franzini ve Narendranathan'ın Durbin-Watson Testi</b>	
1.5346615	
<b>Pesaran Testi</b>	
Olasılık Değeri	0.0000

Tablo 5.21'de verilen kurumsal yönetim bileşenlerinin çalışma sermayesi yönetimi bileşeni olan nakit dönüş süresi üzerine etkisine ilişkin modelin varsayım sonuçları incelendiğinde; değişen varyans problemini test etmek için gerçekleştirilen Breusch-Pagan Lagrangian Testi sonucunda elde edilen olasılık değeri, 0.05'ten küçük ( $p < 0.05$ ) olduğundan modelde değişen varyans problemi olduğu; otokorelasyon problemini test etmek amacı ile gerçekleştirilen Bhargava, Franzini ve Narendranathan'ın Durbin-Watson Testi sonucunda elde edilen kritik değer, 2'den küçük olduğundan otokorelasyon problemi; birimler arası korelasyonu test etmek için gerçekleştirilen Pesaran Testi sonucunda elde edilen olasılık değeri, 0.05'ten küçük ( $p < 0.05$ ) olduğundan modelde birimler arası korelasyon olduğu sonucuna varılmıştır. Tesadüfi etkiler tahmincisi ile tahmin edilen modelde değişen varyans, otokorelasyon ve birimler arası korelasyon problemi ile karşılaşıldığında Genelleştirilmiş Tahmin Eşitliği Kitle Ortalaması Modeli kullanılarak standart hatalar düzeltilir ve söz konusu problemlerin önüne geçilmeye çalışılır (Aytekin ve Sönmez, 2016:38).

Tablo 5. 22. Model 5'e İlişkin Regresyon Analizi Sonuçları

CO	Katsayı	Std. Hata	t-Değeri	Olasılık
<b>YKUS</b>	-.0107285	.0291219	-0.37	0.713
<b>BUO</b>	.1953541	.5454542	0.36	0.720
<b>YKKUO</b>	.220128	.4524815	0.49	0.627
<b>HAO</b>	-.5426937	.3394125	-1.60	0.110
<b>NPS</b>	.139302	.41375	0.34	0.736
<b>DKV</b>	-.4844026	.3006688	-1.61	0.107
<b>RESKV</b>	.1772869	.1672142	1.06	0.289
<b>_CONS</b>	2.373619	.5603759	4.24	0.000
Chi-square	8.07	Number of obs	918	
Prob > chi2	0.3261	Number of groups	153	
<b>*** p&lt;0.01, ** p&lt;0.05, * p&lt;0.1</b>				
<b>CO: Cari Oran; YKUS: Yönetim Kurulu Üye Sayısı, BUO: Bağımsız Üye Oranı, YKKUO: Yönetim Kurulu Kadın Üye Oranı, HAO: Halka Açıklık Oranı, NPS: Nitelikli Pay Sahipliği Oranı, DKV: Denetim Komitesinin Varlığı, RESKV: Riskin Erken Saptanması Komitesinin Varlığı.</b>				

Tablo 5.22'de, kurumsal yönetim bileşenleri olan yönetim kurulu üye sayısı (YKUS), yönetim kurulunda yer alan bağımsız üye oranı (BUO), yönetim kurulunda yer alan kadın üye oranı (YKKUO), halka arz oranı (HAO), nitelikli pay sahipliği oranı (NPS), denetim komitesinin varlığı (DKV) ve riskin erken saptanması komitesinin varlığı (RESKV) ile cari oran (CO) arasındaki ilişkiyi ortaya koyan regresyon analizi sonuçlarına yer verilmiştir.

“Yönetim kurulu üye sayısı ile cari oran arasında ilişki vardır.” yönünde kurulan hipotez (H5a) kapsamında gerçekleştirilen analiz sonucunda elde edilen katsayı negatif (-.0107285) ve anlamsızdır (0.713). Bu kapsamda “Yönetim kurulu üye sayısı ile cari oran arasında ilişki vardır.” yönünde kurulan (H5a) hipotezi desteklenmemektedir. Elde edilen sonuca göre; şirketlerin yönetim kurulu üye sayısında meydana gelen değişim cari orana etki etmemektedir.

“Yönetim kurulunda yer alan bağımsız üye oranı ile cari oran arasında ilişki vardır.” yönünde kurulan hipotez (H5b) kapsamında yapılan analiz sonucunda elde edilen katsayı pozitif (.1953541) ve anlamsızdır (0.720). Bu kapsamda, “Yönetim kurulunda yer alan bağımsız üye oranı ile cari oran arasında ilişki vardır.” yönünde kurulan (H5b) hipotezi desteklenmemektedir. Elde edilen sonuca göre; şirketlerin yönetim kurulunda yer alan bağımsız üye oranında meydana gelen değişim cari orana etki etmemektedir.

“Yönetim kurulunda yer alan kadın üye oranı ile cari oran arasında ilişki vardır.” yönünde kurulan hipotez (H5c) kapsamında yapılan analiz sonucunda elde edilen katsayı pozitif (.220128) ve anlamsızdır (0.627). Buna göre, “Yönetim kurulunda yer alan kadın üye oranı ile cari oran arasında ilişki vardır.” yönünde kurulan (H5c) hipotezi desteklenmemektedir. Analiz sonucuna göre; yönetim kurulunda yer alan kadın üye oranında meydana gelen değişim cari orana etki etmemektedir.

“Denetim komitesinin varlığı ile cari oran arasında ilişki vardır.” yönünde kurulan hipotez (H5d) kapsamında yapılan analiz sonucunda elde edilen katsayı negatif (-.4844026) ve anlamsızdır (0.107). Bu kapsamda, “Denetim komitesinin varlığı ile cari oran arasında ilişki vardır.” yönünde kurulan (H5d) hipotezi desteklenmemektedir. Analiz sonucuna göre, şirketlerde kurumsal yönetim uygulamaları kapsamında oluşturulan denetim komitesi cari orana etki etmemektedir.

“Riskin erken saptanması komitesinin varlığı ile cari oran arasında ilişki vardır.” yönünde kurulan hipotez (H5e) kapsamında gerçekleştirilen analiz sonucunda elde edilen katsayı pozitif (.1772869) ve anlamsızdır (0.289). Bu durumda, “Riskin erken saptanması komitesinin varlığı ile cari oran arasında ilişki vardır.” yönünde kurulan (H5e) hipotezi desteklenmemektedir. Buna göre, şirketlerde kurumsal yönetim uygulamaları kapsamında oluşturulan riskin erken saptanması komitesi cari orana etki etmemektedir.

“Halka arz oranı ile cari oran arasında ilişki vardır.” yönünde kurulan hipotez (H5f) kapsamında gerçekleştirilen analiz sonucunda elde edilen katsayı negatif (-.5426937) ve anlamsızdır (0.110). Buna göre, “Halka arz oranı ile cari oran arasında ilişki vardır.” yönünde kurulan (H5f) hipotezi desteklenmemektedir. Analiz sonucuna göre; şirketlerin halka arz oranında meydana gelen değişim cari orana etki etmemektedir.

“Nitelikli pay sahipliği ile cari oran arasında ilişki vardır.” yönünde kurulan hipotez (H5g) kapsamında gerçekleştirilen analiz sonucunda elde edilen katsayı pozitif (.139302) ve anlamsızdır (0.736). Bu durumda, “Nitelikli pay sahipliği ile nakit dönüş süresi arasında ilişki vardır.” yönünde kurulan (H5g) hipotezi desteklenmemektedir. Analiz sonucuna göre; nitelikli paya sahip ortağın oranında meydana gelen değişim cari orana etki etmemektedir.

Yukarıda verilen bilgilere göre; H5a, H5b, H5c, H5d, H5e, H5f ve H5g hipotezleri red edilmektedir. Dolayısıyla, “Kurumsal yönetim uygulamalarının, cari orana etkisi vardır” yönünde kurulan (H5) temel hipotezi de desteklenmemektedir.





## SONUÇ VE TARTIŞMA

Bu çalışmada, Türkiye’de imalat sektöründe faaliyet gösteren ve BİST’te işlem gören 155 şirketin 2012-2017 yılları arasına ait mali tablolarından ve faaliyet raporlarından elde edilen veriler yardımı ile kurumsal yönetim uygulamalarının çalışma sermayesi yönetimi üzerine etkisi analiz edilmiştir. Yapılan analizler ile elde edilen sonuçlar aşağıda sırası ile verilmiştir.

Bu çalışmada, kurumsal yönetim uygulamaları ile ticari borç devir süresi arasındaki ilişkilerin analizi sonucunda; yönetim kurulu üye sayısı, bağımsız üye oranı, yönetim kurulunda yer alan kadın üye oranı, denetim komitesinin varlığı, riskin erken saptanması komitesinin varlığı arasında ilişki olmadığı; nitelikli pay sahipliği oranı ve halka arz oranı ile ticari borç devir süresi arasında pozitif ilişki olduğu tespit edilmiştir. Yani nitelikli pay sahibinin payında ve halka arz oranında meydana gelen değişim ticari borç devir süresini artırmaktadır. Literatürde yönetim kurulu üye sayısı, kadın üye oranı, denetim komitesi ile ticari borç devir süresi arasında ilişki olmadığına dair birçok kanıt bulunmaktadır. Elde edilen bu sonuçlar literatür tarafından da desteklenmektedir. Örneğin; Gill ve Biger (2013) ve Njoroge (2018), yönetim kurulu üye sayısı ile ticari borç devir süresi arasında ilişki olmadığını; Achchuthan ve Kajanathan (2013) ve Njoroge (2018) yönetim kurulunda yer alan bağımsız üye oranı ile ticari borç devir süresi arasında ilişkinin olmadığını; Sathyamoorthi vd (2018) ve Ali ve Shah (2017), kadın üye oranı ile ticari borç devir süresi arasında ilişki olmadığını; Achchuthan ve Kajanathan (2013), Gill ve Biger (2013), Kajanathan ve Achchuthan (2013), Ali ve Shah (2017), Njoroge (2018) ve Gill vd. (2015), denetim komitesi ile ticari borç devir süresi arasında ilişki olmadığını tespit etmişlerdir. Çalışmada, nitelikli pay sahipliği oranı ve halka arz oranı ile ticari borç devir süresi arasında pozitif ilişkiye rastlanmıştır. Araştırmada bu değişkenler arasında ilişki olduğu sonucu beklenen durumdur. Ancak literatürde yer alan çalışmalarda bu değişkenler arasındaki ilişkiyi

ortaya koyan kanıt bulunamamıştır. Ayrıca riskin erken saptanması komitesi ile ticari borç devir süresi arasında herhangi bir ilişkiye rastlanmamıştır. Araştırmada bu değişkenler arasında ilişki olması beklenirken çıkmamasının nedeni; şirkette ticari borçlarla ilgili alınan kararlarda nitelikli paya sahip ortağın etkili olmasından kaynaklanıyor olabilir. Zaten literatürde bu değişkenleri içerisine alan bir çalışma henüz bulunmamaktadır. Analiz sonuçları çerçevesinde; şirketlerde ticari borçlara ilişkin alınan kararlarda nitelikli paya sahip ortağın daha etkili olduğu söylenebilir.

Kurumsal yönetim uygulamaları ve alacak devir süresi arasındaki ilişkilerin analizi sonucunda; bağımsız üye oranı, kadın üye oranı, denetim komitesi, riskin erken saptanması komitesi, nitelikli pay sahipliği ve halka arz oranı ile alacak devir süresi arasında ilişki olmadığı; yönetim kurulu üye sayısı ile alacak devir süresi arasında negatif ilişki olduğu tespit edilmiştir. Yani araştırma kapsamındaki şirketlerin yönetim kurulu üye sayısı arttıkça alacak devir süresi azalmaktadır. Bu bağlamda, yönetim kurulunda yer alan üye sayısının artması kararların ortak akıl ile alınmasını sağlayacak ve alacakların daha etkin ve verimli yönetilmesine katkı sağlayabilecektir. Elde edilen sonuçlar literatür tarafından desteklenmektedir. Örneğin; Chaudhry ve Ahmad (2015), yönetim kurulu üye sayısı ile alacak devir süresi arasında negatif ilişki olduğunu; Achchuthan ve Kajanathan (2013) ve Njoroge (2018), bağımsız üye oranı ile alacak devir süresi arasında ilişki olmadığını; Sathyamoorthi vd (2018) ve Ali ve Shah (2017), yönetim kurulunda yer alan kadın üye oranı ile alacak devir süresi arasında ilişkinin olmadığını; Achchuthan ve Kajanathan (2013), Gill ve Biger (2013), Kajanathan ve Achchuthan (2013), Ali ve Shah (2017), Njoroge (2018) ve Gill vd. (2015) denetim komitesi ile alacak devir süresi arasında ilişkinin olmadığını kanıtlarıdır. Bu çalışmada, nitelikli pay sahipliği oranı ve halka arz oranı ile alacak devir süresi arasında ilişkiye rastlanmamıştır. Araştırmada bu değişkenler arasında ilişki olması beklenirken çıkmamasının nedeni; yönetim kurulunun alacaklara ilişkin alınan kararlarda nitelikli paya sahip ortaktan daha etkili olduğunun göstergesi olabilir. Ancak literatürde yer alan çalışmalarda nitelikli pay sahipliği ve halka arz oranı arasındaki ilişki ya da ilişki olmadığını ortaya koyan kanıt bulunamamıştır. Literatürde bağımsız üye oranı ile alacak devir süresi arasında ilişki olduğuna dair birçok kanıt olmasına rağmen bu çalışmada tespit edilememiştir. Bu sonuç; şirketlerde ticari alacaklar konusunda alınan kararlarda yönetim kurulu üyelerinin, bağımsız üyelerden daha etkili olmasından kaynaklanıyor olabilir. Literatürde

denetim komitesi ile alacak devir süresi arasında ilişki olduğuna dair birçok kanıt olmasına rağmen bu çalışmada tespit edilememiştir. Bu sonuç; şirketlerde kurumsal yönetim kapsamında oluşturulan denetim komitesinin alacaklara ilişkin alınan kararlarda etkili olmadığını kaynaklanıyor olabilir. Bu çalışmada riskin erken saptanması komitesi ile alacak devir süresi arasında herhangi bir ilişkiye rastlanmamıştır. Araştırmada bu değişkenler arasında ilişki olması beklenirken çıkmamasının nedeni; şirkette ticari alacaklarla ilgili alınan kararlarda şirketlerde kurumsal yönetim kapsamında oluşturulan riskin erken saptanması komitesinin alacaklara ilişkin alınan kararlarda etkili olmadığını olabilir. Zaten literatürde bu değişkenleri içerisine alan bir çalışma henüz bulunmamaktadır. Analiz sonuçları çerçevesinde; şirketlerde alacaklara ilişkin alınan kararlarda yönetim kurulu üyelerinin, alacaklara ilişkin alınan kararlarda daha etkili olduğu söylenebilir.

Kurumsal yönetim uygulamaları ve stok devir süresi arasındaki ilişkilerin analizi sonucunda; bağımsız üye oranı, kadın üye oranı, denetim komitesi, riskin erken saptanması komitesi ile stok devir süresi arasında ilişki olmadığı; yönetim kurulu üye sayısı ve nitelikli pay sahipliği ile stok devir süresi arasında negatif ilişki olduğu; halka arz oranı ile stok devir süresi arasında pozitif ilişki olduğu tespit edilmiştir. Yani araştırma kapsamındaki şirketlerin yönetim kurulu üye sayısında ve nitelikli paya sahip ortağın oranında meydana gelen artış stok devir süresini kısaltırken; halka arz oranında meydana gelen değişim stok devir süresini uzatmaktadır. Yönetim kurulu üye sayısı ile stok devir süresi arasındaki ilişkiye ilişkin elde edilen sonuçlar literatür tarafından desteklenmektedir. Örneğin; Chaudhry ve Ahmad (2015), Gill vd. (2015) ve Sathyamoorthi vd. (2018), yönetim kurulu üye sayısı ile stok devir süresi arasında negatif ilişki olduğunu destekleyen çalışmalardır. Literatürde bağımsız üye oranı, kadın üye oranı ve denetim komitesi ile stok devir süresi arasında ilişki olmadığına dair kanıtlar da bulunmaktadır. Örneğin; Fiador (2016) bağımsız üye oranı ile stok devir süresi arasında ilişki olmadığını; Sathyamoorthi vd (2018) ve Ali ve Shah (2017) ise kurumsal yönetim uygulamalarının diğer bir unsuru olan yönetim kurulunda yer alan kadın üye oranı ile stok devir süresi arasında ilişkinin olmadığını Achchuthan ve Kajanathan (2013), Gill ve Biger (2013), Kajanathan ve Achchuthan (2013), Ali ve Shah (2017), Njoroge (2018) ve Gill vd. (2015), denetim komitesi ile stok devir süresi arasında ilişki olmadığını kanıtladı. Bu çalışmada, halka arz oranı ile stok devir süresi arasında pozitif ilişkiye; nitelikli pay sahipliği ile stok devir süresi arasında negatif

ilişkiye rastlanmıştır. Zaten literatürde halka arz oranı ve nitelikli pay sahipliği ile alacak devir süresi değişkenlerini içerisine alan bir çalışma henüz bulunmadığından herhangi bir kanıt sunulmamaktadır. Bu çalışmada riskin erken saptanması komitesi ile stok devir süresi arasında herhangi bir ilişkiye rastlanmamıştır. Araştırmada bu değişkenler arasında ilişki olması beklenirken çıkmamasının nedeni; şirkette stok yönetimi ilgili alınan kararlarda yönetim kurulu üyelerinin, nitelikli paya sahip ortağın ve halka arz edilen hisselerin oranının etkili olmasından kaynaklanıyor olabilir. Analiz sonuçları çerçevesinde; şirketlerde stokların yönetimine ilişkin alınan kararlarda yönetim kurulu üyelerinin, nitelikli paya sahip ortağın ve halka arz edilen hisselerin oranının daha etkili olduğu söylenebilir. Ancak analiz sonucunda değişkenlere ilişkin katsayılar incelendiğinde, yönetim kurulu üyelerinin ve nitelikli paya sahip ortak stok devir süresini düşürebilecek kararlar alınmasında etkili olduğu söylenebilir. Halka arz oranında meydana gelen artış da stokların devir hızını artıracaktır. Bunun nedeni şirketlerin halka arz ettiği hisse senetlerine ilişkin ödeyeceği kar payını (temettü) karşılayabilmek için ürünlerin fiyatlarında artış yapabilmelerinden kaynaklanıyor olabilir. Bu durum şirketin satışlarını düşürebileceğinden stokların devir süresini de artıracaktır.

Bu çalışmada, kurumsal yönetim uygulamaları ile nakit dönüş süresi arasındaki ilişkilerin analizi sonucunda; yönetim kurulu üye sayısı, bağımsız üye oranı, denetim komitesinin varlığı, riskin erken saptanması komitesinin varlığı ve nitelikli pay sahibi oranı ile nakit dönüş süresi arasında ilişki olmadığı, kadın üye oranı ve halka arz oranı ile nakit dönüş süresi arasında pozitif ilişki olduğu tespit edilmiştir. Bu sonuca göre; araştırma kapsamındaki şirketlerin kadın üye oranında ve halka arz oranında meydana gelen artış nakit dönüş süresini arttırmaktadır. Bu sonuç literatür tarafından desteklenmemektedir. Ancak literatürde; Kajananthan ve Achchuthan (2013) ve Fiador (2016) yönetim kurulu üye sayısı ile nakit dönüş süresi arasında ilişki olmadığını; Achchuthan ve Kajananthan (2013) ve Jamalinesari ve Soheili (2015) bağımsız üye oranı ile nakit dönüş süresi arasında ilişki olmadığını; Achchuthan ve Kajananthan (2013), Gill ve Biger (2013), Kajananthan ve Achchuthan (2013), Ali ve Shah (2017), Njoroge (2018) ve Gill vd. (2015) denetim komitesi ile nakit dönüş süresi arasında ilişki olmadığını; Jamalinesari ve Soheili (2015), Javadi ve Nikomaram (2017), nitelikli pay sahipliği oranı ile nakit dönüş süresi arasında ilişki olmadığını belirtmektedir. Bu sonuç; alınan kararlarda şirketlerde nakit dönüş süresine ilişkin alınan kararlarda kadın üyelerin ve halka arz

edilen hissedarlara ödenecek temettülden dolayı nakit dönüş süresinde artma olabilmektedir. Bu çalışmada riskin erken saptanması komitesi ile nakit dönüş süresi arasında herhangi bir ilişkiye rastlanmamıştır. Literatürde bu değişkenleri içerisine alan bir çalışma henüz bulunmamaktadır. Araştırmada bu değişkenler arasında ilişki olması beklenirken çıkmamasının nedeni; şirkette nakit dönüş süresi ile ilgili alınan kararlarda kadın üyelerin etkili olmasından kaynaklanıyor olabilir. Analiz sonuçları çerçevesinde; şirketlerde nakit dönüş süresine ilişkin alınan kararlarda kadın üyelerin daha etkili olduğu söylenebilir. Elde edilen katsayılara göre, kadın üyelerin verdiği tavsiyeler ve halka arz edilen hisselerde meydana gelen artış da nakit dönüş süresini olumsuz etkileyebilmektedir.

Bu çalışmada, kurumsal yönetim uygulamaları ile cari oran arasındaki ilişkilerin analizi sonucunda; yönetim kurulu üye sayısı, bağımsız üye oranı, yönetim kurulunda yer alan kadın üye oranı, halka arz oranı, nitelikli pay sahipliği, denetim komitesinin varlığı ve riskin erken saptanması komitesinin varlığı ile cari oran arasında ilişki olmadığı tespit edilmiştir. Dolayısıyla kurumsal yönetim uygulamalarının hiçbir şekilde cari orana etki etmediği söylenebilir. Bağımsız üye oranı, yönetim kurulunda yer alan kadın üye oranı ile cari oran arasında ilişki beklenirken bu çalışmada tespit edilememiştir. Fakat bu sonuçlar literatür tarafından desteklenmektedir. Örneğin; Achchuthan ve Kajanathan (2013) bağımsız üye oranı ile cari oran arasında ilişki olmadığını; Sathyamoorthi vd (2018) ve Ali ve Shah (2017) ise kurumsal yönetim uygulamalarının diğer bir unsuru olan yönetim kurulunda yer alan kadın üye oranı ile cari oran arasında ilişki olmadığını; Achchuthan ve Kajanathan (2013), Gill ve Biger (2013), Kajanathan ve Achchuthan (2013), Ali ve Shah (2017), Njoroge (2018) ve Gill vd. (2015) denetim komitesi ile cari oran arasında ilişki olmadığını kanıtlarıdır. Yönetim kurulu üye sayısı ile cari oran arasında ilişki beklenirken bu çalışmada tespit edilememiştir. Elde edilen bu sonuç literatür tarafından desteklenmemiştir. Ancak, literatürde yönetim kurulu üye sayısı ile cari oran arasında pozitif veya negatif ilişki olduğuna dair kanıtlar bulunmaktadır. Örneğin; Ahmad vd. (2018) yönetim kurulu üye sayısı ile cari oran arasında pozitif ilişkinin olduğunu; Gill ve Biger (2013) ve Sathyamoorthi vd. (2018) yönetim kurulu üye sayısı ile cari oran arasında negatif ilişkinin olduğunu ortaya koymaktadırlar. Halka arz oranı ve nitelikli pay sahipliği arasında ilişki olması beklenirken bu çalışmada tespit edilememiştir. Ancak literatürde, nitelikli pay sahipliği ile cari oran arasındaki ilişkiye dair kanıt bulunmaktadır. Önem ve Demir

(2015), nitelikli pay sahipliği ve halka arz oranı ile cari oran arasında pozitif ilişki olduğunun kanıtıdır. Bu çalışmada riskin erken saptanması komitesi ile cari oran arasında herhangi bir ilişkiye rastlanmamıştır.

Bu çalışma sonuçlarına göre şirketlerdeki kurumsal yönetim uygulamalarının çalışma sermayesi yönetimi üzerine çok fazla etki etmediği görülmektedir. Araştırma kapsamındaki sonuçlara göre Türkiye’de faaliyet gösteren şirketlerin çoğunluğunun aile şirketleri olmasından dolayı kurumsal yönetim yapısının tam anlamıyla geliştirilemediği ya da şirketlerin kurumsal yönetim yapılarını sadece tebliğler tarafından emredildiği için düzenlendiğini ayrıca şirketlerin aile şirketi özelliğine sahip olmalarından ve sermayenin çoğunluğunu temsil etmelerinden dolayı alınan kararlarda çok fazla etkili oldukları söylenebilir. Bu durum şirketlerin kurumsal yönetim yapılarının, çalışma sermayesi politikalarına ilişkin alınan kararların verimli olmadığını göstermektedir. Bu çalışma sonuçları araştırma kapsamındaki şirketlerin kurumsal yönetim yapılarının güçlendirilmesi gerektiğini göstermektedir. Çünkü her örgütte olduğu gibi şirketlerde de ortak akıl ile alınan kararlar etkinliği artıracak ve şirket varlıklarının daha verimli yönetilmesine imkân sağlayacaktır. Sonraki çalışmalar zaman ve sektörel farklılıklara göre ve yeni değişkenler eklenerek farklı analiz yöntemleri ile çeşitlendirilebilir.

## KAYNAKLAR

- Abdullah, H. ve Valentine, B. (2009). Fundamental and ethics theories of corporate governance. *Middle Eastern Finance and Economics*, 4:88-96.
- Achchuthan, S. ve Kajanathan, R. (2013). Corporate governance practices and working capital management efficiency: special reference to listed manufacturing companies in Srilanka. *International Journal of Business and Management Review*, 1(1):72-85.
- Afza, T. ve Nazir, M. S. (2007). Is it better to be aggressive or conservative in managing working capital? *Journal of Quality and Technology Management*, 3(2):11-21.
- Agha, H. (2014), Impact of working capital management on profitability. *European Scientific Journal*, 10(1):374-381.
- Ahmad, B., Ahmed I. ve Samim, M. M. (2018). Working capital management efficiency and corporate governance in manufacturing sector of Pakistan. *European Online Journal of Natural and Social Sciences*, 7(1):67-86.
- Akbulut, R. (2011). İMKB’de imalat sektöründeki işletmelerde işletme sermayesi yönetiminin karlılık üzerindeki etkisini ölçmeye yönelik bir araştırma. *İstanbul Üniversitesi İşletme Fakültesi Dergisi*, 40(2):195-206.
- Akdoğan, N. ve Tenker, N. (2006). *Finansal Tablolar ve Mali Analiz Teknikleri*, Gazi Kitabevi, Ankara, ss.80-110.
- Akgüç, Ö. (1998). *Finansal Yönetim*. Avcıol Basım Yayın, İstanbul, ss.202-250.
- Akgüç, Ö. (2011). *Mali Tablolar Analizi*, Avcıol Basım Yayın, İstanbul, ss.50-70.
- Akın, O., Onat, O. K., Eser, E. D. ve Dalgıç, R. (2015). Kobilerin alacak yönetimi politikalarının belirlenmesine yönelik bir araştırma: Burdur, Isparta ve Bucak Organize Sanayi Bölgeleri’nde bir uygulama. *Süleyman Demirel Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 20(4):285-304.

- Akıncı Vural, Z. B. ve Bat, M. (2011). 21. Yüzyılın yükselen değerleri: iş ahlakı ve kurumsal yönetim. *Paradoks Ekonomi, Sosyoloji ve Politika Dergisi*, 7(1):29-46.
- Aksoy, A. (1993). *İşletme Sermayesi Yönetimi*, Gazi Kitabevi, Ankara, ss.22.
- Aksoy, A. ve Yalçiner, Kürşat. (2008). *İşletme Sermayesi Yönetimi*, Gazi Kitabevi, Ankara, ss.23.
- Aksoy, E. E. (2017). *Finansal Yönetim*, Gazi Kitabevi, Ankara, ss.485-510.
- Aktan, C. C. (2013). Kurumsal şirket yönetimi. *Organizasyon ve Yönetim Bilimleri Dergisi*, 5(1):150-191.
- Aktan, C.C. Homepage: <http://www.canaktan.org/yonetim/kurumsal-yonetim/aktan-kurumsal.pdf> (11.11.2018).
- Ali, B. ve Shah, S. (2017). The impact of corporate governance on working capital management efficiency: a quantitative study based on Pakistani manufacturing firms. *City University Research Journal*, 7(2): 272-284.
- Alp, A. ve Kılıç, S. (2014). *Kurumsal Yönetim, Nasıl Yönetilmeli?* Doğan Kitap, İstanbul, ss.55-61.
- Alpar, R. (2003). *Uygulamalı Çok Değişkenli İstatistiksel Yöntemlere Giriş 1*, Nobel Yayınevi, İstanbul, ss.317-320.
- Alparlan, M. (2002). *Şeffaflığın Önemi Üzerine Bir Değerlendirme*. Türkiye Bankalar Birliği Yay. Bankacılık ve Araştırma Grubu. 1-16.
- Aras, G. (2006). Kurumsal yönetim ve sürdürülebilir işletme performansı. *TKYD Journal and Deloitte*. 1-2.
- Ataman, B. ve Cavlak, H. (2016). Uluslararası finansal raporlama standartları ve kurumsal yönetim ilişkisi: Borsa İstanbul kurumsal yönetim endeksine tabi halka açık şirketlerde bir anket çalışması. *Muhasebe ve Vergi Uygulamaları Dergisi*, 9(3):209-240.
- Ataman, G. (2011). *İşletme Yönetimi Temel Kavramlar-Yeni Yaklaşımlar*. Türkmen Kitabevi, İstanbul, ss.225-229.
- Atamer, M. (2006). *Halka Açık Anonim Şirketlerde Kurumsal Yönetim ve Doğrudan Yabancı Yatırımlar Açısından Değerlendirilmesi*. Uzmanlık Tezi, TC. Hazine Müsteşarlığı, Ankara, ss.9.
- Atioğlu, E. (2009). *İşletme Sermayesi Finanslama Stratejilerinin Kârluluk Üzerindeki Etkisi ve Migros Türk T.A.Ş. Uygulaması*. Yüksek Lisans Tezi, Muğla Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Muğla, ss.19.



- Aydın, N., Başar, M. ve Coşkun, M. (2011). *Finansal Yönetim*. Detay Yayıncılık, Ankara, ss.134-148.
- Aygün, M. ve İç, S. (2010). Genel müdürün aynı zamanda yönetim kurulu üyesi olması firma performansını etkiler mi? *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, 47:192-201.
- Aysan, M. (2007). *Kurumsal Yönetim ve Risk*, Elif Ofset, İstanbul, ss.82-83.
- Aytekin, M. ve Sönmez, A. R. (2016), Kurumsal yönetim uygulamalarının işletme performansına etkisi. *Türk Sosyal Bilimler Araştırmaları Dergisi*, 1(2):32-41.
- Aytekin, M. ve Sönmez, A. R. (2019), Kurumsal yönetim uygulamalarının çalışma sermayesi yönetimi üzerine etkisi: BİST imalat şirketleri üzerine bir uygulama. *Business and Management Studies: An International Journal*, 7(1):327-351.
- Ayuso, S., Argandona, A. (2007). Responsible corporate governance: Towards a stakeholder board of directors? *IESE Business School Working Paper*, 701:2-18.
- Baskıcı, Ç. (2015). Kurumsal yönetim uygulamalarında iç kontrol sisteminin önemi: Borsa İstanbul şirketleri üzerine bir araştırma. *Uluslararası Yönetim İktisat ve İşletme Dergisi*, 11(25):163-180.
- BDDK (2006). Bankaların Kurumsal Yönetim İlkelerine İlişkin Yönetmelik, ss.1-7.
- Berk, N. (2015). *Finansal Yönetim*. Türkmen Kitabevi, İstanbul, ss.434.
- Boyd, C. (1996). Ethics and the issues report in corporate governance: Raised by the cadbury the United Kingdom. *Journal of Business Ethics*, 15:167-182.
- Brigham E. F., Gapenski L. C. ve Michael C. (2001). *Financial Management Theory And Practice*. South-Western College Pub, Delhi, pp.75.
- Brigham, E. F. ve Houston, J. F. (2014). *Finansal Tablolar, Nakit Akışı ve Vergiler*. Gökten, P. (Çev.), Nobel Yayınları, İstanbul, ss.63.
- Brigham, E. F., ve Houston, J. F. (2012). *Fundamentals of Financial Management*. Cengage Learning, Boston, pp.513.
- Bushman, R. M. ve Smith, A. J. (2003). Transparency, financial accounting information, and corporate governance. *FRBNY Economic Policy Review*, 9(1):65-87.
- Büyükalvarcı, A. ve Abdioğlu, H. (2010). Kriz öncesi ve kriz sonrası dönemlerinde işletmelerde çalışma sermayesi gereksiniminin belirleyicileri: İMKB imalat sanayi işletmeleri üzerine ampirik bir uygulama. *Atatürk Üniversitesi İktisadi Ve İdari Bilimler Dergisi*, 24(2): 47-71.
- Cadbury Report (1992). *Financial Aspects of Corporate Governance*.

- Canbaş, S. ve Vural G. (2012). *Finansal Yönetim*. Karahan Kitabevi, Adana, ss.13.
- Cansızlar, D. (2005). Kurumsal şirket yönetimi. *Kurumsal Yönetim ve Önemi*, Aktan, C. C. (Ed.). Sermaye Piyasası Kurulu Kurumsal Araştırmalar Serisi, İstanbul, No:4, ss.34-45.
- Chaudhry, A. ve Ahmad, N. (2015). Does corporate governance affect working capital management efficiency of firms? evidence from manufacturing sector of Pakistan. *Science International*, 27(6):6255-6260.
- Clarke, T. (1998). The contribution of non-executive directors to the effectiveness of corporate governance. *Career Development International*, 3(3):118-124.
- Combined Code (1998). The Combined Code principles of good governance and code of best practice. *Financial Reporting Council*, pp:1-10.
- Correia C., Flynn D., Uliana E. ve Wormald M. (2007). *Financial Management*. Juta Academic, South Africa, pp.7-11
- Çabuk, A. ve Lazol, İ. (2014). *Mali Tablolar Analizi*. Ekin Yayınevi, Bursa, ss.20-40.
- Çemberci, M. (2013). Kurumsal yönetim ilkelerinin türk aile işletmelerinin yönetim ilkelerine adaptasyonunun değerlendirilmesi. *Akademik Bakış Dergisi*, 34:1-15.
- Çetin, M. ve Ecevit, E. (2010). Sağlık harcamalarının ekonomik büyüme üzerindeki etkisi: OECD ülkeleri üzerine bir panel regresyon analizi. *Doğuş Üniversitesi Dergisi*, 11(2):166-182.
- Çimen, A. (2017). Alacak ve Stok Yönetimi. *Finansal Yönetim*, Gündoğdu, A. (Ed.). Seçkin Yayıncılık, Ankara, ss.262-285.
- Çonkar, K., Elitaş, C. ve Atar, G. (2011). İmkb kurumsal yönetim endeksindeki (XKURY) firmaların finansal performanslarının topsis yöntemi ile ölçümü ve kurumsal yönetim notu ile analizi. *İstanbul Üniversitesi İktisat Fakültesi Mecmuası*, 61(1):81-115.
- Çoşkun, M. (2004). Çalışma Sermayesi Yönetimi. *Finansal Yönetim*, Aydın, N (Ed.). Anadolu Üniversitesi Yayını No: 1465, Eskişehir, ss.111-129.
- Dağlı, H. (2007). *Finansal Yönetim*. Derya Kitabevi, Trabzon, ss.174-180.
- Dahya J., McConnell, J. J. ve Travlos, N. G. (2002). The Cadbury Committee, corporate performance, and top management turnover. *The Journal of Finance*, 57(1):461-483.

- Dalğar, H. ve Pekin, S. (2011). Kurumsal yönetim ile finansal tablo manipülasyonu arasındaki ilişki: imkb kurumsal yönetim endeksi'nde yer alan şirketlerde bir araştırma. *Mali Çözüm Dergisi*, 107:19-44.
- Davis, J. H., Schoorman, F. D. ve Donaldson, L. (1997). Toward a stewardship theory of management. *The Academy of Management Review*, 22(1):20-47.
- Deloof, M. (2003). Does working capital management affect profitability of Belgian firms? *Journal of Business Finance & Accounting*, 30(3-4):573-588.
- Dereköy, F. (2015). Kurumsal yönetim ve temel dinamikleri. *Ekonomi ve Yönetim Araştırmaları Dergisi*, 4(1):31-51.
- Dinç, E. Ve Abdioğlu, H. (2009). İşletmelerde kurumsal yönetim anlayışı ve muhasebe bilgi sistemi ilişkisi: İMKB-100 şirketleri üzerine ampirik bir araştırma. *Balıkesir Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 12(21):157-184.
- Dinçer, B. (2013). Kurumsal yönetimin farklı teoriler yoluyla değerlendirilmesi. *Dumlupınar Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, 36:15-25.
- Dizkırıncı, A. S., Konuk, F. ve Topal, B. (2015). Borsa İstanbul kurumsal yönetim endeksinde yer alan imalat işletmelerinin etkinlik değerleri ile kurumsal yönetim notlarının karşılaştırılması. *Finans Politik ve Ekonomik Yorumlar Dergisi*, 52(601):79-96.
- Doğan, M. (2007). *Kurumsal Yönetim*. Siyasal Kitabevi, Ankara, ss.55-83.
- Donaldson, L. ve Davis, H. D. (1991). Stewardship theory or agency theory: CEO governance and shareholder returns. *Australian Journal of Management*, 16(1):49-64.
- Dursun, A. ve Ayrıçay, Y. (2012). Çalışma sermayesi-karlılık ilişkisinin İMKB örneğinde 1996-2005 dönemi analizi. *Atatürk Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi*, 26(3-4):199-214.
- Düzakın Gereklioğlu, H. (2013). *İşletme Finansmanı*. Seçkin Yayıncılık, Ankara, ss.165.
- Ege, İ., Topaloğlu, E. E. ve Karakozak, Ö. (2016). Nakit dönüşüm süresi analizi: BIST-50 endeksinde yer alan şirketler üzerine ampirik bir uygulama. *Niğde Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 9(1):179-193.
- Erdoğan, M. (2009). *Finansal Yönetim*. Aktif Yayınevi, İstanbul, ss.102-103.

- Erdoğan, Ş. (2009). *Kurumsal Yönetim İlkeleri Işığında Şeffaflık Ve Türkiye Uygulaması*. Yüksek Lisans Tezi, Afyon Kocatepe Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Afyon, ss.17.
- Eroğlu, C. A. (2003). *Kurumsal Yönetim İlkeleri Çerçevesinde Kamunun Aydınlatılması*. Sermaye Piyasası Kurulu Yeterlik Etüdü, Ankara, s.3.
- Ertikin, K. (2017). Bağımsız denetimde bir dönüm noktası: Enron olayı ve Sarbanes-Oxley Yasası. *Mali Çözüm Dergisi*, 141:101-119.
- Ertuğrul, F. (2008). Paydaş teorisi ve işletmelerin paydaşları ile ilişkilerinin yönetimi. *Erciyes Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 31:199-223.
- Faradonbeh, H. A. ve Dolatabadi, H. R. (2015). The impact of corporate governance on the current assets management of the companies listed in Tehran Stock Exchange. *Indian Journal of Fundamental and Applied Life Sciences*, 5(1): 1742-1751.
- Fettahoğlu, S. ve Farahi A. H. S. (2016). İşletme sermayesi finanslama stratejilerinin işletme karlılığı üzerindeki etkisini belirlemeye yönelik bir uygulama. *Elektronik Mesleki Gelişim ve Araştırma Dergisi*, 4(2):1-16.
- Fiador, V. (2016). Does corporate governance influence the efficiency of working capital management of listed firms: Evidence from Ghana. *African Journal of Economic and Management Studies*, 7(4):482-496.
- Gill, A. S. ve Biger N. (2013). The impact of corporate governance on working capital management efficiency of American manufacturing firms. *Managerial Finance*, 39(2):116-132.
- Gill, A., Biger, N. ve Obradovich, J. (2015). The impact of independent directors on the cash conversion cycle of American manufacturing firms. *International Journal of Economics and Finance*, 7(1):87-96.
- Gökalp, F. (2005). Genel hatları ile Sarbanes Oxley Kanunu ve Türkiye'deki şirketlere etkisi. *Muhasebe-Finansman Araştırma ve Uygulama Dergisi*, 5(14):107-115.
- Gönen, S. ve Yürekli, E. (2016). 6102 sayılı Türk Ticaret Kanunu açısından kurumsal yönetim ilkelerinin değerlendirilmesi. *Journal of Accounting, Finance and Auditing Studies*, 2(4): 129-141.
- Gönenli, A. (1985). *İşletmelerde Finansal Yönetim*. İstanbul Üniversitesi Yayını, İstanbul, ss.402.

- Greenbury Report (1995). Director's Remuneration. *Report of a Study Group*.
- Greene, W. H. (2012). *Econometric Analysis*. Prentice Hall, New York, pp.346-347.
- Gujarati, D. N. (2003). *Basic Econometrics*. McGraw-Hill, New York, pp.641-642.
- Gürsoy, C. T. (2007). *Finansal Yönetim İlkeleri*. Doğu Üniversitesi Yayınları, İstanbul, ss.344-350.
- Hampel Report (1998). *Committee on corporate governance final report*. Gee Publishing, London. pp: 1-65.
- Hergüner, Ü. ve Yaveroğlu, L. (2007). *Nedir Bu Kurumsal Yönetim*. Türkiye Kurumsal Yönetim Derneği ve Deloitte Ortak Yayını, İstanbul, ss.4-16.
- <http://www.tkyd.org/tr/sss-kurumsal-yonetim-neden-gereklidir.html> (21.11.2018).
- <https://dss.princeton.edu/training/Panel101.pdf> (17.02.219).
- Hughes, J. J. (1996). The Greenbury Report on directors' remuneration. *International Journal of Manpower*, 17(1):4-9.
- İlhan Nas, T., Tan Şahin, K. ve Okan, T. (2013). Kurumsal yönetim ve çokuluslu işletmelerin strateji tercihleri. *Atatürk Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi*, 27(4):210-228.
- İşcan, Ö. F., Kaygın, E. (2009). Kurumsal Yönetişim Sürecinin Gelişimi Üzerine Bir Araştırma. *Atatürk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 13(2):213-224.
- Jamalinesari, S. ve Soheili, H. (2015). The Relationship Between The Efficiency of Working Capital Management Companies and Corporate Rule in Tehran Stock Exchange. *Procedia Social and Behavioral Sciences*, 205:499-504.
- Javadi, E. ve Nikoumaram, H. (2017). The effect of ownership structure on cash conversion cycle in listed firms on Tehran Stock Exchange. *International Journal of Economics and Financial Issues*, 7(4):453-458.
- Kajananthan, R. ve Achchuthan, S. (2013). Corporate governance practices and its impact on working capital management: Evidence from Sri Lanka. *International Journal of Finance and Accounting*, 4(3):23-31.
- Kamau, S. M. ve Basweti, K. A. (2013). The relationship between corporate governance and working capital management efficiency of firms listed at The Nairobi Securities Exchange. *Research Journal of Finance and Accounting*, 4(19):190-199.
- Karan, M. B. (2013). Çalışma Sermayesi Yönetimi. *Finansal Yönetim*, Afşar, A. ve Koçyiğit, M. M. (Ed.). T.C. Anadolu Üniversitesi Yayını, Eskişehir, ss. 150-173.

- Karğın, M. ve Arıcı, N. D. (2015). Kurumsal yönetimin finansal raporlama kalitesindeki rolü: Borsa İstanbul üzerine karşılaştırmalı bir uygulama. *Yönetim ve Ekonomi*, 2(2):501-516.
- Karoğlu, E. (2016). Vekalet kuramı perspektifinden yönetim kurulu kompozisyonunun finansal performans üzerindeki etkisi: BİST imalat sektörü örneği. *Balkan ve Yakın Doğu Sosyal Bilimler Dergisi*, 2(1):65-77.
- Keasey, K., Short, H. and Wright, M. (2005). The development of corporate governance codes in the UK. In: *Corporate Governance: Accountability, Enterprise and International Comparisons*, Keasey, K., Thompson, S. and Wright, M. (Ed.). John Wiley & Sons Ltd., West Sussex, pp.21-44.
- Keay, A. (2017). Stewardship theory: is board accountability necessary? *International Journal of Law and Management*, 59(6):1292-1314.
- Kendirli S., Konak, F., Turan H. (2013). Kurumsal yönetim uygulamalarının firma performansı üzerine etkisi: BİST ikinci ulusal pazarında bir uygulama. *Gazi Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 15(3):31-46.
- Kendirli, S. ve Konak, F. (2014). İşletme (çalışma) sermayesi yönetiminin firma performansı üzerindeki etkisi: BIST gıda, içecek endeksi uygulaması. *Akademik Bakış Dergisi*, 41:1-17.
- Kısakürek, M., Babacan, A. ve Tuncay, M. (2018). Türkiye’de sektörel düzeyde çalışma sermayesi unsurları ile finansal performans arasındaki etkileşim. *Kahramanmaraş Sütçü İmam Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, 15(2):312-332.
- Kıracı, M. (2009). Stok yönetimi ve karlılık ilişkisinin finansal oranlar aracılığıyla incelenmesi: İMKB imalat sektöründe bir araştırma. *ODTÜ Gelişme Dergisi*, 36:161-195.
- Kök, D. ve Aksu, G. (2013). Müşteri kredi değerliliğinin belirlenmesinde analitik ağ süreci kullanımı: bir model önerisi. *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, 59:167-186.
- Lipman, F. D. ve Lipman, L. K. (2006). *Corporate Governance Best Practices Strategies for Public, Private, Not For Profit Organizations*. John Wiley&Sons Inc., New Jersey, pp.3-9.
- Makori, D. M. (2013). Working capital management and firm profitability: Empirical evidence from manufacturing and construction firms listed on Nairobi Exchange, Kenya. *International Journal of Accounting and Taxation*, 1(1):1-14.

- Mathuva, D. M. (2010). The influence of working capital management components on corporate profitability: A survey on Kenyan listed firms. *Research Journal of Business Management*, 4(1):1-11.
- Menteş, A. (2009). *Kurumsal Yönetişim ve Türkiye Analizi*. Derin Yayınevi, İstanbul, ss.40-60.
- Michalski, G. (2014). *Value-Based Working Capital Management*. Palgrave Macmillan, NewYork, ss.129.
- Millstein, I. M., Albert, M., Cadbury, S. A., Denham, R. E., Feddersen, D. ve Tateisi, N. (1998). *Corporate Governance: Improving Competitiveness and Access to Capital in Global Markets, A Report to The OECD By Business Sector Advisory Group on Corporate Governance*. OECD Publishing, France, pp.18-25.
- Mishra, S. ve Mukherjee, T. (2018), Corporate governance and efficacy in working capital management: A Study. *Account and Financial Management Journal*, 3(9):1732-1738.
- Mohammed, S. A. S. A. Ve Muhammed, J. (2017). The relationship between agency theory, stakeholder theory and Shariah supervisory board in Islamic banking. *Humanomics*, 33(1):75-83.
- Muth, M. M. ve Donaldson, L. (1998). Stewardship Theory and Board Structure: a contingency approach. *Scholarly Research and Theory Papers*, 6(1):5-28.
- Nazir, M. S. ve Afza, T. (2009). Working capital requirements and the determining factors in Pakistan. *The Icfai Journal of Applied Finance*, 15(4):28-38.
- Nişancı, Z. N., Oğrak, A., Kaya, A., Özçelik, S. ve Düzgün, H. A. (2015). Kurumsallaşma, kurumsal kuram ve kurumsal yönetim: kavramlar arası farklılıklar ve biçimselleşme. 3. *Turgut Özal Uluslararası Ekonomi ve Siyaset Kongresi*, Malatya, ss.174-187.
- Njoroge, J. N. (2018), The effect of corporate governance on working capital management for firms listed at The Nairobi Securities Exchange. *International Journal of Business Management and Processes*, 2(1):1-14.
- Ocak, M. (2013). *Kurumsal Yönetişim Bileşenlerinin Tahakkuk Ve İşlem Esaslı Kar Yönetimi Üzerine Etkileri Ve Bir Uygulama*. Doktora Tezi, İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İstanbul, ss.5.
- OECD (1999). *OECD Principles of Corporate Governance*. OECD Publishing, Paris.

- OECD (2004). *OECD Principles of Corporate Governance*. OECD Publishing, Paris.
- OECD (2016). *G20/OECD Principles of Corporate Governance (Turkish version)*, OECD Publishing, Paris.
- Okka, O. (2006). *Finansal Yönetime Giriş*. Nobel Yayınevi, Ankara, ss.182-185.
- Okka, O. (2009). *Analitik Finansal Yönetim-Teori ve Problemler*. Nobel Yayın Dağıtım, Ankara, ss.580-582.
- Önal, Y. B. (1996). Nakit yönetiminin önemi ve işleyişi: Türkiye örneği. *Çukurova Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 4(4):93-104.
- Önem, H. B. ve Demir, Y. (2015). Mülkiyet yapısının firma performansına etkisi: BİST imalat sektörü üzerine bir uygulama. *Süleyman Demirel Üniversitesi Vizyoner Dergisi*, 6(13):31-43.
- Örten, R., Kaval, H. ve Karapınar, A. (2012). *Türkiye Muhasebe – Finansal Raporlama Standartları*. Gazi Kitabevi, Ankara, ss.41-42.
- Öz, Y. ve Güngör, B. (2007). Çalışma sermayesi yönetiminin firma kârlılığı üzerine etkisi: imalat sektörüne yönelik panel veri analizi. *Atatürk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 10(2):319-332.
- Özsoy, Z. (2011). *Kurumsal Yönetim ve Yönetim Kurulları*. İmge Kitabevi, Ankara, ss.18-25.
- Öztürk, M. B. ve Demirgüneş, K. (2008). Kurumsal yönetim bakış açısıyla entellektüel sermaye. *Selçuk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 19:395-411.
- Padachi, K. (2006). Trends in working capital management and its impact on firms' performance: An analysis of Mauritian small manufacturing firms. *International Review of Business Research Papers*, 2(2):45-58.
- Pamukçu, F. (2011). Finansal raporlama ile kamuyu aydınlatma ve şeffaflıkta kurumsal yönetimin önemi. *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, 50:133-148.
- Paslı, A. (2005). *Anonim Ortaklık Kurumsal Yönetimi*. Çağa Hukuk Vakfı Yayınları, Ankara, ss.50-70.
- Pass, C. (2006). The revised Combined Code and corporate governance: An empirical survey of 50 large UK companies. *Managerial Law*, 48(5):467-478.
- Pulaşlı, H. (2003). *Corporate governance – anonim şirket yönetiminde yeni model*. Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü, ss.1-10.



- Ross, S. A., Westerfield, R. W. ve Jordan, B. D. (2017). *Essentials of Corporate Finance*. Mc.Graw-Hill, New York, pp.24-510.
- Sakarya, Ş. (2008). Nakit yönetiminde nakit dönüş süresi analizinin kullanılması: İMKB'deki KOBİ'ler üzerine ampirik bir çalışma. *Süleyman Demirel Üniversitesi İktisadi Ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 13(2):227-248.
- Saklı, A. R. (2012). Belediye işletmelerinde kurumsal yönetim. *Çağdaş Yerel Yönetimler*, 21(4):47-62.
- Saldanlı, A. (2012). Likidite ve karlılık arasındaki ilişki – İMKB 100 imalat sektörü üzerine ampirik bir çalışma. *Süleyman Demirel Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 16(2):167-176.
- Sancar, G. A. (2013). Kurumsal sürdürülebilirlik bağlamında kurumsal yönetim: Kavramın doğuşu, gelişimi ve değerlendirilmesi. *Selçuk İletişim*, 8(1):71-84.
- Sarbanes-Oxley Yasası, 2002.
- Sathyamoorthi, C. R., Christian, J. M., Mogotsinyana, M., Selinkie, P. (2018). The impact of corporate governance on working capital management efficiency: evidence from the listed companies in the consumer services sector in Botswana. *International Journal of Economics and Finance*, 10(12): 135-149.
- Sayaduzzaman, M. (2006). Working Capital management: A study on British American Tobacco Bangladesh Company Ltd. *The Journal of Nepalese Business Studies*, 3(1):78-84.
- Sayılgan, G. (2006). *Soru ve Yanıtlarla İşletme Finansmanı*. Turhan Kitabevi, Ankara, ss.170-172.
- Selekler Gökşen, N. ve Karataş, A. (2008). Board structure and performance in an emerging economy: Turkey. *International Journal of Business Governance and Ethics*, 4(2):132-147.
- Sharma, A. K. ve Kumar, S. (2011). Effect of working capital management on firm profitability: Empirical evidence from India. *Global Business Review*, 12(1):159-173.
- Sharma, D. (2008). *Working Capital Management: A Conceptual Approach*. Himalaya Publishing House, Mumbai, ss.73-79.
- Short, H. (1999). Corporate governance: Cadbury, Greenbury and Hampel – A review. *Journal of Financial Regulation and Compliance*, 7(1):57-67.
- Singh, H. P. ve Kumar, S. (2014). Working capital management: a literature review and research agenda. *Qualitative Research in Financial Markets*, 6(2):173-197.

- Singh, H. P., Kumar, S. ve Colombage, S. (2017). Working capital management and firm profitability: a meta-analysis. *Qualitative Research in Financial Markets*, 9(1):34-47.
- Sökmen, A. G. (2013). *Çalışma Sermayesi Yönetiminin Firma Performansı Üzerindeki Etkisi: Borsa İstanbul'a Kote Edilmiş İmalat Şirketleri Üzerine Bir Araştırma*. Doktora Tezi, Çukurova Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Adana, ss.7.
- SPK (2014). Kurumsal Yönetim Tebliği, ss. 14-32.
- Stuart, L. G. ve Laura T. S. (1998). A survey of shareholder activism: motivation and empirical evidence. *Contemporary Finance Digest*, 2(3):10-34.
- Şamiloğlu, F. ve Demirgüneş, K. (2008). The effect of working capital management on firm profitability: Evidence from Turkey. *The International Journal of Applied Economics and Finance*, 2(1):44-50.
- Tarhan Mengi, B. (2013). Bağımsız denetimin vekâlet teorisindeki yeri. *Muhasebe Bilim Dünyası Dergisi*, 15(1):97-108.
- Tatoğlu, F. (2013). *Panel Veri Ekonometrisi*. Beta Yayınevi, İstanbul, ss.5-200.
- Temel, H. (2008). Bağımsız denetimde Sarnabes Oxley Kanunu ve SPK düzenlemelerinin karşılaştırılması. *Finans Politik & Ekonomik Yorumlar*, 45(519):81-96.
- Thompson, R.B. (2003). Corporate Governance After Enron. *Houston Law Review*, 40(1): 99-117.
- Thukaram, R. M. (2007). *Accounting and Financial Management for BCA & MCA*. New Age International Ltd., New Delhi, ss.365-368.
- TKYD, (2011). *Corporate Governance Handbook of Business Journalism*. Pasifik Ofset, İstanbul, ss.15-18.
- Topak, M. S. (2018). Çalışma sermayesi yönetiminin karlılığa etkisi: BIST ticaret endeksi üzerine bir araştırma. *Mali Çözüm Dergisi*, 148:71-93.
- Turaboğlu, T. T. (2004). Vekalet- temsil- problem ve maliyetler. *Ekonomik Yaklaşım Dergisi*, 15(51):109-124.
- Tuzcu, A. (2004). *Halka Açık Şirketlerde Kurumsal Yönetim Anlayışı İMKB-100 Örneği*. Turhan Kitabevi, Ankara, ss.18.
- Türedi H., Ala T. ve Tepegöz Ş. M. (2018). Uluslararası denetim standartları açısından kurumsal yönetim sürecinin değerlendirilmesi. *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, 4: 1-16.

- TÜSİAD (2002). *Kurumsal Yönetim: En İyi Uygulama Kodu, Yönetim Kurullarının Yapısı ve İşleyişi*. İstanbul, ss.1-32.
- Ukaegbu, B. (2014). The significance of working capital management in determining firm profitability: Evidence from developing economies in Africa. *Research in International Business and Finance*, 31:1-16.
- Usta, Ö. (2012). *İşletme Finansmanı ve Finansal Yönetim*. Detay Yayıncılık, Ankara, ss.173-188.
- Ünal, S. (2011). *Kamuyu Aydınlatma İlkesi Açısından Kurumsal Yönetimin Önemi ve İMKB’nda Bir İnceleme*. Yüksek Lisans Tezi, Gazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Ankara, ss.27-28.
- Üsdiken, B. ve Yıldırım Öktem, Ö. (2008). Kurumsal ortamda değişim ve büyük aile holdingleri bünyesindeki şirketlerin yönetim kurullarında icrada görevli olmayan ve bağımsız üyeler. *Amme İdaresi Dergisi*, 41(1):43-71.
- Valenti, A. (2008). The Sarbanes-Oxley Act of 2002: Has It Brought About Changes in the Boards of Large U. S. Corporations? *Journal of Business Ethics*, 81:401-412.
- Weinraub, H. J. ve Visscher, S. (1998). Industry practice relating to aggressive conservative working capital policies. *Journal of Financial and Strategic Decisions*, 11(2):11-18.
- Wooldridge, J. M. (2002). *Econometric Analysis of Cross Section and Panel Data*. The MIT Press, London, pp.577-580.
- Yazdanfar, D. ve Öhman, P. (2014). The impact of cash conversion cycle on firm profitability: An empirical study based on Swedish data. *International Journal of Managerial Finance*, 10(4):442-452.
- Yenice, S. ve Dölen, T. (2013). İMKB’de işlem gören firmaların kurumsal yönetim ilkelerine uyumunun firma değeri üzerindeki etkisi. *Uluslararası Yönetim İktisat ve İşletme Dergisi*, 9(19):199-214.
- Yıldırım Öktem, Ö. and Üsdiken, B. (2010), Contingencies versus external pressure: professionalization in boards of firms affiliated to family business groups in late-industrializing countries. *British Journal of Management*, 21, 115–130.
- Yıldırım, S. ve Bilen, A. (2014). Türkiye’de işletmelerin kurumsal yönetim ilkelerine uyum notlarının incelenmesi. *Dicle Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 7(4):38-48.

- Yıldız, F. (2009). *Çalışma Sermayesi Yönetiminin Firma Karlılığı Üzerine Etkileri: İMKB Şirketleri Üzerine Bir Uygulama*. Yüksek Lisans Tezi, Atatürk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Erzurum, ss.1-2.
- Yılmaz Türkmen, S. (2017). Çalışma Sermayesi Yönetimi. *Finansal Yönetim*, Gündoğdu, A. (Ed.). Seçkin Yayıncılık, Ankara, ss.246-247.
- Young, M. N., Peng, M. W., Ahlstrom, D., Bruton, G. D. ve Jiang, Y. (2008). Corporate governance in emerging economies: a review of the principal-principal perspective. *Journal of Management Studies*, 45(1):196-220.
- Yücel, T. ve Kurt, G. (2002). Nakit dönüş süresi, nakit yönetimi ve karlılık: İMKB şirketleri üzerinde ampirik bir çalışma. *İMKB Dergisi*, 6(22):1-15.
- Yükçü, S. (2009). *Finansal Muhasebe*. Birleşik Matbaacılık, İzmir, ss.273-310.
- Zengin, A. N., Yılmaz, A. (2017). Kurumsal yönetim ilkeleri ve standartları. *Uluslararası Sosyal Araştırmalar Dergisi*, 10(48):684-702.
- Zheka, V. (2005). Corporate governance, ownership structure and corporate efficiency: the case of Ukraine. *Managerial and Decision Economics*, 26:451-460.

## ÖZGEÇMİŞ

Adem Ruhan SÖNMEZ 1984 yılında Erzincan'da doğdu. 2007 yılında Gaziantep Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi İşletme Bölümü'nden ve 2009 yılında Erzincan Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Mali Hukuk Ana Bilim Dalı'ndan mezun oldu. Adem Ruhan SÖNMEZ orta derecede İngilizce bilmektedir. 2009 yılı Mayıs ayından itibaren Yusufeli Meslek Yüksekokulu'nda Öğretim Görevlisi olarak çalışmaktadır.

## VITAE

Adem Ruhan SÖNMEZ was born in Erzincan in 1984. He graduated from the Department of Business Administration at the Faculty of Economics and Administrative Sciences at Gaziantep University in 2007.and the Master of Financial Law education at Erzincan University in 2009. He has begun the doctorate education at Gaziantep University in 2014. She knows English in middle degree. He has been working as a lecturer in the Yusufeli Vocational School of Artvin Çoruh University since 2009.