

T.C.
SELÇUK ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İŞLETME ANABİLİM DALI
İŞLETME BİLİM DALI

KURUMSAL YÖNETİMİN FİRMA PERFORMANSI ÜZERİNDEKİ
ETKİSİ: BORSA İSTANBUL KURUMSAL YÖNETİM
ENDEKSİNDE BİR UYGULAMA

DOKTORA TEZİ

SERVET SAY

Danışman
PROF. DR. MELEK ACAR

Konya 2019



T. C.
SELÇUK ÜNİVERSİTESİ
Sosyal Bilimler Enstitüsü Müdürlüğü



Bilimsel Etik Sayfası

| | | |
|------------|------------------------|---|
| Öğrencinin | Adı Soyadı | SERVET SAY |
| | Numarası | 144127001008 |
| | Ana Bilim / Bilim Dalı | İŞLETME/İŞLETME |
| | Programı | Tezli Yüksek Lisans <input type="checkbox"/> Doktora <input checked="" type="checkbox"/> |
| | Tezin Adı | KURUMSAL YÖNETİMİN FİRMA PERFORMANSI ÜZERİNDEKİ ETKİSİ: BORSA İSTANBUL KURUMSAL YÖNETİM ENDEKSİNDE BİR UYGULAMA |

Bu tezin proje safhasından sonuçlanmasına kadarki bütün süreçlerde bilimsel etiğe ve akademik kurallara özenle riayet edildiğini, tez içindeki bütün bilgilerin etik davranış ve akademik kurallar çerçevesinde elde edilerek sunulduğunu, ayrıca tez yazım kurallarına uygun olarak hazırlanan bu çalışmada başkalarının eserlerinden yararlanması durumunda bilimsel kurallara uygun olarak atıf yapıldığını bildiririm.

Öğrencinin imzası
(İmza)



T. C.
SELÇUK ÜNİVERSİTESİ
Sosyal Bilimler Enstitüsü Müdürlüğü



Doktora Tezi Kabul Formu

| | | |
|------------|---|--|
| Öğrencinin | Adı Soyadı | SERVET SAY |
| | Numarası | 144127001008 |
| | Ana Bilim / Bilim Dalı | İŞLETME/İŞLETME |
| | Programı | Tezli Yüksek Lisans <input type="checkbox"/> Doktora <input checked="" type="checkbox"/> |
| | Tez Danışmanı | PROF.DR.MELEK ACAR |
| Tezin Adı | KURUMSAL YÖNETİMİN FİRMA PERFORMANSI ÜZERİNDEKİ ETKİSİ: BORSA İSTANBUL KURUMSAL YÖNETİM ENDEKSİNDE BİR UYGULAMA | |

Yukarıda adı geçen öğrenci tarafından hazırlanan **KURUMSAL YÖNETİMİN FİRMA PERFORMANSI ÜZERİNDEKİ ETKİSİ: BORSA İSTANBUL KURUMSAL YÖNETİM ENDEKSİNDE BİR UYGULAMA** başlıklı bu çalışma **28/06/2019** tarihinde yapılan savunma sınavı sonucunda oybirliği/oyçokluğu ile başarılı bulunarak, jürimiz tarafından yüksek lisans tezi olarak kabul edilmiştir.

Ünvanı, Adı Soyadı

Prof.Dr. Melek ACAR
Prof. Dr. Yunus CERAN
Prof. Dr. Raif PARLAKKAYA
Doç. Dr. Burcu GÜVENEK
Doç.Dr. İbrahim Halil EKŞİ

Danışman ve Üyeler

Danışman
Üye
Üye
Üye
Üye

İmza

TEŐEKKÖR

Tez çalıőmam sűresince tavsiye ve yűnlendirmeleri ile her tűrlű desteęi veren danıőman hocam Sayın Prof. Dr. Melek ACAR'a teőekkűrű bir borç bilirim. Ayrıca, çalıőmamın her aőamasında bilgisini ve hoőgűrűsűnű esirgemeyen Prof. Dr. Yunus CERAN ve Doç. Dr. Burcu GűVENEK hocalarıma teőekkűr ederim. Eęitim hayatımın her aőamasında karőılaőtıęım gűlűkleri aőma noktasında maddi, manevi destek olan ve her zaman arkamda duran babam Mehmet SAY, annem Atiye SAY ve kardeőlerime en kalbi duygularımla teőekkűr ederim. Son olarak tanıştıęımız gűnden beri bana her zaman destek olup, bu tez çalıőması sűresince gerekli sakin ortamı hazırlayan ve çocuklarımızın bűtűn yűkűnű űstlenen deęerli hayat arkadaőım Esra SAY'a ve evlatlarımıza gűsterdikleri sabır için sonsuz űkranlarımı sunarım.

Servet SAY





T. C.
SELÇUK ÜNİVERSİTESİ
Sosyal Bilimler Enstitüsü Müdürlüğü



| | | | | |
|-------------------|---|--|---------|-------------------------------------|
| Öğrencinin | Adı Soyadı | SERVET SAY | | |
| | Numarası | 144127001008 | | |
| | Ana Bilim / Bilim Dalı | İŞLETME / İŞLETME | | |
| | Programı | Tezli Yüksek Lisans <input type="checkbox"/> | Doktora | <input checked="" type="checkbox"/> |
| | Tez Danışmanı | PROF.DR. MELEK ACAR | | |
| Tezin Adı | KURUMSAL YÖNETİMİN FİRMA PERFORMANSI ÜZERİNDEKİ ETKİSİ: BORSA İSTANBUL KURUMSAL YÖNETİM ENDEKSİNDE BİR UYGULAMA | | | |

ÖZET

Son yıllarda firmalarda yaşanan muhasebe skandalları sonucunda meydana gelen finansal başarısızlıklar, hem kurumsal yönetim kavramının hem de kurumsal yönetim ve firma performansı arasındaki ilişkinin araştırılmasının önemini arttırmıştır. Kurumsal yönetim, firma yönetimi ile yatırımcı ve paydaşlar arasındaki bir takım ilişkileri düzene oturtan ilkeler topluluğudur. Bu araştırmanın amacı, Borsa İstanbul (BİST)'da pay senetleri işlem gören firmaların yetkilendirilmiş kuruluşlar tarafından verilen kurumsal yönetim derecelendirme notlarının finansal performans üzerindeki etkisini incelemektir. Bu amaç doğrultusunda çalışmada 2009-2017 yılları arasında Borsa İstanbul Kurumsal Yönetim Endeksi (XKURY)'nde kesintisiz olarak işlem gören 17 firmanın verilerinden yararlanılmıştır. Araştırmada kurumsal yönetim derecelendirme notları olarak, firmaların dört başlık altında almış oldukları notlar ve bunların ortalamalarına ilişkin değişkenler kullanılmıştır. Notlar sırasıyla; kamuyu aydınlatma ve şeffaflık, menfaat sahipleri, pay sahipleri ve yönetim kurulu başlıkları altında incelenmiştir. Performans ölçütleri olarak ise, muhasebe ve piyasa esaslı performans göstergelerine yer verilmiştir. Bunlar ise, aktif karlılığı, özsermaye karlılığı, Tobin's Q oranı, piyasa değeri/defter değeri ve fiyat kazanç oranı şeklinde sıralanmıştır. Araştırmada panel veri analizi kullanılmış ve Beck-Katz (1995) tarafından geliştirilen dirençli tahminci tercih edilmiştir. Yapılan analizler sonucunda; menfaat sahipleri derecelendirme notlarının aktif karlılığı, özsermaye karlılığı ve Tobin's Q üzerinde pozitif yönde etkili olduğu görülmüştür. Buna karşın, pay sahipleri derecelendirme notlarının aktif karlılığı, özsermaye karlılığı ve Tobin's Q üzerinde negatif yönde etkili olduğu tespit edilmiştir. Kamuyu aydınlatma ve şeffaflık ve yönetim kurulu derecelendirme notlarının ise, performans göstergeleri üzerinde herhangi bir etkisinin olmadığı sonucuna varılmıştır.



T. C.
SELÇUK ÜNİVERSİTESİ
Sosyal Bilimler Enstitüsü Müdürlüğü



| | | | | |
|---------------------|---|--|---|--|
| Öğrencinin | Adı Soyadı | SERVET SAY | | |
| | Numarası | 144127001008 | | |
| | Ana Bilim / Bilim Dalı | İŞLETME / İŞLETME | | |
| | Programı | Tezli Yüksek Lisans <input type="checkbox"/> | Doktora <input checked="" type="checkbox"/> | |
| | Tez Danışmanı | PROF.DR. MELEK ACAR | | |
| Tezin İngilizce Adı | THE EFFECT OF CORPORATE GOVERNANCE ON THE FIRM PERFORMANCE: AN APPLICATION IN BORSA ISTANBUL CORPORATE GOVERNANCE INDEX | | | |

ABSTRACT

In recent years, the financial failures of firms as a result of accounting scandals have increased the importance of both the concept of corporate governance and the relationship between corporate governance and firm performance. Corporate governance is a collection of principles that regulate a number of relationships between the firm management, investors and stakeholders. The purpose of this study is to examine the effect of the firms' whose shares are traded in Borsa Istanbul (BIST) corporate governance ratings grades issued by the authorized institutions on the financial performance. In line with this objective, the data of 17 firms which are traded continuously in Borsa Istanbul Corporate Governance Index (XKURY) between the years 2009-2017 was used. In the research, corporate governance rating grades which were taken by the firms under four headings and the variables related to their averages were used. The grades were examined under the headings of public disclosure and transparency, stakeholders, shareholders and the board of directors, respectively. As performance criteria; accounting and market based performance indicators were used. These are return on asset, return on equity, Tobin's Q, market value/book value and price/earnings ratio. Panel data analysis was used in the study and Beck-Katz (1995) developed resistance predictor was preferred. As a result of the analysis, stakeholders' ratings were positively effective on return on assets, return on equity and Tobin,s Q. On the other hand, it was observed that the ratings of the shareholders had negative effect on return on assets, return on equity and Tobin's Q. It was concluded that public disclosure and transparency and board ratings did not have any effect on performance indicators.

İÇİNDEKİLER

| | |
|---------------------------------------|-------------|
| BİLİMSEL ETİK SAYFASI | i |
| DOKTORA TEZİ KABUL FORMU | ii |
| TEŞEKKÜR | iii |
| ÖZET | iv |
| ABSTRACT | v |
| TABLolar LİSTESİ | xiii |
| ŞEKİLLER LİSTESİ | xiv |
| KISALTMALAR LİSTESİ | xv |
| GİRİŞ | xvii |

BİRİNCİ BÖLÜM

| | |
|--|----------|
| KURUMSAL YÖNETİM | 1 |
| 1.1. Kurumsal Yönetime Genel Bakış | 1 |
| 1.1.1. Kurumsal Yönetim Kavramı | 3 |
| 1.1.2. Kurumsal Yönetimin Amaç ve Yararları..... | 5 |
| 1.1.3. Kurumsal Yönetim İlkeleri | 9 |
| 1.1.3.1. Adillik İlkesi | 9 |
| 1.1.3.2. Şeffaflık İlkesi | 11 |
| 1.1.3.3. Hesap Verebilirlik İlkesi..... | 12 |
| 1.1.3.4. Sorumluluk İlkesi | 14 |
| 1.2. Kurumsal Yönetimin Teorik Gelişimi..... | 16 |
| 1.2.1. Mülkiyet Kapitalizmi Teorisi | 16 |
| 1.2.2. İdari Kapitalizm Teorisi..... | 17 |
| 1.2.3. Hissedar Kapitalizmi Teorisi | 17 |
| 1.2.4. Paydaş Kapitalizmi Teorisi..... | 18 |

| | |
|---|----|
| 1.2.5. Miyop Piyasa Teorisi | 18 |
| 1.2.6. Kaynak Bağımlılığı Teorisi | 18 |
| 1.3. Kurumsal Yönetimin Ortaya Çıkma Sebepleri | 19 |
| 1.3.1. Finansal Krizler | 19 |
| 1.3.2. Şirket Skandalları | 20 |
| 1.3.2.1. Enron Skandalı | 21 |
| 1.3.2.2. WorldCom Skandalı | 23 |
| 1.3.2.3. Parmalat Skandalı | 25 |
| 1.3.2.4. Royal Ahold Skandalı..... | 27 |
| 1.4. Kurumsal Yönetimin Gereklilikleri | 27 |
| 1.5. Dünyada Kurumsal Yönetim Anlayışının Şekillenmesi | 29 |
| 1.5.1. Kurumsal Yönetimin Dünyadaki Gelişimi..... | 29 |
| 1.5.2. Dünyadaki Kurumsal Yönetim Alanındaki Düzenlemeler | 30 |
| 1.5.2.1. Cadbury Raporu..... | 30 |
| 1.5.2.2. Greenbury Komitesi Raporu..... | 31 |
| 1.5.2.3. Hampel Raporu..... | 32 |
| 1.5.2.4. Sarbanes-Oxley Yasası | 33 |
| 1.5.2.5. Higgs Raporu | 33 |
| 1.5.2.6. Birleşik Kod..... | 37 |
| 1.5.2.7. OECD Kurumsal Yönetim İlkeleri | 39 |
| 1.6. Türkiye’de Kurumsal Yönetim Anlayışının Şekillenmesi | 41 |

| | |
|---|----|
| 1.6.1. Kurumsal Yönetimin Türkiye'deki Gelişimi | 41 |
| 1.6.1.1. Sermaye Piyasası Kurulu ve Kurumsal Yönetim | 42 |
| 1.6.1.2. Bankacılık Denetleme ve Düzenleme Kurumu ve Kurumsal Yönetim..... | 43 |
| 1.6.1.3. Türkiye Kurumsal Yönetim Derneği | 43 |
| 1.6.1.4. Kamuyu Aydınlatma Platformu | 44 |
| 1.6.1.5. Borsa İstanbul ve Kurumsal Yönetim Endeksi | 45 |
| 1.6.2. Türkiye'de Kurulan ve Sermaye Piyasası Kurulu Tarafından Yetkilendirilen Kurumsal Yönetim Derecelendirme Kuruluşları | 46 |
| 1.6.2.1. Saha Kurumsal Yönetim ve Kredi Derecelendirme Hizmetleri A.Ş. | 47 |
| 1.6.2.2. Kobirate Uluslararası Kredi Derecelendirme ve Kurumsal Yönetim Hizmetleri A.Ş. | 49 |
| 1.6.2.3. JCR Avrasya Derecelendirme A.Ş. | 50 |
| 1.6.2.4. DCR Derecelendirme Hizmetleri A.Ş. | 50 |

İKİNCİ BÖLÜM

| | |
|--|-----------|
| FİRMA PERFORMANSI..... | 51 |
| 2.1. Performans Ve Firma Performansı Kavramları | 51 |
| 2.2. Firma Performansının Ölçümünün Önemi | 53 |
| 2.3. Firma Performans Ölçütleri..... | 54 |
| 2.3.1. Muhasebe Kriterlerine Göre Performans Ölçütleri | 56 |
| 2.3.1.1. Pay Başına Kazanç | 56 |
| 2.3.1.2. Aktif Karlılığı | 57 |
| 2.3.1.3. Özsermaye Karlılığı..... | 58 |
| 2.3.1.4. Net Kar Marjı | 59 |

| | |
|---|----|
| 2.3.1.5. Yatırılan Sermaye Getirisi | 60 |
| 2.3.1.6. Kullanılan Sermaye Getirisi | 61 |
| 2.3.1.7. Brüt Faaliyet Karlılığı | 61 |
| 2.3.2. Piyasa Değeri Kriterine Göre Performans Ölçütleri..... | 62 |
| 2.3.2.1. Fiyat/Kazanç Oranı (P/E) | 62 |
| 2.3.2.2. Piyasa Değeri/Defter Değeri (P/E) | 63 |
| 2.3.2.3. Tobin's Q..... | 64 |
| 2.3.3. Ekonomik Kriterlere Göre Performans Ölçütleri (Değer Temelli Performans Ölçütleri) | 65 |
| 2.3.3.1. Net Bugünkü Değer | 66 |
| 2.3.3.2. Ekonomik Katma Değer | 68 |
| 2.3.3.3. Piyasa Katma Değeri | 69 |
| 2.3.3.4. Yatırımın Nakit Akım Karlılığı | 71 |
| 2.4. Kurumsal Yönetim Ve Firma Performansı Arasındaki İlişki | 71 |
| 2.5. Literatür İncelemesi..... | 72 |
| 2.3.5.1. Uluslararası Literatür | 72 |
| 2.3.5.2. Ulusal Literatür | 80 |

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

KURUMSAL YÖNETİMİN FİRMA PERFORMANSI ÜZERİNDEKİ ETKİSİ: BORSA İSTANBUL KURUMSAL YÖNETİM ENDEKSİ'NDE BİR UYGULAMA.... 89

| | |
|---|----|
| 3.1. Araştırmanın Amacı Ve Önemi..... | 89 |
| 3.2. Araştırmanın Varsayımları Ve Sınırlılıkları..... | 90 |
| 3.3. Araştırmanın Modeli Ve Hipotezler..... | 91 |
| 3.4. Veri seti, Örneklem Ve Örneklem Seçimi..... | 93 |
| 3.5. Araştırmada Kullanılan Değişkenler..... | 95 |

| | |
|---|-----|
| 3.5.1. Bağımlı Değişkenler | 95 |
| 3.5.1.1. Aktif Karlılığı | 96 |
| 2.5.1.2. Özsermaye Karlılığı..... | 97 |
| 2.5.1.3. Tobin's Q | 97 |
| 2.5.1.4. Piyasa Değeri/Defter Değeri..... | 98 |
| 3.5.1.5. Fiyat Kazanç Oranı | 98 |
| 3.5.2. Bağımsız Değişkenler | 99 |
| 3.5.3. Kontrol Değişkenleri | 101 |
| 3.5.3.1. Kaldıraç Oranı | 102 |
| 3.5.3.2. Firma Büyüklüğü..... | 102 |
| 3.5.3.3. Firma Yaşı | 103 |
| 3.6. Araştırmanın Yöntemi..... | 105 |
| 3.6.1. Verilerin Analizinde Kullanılan Yöntem | 105 |
| 3.6.1.1. Panel Veri | 106 |
| 3.6.1.2. Dengeli ve Dengesiz Panel Veri | 106 |
| 3.6.1.3. Panel Veri Modelleri | 107 |
| 3.6.1.3.1. Sabit Katsayılı Modeller | 107 |
| 3.6.1.3.1. Değişken Katsayılı Modeller | 107 |
| 3.6.1.4. Panel Veri Analizinin Avantajları | 107 |
| 3.6.1.5. Araştırmanın Regresyon Modelleri | 109 |
| 3.6.1.6. Birim Kök Testleri | 113 |

| | |
|--|-----|
| 3.6.1.7. Tanımlayıcı İstatistikler | 114 |
| 3.6. Ampirik Sonuçlar | 117 |
| SONUÇ VE DEĞERLENDİRME | 124 |
| KAYNAKÇA | 131 |



TABLULAR LİSTESİ

| | |
|--|-----|
| Tablo 3.1: Araştırma Kapsamındaki Firmalar..... | 94 |
| Tablo 3.2: Kurumsal Yönetim Derecelendirme Notları..... | 100 |
| Tablo 3.3: Araştırmada Kullanılan Değişkenler..... | 104 |
| Tablo 3.4: Araştırmanın Modelleri..... | 110 |
| Tablo 3.5: Hausman Testi (Sabit Etki Modeli-Rassal Etki Modeli) Sonuçları..... | 110 |
| Tablo 3.6: Otokorelasyon Testi Sonuçları | 111 |
| Tablo 3.7: Birimler Arası Korelasyon Testleri Sonuçları | 112 |
| Tablo 3.8: Çoklu Varyans (Heteroskedasite) Testi Sonuçları | 112 |
| Tablo 3.9: Panel Birim Kök Testi Sonuçları | 113 |
| Tablo 3.10: Tanımlayıcı İstatistikler | 114 |
| Tablo 3.11: Korelasyon Tablosu | 116 |
| Tablo 3.12: Dirençli (Robust) Tahmin Sonuçları (Model 1) | 117 |
| Tablo 3.13: Dirençli (Robust) Tahmin Sonuçları (Model 2) | 119 |
| Tablo 3.14: Dirençli (Robust) Tahmin Sonuçları (Model 3) | 120 |
| Tablo 3.15: Dirençli (Robust) Tahmin Sonuçları (Model 4) | 121 |
| Tablo 3.16: Dirençli (Robust) Tahmin Sonuçları (Model 5) | 122 |

ŞEKİLLER LİSTESİ

| | |
|--|-----|
| Şekil 1.1: Kurumsal Yönetimin Makroekonomik Etkileri | 8 |
| Şekil 3.1: Araştırmanın Temel Modeli | 91 |
| Şekil 3.2: Kurumsal Yönetim Derecelendirme Notu Bölümleri ve Yüzdeleri | 101 |



KISALTMALAR VE SİMGELER SAYFASI

AB: Avrupa Birliği
ABD: Amerika Birleşik Devletleri
ADB: Asya Gelişim Bankası
AKYB: Asya Kurumsal Yönetim Birliği
BDDK: Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu
BİST: Borsa İstanbul
BUYUK: Firma Büyüklüğü
CEO: Yönetim Kurulu Başkanı
FKO: Fiyat Kazanç Oranı
GCGF: Global Kurumsal Yönetim Forumu
ICC: Milletlerarası Ticaret Odası
IOSCO: Uluslararası Menkul Kıymetler Komisyonları
KAP: Kamuyu Aydınlatma Platformu
KAS: Kamu Aydınlatma ve Şeffaflık Notu
KO: Kaldıraç Oranı
MS: Menfaat Sahipleri Notu
OECD: Ekonomik Kalkınma ve İşbirliği Örgütü
ORT: Ortalama Not
PD/DD: Piyasa Değeri/Defter Değeri
PS: Pay Sahipleri Notu
ROA: Aktif Karlılığı
ROE: Özsermaye Karlılığı
SEC: ABD Sermaye Piyasası Kurulu
SOX: Sarbanes-Oxley Yasası
SPK: Sermaye Piyasası Kurulu
SPL: Sermaye Piyasası Lisanslama Sicil ve Eğitim Kuruluşu
TKYD: Türkiye Kurumsal Yönetim Derneği
TOBIN: Tobin's Q Oranı
TTK: Türk Ticaret Kanunu
TÜSİAD: Türk Sanayicileri ve İşadamları Derneği
UK: Birleşik Krallık
XCURY: Kurumsal Yönetim Endeksi
YK: Yönetim Kurulu Notu
YAS: Firma Yaşı

GİRİŞ

Küresel nitelikte ortaya çıkan finansal krizlerin arkasında yatan en önemli nedenlerden birisi, firmaların kurumsal yönetim faaliyetlerinin önemini yeterince kavramamış olmalarıdır. Firmalar küreselleşme ile birlikte çok hızlı bir rekabet süreci içerisine girmişlerdir. Yoğun rekabet koşullarında firmaların sürekli olarak büyümeyi gerçekleştirebilmeleri için uluslararası boyutta bazı uyum çalışmaları yapmak zorunda oldukları kaçınılmaz bir durumdur. Bu uyum çalışmalarından en önemlisi, kurumsal yönetim faaliyetleridir. Kaliteli bir kurumsal yönetim anlayışına sahip olan firmaların başlangıçta firma çapında, daha sonra da ülke genelinde fayda sağlayacağı bir gerçektir.

Özellikle 1980'li yıllardan sonraki dönemde yaşanan finansal krizler, firmaların yaşam döngüsünün sonlanmasına neden olmuş ve ekonomik bunalımlar neticesinde kurumsal yönetim, muhasebe ve finansal analizler kadar önem kazanmaya başlamıştır. Bir finansal krizin başlatmış olduğu kümülatif etki, krizin şiddetine göre öncelikle firma sahiplerini, sonra firma içindeki yöneticileri ve çalışanları, daha sonra o firmaya ait menfaat beklentisi içerisinde olan yatırımcıları ve paydaşları, en son ise, bütün toplumu etkileyebilecek düzeye ulaşarak yıkıcı bir özellik kazanabilmektedir.

Firmalar belirli amaç ve görevler için kurulur. İşletme yönetiminin en önemli vazifesi ise, firmanın kurulma amacını veya görevini en üst düzeyde gerçekleştirmeye çalışmaktır. Bu sebeple işletmenin performans ölçümü yönetimin temel görevlerindedir. Performans ölçümü, işletmelerin daha önceden belirlenmiş amaç ve hedefler ile meydana çıkarılan ürün ve hizmetlerin bir arada değerlendirilmesi için yapılan analitik bir süreçtir. Başka bir ifadeyle performans ölçümü, işletmelerin ürettikleri ürün ve hizmetler ile çıkan sonuçların izlenebilmesi için düzenli olarak verilerin toplaması, bunlar üzerinden analizler yapılması ve sonuçların raporlanmasıdır (Ege ve Şener, 2013: 108). Performans ölçümlerinde nitel veya nicel göstergeler kullanılabilir. Fakat nicel bilgiler, nitel bilgilere iki yönden üstünlük kurmaktadır. Bunlardan birincisi, nicel bilgilerin nitel bilgilerden daha kesin olmasıdır. İkincisi ise, bu bilgilerin aritmetik hesaplar yapmaya imkân tanmasıdır. Bu ikinci üstünlüğünden dolayı değerlendirilmede istatistik ve matematik gibi

bilimlerden yararlanılabileceği gibi bilgisayar gibi ekipmanlardan da istifade edilebilmektedir (Büyükmirza, 2014: 24).

Firmaların performansları, sermaye yapısı, faaliyet süreçleri ve örgüt yapısı gibi birden fazla alanda değerlendirilebilmektedir. Firmalar performanslarını değerlendirirken gerek hedeflenen yetenek ve kalite düzeyini gerekse de mevcut yetenek ve kaliteyi tespit etmek isterler. Firmalar finansal performans ölçümlerini çeşitli nedenlerle yaparlar. Bu nedenler; dönemler ve an itibariyle işletmenin kaynak kullanım tercihlerini belirlemek ve etkin hale getirmek, finansal olarak nerede olduğunu belirleyebilmek ve gerek kendi işletmelerinin zaman içindeki durumu gerekse de sektördeki diğer işletmelerin durumları ile karşılaştırabilmek şeklinde sıralanabilir (Sayman, 2012:123).

Bu çalışmada kurumsal derecelendirme notları ile firma performansı arasındaki ilişki incelenmiştir. Bu temel amaç doğrultusunda çalışma üç ana bölüme ayrılmıştır. Birinci bölümde; öncelikle kurumsal yönetimin tanımı yapılarak kurumsal yönetimin faydalarından ve öneminden bahsedilmiştir. Daha sonra kurumsal yönetimin teorik gelişimine ve ortaya çıkma nedenlerine yer verilmiştir. Ardından kurumsal yönetimin dayandığı adillik, şeffaflık, sorumluluk ve hesap verebilirlik gibi temel ilkeler açıklanmıştır. Ayrıca dünyada ve Türkiye’de kurumsal yönetim anlayışının şekillenmesine değinilmiştir. Bu bölümde son olarak Türkiye’de kurulan ve Sermaye Piyasası Kurulu tarafından yetkilendirilen kurumsal yönetim derecelendirme kuruluşlarından bahsedilerek not verme sistemleri ayrı ayrı incelenmiştir.

İkinci bölümde; performans ve firma performansı kavramlarının tanımlarına yer verilmiş ve firma performansının ölçümünün öneminden bahsedilmiştir. Daha sonra, firma performans ölçütleri; muhasebe, piyasa değeri ve ekonomik kriterlere göre üç ana başlık halinde incelenmiş ve her biri hakkında detaylı açıklamalar yapılmıştır. Son olarak, kurumsal yönetim ve firma performansı arasındaki ilişkiden bahsedilerek, Türkiye’de ve dünyada bu alanda yapılmış çalışmalara yer verilmiştir.

Çalışmanın üçüncü bölümünde; öncelikle araştırmanın amacı, önemi, kapsamı, varsayımları, sınırlılıkları, modeli, evren ve örnekleme açıklanarak, hipotezler geliştirilmiştir. Daha sonra ise, bağımlı, bağımsız ve kontrol değişkenler tanımlanmıştır. Söz konusu değişkenler kullanılarak Türkiye’de Sermaye Piyasası Kurulu tarafından oluşturulan Kurumsal Yönetim Endeksi’nde yer alan firmaların, 2009 ile 2017 yılları

arasındaki kurumsal yönetim ilkelerine uyum derecesi notunun firma performansı ile ilişkisi panel veri analizi yöntemi ile araştırılmıştır. Son olarak, ekonomik analizler sonucunda ulaşılan bulgular değerlendirilmiş ve gelecek araştırmalar ile ilgili önerilerde bulunulmuştur.



BİRİNCİ BÖLÜM

KURUMSAL YÖNETİM

1.1. KURUMSAL YÖNETİME GENEL BAKIŞ

Özellikle 1980'li yıllardan sonraki dönemde yaşanan finansal krizler, firmaların yaşam döngüsünün sonlanması ve ekonomik bunalımlar neticesinde kurumsal yönetim, en az muhasebe ve finansal analizler kadar önem kazanmaya başlamıştır. Bir finansal krizin başlatmış olduğu kümülatif etki, krizin şiddetine göre öncelikle firma sahiplerini, sonra firma içindeki yöneticileri ve çalışanları, daha sonra o firmadan menfaat beklentisi içerisinde olan yatırımcıları ve paydaşları, en son ise, bütün toplumu etkileyebilecek düzeye ulaşarak yıkıcı bir özellik kazanabilmektedir. Dünyada geniş yankı bulan şirket skandallarına bakıldığında, söz konusu kümülatif etki rahatlıkla görülebilmektedir. Adelphia, Enron, Parmalat, Tyco, Maxell Corporation, Barings Bank, WorldCom ve benzeri olaylar, kurumsal yönetim kavramının önemini vurgulayan skandallar olarak görülmektedir. Bu büyük skandallar nedeniyle bazı yasal düzenlemeler ve yaklaşımlar oluşturulmaya başlanmıştır. Yatırımcılar, kredi verenler ve diğer menfaat sahipleri ilişki içinde buldukları firmaların daha iyi kurumsal yönetim uygulamalarına sahip olup olmadığı konusunda bilinçlenmişlerdir. Dolayısıyla, kurumsal yönetim son dönemlerde oldukça önem arz eden bir olgu olarak ortaya çıkmıştır (Büyüksalvarcı and Abdioğlu, 2010: 70).

Literatür incelendiğinde, aile şirketleri ve kurumsallaşma süreciyle alakalı çok sayıda çalışmanın yapıldığı görülmektedir. Genelde aile şirketlerinde kurumsallaşma süreci ve düzeyleri üzerine bir takım araştırmalar mevcuttur. Aile şirketlerindeki finansal yetersizlik ve kurumsallaşmanın doğru kavranamamasından ötürü bu yola başvurulmadığı araştırmalar sonucu ortaya konmuştur. Aile şirketlerinde örgüt yapısı, kurumsal şirketlerde olduğu gibi açık değildir ve kurumsallaşmanın yarattığı en büyük problem, orta ve uzun vadeli planların yapılmamasıdır (Yıldırım, 2011: 199).

Ekonomide büyük bir öneme sahip olan aile şirketlerinin, devamlılıklarını uzun vadede koruyabilmeleri büyük oranda kurumsallaşabilme becerisine bağlıdır. Sınırların kalktığı dünya ekonomisinde değişime ayak uydurmak için kurumsal kimliğin kazanılması ve kurumsal itibar önemli bir olgu olarak ortaya çıkmaktadır. Kurumsallaşarak uzman personelleri bünyesinde toplayan, onlara uygulama ve karar alma serbestliği tanımış, aile anayasasını oluşturan aile şirketlerinde girişimci uygulamaların daha düzenli işleyerek sonuçlara daha çabuk ulaşılacağını söylemek yerinde olacaktır. Örgüt bünyesinde aile üyeleri ile çalışanların ayrımının yapılmadığı, ortak bir fikirle kararların alınarak uygulandığı şirketlerde yenilikçi adımların önü de açılmış olacaktır (Bozkurt ve Bozkurt, 2010: 62-66).

Kurumsal itibarın iyi olmasıyla kastedilen, firmanın krizleri daha çabuk atlabilmesi hususudur. Ancak, bazı dönemlerde kısa vadeli düşünmek yerine uzun vadeli düşünerek, paydaşlar ve halkla devamlı iletişim halinde olunması önemlidir. Çeşitli krizler veya durumlar baş gösterdiğinde mühim olan, kurumun mevcut kültürüyle krizlerin ne şekilde yönetileceğinin bilinmesidir. Örgütün kriz yönetiminde bahsi geçen itibar, planın bir parçası olmalı, örgütler ise, hedef kitleleri ve personelleriyle her vakit iletişim halinde olarak, bilgi ve talimatların da gideceği yere vaktinde ulaşımı sağlamalıdır (Yaprak ve Bilmez, 2010: 35-39).

Küçük firmalar varlıklarını devam ettirebilmek adına kurumsallaşma yoluna gider fakat, kurumsallaşma arayışı başka şey bu arayışı gerçekleştirebilme bambaşka bir şeydir. Bu sebeple, küçük firmalarca kurumsallaşmanın iyi kavranması, kurumsallaşma çalışmalarına doğru zamanda başlanması ve firmaların mevcut durumlarına bakarak kurumsallaşma adımını doğru zamanda atması başarıyı da beraberinde getirecektir. Bu noktalara dikkat edilmediği takdirde kurumsallaşma, küçük firmaların karşılaşmış olduğu danışmana ve danışman kuruluşlara ödenen ücretler, aile bireyleri ve personelin yüzeysel bakışı ve değişime direnç gibi hususlardan öte gidemez. Bunlara ilave olarak, kurumsallaşmanın neden olduğu bürokrasi ve iş yükü gibi olumsuzlukları kendi lehine çeviren küçük firmaların çalışan ve yöneticilerinin bu süreci desteklemesi küçük firmalar için bir çözüm yolu olacaktır (Cevher, 2016: 11).

Kurumsallaşma aşamasında en kritik öge, insan kaynakları yani profesyonel kadrolardır. Profesyonel kadrolara sahip olmadan kurumsallaşma çalışmalarına başlamak çokta anlamlı olmayacaktır. Öte yandan, firma sahiplerinin de elbette ki kurumsallaşmayı benimseyerek, destek vermesi ve gelecek nesillerin de kurumsallaşan şirket yapısına uygun şekilde yetiştirilmesinin sağlaması çok önemlidir (Sönmez, 2011: 11-12).

1.1.1. Kurumsal Yönetim Kavramı

Kurumsal yönetimi ifade etmek için tek bir tanımlama yapmak mümkün değildir. Pek çok değişik kurum ve akademisyen tarafından kurumsal yönetime pek çok sayıda tanımlama getirilmiştir. Ancak, temel olarak geliştirilen çok sayıda tanım birbirleriyle benzerlik içermekte ve örtüşmektedir. Bu farklılaşmaların temel maksadı ise, kurumsal yönetimin somut tanımını şekillendirme konusunda gelecekteki araştırmacılara alan bırakılmak olduğu düşünülmektedir (Gürbüz ve Ergincan, 2004: 5). Bu nedenle bu çalışmada kurumsal yönetim kavramını tanımlarken farklı açıklamalara yer verilecektir.

Geniş anlamda kurumsal yönetim; firmanın yönetimi, yönetim organları, pay sahipleri ve diğer paydaşları (firma ile ilişkisi olanlar) arasındaki bir takım kazanç ilişkisini, optimum kurumsal yönetim ilkelerinin gerçekleşmesini sağlamaya yönlendiren ilkeler, uygulamalar, düzenlemeler ve kurallar topluluğudur (Akdoğan ve Akdoğan, 2011: 3). Dar çerçevede kurumsal yönetim ise, firma yönetimi ile yatırımcı ve paydaşlar arasındaki bir takım ilişkileri düzene oturtan ilkeler topluluğudur. Diğer bir deyişle, herhangi bir firmada paydaşlar da dahil olmak üzere firmanın yürüttüğü bütün etkinliklerin doğrudan veya dolaylı olarak şekilde bu etkinliklerle ilgisi olan bütün paydaşların hak ve kazançlarını korumayı ve firma yönetiminin yetki ve ödevlerini belirlemeyi kendine amaç edinen bir yönetim felsefesidir (Aktan, 2013: 150).

Şehirli'ye göre kurumsal yönetim felsefesi, anonim şirket yapılarının yönetiminde ve etkinliklerinde kazanç elde etme ve yatırımcılara dağıtma temel unsuru ve amacını hedefleyen klasik oluşumların yanında, hissedarlar da dahil bütün

çıkar sağlayan kişilerin haklarının korunmasını kendisine konu edinmiştir (Şehirli, 1999: 2). Sak'a göre kurumsal yönetim, yöneticilerin vermiş olduğu kararlardan menfaatleri etkilenebilecek olan bütün kişilerin, yönetimi sürekli kontrol altında tutarak onları her zaman ideal bir şekilde karar vermeye yönlendiren, keyfi yaklaşımlardan uzak olan kurumsal bir firma yönetimidir (Sak, 2000:56). Koçel'e göre kurumsal yönetim ise, firmaların "*iyi sosyal vatandaş*" olmaları öngörüsüne dayanmaktadır (Koçel, 2003: 469).

Argüden'e göre kurumsal yönetim; firmaların bireysel yönetim oluşumlarında şeffaflığı, hesap verebilmeyi, katılcı yönetim şeklini, etkinliği ve verimliliği hayata geçirme aracıdır (Argüden, 2002: 8). Şenver ise, kurumsal yönetimi, firmaların şahsi yükümlülüklerinin farkında olarak, firmanın sürdürülebilirliğini sağlayacak, paydaşların elde etmiş olduğu değerlere karşın kurumun değerini yükseltebilecek ve bunu yaparken aynı zamanda ilişki içerisinde olduğu organizasyon ve bireylerle olan karşılıklı iletişimlerini etik çerçeveye uygun kuralar dahilinde yürütebilecek bir oluşum şeklinde tanımlamaktadır (Şenver, 2002: 6). Ülgen ve Mirze'ye göre de kurumsal yönetim; firmanın stratejik yönetimi ile yükümlü üst kademedeki organların, kurum üzerinde kendilerini bir takım sebeplerle "hak sahibi" olarak gören paydaşlar, personeller, tedarik sağlayanlar, müşteriler ve diğer çeşitli kuruluşlarla olan ilişkiler bütündür (Ülgen ve Mirze, 2004: 423).

İngiltere'de Sir Adrian Cadbury yönetiminde kurulan bir kurulun yayınladığı ve kısa adıyla "Cadbury Raporu" olarak tanımlanan raporda kurumsal yönetim, "kurumların yönetildiği ve kontrol altında tutulduğu bir yapı" olarak değerlendirilmektedir (Cadbury Report, 1992: 14). Shleifer ve Vishny kurumsal yönetimin, firmalara finansman sağlayan fon sahiplerinin, yatırdığı bu fonlardan belirli miktarda bir kazanç sağlamaları hakkında kendilerini güvende hissetmelerini sağlayacak konuların ortaya konulması ve uygulanması ile ilgilendiği üzerinde durmaktadır (Shleifer ve Vishny, 1997: 737). Dünya Bankası kurumsal yönetimi; "bir kurumun insani ve finansal sermayenin kendine gelmesine, etkin bir biçimde çalışmasına ve bu şekilde içinde bulunduğu kültürün değerlerine saygı gösterirken, uzun vade de paydaşlarına değer oluşturmaya fırsat tanıyan her çeşit yasa,

yönetmelik, ilke ve düzenlemeler” olarak tanımlarken, Ekonomik Kalkınma ve İşbirliği Örgütü (OECD), “firmaların yönetildiği ve kontrol altında tutulduğu bir sistem” olarak ifade etmektedir (Öztürk ve Demirgüneş, 2008: 396). Türkiye’de ise, Türk Sanayicileri ve İşadamları Derneği (TÜSİAD) tarafından yayımlanan raporda kurumsal yönetim tanımı, en geniş çerçeveyeyle, “günümüz yaşamında insanların belirli bir hedefe ulaşmak amacıyla oluşturmuş olduğu herhangi bir firmanın yönetiminin düzenlenmesi” olarak yapılmıştır (TÜSİAD, 2002: 9).

1.1.2. Kurumsal Yönetimin Amaç ve Yararları

Kurumsal yönetimin sağladığı yararları geçmeden önce amaçlarından söz etmek gereklidir. İşletmeler açısından bakıldığında kurumsal yönetim sisteminin tercih edilmesinde pek çok amaç vardır. Bu amaçlardan bazıları şu şekilde açıklanabilir (Özyılmaz vd., 2008: 238-239).

- İşletme üst yönetiminin kendisine verilen güç ve yetkileri, paydaşların menfaatlerini arttırmaları doğrultusunda kullanmalarını sağlamak,
- Hissedar haklarını korumak ve en yüksek düzeyde tatmin etmek,
- İşletme paydaşlarının adaletli ve eşit işlemlere tabi tutulmasını sağlamak,
- İşletme ile direkt ilişki içinde olan paydaşların haklarını korumak (Az hisseye sahip hissedarların haklarının korunması da bu kapsamda değerlendirilmektedir),
- Firma faaliyetleri ve mali durumu ile ilgili olarak kamuoyunu aydınlatmak ve şeffaflığı sağlamak. Bu anlamda bakıldığında, pay senetleri borsada işlem gören firmaların şeffaf olmalarını ve kurumsal yatırımcılar ve diğer hak sahipleri açısından önemli olan bilgilerin geçerli süre içerisinde ve noksansız kamuoyuna açıklanmasını sağlamak,
- Yönetimden sorumlu organların yükümlülüklerini açıkça ortaya koymak,
- Firma üst kademedeki yöneticilerin karar ve eylemlerinden dolayı pay sahiplerine ve diğer paydaşlara sorumlu olmalarını sağlamak,
- Vekalet maliyetini azaltmak,

- İşletme kazançlarının hissedarlara payları oranında geri dönmesini sağlamak ve paydaşların beklentilerine cevap vermek,
- Küçük hissedarların haklarının büyük hissedarlara aktarılmasına engel olmak,
- Uzun vadede yatırım yapan kurumsal yatırımcılar açısından güven ortamı tesis etmek, sermaye maliyetini düşürmek, firmanın pay senedi ihraç etmek suretiyle fon kaynaklarına kolay bir şekilde erişim fırsatı sağlamak,
- Vekil ve hissedar arasındaki çıkar çatışmalarını kurallar ile kontrol altına almak.

Kurumsal yönetimin çok sayıdaki farklı amaçlarının temelinde firmaların paydaşlarının menfaatlerinin korunması yatmaktadır. Kurumsal yönetimin farklı amaçlarının bulunması nedeniyle yatırımcıların, düzenleyici otoritelerin ve paydaşların başarı ya da başarısızlık değerlendirmelerindeki kriterler de değişmektedir. Bu kriterlerin bazıları; firma faaliyetlerinin verimliliği ve etkinliği, finansal raporlamanın güvenilirliği, yasalara uygunluk, yatırımların getirileri ve paydaşların amaçlarının başarılmasıdır (Gup, 2007: 22).

Kurumsal yönetimin kurumlara sağladığı çok sayıda fayda söz konusudur. Kurumsal yönetim felsefesi düşünüldüğünde sadece ortaya konulan kuralları uygulamaya koyan firmaya değil, ayrıca firmayla doğrudan veya dolaylı şekilde etkileşim içinde olan bütün hak sahiplerine faydası vardır. Bir başka deyişle, kurumsal yönetim faaliyetlerinin, bu kuralları uygulamaya koyan firmaya, paydaşlara, personellere, müşterilere, kurumsal yatırım yapan kimselere, içinde bulunula topluma ve devlete kazandıracığı pek çok fayda bulunmaktadır. Kurumsal yönetim faaliyetlerinin firmalara sağladığı söz konusu faydalar aşağıdaki gibi sıralanabilir (Aktan, 2006: 18):

- Kurumsal yönetim firmaların mali piyasalardan daha etkin ve hızlı fon bulmasına olanak sağlar; bir firmada ne ölçüde etkin yönetim sergilenirse, o firmada sermaye maliyeti de bu yönetimin seviyesine ters oranla azalır. Bu açıdan bakıldığında kurumsal yönetimin firmalara kazandıracığı en önemli avantaj, sermaye maliyetini aşağı çekmesidir,

- Kurumsal yönetim nakit problemi yaşayan firmalara nakit akımı sağlama fırsatını tanır,
- Kurumsal yönetim faaliyetleri ile yerel ve dış yatırımcıların firmaya duyduğu itibar artacağı için, uzun vadede sermaye sağlaması kolaylaşır. Bu kaynaklarla beraber büyüme planları daha etkin bir şekilde uygulanabilir,
- Kurumsal yönetim faaliyetleri ile birlikte ekonomik krizler daha az zararlatılabilir,
- Kurumsal yönetim faaliyetleri ile firmaların aktiflerinin değeri artar. Bir firma ne ölçüde etkin yönetilirse firma aktiflerinin getirisi o ölçüde fazla olacaktır. Bu sebeple kurumsal yönetim firma değerini yükseltir,
- Firma yönetiminde şeffaflık ve hesap verme yükümlülüğü sebebiyle yolsuzluklar azalır,
- Kurumsal yönetim faaliyetleri ile firma, yetki ve güç istismarının önüne geçer. Keyfiyete bağlı yönetici etkinliklerinin yok olmasını sağlar,
- Kurumsal yönetim bütün menfaat sağlayan gruplarının faydasına yarar sağlayacağı için firma ile pay sahipleri arasındaki iletişimin ve diyalogun çoğalmasına yararlıdır,
- Kurumsal yönetim firma uygulamalarında uzun vadeli sürdürülebilirlik sağlamaktadır,
- Kurumsal yönetimin firmanın rekabet gücünü artırmada pozitif etkisi vardır,
- Kurumsal yönetim firmanın karlılığında önemli bir etkiye sahiptir.

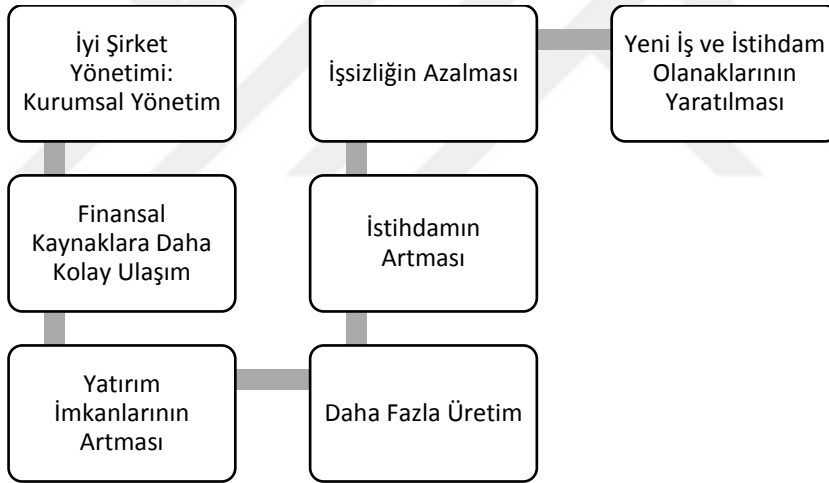
Kurumsal yönetim faaliyetlerinin devlet ve içinde bulunulan topluma kazandıracığı bir takım faydalar ise, şu şekilde sıralanabilir (Aktan, 2006: 18):

- Ülkelerin rekabet konusunda avantaj sağlamasına yardımcı olur,
- Ekonomik krizlerin yıkıcı etkisini azaltarak daha kolay atlatılmasına yardımcı olur,
- Finansal derinliğin çoğalmasına yardımcı olur. Firma paydaşlarının hakları ne ölçüde iyi korunmuş olursa, finansal yapının derinliği de o ölçüde artmış olacaktır. Bu sebeple kurumsal yönetimin finans sektörünün gelişimine pozitif etkileri mevcuttur,

- Sermaye piyasalarının gelişimine fırsat tanır. Firma paydaşlarının hakları ne ölçüde iyi savunulursa sermaye piyasaları o ölçüde gelişim göstermiş kabul edilir. Paydaş haklarının savunulması ile borsa kapitalizasyonu arasında doğru orantıdan söz edilebilir,
- Yerel birikimlerin çoğalmasına ve bu tasarrufların borsada işlem gören firmalara yönlendirilmesine imkan tanır,
- Makroekonomik gelişimin artmasına olanak sağlar. Daha rahat fon kaynaklarına erişim olanaklarına ve firmanın sermaye maliyetini indirgeyerek toplam yatırımların çoğalmasına imkan tanır. Bu artış ise, yeni istihdam sağlayarak iş bulma fırsatı sağlar.

Kurumsal yönetimin makroekonomik etkileri aşağıda Şekil 1.1’de yer almıştır.

Şekil 1.1. Kurumsal Yönetimin Makroekonomik Etkileri



Kaynak: Aktan, 2006: 14.

Şekil 1.1. incelendiğinde, iyi bir şirket yönetiminin kurumsal yönetimle birlikte kimlik kazandığı görülmektedir. İyi şekilde yönetilen şirketler ise diğer şirketlerle kıyaslandığında finansal kaynaklara daha kolay ulaşabilmektedir. Finansal kaynaklara rahat ulaşan şirketler kendilerini piyasada daha rahat hissettikleri için yeni yatırım imkanları ararlar ve böylelikle imkanların sınırı da genişlemiş olur. Daha fazla yatırım daha fazla üretim demektir ve bu durumda istihdamı artar ve işsizlik azalır. Bu sürece göre kurumsal yönetim, finansal piyasaları sürekli iyileştirme döngüsüne iter.

1.1.3. Kurumsal Yönetim İlkeleri

Kurumsal yönetim uygulamalarının temeli, firmalarda yönetimin yatırımcıların menfaatlerine yönelik davranış sergileyeceğini öne süren temsilci teorisi (Kula, 2006: 172). Firmalarda sahipliği elinde tutan şahıslarla, firmayı yöneten şahısların farklı olması ve bu iki tarafın maksatlarının değişiklik arz etmesi, temsilci sorununun doğurmaktadır. Paydaşlar, firmanın bütün girdilerinin en etkin biçimde işlenerek, piyasa değerinin artması maksadına uygun biçimde yönetim sergilenmesini istemektedirler. Öte yandan yöneticiler, firmanın girdilerini bireysel menfaatleri için işleyerek, şahsi varlıklarını artırmak gayesinde olabilmektedirler. İki grubun maksatlarının değişik olması sebebiyle ortaya çıkan çıkar çatışmalarının önüne geçilmesi veya yöneticilerin kontrol altında tutularak, paydaşların maksatlarına yönelik firmayı yönetmelerini sağlamak gerekir (Önder, 2003: 125). Bu iki taraf arasındaki sorun incelendiğinde yönetimin verimli bir biçimde gerçekleştirilmesi için kurumsal yönetim bir dizi ilkelerle ifade edilmeye çalışılmıştır.

Kurumsal yönetim konusunda Dünya Bankası, Ekonomik İşbirliği ve Kalkınma Örgütü (OECD), Milletlerarası Ticaret Odası (ICC) ve Global Kurumsal Yönetim Forumu (GCGF) gibi kuruluşlar veya merkezi Hong Kong'da bulunan Asya Kurumsal Yönetim Birliği (AKYB) gibi kurum ve organizasyonlar bir takım kurallar yayımlamışlar, konferanslar ya da çeşitli toplantılar yaparak kurumsal yönetim faaliyetlerinin ne ölçüde önemli olduğunu tartışmışlardır (Darman, 2008: 14). Her disiplin kendi çalışmaları doğrultusunda kurumsal yönetim ilkeleri oluşturmuştur. Fakat, genel anlamda kabul gören ana ilkeler; adillik, şeffaflık, hesap verebilirlik ve sorumluluk ilkesidir.

1.1.3.1. Adillik İlkesi

Adillik ilkesi, firmanın gelecek ile ilgili beklentileri düşünüldüğünde, bütün çıkar gruplarının düşüncelerinin denge gözetilmiş olarak değerlendirilmesi ile

ilgilidir. Bu ilke, firma yönetiminin verdiği kararlarda sadece sahiplik hakkı bulunan paydaşları değil, aynı zamanda da firmanın uzun vadede kar seviyesini ve varlığını devam ettirmesine yardımcı olacak bütün grupları değerlendirmesi manasına gelmektedir (Tuzcu, 2004: 36).

Adillik ilkesi, diğer tüm durumlardan önce hissedarların belli bir takım haklarının kabul edilmesi manasına gelmektedir. Bu haklar bir takım temel başlıklar altında aşağıdaki şekilde tasnif edilebilir (Aktan, 2006; 17):

- Ana Ortaklık Hakları
 - Genel kurullara katılma ve oy belirtme,
 - Azınlık haklarına sahip olma,
 - Belirlenen oranda temettü alma,
 - Ortaklık hakkında işe yarar ve süresinde bilgi alma,
 - Paydaş bilgilerinin düzenli olarak tutulması ve
 - Payların herhangi bir engel olmadan devredilmesi.
- Ana Yatırımcı Hakları
 - Süresinde ve sağlıklı olarak firma ile ilgili açık ve anlaşılır bilgiye sahip olma,
 - Genel kurul toplantılarına katılabilme ve oy kullanma,
 - Yönetim kurulu üyelerinin seçilmesinde etkin olma (birikimli oy vb.),
 - Firmanın karlarından belli oranda temettü alma,
 - Firmanın sistemi ile ilgili yeteri kadar bilgilendirilme.
- Bilgi Alma Hakkı
 - Kamuyu aydınlatma konusunun belirli bir bilgi politikası çerçevesinde yapılması,
 - Paydaşlar arasında fark gözetilmemesi,
 - Pay senedinin değeriyle ilişkili bilginin kamuoyuna açıkça ifade edilmesi ve

- Yine söz konusu açıklamaların süresinde, geçerli, açık, düşük maliyetle, kolay ulaşılabilir ve eşit bir şekilde kamuoyunun kullanımına arz edilmesi.

Adillik ilkesi adil yönetim ilkesi olarak da kullanılabilir. Adillik, şeffaflık bazında ideal yönetim ve kontrolle, çıkarların optimum bir yerde ve birbiriyle uygun bir şekilde bir araya gelmesi gerektiği şeklinde tarif edilebilir. Adillik ilkesi; azınlık ve yabancı paydaşlar da dahil olmak suretiyle paydaş haklarının savunulması ve tedarikçilerle varılan anlaşmaların uygulamaya konmasının sağlanmasını öngörür. Adillik, bir manada geniş çerçevede eşit işlem ilkesi ile de denk anlamlara gelebilir. Eşit işlem, yalnızca pay mülkiyetine değil, daha geniş bir çerçeveye; personellere, alacaklılara, müşterilere, kısaca firma ile çıkar ilişkisi içerisinde bulunanlara ve hatta kamuya da yönelmiştir (Paslı, 2005: 72-74).

1.1.3.2. Şeffaflık İlkesi

Şeffaflık kavramı; firmanın mali performansı, idaresi ve ortaklık yapısı hakkında gereğince, güvenilir ve karşılaştırılabilir bilginin süresinde açıklanması olarak ifade edilebilir (TÜSİAD, 2002: 35). Başka bir deyişe göre ise, şeffaflık, kredilerin yatırımcılara kullandırılması, krediyi kullananların güvenilirliği, devletlerin kamu görevlerini yerine getirip getirmemesi (eğitim-öğretim, sağlık ve ekonomi politikaları) ve uluslararası kuruluşların etkinlikleri ile ilgili tutarlı, zamanında, doğru, ekonomik, toplumsal ve siyasal bilgi akışının ortaya konmasıdır (Vishwanath ve Kaufmann, 1999: 42).

Kurumsal yönetim felsefesi içerisinde şeffaflık, firmanın mali performansı, idaresini ve ortaklık yapısı hakkında gereğince, güvenilir ve karşılaştırılabilir bilginin zamanında ve hızlı bir şekilde ifade edilmesi olarak açıklanabilir. Başka bir ifade ile şeffaflık, ticari olarak saklanması gereken ve bir nevi sır özelliği taşıyan bilgiler hariç tutularak firma ile ilgili mali ya da mali olmayan bilgilerin, tam zamanlı, güvenilir, noksansız, açık (kolay anlaşılır), yorum yapılabilir, ekonomik (düşük maliyetli) ve ulaşımı kolay bir biçimde kamuoyuna sunularak duyurulması yaklaşımıdır. Şeffaflık ilkesi kapsamında; firmaların kamuoyunu aydınlatmalarının iyileştirilmesi, firma ile

karşılıklı çıkar ilişkisi içerisinde olan tüm taraflara bilgi akışının artışı ve hızlandırılması amaç edinilmiştir (Pashı, 2005: 74-76). Daha geniş bir perspektiften bakıldığında, mali açıdan yeteri kadar aydınlatılmayan bir toplumun birikimlerinin kendi ülkesinin sermaye piyasasının dışında bir piyasaya çıkacağı bilinmesi gereken bir gerçektir. Ülkelerin gelişmişliği ile sermaye piyasasının gelişmişliği arasında doğrudan bir ilişki mevcut olduğundan, kamuoyunun ve özellikle de küçük yatırımcıların aydınlatılması daha fazla önem kazanmaktadır (Taner ve Akkaya, 2004: 34).

Şeffaflık ilkesi çerçevesinde kamuya sunulacak bilgilerin aşağıdaki bir takım niteliklere sahip olması gerekmektedir (Aktan, 2006: 16):

- Bilgi net ve anlaşılabilir nitelikte olmalıdır,
- Açıklanan bilgi doğruları içermelidir,
- Bilginin ayırım gözetmeksizin sunulması, tam tarafsız olması ve bu bilgileri kullanacak olanları yanıltmaması gerekir,
- Bilgi noksansız şekilde arz edilmelidir,
- Bilgi, o bilgiyi kullanan kişilerce çıkarımlar oluşturmaya imkân sağlayacak niteliklere sahip olmalıdır,
- Bilgi ekonomik bir şekilde düşük maliyetli sunulmalıdır,
- Bilgiye ulaşmak kolay olmalıdır ve
- Bilgiye süresinde ulaşım imkanı olmalıdır.

Bununla birlikte firmada kamuoyunun aydınlatılmasından yükümlü departmanların ya da bireylerin istihdam edilmesi de önemlidir. Firmalar, örgüt yapılarında böyle bir departman kurarlarsa, bu departmanlar ya da bireyler açıklamış oldukları bilgilerin dahili veya harici paydaş gruplarına eşit bir biçimde ulaştırılmasına daha çok önem vereceklerdir. Firmaların kendi aleyhine sonuç ortaya çıkarıyor olsa bile, söz konusu bilgilerin belirli sürede açıklanması ve bu süreden önce de kötüye kullanılmasının önüne geçilmesi de önemli bir diğer husustur (SPK, 2005: 20-30).

1.1.3.3. Hesap Verebilirlik İlkesi

Hesap verebilirlik, yönetim fonksiyonunun ve yükümlülüklerinin ortaya konması, paydaş ve idarecilerin isteklerinin sıralanarak koruma altına alınması ve tarafsız kararlar verilmesinin yönetim organlarınca sürekli bir biçimde takip edilmesidir. Hesap verebilirlik, verilen kararların tutarlılığını kanıtlama ve yükümlülüğünü kabul etmek gerektiğini belirten kurumsal yönetim ilkelerinden bir tanesidir (Coşkun vd., 2005: 398). Ayrıca, bir takım kararlar alan ve bu kararları uygulayan, faaliyette bulunan tüm kişi veya grupların verdikleri kararlardan ve uygulamaya koydukları bütün faaliyetlerden yükümlü ve hesap verme zorunda olmaları ilkesidir. Hesap verebilirlik ilkesi, hem sorumluluk hem de şeffaflık ilkeleri ile ortak bir biçimde belirli hak sahiplerinin ve firma faaliyetlerinin olumlu veya olumsuz etkisi altındaki bütün çıkar gruplarının, firma idaresi tarafından verilen kararları ve uygulamaya konan faaliyetleri gözden geçirmesini ve hesap sormasına da sebep olur (Öğreten, 2005: 23-27).

Şeffaflık ilkesi ile yakından ilişkili olan hesap verebilirlik ilkesi; yönetim fonksiyonunun ve yükümlülüklerinin açıklanması, paydaş ve idarecilerin isteklerinin belirli sıra dahilinde güvence altına alınması ve tarafsız kararlar alındığının yönetim organlarınca izlenmesidir (Millstein, 2000: 3). Aynı zamanda, verilen kararların doğruluğunun kanıtlanması ve söz konusu kararların yükümlülüğünü kabul etme gerekliliğini de işaret etmektedir (Tuzcu, 2004: 35). Yöneticiler ile firmanın ve dolayısıyla da hissedarların kazanımlarının her zaman aynı doğrultuda olmaması, hesap verebilirlik ilkesinin belirlenmesini zaruri kılmıştır. Bu durum, daha önce de belirtildiği üzere, temsil maliyetlerinin bir yansımasıdır. Yönetimde olan kişilerin ödev ve yükümlülüklerini açık bir biçimde düzenlenmesi, hissedarlarla olan ilişkilerin belli kurallara ve sıraya konulması ve bununla beraber bu yapının da sıkı bir biçimde kontrol edilmesi gerekmektedir (Millstein, 1998: 20).

Kurumsal yönetim faaliyetlerinde firma yönetiminin, paydaşlara ve bütün hak sahibi taraflara hesap verme yükümlülüğü bulunmaktadır. Buna karşılık, hissedarların haklarının kişisel olarak korunması ve bunlara kişisel olarak bilgi

vermek yerine, hesap verme yükümlülüğünün bir takım düzenlemelere bağlanması daha mantıklı bir yaklaşım olacaktır (Aktan, 2006: 16).

1.1.3.4. Sorumluluk İlkesi

Sorumluluk ilkesi, firmanın etkinliklerinin yürürlükteki mevzuata, firma esas sözleşmesine ve firma içi prosedürlere uygun olup olmadığını ve bunların kontrol edilmesini ifade eder (SPK, 2005: 3) Firmaların en üst oluşumu yönetim kurullarıdır. Yönetim kurulları uzun dönemde hissedarlarına kazanç sağlamak amacıyla karar verme ve temsil etme makamı olarak firmaya yön verir. Bahsi geçen temel görevin yanında, firmanın müşterilerine, çalışanlarına ve firmayla doğrudan ve dolaylı ilişki içerisinde bulunan herkese karşı sorumluluk sahibidir (TUSİAD, 2002: 15).

Sorumluluk, doğruları destekleyen, bununla beraber doğru olmayana bir takım cezalar veren bir denetim sistemi işlevini yerine getirmektedir. Yönetim birimlerinin temel yükümlülüğü ise, firmanın amaçlarını etkin bir biçimde belirlemek ve belirlediklerini de pratiğe dökmektedir. Sorumluluk ilkesinin amacı; işletmelerin faaliyetlerinin yasalara ve sosyal değerleri gözetten bir takım uygulamalara uyup uymadığını belirlemek ve uygunluğunu garanti altına almaktır (Millstein, 2000: 3). Yöneticinin ana yükümlülüğü, firmanın avantajını gözetten verimli hedefler oluşturmak ve bu hedefleri hayata geçirmektir. Sorumluluk ilkesi, işletmenin sosyal değerleri ortaya koyan uygulamalara ve yasalara uygun olmasını garantileme maksadını gütmektedir (Demirbaş ve Uyar, 2006: 24). Sorumluluk ilkesi aşağıdaki özelliklere sahip olmalıdır (Şehirli, 1999: 44-45):

- Yönetim kurulu üyeleri, hissedarların bütününe haklarını garanti almaya çalışan veya amaçlayan perspektif edinmeli, aynı zamanda da hissedarlar ile ilgili bütün verilere sahip olarak, sorumlulukları gereğince yeterli özeni göstermelidirler.
- Yönetim kurulu, ortaklığın faaliyet alanlarına ilişkin geçerli mevzuata uyum sağlamak ve diğer paydaşların çıkarlarını gözetmekle yükümlüdür.
- Yönetim kurulu, ana denetim işlevini içeren konuları uygulamaya koymalıdır. Bu konular şu şekilde özetlenebilir:

- Faaliyete ilişkin planlarını, ortaklık stratejisini, risk politikasını, yıllık bütçeleri ve iş planlarını kontrol etmek, performans standardını belirlemek, faaliyetleri ve ortaklık işleyişini izlemek ve yüksek tutarlı harcamaları, kayıp ve kazançları saptamak,
- Önem verilen düzeydeki yönetici kadrolarını belirlemek, ne kadar ücret alacağına karar vermek, kontrol etmek ve uygun olduğu düşünülen zamanda değişiklik yapmak, görev zamanını tamamlayanların yerine ise, yeni atamalar gerçekleştirmek,
- Yönetim seviyesinin üst tabakasında bulunan yöneticilerin alacağı ücret düzenlemelerini kontrol etmek ve buna bağlı olarak da planların hissedarların kazanımlarıyla uygun olmasını sağlamak,
- Anonim şirket yönetimi, yöneticileri ve hissedarların şirket değerlerinin yanlış kullanılması ve üçüncü şahıslarla gerçekleştirilen faaliyetlerde üçüncü şahısların istismar edilmesi gibi pek çok konuda karşılıklı çıkar ilişkilerini kontrol altında tutmak ve izlemek,
- Bağımsız denetimin gözetimi de dahil olmakla beraber, şirketin finansal analiz ve hesaplarının birbirleriyle uyumlu olmasını sağlamak. Özellikle risk, mali kontrol ve yasalara uygunluğun kontrolünü sağlayacak mekanizmaları oluşturmak,
- Yönetim faaliyetlerinin nasıl sürdürüldüğü ve ne tür değişime ihtiyaç duyduğu konularını göz önünde tutarak verimlilik denetimi yapmak,
- Kamuyu aydınlatma ve iletişim sürecinin denetimini yapmak.
- Yönetim kurulunun işleyişinin ve yapısının, şirketin etkili denetimi yerine getirme gücünü ve pay sahiplerine karşı yükümlülüğünü artıracak biçimde düzenlenmesi gerekir. Bu hususlar aşağıdaki şekilde özetlenebilir:
 - Yönetim kurulları olası çıkar çatışmalarının olduğu faaliyetlerde bağımsız karar alabilme yetkisi olan yeterli sayıda yönetim kurulu üyesi tayin etme hususunu göz önünde bulundurmalıdır. Yönetim kurulunun kontrol, atama ve ücretlendirme gibi belli başlı yükümlülükleri bağımsız karar alma gücünü gerektirir.
 - Yönetim kurulu üyeleri üstlendikleri yetki ve yükümlülükler için gerekli süre ayırmak zorundadır.

- Yönetim kurulu üyelerinin üstüne düşen yetki ve yükümlülüklerini yerine getirebilmeleri için bilgiyi zamanında ve doğru bir biçimde edinmiş olmaları gerekmektedir.

1.2. Kurumsal Yönetimin Teorik Gelişimi

Dünya ekonomisi giderek karmaşıklaşmakta ve yönetimi zor bir hal almaktadır. Bu sebeple firmalar bu değişime ayak uydurabilmek için bir takım teoriler uygulamaya koymuşlardır. Literatürdeki bu teoriler idari kapitalizm, mülkiyet kapitalizmi, miyop piyasa yaklaşımı, hissedar kapitalizmi, kaynak bağılılığı yaklaşımı ve paydaş kapitalizmi başlıkları altında incelenmektedir.

1.2.1. Mülkiyet Kapitalizmi Teorisi

Mülkiyet kapitalizmi yaklaşımı kurumsal yönetim kavramının özüdür. Mülkiyet kapitalizmi teorisinde firma paylarının firmayı kontrol eden bölümü bazı şahıslara aittir. Yönetim fonksiyonu ise, genel anlamda ikinci basamakta maaşlı çalışan ve uzman yönetim personelini işe alan firma sahipleri tarafından ifa edilir. Mülkiyet kapitalizminin asli anlamda kurumsal yönetimin temel hali olarak tanımlanmasının nedeni, iki şekilde ifade edilebilir. Birincisi, kitabi ya da uygulamaya geçmiş şekilde bakıldığında pek çok şirket hayatlarına kurucularının kontrolü altında küçük bir firma şeklinde başlamıştır. İkincisi ise, tarihi süreç açısından gözlemlendiğinde bu ufak çaptaki firmalar bütün ülkelerin sanayileşmesinin birinci adımında bütün bir milletin iktisadi geçmişine hakim olmuşlardır (Öztürk, 2013: 18).

Pay senetlerinin tamamının spesifik bir kesimin güdümünde veya himayesinde olması, mutlak sahiplik olarak tanımlanır. Firmaya sahip olan kişi, aynı zamanda firmayı kontrol eden, denetleyen ve firmanın yöneticisi olan kişidir. Firmada güçler birliği ilkesinden söz etmek mümkündür. Firmanın sahipliğini elinde tutan kişiler, yöneticilerin sorumluluklarına ait kanuni çerçeveyi yeterince çizmemişlerdir. Firma sahipleri kişisel yönelimleri ve değerlendirmelerine göre verdikleri kararlarla firmayı yönlendirir ve yönetirler. Yöneticiler görevlerini firma sahiplerinin arka planında

yerine getirirler. Yöneticiler, sadece firma sahiplerine karşı sorumludurlar. Firma sahiplerinin ise, kimseye karşı sorumlulukları bulunmamaktadır (Beycan, 2013: 19).

1.2.2. İdari Kapitalizm Teorisi

İdari kapitalizm, mülkiyet kapitalizmine karşı ortaya çıkmıştır. İdari kapitalizmde sadece bir tek şahsın ya da kurumun firma üstünde kontrol edici yetkisinin olmayacağı fikri yer almaktadır. Bu kapitalizm çeşidinde de nicel anlamda üstünlük sağlayan hissedarların yönetim süreçlerinde söz sahibi olması engellenmiştir. Üst düzeyde yöneticiler ele alındığında ise, bunlar firmadaki sahiplikleri sayesinde değil, yalnızca yönetim becerisi ve geçmiş tecrübelerinden dolayı istihdam edilmektedirler (Öztürk, 2013: 19). Yöneticiler firmanın sistemleri hususunda yeterince bilgiye sahip ise ve sahip olduğu bu bilgilerinden firmanın avantajı açısından en etkin şekilde yararlanılırsa firma, en verimli performansı sergilemiş olacaktır. İyi performans gösteren firma yönetimine, hissedarların ya da yönetim kurulu üyelerinin müdahil olmaları için bir neden kalmayacaktır. Ancak, buradaki en mühim problem, yöneticilerin denetime tabi olmaması durumunda ortaya çıkacaktır. Yeterince denetlenmeyen yöneticilerin, bilgi asimetrisinden faydalanarak firma değerlerini kişisel çıkarları doğrultusunda kullanmaları fırsatı doğuracaktır. Söz konusu durum genel manada “acente problemi” ya da “temsil problemi” şeklinde tanımlanmaktadır (Yıldırım, 2007: 6).

1.2.3. Hissedar Kapitalizmi Teorisi

Hissedar kapitalizmi, idari kapitalizmin “temsil problemi” nedeniyle 1970’li ve 1980’li yıllarda ABD’de ve 90’lı yılların sonuna gelindiğinde Japonya’da hissedarların yöneticilere karşı koymuş oldukları tepkilerin bir neticesi olarak ortaya çıkmıştır. Hissedar kapitalizmi yaklaşımında her firma, hissedarlarca koruma altına alınmalı ve kontrol edilmelidir. Ancak, hissedarlar açısından büyük ölçekteki firmaların kontrol edilmesi önemli bir problemdir. Ayrıca, hissedar kapitalizminde de idari kapitalizmdeki olduğu gibi bilgi asimetrisi söz konusudur. Teoride hissedarlar firma ile ilgili bilgileri özellikle de finansman ve muhasebe alanındaki bilgileri konu

ile ilgili birimlerden temin edebilmekteyken, stratejik anlamda önem taşıyan bilgilerin temin edilmesi son derece zordur (Yıldırım, 2007: 7).

1.2.4. Paydaş Kapitalizmi Teorisi

Paydaş kapitalizmi, hissedar kapitalizmin söylemlerine karşıt bir nitelik taşımaktadır. Paydaş kapitalizmi açısından firma, yalnızca hissedarlara ait değil, aynı zamanda da firma personeli, firma ile karşılıklı iş ilişkisi içerisinde olan diğer işletmeler, toplum, hükümet ve diğer paydaşların da üzerinde hak iddia ettiği sosyal bir olgudur. Paydaş teorisine göre firmalar, sadece çıkar gruplarının tamamının kazanımını en yüksek seviyede tutmayı amaçladıklarında, pay sahiplerinin refahlarını da en yüksek düzeye çıkaracaklardır. Bu teori, bir manada her bir bireyin refahını maksimum seviyeye yükseltme gerekliliğini ortaya koymuş olsa da, uygulamada her bir çıkar grubunun menfaatini en yüksek düzeye çıkarmak zordur. Bunun nedeni, bütün çıkar sahiplerinin, genel anlamda birbirleriyle örtüşmeyen farklı menfaatlerinin olmasıdır (Öztürk, 2013: 21).

1.2.5. Miyop Piyasa Teorisi

Miyop piyasa teorisine göre, piyasanın kısa vadede getirilere olan alakası, kurumsal yönetimin başarısızlığına sebep olmaktadır. Yönetim kalitesi piyasada kısa vade göz önüne alınarak değerlendirildiğinde yöneticiler, rekabetin yüksek olduğu emek yoğun piyasada hayatlarını devam ettirebilmek için yüksek kazanç sağlayan veya kısa vadede kendini amorti eden projelere yatırım yaparlar. Piyasa bu projelere göre firmaları incelediğinden, kısa vadede yüksek kazanç sağlayan söz konusu projeler nedeniyle pay senetlerinin fiyatları yükselmektedir. Ancak, uzun vadede yüksek refah seviyesinden vazgeçilmektedir. Kurumsal yönetim problemleri, uzun vadede refah artışından feragat edilerek, kısa vadeli kazançlara yönelmenin bir sonucu olarak ortaya çıkmaktadır (Alp ve Kılıç, 2014: 45).

1.2.6. Kaynak Bağımlılığı Teorisi

Kaynak bağımlılığı teorisinin öne çıkan ana fikri, firma ile çevresel kaynakların birbirleri ile bağlı olmasıdır. Bu teoride dış kaynakların büyük

bölümünün doğrudan veya dolaylı olarak hükümetlerce denetlendiği varsayımı altında, hükümetin karar verme süreçlerini iyi bilen ve devlet yetkilileriyle ilişkisi olan kişilerin yönetim kurullarına dahil edilmesinin, firmanın sürdürülebilirliği adına önem atfedilen bir strateji olduğu kabul edilmektedir. Ayrıca, bu kişilerin hükümetteki yeri ve iş yapabilme becerisi, firmaların söz konusu kaynakları sağlamasına da yardım etmektedir (Alp ve Kılıç, 2014: 46).

1.3. Kurumsal Yönetimin Ortaya Çıkma Nedenleri

Kurumsal yönetim, piyasalarda yaşanan aksaklıklar neticesinde ortaya çıkan bir ihtiyaçtan meydana gelmiştir. Bu aksaklıkların başında finansal krizler gelmektedir. Yine, yaşanan ve toplumda büyük yankı uyandıran şirket skandalları bir diğer sebep olarak gösterilebilir. Bütün bunların yanında artan küreselleşme ve rekabet koşulları da kurumsal yönetim anlayışının ortaya çıkmasında önemli bir etkiye sahiptir.

1.3.1. Finansal Krizler

Ekonomik bunalımlar, ekonomik, siyasi ve toplumsal yaşamda kritik olaylara neden olmuştur. Özellikle 90'lı yıllarda uluslararası finansal sistemde meydana gelen ekonomik krizler, gelişmekte olan ülkelerde iktisadi bunalımlar hakkında bir aydınlanma meydana getirmiştir (Duman, 2004: 39). Arjantin krizi (2002), Türkiye krizi (1994-2001), Latin Amerika “tekila krizi” (1994-95), Avrupa para krizi (1992-93), Brezilya krizi (1999), Rusya krizi (1998) ve son olarak da Güneydoğu Asya krizi (1997-98) dünya ve Türkiye tarihinde gerçekleşen pek çok ekonomik krizden sadece bir kaçıdır. Bu krizlere ABD’de 2008 yılında yaşanan mortgage krizi de eklenebilir. Ülkeler arasındaki fon transferlerinin özgürce gerçekleştiği küresel bir dünyada ekonomik krizlerin sıklığı ve yıkıcı etkilerinin artması, finansal krizlerin incelenmesi gereken önemli bir husus olduğunu ortaya çıkarmıştır (Işık vd., 2004: 46).

Latin Amerika, Güneydoğu Asya ve Türkiye’de ortaya çıkan ekonomik bunalımların bir dizi benzer nitelikleri vardır. Bu özelliklerin en önemlisi, etkin bir gözetim ve denetim mekanizmasının olmamasıdır. Daha fazla sermayeyi çekebilmek

için, bu ülkelerin izlediği yanlış makroekonomik politikalar da krizlerin sebepleri arasında gösterilebilir. Gelişmekte olan ve gelişmiş ülkelerde sürdürülebilir bir büyümenin ve kalkınmanın en zaruri şartlarından birinin, verimli ve sağlıklı işleyen kuruluşlardan oluşan bir mali yapının gelişmesi ve etkin bir şekilde örgütlenmesi olduğu söylenebilir (Duman, 2004: 57).

1997’de Asya’daki finansal krizin bankacılık sektörü ve kurumsal yönetimdeki zayıflıklara bağlı olduğu düşünülmektedir. Bu nedenle ülkeler, ekonomik performanslarını geliştirmek için mikro ekonomik yapıları araştırmaya başlamıştır. Mikro ekonomik etkinliğin temel anahtarlarından biri ise, kurumsal yönetimdir (Maher ve Andersson, 1999: 4). Kurumsal yönetim, özellikle Asya ekonomik krizinden sonra daha fazla önemsenen bir olgudur. Firmaların girdilerini etkili bir biçimde kullanamamaları ve bu durumun dışarıdan takip edilememesi krizin ölçülerini genişletmiştir. Böylece, firmalarda hesap verebilirliğin ve şeffaflığın genel ekonomik performans ve yatırımcıların güveni üzerindeki önemi, bütün dünyada kabul edilen bir olgu olmuştur (Özilhan, 2002). Asya krizinin ortaya çıkmasıyla uluslararası finansal yapıyı desteklemek ve geliştirmek üzere ileri düzeyde kurumsal yönetime ihtiyaç duyulduğu genel kabul görmüştür (Waring ve Pierce, 2004: 11).

Asya krizinin ardından kurumsal yönetim sistemlerinin aynı noktada birleşme çabası da yoğunlaşmıştır. Krizden sonra OECD, Dünya Bankası ve Asya Gelişim Bankası geliştirmekte olan ekonomilerde kurumsal yönetim reformunu düzenlemek için bir dizi girişim başlatmıştır (Rosser, 2003: 320). Bu aşamada meydana gelen küresel ekonomik krizlerin perde arkasındaki en mühim nedenlerden birinin, firmaların ve ülkelerin kurumsal yönetim politikalarındaki etkisizliği olarak düşünülmesi, kurumsal yönetimin önemini daha da fazla artırmıştır (Altın, 2006: 19).

1.3.2. Şirket Skandalları

1990’lı yıllarda ABD’de yaşanan şirket skandalları, hükümetin firma paydaşlarının menfaatlerini korumadaki düzenleyici rolüne yansımıştır. Bu skandallara neden olan görevi suiistimal edici davranışları düzeltmede sağlam bir kurumsal yönetim anlayışı geliştirmenin yatırımcıların güvenini ve iyi performansı

sürdürmek için hayati olduğu anlaşılmıştır (Chang vd., 2006: 647). ABD'deki Enron, WorldCom ve Global Crossing, İtalya'daki Parmalat ve Cirio ile Hollanda'daki Ahold gibi firmalarda yaşanan skandallar devlet adamlarını, ulusal borsaları, finansal otoriteleri ve uluslar üstü örgütleri (AB, OECD ve IMF) daha etkili kurumsallaşma uygulamaları aramaya zorlamıştır (Zattoni ve Cuomo, 2008: 2). ABD'deki Adelphia ve Tyco ile İngiltere'deki Marconi ve Royal Dutch/Shell Group gibi çeşitli büyük özel sektör kuruluşlarında yaşanan skandallar, firmalar üzerindeki endişeleri arttırmıştır. Bunların çoğunda kurumsal yöneticiler paydaşlara karşı güvene dayanan görevlerinde başarısızlığa düşmüşler, kendi kişisel çıkarları üzerine odaklanmışlar ve paydaşların uzun dönemli menfaatlerini maksimize etmek yerine kendi hırslarına kapılmışlardır (Sam, 2007: 271).

Skandallar genellikle mevzuatlardaki değişikliklere yol gösterici olmaktadır. Uygunsuz durumları kanıtlayan skandalların dalgalanmasından sonra ortaya çıkabilecek yeni uygunsuz koşulları önlemek üzere tedbirler, kurallar ve yaptırımlar oluşturulmuştur (Marnet, 2008: 7). Bu durum karşısında da skandallarla birlikte dünya devletleri acilen önlemler almaya yönelmiş ve kısa bir dönem içinde gelişmiş ve gelişmekte olan tüm ekonomilerde kurumsal yönetime doğru bir eğilim gerçekleşerek yeni düzenlemeler yürürlüğe koyulmaya başlanmıştır (Öner, 2009: 81). Çalışmanın bu bölümünde yaşanmış şirket skandallarının bazıları incelenmiştir.

1.3.2.1. Enron Skandalı

Enron, 1985'de bir boru hattı şirketi adı altında ABD'de faaliyetlerine başlamıştır. 10-15 yıl içerisinde 45-50 bin kilometre uzunluğunda bir doğalgaz boru hattına, ayrıca buna ilaveten 15-20 bin kilometre uzunluğunda fiber optik hattına sahip önemli bir şirket olarak 65 milyar dolarlık aktif büyüklük ve 100 milyar doları aşan cirosuyla da yükselişini sürdürmüştür. Bu rakamlar ile ABD şirketleri içerisinde Fortune 500'de 7. sıraya kadar çıkmayı başarabilmiştir (SPL, 2016).

2001 yılı sonlarında şirket, aynı yıl içinde açıkladığı altı aylık vergi sonrası net kar rakamını düzeltince, Enron Skandalı patlak vermiştir. Şirketin net karından yaklaşık 544 milyon dolar düşülerek bir düzeltme yapılmıştır. Yine, şirket

özsermayesi 1,2 milyar dolar düşürülerek bir düzeltmeye daha gidilmiştir. Her iki rakamın değişiminin de olumsuz yankıları sürerken, Kasım 2001’de yeni bir açıklama yapılarak 1997-2000 yılları arasındaki net karın da değiştirildiği duyurulmuştur. Net karlarda düzeltilmeye gidilmesi, tüm yatırımcıların güvenlerinin sarsılmasına yol açmıştır. Bütün bu etkenlerden dolayı Enron hissedarları yoğun bir şekilde pay senetlerini satışa geçmişler ve 80 dolar olan şirket payları 2000 yılının son çeyreğinde düşmeye başlamıştır. 2001 yılının 3. çeyreği itibariyle 20 dolara, 2001 yılının son çeyreğinde 0,20 dolara kadar düşmüş ve en nihayetinde 2001 sonunda şirketin iflas etmesine kadar gitmiştir. Bu arada, Enron’un iflasında sadece şirketin tek başına değil, denetimlerini yapan Arthur Andersen’in de rolünün olduğu anlaşılmıştır (SPL, 2016).

Yapılan araştırmalar neticesinde, Enron’un iflasında birçok faktörün etkisi olmuştur. Öncelikle, Arthur Andersen firmasının denetim görevini yürütürken bağımsızlığını koruyamaması oldukça etkili olmuştur. Dünya çapında kabul görmüş denetim standartlarında, bir şirketin hem danışmanlığını hem de bağımsız denetimini yapmak etik olarak kabul edilemez bir durumdur. Arthur Andersen etik kuralları hiçe sayarak şirket denetimi için 25 milyon dolar ve danışma ücreti için de 27 milyon dolar tahsil etmiştir. Aynı zamanda hem Enron’un finansal tablolarını hazırlayıp, hem de denetlemesi sonucu, şirkete olan objektifliğini dolayısıyla bağımsızlığını kaybetmiştir. Bir başka etik olmayan nokta ise, bu iki şirketin 16 yıl gibi çok uzun bir süre denetim anlaşması yapmalarıdır. Arthur Andersen firma giderlerini olduğundan düşük, firma gelirlerini ise, fazla göstermiştir. Böylelikle Enron’un varlıklarının çok, borçlarının ise daha az gözükmeye sebep olmuştur. Enron’un tüm riskleri ve zararları diğer özel amaçlı kurulan şirketlere aktarılıp, Enron’un olduğundan çok daha karlı gözükmeye sağlanmıştır (SPL, 2016).

Enron şirketinin yaptığı tespit edilen ve şirketi iflasa kadar götüren işlemler aşağıda sıralanmıştır (SPL, 2016):

- Enron’un karının olduğundan yaklaşık 580-590 milyon dolar fazla gösterilmiştir (1997-2000),

- Birçok özel amaçlı şirket kurulmuş ve bunlar hukuki olmayan ve uluslararası muhasebe standartlarına aykırı olarak kullanılmıştır,
- Vergi muafiyeti kazanımı için bine yakın off-shore şirketi kurulmuştur,
- Arthur Andersen personeli Enron'u ilgilendiren birçok belgeyi imha etmiştir.

1.3.2.2. WorldCom Skandalı

1990'lı yılların başında MFS İletişim, LDDS, Bernie Ebbers, ve UUNet'in birleşmesi ile WorldCom şirketi kurulmuştur. 1997'de WorldCom, MCI İletişim Şirketini 37 Milyar dolara almıştır ve ABD tarihinin en yüksek meblağlı satın alımı gerçekleşmiştir. Şirketin kurucusu Bernie Ebbers'in serveti, 1999 yılında Forbes dergisi tarafından 1,4 Milyar dolar olarak açıklanmıştır (SPL, 2016).

WorldCom şirketi, 1990'lı yılların getirdiği ekonomik büyümeler sırasında kendisi için hedeflenen gelişimi sağlamak amacı gütmüştür. Devamlı yükselen bir gelir hedeflenmiştir. Şirket paylarının piyasalardaki değer kazanımında, şirket kazanç ve gelirlerinin periyodik ve devamlı yükselmesi önemli faktörlerden sayılmaktadır. Kısa vadede kazançlar için her çeşit işin kabul edilmesi anlayışı benimsenmiştir. Müşteri taleplerine cevap verebilmek amacıyla, şebeke kiralmasına yönelinmiştir. İmzalanan kira anlaşmalarında, fesih halinde WorldCom'a yüksek miktarda tazminat ödeme yükümlülüğü getirilmiştir. 1997 yılındaki MCI ile yapılan şirket birleşmesinden sonra telekomünikasyon alanında durgunluğun baş göstermeye başladığı bir döneme girilmiştir. Sektördeki şirketler, telekomünikasyon hizmetlerine gelen talep azlığı yüzünden düşük fiyatlarla çalışmak zorunda kalmışlardır. WorldCom şirketi de bu döngünün dışında kalamamış ve fiyatlarını piyasa fiyatları altına çekmiştir. Hat giderleri hat gelirlerinin üzerinde seyretmeye başlamıştır. Gitgide daha da kötü bir hal alan şirket faaliyetlerini amaçlanan düzeye getirebilmek için muhasebe verileri üzerinde oynanarak, bu kötü gidişat saklanılmaya, üzeri örtülmeye çalışılmıştır. WorldCom'un hızla dibe vurmasına sebep olan unsurlardan bazıları aşağıda sıralanmıştır (Uyar, 2015: 186):

- Gider tahakkuklarını çok daha düşük şekilde raporlanması,
- Faaliyet giderlerinin aktifleştirilmesi,

- Gerçek olmayan gelir kayıtlarının oluşturulması,
- Bünyesine kattığı firmaların mali verilerinin gerçeğinden çok daha iyi raporlanması,
- Şüpheli alacaklar karşılıkları kaleminde gerçekçi verilerin kullanılmaması.

WorldCom'un bağımsız denetim işini 1990 ile 2002 yılları arasında Arthur Andersen üstlenmiştir. Arthur Andersen, 12 kişilik denetçi kadrosuyla WorldCom denetimini üstlendiği ilk yıllarda işlemleri mizanla mukayese ederek gerçekleştirmiştir. Sadece son zamanlarda örneğin, 2001'de 13,5 Milyon dolar muhasebe günlük kaydı yapıldığından, sonrasındaki dönemlerde analitik olarak inceleme ve risk değerlendirme endeksli bir kontrol mekanizması hayata geçmiştir (Uyar, 2015: 187). Arthur Andersen firması, yapılması zaruri olan testleri WorldCom'un iç kontrol sisteminin etkin ve güvenli olduğunu bahane ederek yapmaktan imtina etmiştir. Aslında WorldCom, kayıt suiistimalleri yaparak denetçi firmanın ortaya çıkarmasını engelleyecek bir yığın hilelerin üzerini örtbas etmeyi hedeflemiştir. Örneğin, 21 Temmuz 2000 tarihinde hiçbir dokümana dayanmaksızın 334 Milyon dolarlık kayıtlar göstermişler ve ne yazık ki Arthur Andersen bu uygunsuz durumu, doğru ve etik olmadığı halde hiçbir şekilde incelemeye almamış, görmezden gelmiştir (Uyar, 2015: 187). Tüm bu gelişmeleri takiben WorldCom şirketi, Arthur Andersen'e üzerinde tahrifat yapılan raporların sunumunu yapabilmek için ikinci bir gerçek dışı rapor hazırlayarak, pürüzlü olan gelir hesaplarını farklı kalemlere dağıtarak gizlemeyi amaçlamıştır. Eğer söz konusu işlem yapılmasa ve bir ay içinde bu gelir kalemleri yüksek çıksa idi, bu durum Arthur Andersen'in dikkatini çekebilecekti. Bu nedenle Arthur Andersen'in denetçileri, analitik denetim yöntemini uygun ve eksiksiz şekilde uygulamadığından, WorldCom şirketini "orta derecede riskli" müşteri firma sınıfına koymuştur (Uyar, 2015: 187). Daha sonraki zamanlarda WorldCom paylarının fiyatı 0,20 dolara kadar inmiştir. Dönemin ABD başkanı George Bush, 2002 yılındaki bu gelişen olaylar üzerine; Sermaye Piyasası Komisyonu SEC ile Adalet Bakanlığı'nın skandalı her yönüyle araştıracağını halka duyurmuştur. Haziran 2002'de 41 Milyar dolar borcu olan WorldCom, konkordato ilan etmiştir. Denetçiler, firmayı daha sonra incelerken 3,3 Milyar dolarlık bir başka uygunsuz durum daha tespit etmişlerdir. 2004 yılında Amerika Borsası ve SEC 2001

ve 2002 yıllarında WorldCom'da sahtecilik suçlamasıyla mahkemeye başvurmuştur. Bernie Ebbers, belgelerde sahtecilik, usulsüzlük ve yanıltıcı bilgi beyanında bulunmaktan dolayı suçlu bulunmuştur ve 25 yıl hapis cezasına mahkûm edilmiştir (SPL, 2016).

1.3.2.3. Parmalat Skandalı

Enron skandalı en büyük firma skandallarından biri olarak tarihe geçtikten sonra Parmalat usulsüzlüğü de “Avrupa'nın Enron'u” olarak anılmaya başlayan ve iş dünyasını etkileyen önemli diğer bir olaydır. Parmalat'ın finansal problemleri ilk olarak Kasım 2003'de firma nakit taahhütlerini karşılama mücadelesi ortaya çıktığında kamuoyunun dikkatini çekmiştir. 8 Aralık 2003'te firma borç senetlerini geri ödeyemez hale gelmiştir. Bu durum, borsa işlemlerinin geçici olarak durdurulmasıyla Aralık 2003'te pay senetlerinin değerlerinde ani düşüşe neden olmuş ve firma dramatik bir finansal çöküşe uğramıştır (Wearing, 2005: 95).

Parmalat süt üretiminden finansal türev ürünlere geçerek ilerlemiş bir firmadır. 1960'lı yılların başlarında Calisto Tanzi, şirketi bir aile şirketi olarak kurup üretime başlamıştır. Daha sonra gelişim göstererek yaklaşık 7.6 Milyar euroluk yıllık satış tutarı ile İtalya'nın en büyük şirketlerinden biri haline gelmiştir. Parmalat, bankalar nezdinde riskli yapısı itibarıyla zorlayıcı, fakat yüksek karlılık içeren faaliyetleri nedeniyle bir o kadar da ilgi çeken bir müşteriydi. Zorlu bir banka müşterisi olma nedeni, firmanın bilançolarının yeterince anlaşılır ve açık olmamasıydı. Parmalat'ın özellikle mevcut diğer ortaklıklarını da dahil edip karışık yapılar oluşturarak opsiyon, swap vb. gibi türev ürünleri sık sık kullanmak istemesi, bu zorlukları daha da arttırıyordu. Ancak, bütün bu olanlara rağmen firma karlı faaliyetleri nedeniyle uzunca yıllar piyasalardan bir yaptırıma maruz kalmamış ve kredibilite yönünden herhangi bir problem yaşamamıştı (Kozlu, 2004: 4).

Parmalat, Kasım 2003'e kadar pay senetleri Milan Menkul Kıymetler Borsası'na kote edilmiş başarılı bir İtalyan firmasıydı (Wearing, 2005:95). 2002 yılında satışlarının %60'tan fazlası Avrupa dışındaydı. Firma satışlarında 1990'lı yıllarda göze çarpan dikey artışlı getiriler, 2002 yılında yavaş yavaş yerini yatay bir

ilerlemeye bıraktı. Buna karşın Parmalat'ın sütte küresel liderliğini sürdürmeye bağlı olduğunu tartışan firma yöneticisi Calisto Tanzi, istikrarlı organizasyon görüntüsü desteklenmeye devam ediyordu. Tanzi, ayrıca, Parmalat'ın hızlı genişleme evresinin büyük ölçüde tamamlandığını ve 2003'ten itibaren odak noktasının güçlendirme ve değer maksimizasyonu olduğunu düşünüyordu (Wearing, 2005: 95).

Piyasalarda soru işaretlerinin ortaya çıkmasına neden olan ilk önemli olay, Parmalat'ın 2003 yılına ait Şubat ayında 500 milyon euro değerindeki bonolarını piyasalardaki olumsuz dalgalanmaların etkisini gerekçe göstererek geri çekmek zorunda kalmasıydı. Kasım ayında firmanın Cayman Adaları'nda kurduğu Epicurum fonunda 500 Milyon euro kadar yatırımının bulunduğu öğrenilmesi, Parmalat'ın elindeki bir takım fonları spekülasyon faaliyetlerinde kullandığı şüphelerini ortaya çıkarmış, bu durum yatırımcıları tedirgin etmişti. Firma, yatırımcıların güvenini yeniden tesis etmek amacıyla söz konusu fondaki yatırımını nakde çevireceğini açıklamış, ancak bunu yapmamıştır. Firmanın finans yöneticisinin görevi bırakması 150 milyon euroluk yeni bir borç senedi ihracının başarısızlıkla sonuçlanmasına neden olmuş ve hatta firmayı iflas aşamasına kadar getirmiştir (Kozlu, 2004: 5).

Firmayı sıkıntılardan kurtarmak için önce kriz yönetimi uzmanı Enrico Bondi danışman olarak göreve başlamıştır. Bu gelişmenin hemen akabinde Parmalat'ın sahibi ve kurucusu Tanzi'nin yönetim kurulu başkanlığı görevlerini bırakması nedeniyle bu göreve de Bondi atanmıştır. Bütün bu gelişmelerden sonra başlatılan incelemeler sonucu ulaşılan gerçekler ise, tahmin edilenden çok daha ürkütücü olmuştur. Bank of America, Parmalat'ın Cayman Adaları'ndaki katılımı olan Bonlat'ın denetim firması Grant Thornton'a Bank of America başlıklı bir evrak göndererek, 3,9 milyar euroya sahip bir hesabının var olmadığını açıklamıştır. Ayrıca, Parmalat'ın yükümlülüklerinin de aslında bilançoda gösterilenden çok daha fazla miktarda olduğu gün yüzüne çıkmıştır. Tanzi'nin yine ailesine ait olan turizm firması Parmatour'un açıklarını kapatmak üzere Parmalat şirketinin bankalarından söz konusu firmaya 500 Milyon euro fon transfer ettiği ortaya çıkmıştır (Kozlu, 2004: 5).

Parmalat'ın 13 kişilik yönetim kurulu patron ailenin üyelerinden oluşuyordu ve yönetim kurulunda üç bağımsız üye yer alıyordu. Bağımsız üyelere bir tanesi Parma'daki bir bankanın eski başkanıydı. Diğerleri ise, en büyük alacaklı konumundaydı. Yönetim kurulu üyeleri birbirlerine engel olmadan işleri yürütmeye çalışıyordu. Yönetim yumuşak ilişkilere diğer bir ifadeyle “ahbap çavuş ilişkilerine” dayanıyordu (Darman, 2004: 57). Parmalat'ın çöküşü değerlendirilirken; bağımsız yönetim kurulu üyeleri arasındaki bu ilişkilerin yanı sıra bankaların firmanın piyasaya sürdüğü milyarlarca euro değerindeki bonoların altına nasıl imza attıkları, kredi derecelendirme kuruluşunun durumu gözden kaçırarak firmayı yatırımcılara nasıl güvenilir olarak sundukları ve bağımsız denetim kuruluşlarının firmanın hesaplarını kontrol ederken gösterdikleri ihmalkarlıklar üzerinde de durulması gerekmektedir (Kozlu, 2004: 5).

1.3.2.4. Royal Ahold Skandalı

Royal Ahold, Hollandalı bir perakendeci grubudur ve dünyanın üçüncü en büyük gıda perakendecisidir. Firmayı sarsan finansal skandal 2003'te ortaya çıkmıştır. Şubat 2003'te firma Amerika'dan sağladığı kazançlarını 500 Milyon dolar olarak duyurmuştur. Royal Ahold yönetim kurulu sorumlusu ile mali işler sorumlusu arasında istifa etmiştir. Firmanın sıkıntıları 2003'te ortaya çıkmadan önce bazı uyarıcı belirtiler de gözlemlenmiştir. Yönetim kurulu başkanı firmada hâkim konumdadır ve kendisiyle uzun süreli bir hizmet sözleşmesi yapılmıştır. Yöneticilerin hizmet bedeli sürekli olarak artırılmıştır. Yönetimin yatırımcılarla ilişkilerinde itibarı zayıftır, firma 2001 yılında pay sahiplerinin yönetim kurulunun tekliflerine karşı çıkmasını imkansız kılan bir oylama sistemini kabul etmiştir. Tüm bunlar bir firma için yöneticilerin davranışlarının pay sahipleri açısından zararlı olabileceğine yönelik işaretlerdir. Royal Ahold, itibarını ve yatırımcıların gözündeki güvenini yeniden yapılandırmaya çalışmaktadır (Mallin, 2007: 3).

1.4. KURUMSAL YÖNETİMİN GEREKLİLİKLERİ

Küreselleşme ile rekabetin uluslararası bir boyut kazanması, firmaların ayakta kalabilmeleri bakımından yönetim anlayışlarının değişimine neden olmuştur. Bir başka deyişle, firmaların kaynaklarını etkin bir şekilde kullanmaları ve

sürdürülebilirliklerini arttırmaları için kurumsallaşmanın ne kadar gerekli olduğu önem kazanmıştır. Kurumsal yönetimin gerekliliklerini aşağıdaki şekilde sıralanabilir (Hergüner ve Yaveroğlu, 2007: 6):

- Kurumsal yönetim, düşük maliyetli finansal kaynaklar ve rekabet edebilmek için gereklidir. Küreselleşen ekonomik ortamda yabancı yatırımcılar önemli bir finansman kaynağıdır. Yatırımcılar, kaynak sağladıkları firmaların hesap verilebilirliğine bakmaktadırlar. Diğer bir ifade ile, yatırımcılar, yatırım yaptıkları işletmenin finansal raporları yanında, nasıl yönetildikleri ile de ilgilenmektedirler. Kurumsal yönetim ilkelerini benimseyen, kaliteli ve etkin bir yönetime sahip olan firmaların uluslararası rekabet ortamında daha başarılı olacağı kaçınılmaz bir gerçek haline gelmiştir.
- Kurumsal yönetim, işletme performansının artmasını sağlayabilmek için gereklidir. Hesap verilebilirlik ilkesinde değinildiği üzere, üst yönetim performansının yönetim kurulu tarafından bağımsız ve objektif olarak izlenebildiği bir sistemin kurulması, performansı artıracaktır. Performans değerlendirmesi ile yönetim kurulu üyelerinin kişisel ve kollektif görevlerinde ne oranda başarılı oldukları ortaya çıkarılarak, yönetim kurulunun firmaya daha fazla katkıda bulunması sağlanacaktır. Dolayısıyla, bu da işletme performansının artarak gelişmesine neden olacaktır.
- Kurumsal yönetim, kaynakların etkin bir şekilde kullanımı için gereklidir ve kaynakların etkin kullanılmasını özendiren bir sistemdir. Kişisel amaçlarını işletme amaçlarının üstünde tutan bir yönetim şeklini benimsemiş yöneticiler ile yönetilen bir işletme, toplumsal menfaatleri göz ardı ederek, verimin ve büyümenin azalmasına neden olacaktır.
- Kurumsal yönetim, çıkar çatışmalarının önlenmesi ve sürdürülebilirlik için gereklidir. Kurumsal yönetim sisteminde menfaat sahiplerinin çıkarları göz ardı edilmediği ve amaç birliğini sağlamak benimsendiği için, çıkar çatışması söz konusu olmayacaktır. Bu durum, firmanın

finansman tedarikinde problem yaşamayacağını ve uzun dönemde sürdürülebilirliğini sağlayacağını göstermektedir.

- Kurumsal yönetim birleşme ve satın almalar için gereklidir. Kurumsal yönetimin önemini arttıran bir diğer husus da, artan rekabet ortamından dolayı firma birleşme ve satın almalarının giderek çoğalmasındır. Kurumsal yönetim ilkelerini benimsemiş firmalarda ortaklar arasında hesap verilebilirliğin sağlanmış olması, tarafların ilişkilerini de olumlu yönde etkileyecektir.

1.5. DÜNYADA KURUMSAL YÖNETİM ANLAYIŞININ ŞEKİLLENMESİ

1.5.1. Kurumsal Yönetimin Dünyadaki Gelişimi

Kurumsal yönetim uygulamalarının oluşmasında; muhasebe ve denetim standartları, şirketler hukuku, o ülkede geçerli olan sermaye piyasası düzenlemeleri, yasal yaptırımlar, iflas hukuku ile birleşme ve satın almalarındaki artış büyük bir etkidir. Dünya genelinde birçok ülkede kurumsal yönetim faaliyetlerinin hızlı bir şekilde fonksiyonellik kazanabilmesini sağlayacak araştırmalara yer verilmiştir. Ayrıca, kurumsal yönetim gerekliliğinin diğer ülkelere kıyasla daha önceden hissedildiği gelişmiş ülkelerde ise, halihazırdaki mevzuatlar devamlı bir şekilde kontrol edilmekte ve geliştirilmektedir. 2002'de ABD'de çıkarılan Sarbanes-Oxley Yasası ve bu yasal düzenleme neticesinde borsalar ve Amerikan Sermaye Piyasası Kurulu (SEC)'nun hazırladığı çalışmalar, bu duruma örnek teşkil edebilir. ABD'de yaşamlarını sürdüren şirketler, kurumsal yönetim ilkelerini uygulama açısından büyük aşamalar kaydetmişler ve küresel kıyaslamada Kanada'da ve İngiltere'deki şirketleri geçmeyi başarmışlardır. Aynı şekilde, Almanya'da da kurumsal yönetim ilkeleri hukuki bir zaruriyet olarak yasalaşmıştır. Japonya'da ise, şirketler hukuku bütünüyle gözden geçirilmiş ve güncellenmiştir. Kurumsal yönetim ilkeleri Rusya'da da kamuoyuna açıklanmıştır. Bütün bunlara ek olarak, Yunanistan'ın da içerisinde olduğu birçok Avrupa Birliği üyesi ülkede kurumsal yönetim standartları yayımlanmıştır. Güney Afrika, Güney Kore ve Brezilya gibi gelişmekte olan ülkeler

de kurumsal yönetim ilkelerini oluşturmaya başlamışlardır (Küçüksözen ve Küçükkocaoğlu, 2005: 83).

Söz konusu gelişmiş ülkelerin sermaye piyasalarında kurumsal yatırımcıların sürekli bir şekilde yatırımlarının değerlerini yükseltmek istemeleri, piyasada hâkim pozisyonda olmaları, daha çok hak sahibi olma ve bu hakları kullanmak arzuları, kurumsal yönetim kurallarını açıkça bir zorunluluk haline getirmiştir. Bireysel yatırımcılara kıyasla daha farkında, daha etkili ve daha organize olmuş kurumsal yatırımcılar, kurumsal yönetim ilkelerinin tüm dünya üzerinde öneminin artmasında da büyük paya sahiptirler (Paslı, 2004: 14).

1.5.2. Dünyadaki Kurumsal Yönetim Alanındaki Düzenlemeler

Dünyada kurumsal yönetimle ilgili pek çok farklı ad altında farklı düzenlemeler bulunsa da aslında amaç aynıdır. Ortaya çıkan çalışmaların veya yasal düzenlemelerin hepsinin ortak amacı, firmaların daha iyi ve etkin bir şekilde yönetilmesini sağlamaktır. Bu sebeple çalışmanın bu kısmında yasal düzenlemeler ve raporlardan bazıları incelenmektedir.

1.5.2.1. Cadbury Raporu

Sir Adrian Cadbury'nin başını çektiği bir kurul öncülüğünde hazırlanan, kurumsal yönetim konusunda mihenk taşı olarak bilinen, 1 Aralık 1992 tarihinde açıklanan ve kısa tabirle “Cadbury Raporu” olarak tanımlanan “Kurumsal Yönetimin Finansal Boyutu” başlıklı çalışma, bu alanda yapılmış ilk detaylı araştırmadır. Yöneticilerin sahip oldukları görevler, karar verme süreçleri ve çalışma şartlarını içeren şeffaf ve anlaşılır bir standardın eksikliği, finansal raporlama standartlarının yetersiz olması, denetim şirketlerinin birbirleri arasındaki rekabet nedeniyle istenilen düzeyde hizmet verememeleri ve dünya çapındaki firmalarda yaşanan olağandışı skandallar bu raporun hazırlanmasında etkili olmuştur. Özellikle 1980'lerin sonlarına doğru Maxwell yayıncılık şirketinin iflas etmesi, Komitenin toplanmasına hız kazandıran en etkili nedenlerden yalnızca bir tanesidir (OECD, 2004: 19).

Rapor, finansal raporlama ve denetime güveni arttırmak ve kurumsal yönetim standartlarını iyileştirmek amacıyla halka açık bütün firmaların “uygula veya uygulamıyorsan açıkla” ilkesi çerçevesinde faaliyet göstermelerinin altını özellikle çizmektedir. Böylece, güven duyulmayı gerektiren konunun yalnızca finansal raporlama olmadığı, bununla beraber denetimin de güven vermesi gerektiği vurgulanmaktadır (Cadbury Komitesi, 1992: 14).

1.5.2.2. Greenbury Komitesi Raporu

İngiltere’de 1995’te Sir Richard Greenbury liderliğinde bir araya gelen çalışma grubu, firmaların yönetimine ödenen ücretler ve verilen diğer haklar konusunda yapılacak olan uygulamalar ile ilgili çalışmalar neticesinde “Yöneticilerin Ödemeleri” adlı bir rapor hazırlanmıştır. Bu raporda firmalarda görev alan üst yönetici ekibinin kazandığı ücretler ve bu ücretlerin firma performansına olan etkisi incelenmiştir (Doğan, 2007: 60). Greenbury Komitesi raporunda incelenen dört temel başlık aşağıda maddeler halinde sıralanmıştır (Karayel, 2006: 41):

- Yönetim üst kademesindeki yöneticilerin alacağı ücretlerin tespit edilmesi sürecinde ana konuların belirlenmesi,
- Yönetim üst kademesindeki yöneticilerin alacağı ücretlerin tüm pay sahiplerince kabul edileceği konusuna dair pay sahiplerinin düşüncelerinin karşılık bulması,
- Ücretlendirme konusunda oluşturulacak kurulun yönetimin üst kademesinin ücretlerini düzenlemesindeki rolü,
- Yönetimin başarısız olması halinde işlerine son verileceği şeklinde karar verilmesi neticesinde mağduriyetlerini gidermek amacıyla konulan tazminat koşullarının söz konusu sözleşmeye eklemek yönündeki düzenleme yapmak.

Hazırlanan raporda; ücretlerin ve menfaatlerin yüksek tutulması neticesinde dağıtılan kar oranlarının yeterli düzeyde olmadığına, bunun bir sonucu olarak çalışan sayısında azaltmaya gidildiğine, yöneticilerin ücretlerinin ve sağlanan diğer menfaatlerin fazlalığına, üretilen ürünlerin maliyetlerinin artması sonucunda fiyatlar genel seviyesinin arttığına, bu olayın ise firma yatırımcıları ve toplumun çıkarlarına

olumsuz yansıdığına, bu sebeple zarara uğrayacak olan bütün paydaşların çıkarlarının gözetilmesi gerekliliğine işaret edilmiştir (Greenbury Committee, 1995: 54).

1.5.2.3. Hampel Raporu

Sir Ronald Hampel'in başkanlığında hazırlanan kurumsal yönetim kurulu raporunda, Cadbury ve Greenbury kurulunda verilen kararları yeniden incelendiği ve güncellendiği görülmektedir. Raporda, yönetim kurulu üyelerinin paydaşlar karşısında sorumluluk taşıdıklarını ve hesap verme ödevlerinin olduğu belirtilmektedir. Yukarıdaki hususlara ilaveten raporda, yatırımcıların firma kararlarına oy kullanarak katıldıkları ve bu kararların alınması sırasında daha dikkatli olmaları gerektiği açıklanmaktadır (Çatıkkaş, 2013: 9). Hampel raporunun şirketlere tavsiyeleri şu şekildedir (Hampel Report, 1998):

- Komite, şirketlere kurumsal yönetim uygulamalarına şirketlerinin nasıl uyum sağladıkları ile ilgili yıllık bir rapor yayımlamalarını,
- Komite, hazırladıkları raporun Londra Menkul Kıymetler Borsası'na kote olacak şirketler için uygulaması gereken kurallar arasına alınmasını,
- Komite, yönetim kurulunda yer alan veya almayan yöneticilerin kanunlar önünde eşit haklara sahip olması gerektiğini,
- Yönetim kurullarının, şirketin çıkarları konusunda yetkinliği olan üst düzey yöneticileri görevlendirmelerini,
- Yönetim kurullarının, yöneticilerin ve yönetim kurullarının performanslarını değerlendirecek süreçler ve uygulamalar geliştirmelerini,
- Yöneticilerin ücretlerinin için ise, firma içi karşılaştırmalar yapılan anketler ile belirlenmesini,
- Yönetim kurulundaki üyelerin sözleşmelerinin bir yıl ile sınırlandırılmasını,
- Yönetim kurullarının kendi içerisinde bağımsız üyelere oluşan bir ücretlendirme komitesi kurmalarını,
- Her firmanın kendi içinde ikisi bağımsız en az üç yönetici olmayan üyeden oluşan denetim komitesi kurmasını önermektedir.

1.5.2.4. Sarbanes-Oxley Yasası

23 Ocak 2002 yılında ABD milletvekili Michael Oxley ve Senatör Paul Sarbanes liderliğinde bir araya gelen komite tarafından Sarbanes-Oxley Yasası (SOX) hazırlanmıştır. Komite bu düzenlemeyle, firmaların sermaye piyasası yasalarına uymaları ve kamuya yapılan açıklamaların ve verilen bilgilerin güvenilir ve doğru bir biçimde sunulması paydaş haklarının korunmasını amaçlamıştır (Sarbanes ve Oxley, 2002: 1).

SOX ile birlikte, kurumsal yönetimle ilişkili olan ve ekonomik krizlerin ortaya çıkmasında etkili dört ana husus üzerinde bir dizi düzenleme ve iyileştirme yapılmıştır. Bu hususlar; yönetim kurulu, genel müdür, iç denetim ve kontrol, şirketlerin yönetim yapısı şeklinde sıralanabilir (Kayacan, 2006: 81).

SOX, ABD’de faaliyet gösteren ve payları halka arz edilmiş firmaların kurumsal yönetim ilkelerine uygunluğu ve şeffaflığın neticesi olarak yatırımcıların ve halkın bilgilendirilmesiyle ilgili standartları üst düzeye çıkarmıştır. Kanunda yazılı olmayan uygulamaların faaliyete geçmesinde pek çok firma kendi isteğiyle gönüllü olmuştur. Kanunda geçen hükümleri uygulama, firmalara kurumsal yönetim kavramını gerçekleştirme konusunda yardımcı olurken, yatırım yapanların ise, bu firmalara olan ilgileri artmaktadır. Firmalara kısa vadede ekonomik yük getirdiği düşünülen bu düzenlemeler, uzun vadede firmalara pozitif şekilde geri dönüş sağlamaktadır. Kanunda emredici hükümlerin uygulamaya konulması, firmaların kendi örgütlenmeleri içerisinde bulunan denetim ve yönetimi etkili konuma getirmiştir (Eroğlu, 2003: 3).

1.5.2.5. Higgs Raporu

Ocak 2003 yılında yürürlüğe girmiş olan, hazırlanmasında Enron, WorldCom gibi büyük çaplı finansal skandalların etkisinin olduğu rapor, Higgs adıyla anılmaktadır. Higgs raporu, yayınlaması ile birçok yeniliği beraberinde getirmiştir. Söz konusu yenilikler, şirket yöneticileri ile kurumsal pay sahipleri tarafından çok ciddi tepkiler almıştır (Keasey vd., 2005: 28). Higgs raporuna göre kurumsal yönetim uygulamaları hakkında şirketlere verilen öneriler şunlardır (Higgs, 2003):

- Yönetim kurulunun o yıl içerisinde kaç toplantı yaptığı ve bu toplantılara kaç yöneticinin katıldığı faaliyet raporunda belirtilmelidir. Bununla birlikte yönetim kurulunun nasıl çalıştığıyla ilgili açıklayıcı bir metnin faaliyet raporunda olması gerekmektedir. Aynı zamanda yönetim kurulu uygun bir büyüklükte olmalıdır. Başkan hariç olmak üzere, üyelerin en az yarısının bağımsız yönetim kurulu üyesi olması önerilmektedir. Bununla birlikte kurul güçlü icracı yöneticilerle temsil edilmelidir.
- Yönetim kurulu başkanı, yönetim kurulunun etkinliğinin sağlanmasında ve yöneticiler için uygun ortamın yaratılmasında oldukça önemli bir role sahiptir. Yönetim kurulu başkanı ve CEO'nun rolleri birbirinden ayrılmalıdır. Bununla birlikte, başkanın ve CEO'nun sorumlulukları yazılı bir şekilde ve yönetim kurulu tarafından onaylanarak belirlenmelidir. CEO, şirketin aynı zamanda yönetim kurulu başkanı olmamalıdır. Yönetim kurulu başkanının belirlenmesinde, başkan olacak adayın bağımsızlığına dair test yapılmalıdır.
- Bağımsız yönetim kurulu üyeleri yılda en az bir kez toplanmalı (bu toplantıya yönetim kurulu başkanı ve icradaki yöneticiler katılmamalı) ve faaliyet raporunda böyle bir toplantının yapıp yapılmadığı belirtilmelidir. Bağımsız yönetim kurulu üyeleri atanmadan önce yönetim kurulu tarafından potansiyel adayların bu konuma uygun ve yönetim kuruluna katkı sağlayabilecek yeterli bilgi, yetenek ve deneyime sahip olup olmadıklarının değerlendirilmesi gerekmektedir.
- Kıdemli bağımsız yöneticiler, öncelikle bağımsızlık testinden geçmelidir. Pay sahipleri normal kanallarla yönetim kurulu başkanı ve CEO ile iletişim kuramadıkları zaman bu üyelerin pay sahipleriyle ilişki kurabilmesi gerekmektedir.
- Bağımsızlık kavramı doğrultusunda tüm yöneticiler şirketi ilgilendiren konularda aldıkları kararlarda objektif olmalıdırlar.
- Yönetim kurulunun işe almalarla ilgilenen bir alt komitesi olması gerekmektedir. Bu komite, yönetim kuruluna işe almalarla ilgili tavsiyelerde bulunmalı ve yönetim kurulu atama sürecini yürütmelidir. Bu kurulun çoğunluğunun bağımsız yönetim kurulu üyelerinden oluşması sağlanmalıdır.

Bu komitede yönetim kurulu başkanının da bulunabilmesine karşın, komiteye bağımsız yönetim kurulu üyelerinden birinin başkanlık etmesi gerekmektedir. Aynı zamanda, komitenin işleyişine ilişkin bilgiler yıllık faaliyet raporunda belirtilmelidir. Atamalarla ilgilenen bu komite, yönetim kurulundaki yetenekler, bilgi ve deneyim dengesini değerlendirmeli, rollerle ilgili tanımlamaları hazırlamalı ve atamalarla ilgili özel yeteneklerin neler olduğunu belirlemelidir. Atamalarda bağımsız yönetim kurulu üyelerinden neler beklendiğini içeren bir mektup hazırlanmalıdır.

- Yönetim kurulu başkanı ve üst düzey yöneticiler, şirketin gelecekteki yöneticilerinin eğitimi ve gelişimi için uygun programları hayata geçirmeyi amaç edinen çalışmalar yapmalıdır. Yönetim kurulu, pay sahiplerine bağımsız yönetim kurulu üyelerinin neye göre seçildiğini ve onlardan beklenen davranışların neler olduğunu nasıl tespit edildiğini açıklamalıdır. Bağımsız yönetim kurulu üyesi seçiminde tabanı genişletmek için daha çok icracı yönetici, diğer firmalardan kıdemli yönetici, özel şirket yöneticileri, danışmanlar veya diğer yeterli bilgiye sahip olan kişiler dikkate alınmalıdır.
- Bağımsız yönetim kurulu üyeleri için kapsamlı bir göreve başlama programı oluşturulmalıdır. Bu programın hazırlanmasındaki sorumluluk, yönetim kurulu başkanında olmalıdır. Yönetim kurulu başkanı, yönetim kurulunun etkinliğini artıracak olan gelişim ihtiyaçlarını belirlemelidir ve gerekli gelişimin sağlanması için ihtiyaç duyulan kaynak sağlanmalıdır.
- Yönetim kurulunun, komitelerinin ve üyelerinin performansları yılda en az bir kez değerlendirilmelidir. Gerekli performans geliştirici programların uygulanıp uygulanmadığı incelenmelidir.
- Sekreteryanın yardımıyla yönetim kurulu başkanının, yönetim kuruluna ne tür bilgilerin gerekli olduğunu saptaması gerekmektedir. Bu bilgiler, bağımsız yönetim kurulu üyelerinin doğru bir yargıda bulunabilmesine yetecek seviyede olmalıdır. Şirket sekreteryası, yönetimle ilgili konularda bir bütün olarak yönetim kurulu başkanı vasıtasıyla yönetim kuruluna karşı sorumludur.

- Normal hallerde bağımsız yönetim kurulu üyeleri iki-üç yıllığına seçilmektedir. Göreve atama sürecinde, bağımsız yönetim kurulu üyelerinden beklenenleri karşılayacak kadar yeterli zamana sahip olduklarının sözü alınmalıdır. Eğer bağımsız yönetim kurulu üyelerinden birisi başka bir yerden teklif alırsa, bu teklif kabul edilmeden önce yönetim kurulu başkanı bilgilendirilmelidir. Atama komitesi, bağımsız yönetim kurulu üyeleri için gerekli zamanı yıllık olarak incelemelidir ve bir performans değerlendirmesi yaparak, bu üyelerin onlardan beklenen görevleri yerine getirecek kadar şirketteki işlerine zaman ayırıp ayırmadıkları incelemelidir. Her bir icracı yönetici, birden daha fazla bağımsız yönetim kurulu üyesi almamalı ve ana şirketlerde birden fazla yönetim kurulu başkanlığı görevi üstlenmemelidir.
- Bağımsız yönetim kurulu üyelerinin maaşları, kalitesi yüksek bireyleri cezpedebilecek derece yüksek olmalıdır. Yıllık ücret, toplantı başına ücret ve komite başkanlığı yapılması durumunda başkanlıktan kaynaklanan diğer bir ücret olarak belirlenebilir. Bağımsız yönetim kurulu üyeleri ücretlerini pay senedi olarak alma hakkına sahip olmalıdırlar. Aynı zamanda bağımsız yönetim kurulu üyeleri, şirketin pay senetlerine dair türev piyasada opsiyon işlemleri yapmamalıdırlar. Bu duruma bazı istisnalar getirilebilmektedir. Ödemenin opsiyon olarak yapıldığı hallerde, bu durumun pay sahiplerinin bilgisi dahilinde ve onayıyla yapılması ve en az görevden ayrıldıktan bir yıl sonra kullanılması gerekmektedir. Şirketin icradaki yöneticilerinden birinin başka bir şirkette bağımsız yönetim kurulu üyesi olması durumunda, ücret politikası raporunda mevcut ücret durumunun aynı kalıp kalmayacağı ve eğer kalacaksa bu ücretin ne doğrultuda olacağı belirtilmelidir.
- Bağımsız yöneticinin şirketin yönetimiyle ilgili şüphelerinin ya da yönetim kurulu tarafından alınan kararlar karşısında çekinceleri olması durumunda, bu durumu yönetim kurulu başkanı ve diğer icradaki yöneticilere bildirmelidir. Eğer mevcut çekinceler çözülememiş ise, bu çekincelerin kayıt altına alınması gerekmektedir. Görevden ayrılırken bağımsız yönetim kurulu üyesi, yönetim kurulu başkanına yazılı olarak gerekçeleriyle birlikte ayrılma nedenlerini bildirmelidir.

- Ücretlendirme komitesi en az üç üyeden oluşabilmektedir. Bu üyelerin üçünün de bağımsız yönetim kurulu üyesi olması önerilmektedir. Ücretlendirme komitesi, tüm icradaki üyelerin ve yönetim kurulu başkanının ücretlerinin belirlenmesinden sorumludur. Kıdemli yöneticilerin tazminatlarına dair düzenlemeleri de yerine getirmelidir. Komite, aynı zamanda ücretlendirme danışmanlarının atanmasından da sorumludur. Bağımsız yönetim kurulu üyeleri, denetim, atama ve ücretlendirme komitelerinin üçünde de aynı anda görevde bulunmamalıdır.
- Tüm bağımsız yönetim kurulu üyelerinin rollerine dair konular da genel kurul toplantısına katılmaları gerekmektedir. Bağımsız yönetim kurulu üyeleri bazen ana ortaklarla toplantı düzenleyebilmektedirler ki, bu toplantılar onlar açısından oldukça eğitici olabilmektedir. İşe başlama sürecinin bir parçası olarak bağımsız yönetim kurulu üyeleri ve ana ortaklar için bir toplantı düzenlenmektedir. Yönetim kurulu üyelerinin, özellikle de bağımsız yönetim kurulu üyelerinin, ana ortakların bakış açısını anlaması için ne tür adımlar atıldığını belirtmesi gerekmektedir. Kurumsal yatırımcıların genel kurul toplantılarına katılmaları faydalı olacaktır.
- Hiçbir birey aynı anda üç ana yönetim kurulunda da görev almamalıdır, fakat bu durum küçük firmalara uygulanamamaktadır. Bu tür yasal zorunluluklar küçük firmalar için zaman alabileceği gibi uygulamaya koyulması pek uygun olmayabilmektedir.

1.5.2.6. Birleşik Kod

Higgs raporuna yapılan eleştiriler neticesinde Temmuz 2003 tarihinde Birleşik Kod adıyla bir rapor yayımlanmıştır. Raporda büyük ölçüde Higgs raporu korunmuş ve eleştirilen bölümler üzerinde durulmuştur. Özellikle de ilgili rapor bölümlerindeki dil ve ton düzenlemeleri geliştirilmiştir (Keasey vd., 2005: 39).

Birleşik kod, ana ve destekleyici ilkeler ve hükümler barındırmaktadır. Bu kod tarafından belirlenen ilkelere tüm ilgili şirketlerin uyması beklenir. Ancak, şirketlerin uymayacağı durumlar olması halinde bunların nedenleriyle birlikte açıklanması gerektiği vurgulanmıştır. Küçük firmalar açısından bazı ilkelerin uygulanması

mümkün olamayabilmektedir. Dolayısıyla, bazı hükümlerin küçük firmalar açısından uygulanmayacağı belirtilmiştir (Birleşik Kod, 2003).

Birleşik kod'a göre, yönetim kurulu, firmaları başarıya götürme sorumluluğuna sahip olan yapılardır. İşletmenin üst yönetimindeki sorumluluklar açık bir şekilde belirlenmelidir. Yönetim kurulu başkanının yönetim kurulunu ve CEO'nun şirketin operasyonlarını yönetmeyle ilgili sorumlulukları birbirinden ayrılmalıdır. Dolayısıyla, karar verme hakkına sınırsız bir şekilde sahip olan hiçbir yönetici olmamalıdır (Birleşik Kod, 2003).

Şirket içerisinde icracı ve icracı olmayan yöneticilerin (özellikle de bağımsız yönetim kurulu üyelerinin) dengesinin gözetilmesi ve hiçbir bireyin ya da grubun yönetim kurulunun kararları üzerinde baskı unsuru oluşturmasına izin verilmemesi gerekmektedir. Yönetim kuruluna yeni yöneticilerin atanmasında yasal, kesin ve şeffaf prosedürler işletilmelidir. Yönetim kurulunun görevlerini layıkıyla yerine getirebilmesi için belli zamanlarda bilgilendirilmesi gerekmektedir. Her bir yönetim kurulu üyesi, kurula katılma sürecinde bilgilerini ve yeteneklerini güncel tutacak bilgilendirmeler almalıdır. Yönetim kurulundaki tüm komitelerin ve bireylerin yıllık olarak yasal ve katı bir performans değerlendirme sürecinden geçmesi gerekmektedir. Tüm bireyler belli aralıklarla ve performansları göz önünde bulundurularak yeniden seçime tabi tutulmalıdır. Yönetim kurulu, kendini sürekli yenileyen bir planlama süreci yürütmelidir (Birleşik Kod, 2003).

Rapora göre ücretler, şirketi başarıya ulaştıracak kalitedeki yöneticileri çekecek, onları şirkette tutacak ve motive edecek seviyede olmalıdır. Fakat, gerekli olan tutarın üzerinde ödeme yapmaktan da kaçınılmalıdır. Yönetici ücretlerinin önemli bir bölümü, onların kurumsal ve bireysel performansları göz önünde bulundurularak belirlenmelidir. Ücretlendirmeye ilişkin şeffaf ve her bir yönetici için ayrı ayrı belirlenmiş bir prosedür oluşturulması gerekmektedir. Hiçbir yönetici kendi ücretini düzenleme aşamasında karar vericiler arasında yer almamalıdır (Birleşik Kod, 2003).

Yönetim kurulu, şirketin durumuna ve şirketin gelecekteki beklentilere dair uygun ve anlaşılabilir değerlendirmeler sunmalıdır. Aynı zamanda, yönetim kurulu, şirketin pay sahiplerinin yatırımlarını ve varlıklarını koruyacak uygun bir iç kontrol sistemi kurmalıdır. Yönetim kurulu, finansal raporlama ve iç kontrol ilkelerinin uygulamasına ve firmanın denetçileriyle uygun ilişkiler yürütülmesine dair açık ve usulüne uygun düzenlemeler yapmalıdır (Birleşik Kod, 2003).

Rapora göre, pay sahipleri ile yönetim, şirket amaçlarının ortak bir şekilde anlaşılması için uygun diyaloglar yürütmelidir. Bunun yanı sıra, yönetim kurulu genel kurul toplantılarını yatırımcılarla iletişimi kuvvetlendirmek ve onları katılımcı olmaya davet etmek için önemli bir araç olarak kullanılmalıdır. Ayrıca, kurumsal pay sahipleri amaçların ortak bir şekilde anlaşılabilirliği açısından şirketle iletişime geçmelidir. Bunların yanı sıra, şirketin yönetim düzenlemelerini değerlendirirken, özellikle de yönetim kurulunun yapısı ve kompozisyonu ile ilgili kurumsal pay sahiplerinin ilgilerini çeken faktörlere yeterli önemi vermeleri gerekmektedir. Ayrıca, rapora göre kurumsal pay sahiplerinin oylarını dikkatli bir şekilde kullanma sorumluluğu vardır (Birleşik Kod, 2003).

1.5.2.7. OECD Kurumsal Yönetim İlkeleri

14 Aralık 1960 yılında Paris'te hazırlanan ve 30 Eylül 1961 yılında yürürlüğe konan konvansiyonun ilk maddesine göre, Ekonomik İşbirliği ve Kalkınma Örgütü (OECD) aşağıda konusu geçen amaçlar doğrultusundaki politikalara destek vermektedir (OECD, 2004: 2):

- Küresel şekilde tespit edilen sorumlulukları gözeterek uluslararası ticaretin gelişimini sağlamak,
- Üye olsun veya olmasın ekonomik kalkınma sürecindeki bütün ülkelerin gelişmesine katkıda bulunmak,
- Üye ülkelerin mali istikrarını sağlayarak ekonomik gelişim ve istihdamın en üst seviyelerde olmasına, refah düzeyinin iyileşmesine ve bu sayede de dünya ekonomisinin gelişimi göstermesine katkıda bulunmak.

OECD'nin kurumsal yönetim uygulamalarına olan ilgisini artırmasının sebepleri olarak, özel sektörün ekonomideki etkisinin ve katkısının giderek yükselmesi ve özel sektör firmalarında meydana gelen skandalların dünya çapında krizleri tetikleme olasılığının artması gösterilebilir. Ekonomik etkinliği artırmanın yollarından bir tanesi, firmanın yönetimi, yönetim kurulları, sermayedarları, iç ve dış paydaşları arasındaki ilişkileri içeren kurumsal yönetim düzenlemeleridir. Ayrıca, dünyada yaşanan krizler sonrasında şirketlerin hesap verebilirliğinin ve şeffaflığının firmaya sermaye sağlayan yatırımcılar ve ülke ekonomisi üzerindeki öneminin artmasına ve hükümetlerin kurumsal yönetim ikliminin oluşmasında önemli bir rol oynamasıdır (Doğan, 2007: 41).

OECD kurumsal yönetim ilkelerinin düzenlediği alanlar şu şekilde sıralanabilir (Çatıkkaş, 2013: 65):

- Sermayedar hakları ve temel sahiplik işlevleri,
- Sermayedarlara eşit bir şekilde davranış sergilenmesi,
- Kurumsal yönetimde iç ve dış paydaşların rolü,
- Kamuya yapılan duyurular ve şeffaflık,
- Yönetim kurulunun yükümlülükleri.

OECD'nin ilkeleri pek çok ülkenin düzenlemeleri hazırlanırken bir yol gösterici kaynak olma görevini başarılı bir şekilde yerine getirmiş, ülkelerin yerel kurumları tarafından ülke ekonomisine uygun bir şekilde düzenlenmiş, şirketlere duyulan güvenin ve iyi yönetimin tesis edilmesinde önemli bir rol oynamıştır. Ancak, bu ilkelerin gelişmekte olan ekonomilere sağladığı katkılara şüpheyle yaklaşılabilir noktalar da bulunmaktadır. Chen vd. (2011), OECD'nin kurumsal yönetim ilkelerinde tavsiye olarak sunduğu aktif yönetim kurulu, genel müdür ile yönetim kurulu başkanının ayrılması, yönetim kurulundaki bağımsız üyelerin sayısının artırılması ve iki kademeli yönetimin oluşturulmasının özellikle gelişmekte olan ülkelerde baskın ortağın tek başına yönetme gücünde herhangi bir azaltıcı etkisinin olmadığını iki nedene dayandırarak açıklamaktadırlar. Birinci olarak, pek çok kurumsal yönetim uygulamasının azınlık ve çoğunluk hissedarlar arasındaki çatışmalar yerine hissedarlar ile yönetim arasındaki sorunlara odaklanmasıdır. İkinci

olarak ise, yönetim kurulundaki bağımsız üyelerin pratikte çoğunluk hisseyi kontrol eden şirketten tam anlamıyla bağımsız olmamasıdır. Gelişmiş ülkelerde ise, OECD ilkelerinin nispeten daha başarılı olmasının sebebi olarak, bu ülkelerde hali hazırda var olan ve azınlık hissedarları koruyan yasaların ve piyasa mekanizmalarının varlığı sayılabilmektedir (Claessens vd., 2000: 124).

1.6. TÜRKİYE’DE KURUMSAL YÖNETİM ANLAYIŞININ ŞEKİLLENMESİ

Türkiye’de kurumsal yönetim alanında yapılmış olan ilk çalışmalardan biri, TÜSİAD’ın Aralık 2002’de yayımladığı “Kurumsal Yönetim En İyi Uygulama Kodu: Yönetim Kurulunun Yapısı ve İşleyişi” başlıklı çalışmadır. Bu çalışmada sadece kurumsal yönetimin yönetim kurulu boyutu üzerinde durulduğu görülmektedir (Alp, 2014: 106).

TÜSİAD’ın çalışmasından sonra kurumsal yönetimi ilk defa bir bütün olarak halka açık anonim şirketler açısından düzenleyen 2003 yılında yayımlanan ve 2005 yılında revize edilen SPK’nın “Kurumsal Yönetim İlkeleri”dir. Kurumsal yönetim alanındaki bir diğer gelişme, Borsa İstanbul (BİST) bünyesinde oluşturulan Kurumsal Yönetim Endeksi’dir. 2006 yılında ise, kurumsal yönetimin bankalar açısından düzenlemesini içeren Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu (BDDK)’nın kurumsal yönetim raporu gelmiştir. 2011 yılına kadar geçen sürede SPK bu konuda bir takım çalışmalar yapmış ve 2012’de kurumsal yönetim konusu yeni Sermaye Piyasası Kanunu’nda yer almıştır. Son olarak 2011’de yürürlüğe girmiş olan Türk Ticaret Kanunu (TTK), kurumsal yönetimle alakalı önemli düzenlemeler içermektedir (Alp, 2014: 106).

1.6.1. Kurumsal Yönetimin Türkiye’deki Gelişimi

Çağdaş bir kurumsal yönetim açısından dünya ile paralel düzenlemelerin gerçekleştirildiği Türkiye’de yasal şartların belirlendiği ancak, uygulamada iyileştirilmesi gerekli konuların bulunduğu ve iç denetimde ulusal örgütlenmenin 10 yıllık kurumsal geçmişinin olduğu görülmektedir. Kurumsal yönetim ve iç denetim kavramlarının Türkiye’de uluslararası standartlarda uygulanamayışının önündeki en

önemli engel, kurumsallaşmayı henüz tamamlamamış aile firma yapısı, istikrarsız ve kayıt dışı ekonomidir (Uzun, 2016: 1-2).

Kurumsal yönetim aile şirketleri açısından kolektif bir süreçtir ve yalnızca kurucu aile büyüğü veya aile bireylerinin gerçekleştireceği bir süreç olarak düşünülemez. Dolayısıyla değişim ve öğrenme süreci olan ve geçiş maliyetleri bulunan bir süreçtir. Ayrıca, kurumsal yönetimin doğru iş ile çözüm ortaklığı, gözetim ve denetim süreci gerektirdiği, sürdürülebilir firma güvencesi ve katma değer yaratan, proaktif, rekabet ve farklılaşma süreci olduğunu da belirtmek gerekir (Uzun, 2016: 3).

1.6.1.1. Sermaye Piyasası Kurulu ve Kurumsal Yönetim

Kurumsal yönetim konusunda dünyada belli bir çerçeve oluşturmaya yönelik olarak gerçekleştirilen çalışmalar, Dünya Bankası, OECD ve Global Kurumsal Yönetim Forumu öncülüğünde ilerlemektedir. Bunun yanı sıra pek çok ülke yürürlüğünde olan yasalarını, en etkili kurumsal yönetim ilkeleri çerçevesinde tekrar oluşturmakta, geliştirmekte ve yayınlamaktadır. SPK'da söz konusu uygulamalara uygun olarak ve dünyada benimsenmiş ve tavsiye edilen genel esasları değerlendirerek kurumsal yönetim ilkelerini oluşturmak amacıyla bir komite kurmuştur (SPK, 2005:3).

SPK, kurumsal yönetime ilişkin dünyadaki gelişmeleri dikkate alarak öncelikle Temmuz 2003'te "SPK Kurumsal Yönetim İlkeleri"ni ve daha sonra da Şubat 2005'te bu ilkelerin revize edilmiş halini yayınlamıştır. SPK kurumsal yönetim ilkeleri OECD kurumsal yönetim ilkeleri temelinde oluşturulmuş olsa da Türk firma yapılarının özel ihtiyaçlarını, Türk şirketler hukukunu ve uygulamalarını dikkate alarak "uygula, uygulamıyorsan açıkla" esasına dayanmaktadır (SPK, 2005:4). Kurumsal yönetim konusuna yönelik tartışmalar, genellikle pay sahiplerinin rolü, firmaların yönetim kurullarının yapısı ve fonksiyonu, yatırımcıların yasal düzeyde korunması ve sahiplik yoğunluğu üzerine odaklanmaktadır. Söz konusu ilkeler aşağıda maddeler halinde sıralanmıştır (SPK, 2005: 5):

- Pay Sahipleri
- Kamuyu Aydınlatma Ve Şeffaflık
- Menfaat Sahipleri
- Yönetim Kurulu

İlkeler, Türkiye'deki kurumsal yönetim ortamının iyileştirilmesinde öncü rolü oynamaktadır. Bu ilkeler, başta özelleştirme kapsamındaki firmalar olmak üzere, kamuda veya özel sektörde faaliyet gösteren firmalar tarafından harfiyen uygulandığında, kötü yönetim ve haksız kazanç nedeniyle ortaya çıkan verimsizlik ve zararlar ortadan kalkacak ve ekonomi yeni bir dinamizm kazanacaktır (SPK, 2005: 5).

1.6.1.2. Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu ve Kurumsal Yönetim

2002 yılından itibaren uygulanmakta olan ve bankaların etkin denetimi açısından önem taşıyan muhasebe uygulama yönetmeliğinden sonra BDDK'nın hazırlamış olduğu ve 2005 yılında yayımlanan tebliğ ile özel finans katılım bankalarının ve ticari bankaların hazırlayacakları raporlarda uymaları gereken kurallar düzenlenmiştir. Bu kurallar göz önüne alındığında kurumsal açıdan mühim olan nokta, düzenlemeye konu olan bankaların çevresi ile alakalı olan hususlarda daha şeffaf ve açık bir organizasyonu oluşturmasıdır (Doğan, 2007: 97).

1.6.1.3. Türkiye Kurumsal Yönetim Derneği (TKYD)

Türkiye Kurumsal Yönetim Derneği (TKYD), kurumsal yönetim felsefesinin Türkiye'de gelişim göstermesine ve tanınmasına katkı sağlamak, en iyi standartlarda hayata geçirilmesini sağlamak amacıyla 2003 yılından bugüne faaliyetlerini sürdürmektedir (TKYD, 2010). Derneğin tüzüğünde yer alan amacı, "Türkiye Cumhuriyeti Anayasası'nın ve ilgili kanunların öngördüğü esaslara uygun olarak, kamu ve özel kurum ve kuruluşlara kurumsal yönetim konusundaki çalışmalarını aktarmaktır. Ayrıca, kurumlarının adil, şeffaf, sorumlu ve hesap verebilir biçimde yönetilmelerini ve bu ilkeleri uygulayarak kar etme, yüksek performans gösterme ve rekabet etme güçleriyle daha fazla istihdam sağlayıp ülke ekonomisinin gelişmesine,

kamu yararının elde edilmesine ve ülkenin sosyo-ekonomik düzeyinin geliştirilmesine katkıda bulunmak” olarak ifade edilmektedir. Bununla birlikte, tüzükte derneğin bu maksadın uygulamaya geçirilip yatırımcıya fayda sağlama maksadıyla aşağıda yer alan ve benzer nitelikteki hususlarda çalıştığı belirtilmektedir (TKYD-Tüzük, 2010:2-3):

- Kurumsal yönetimin çağdaş ilkelerini araştırarak ülkemizde uygulamaya konulmasını sağlayacak eğitim ve bilgilendirme çalışmaları yapmak ve yapılmasını desteklemek,
- Bağımsız yönetim kurulu üyelerinin kişisel becerilerini geliştirmek amacıyla bilgi veya tecrübe paylaşımı, eğitim ve tartışma için uygun ortam hazırlamak,
- SPK, BİST, TOBB ve TÜSİAD gibi kurum, kuruluş ve derneklerle organize çalışarak en iyi faaliyetlerin bu kuruluşlara bağlı olan gerçek ve tüzel kişilerce içselleştirilmesini ve anlaşılmasını sağlamak, kurumsal yönetimle ilişkili düzenleyici roldeki kurumlarla beraber çalışmak ve gerekli düzenlemelerle alakalı bilgilerin transferini sağlamak,
- Avrupa Birliği, Dünya Bankası ve OECD gibi dünyada kurumsal yönetimin demokratik serbest piyasa ortamlarında tanınıp yayılmasını ve o ülkelerde kurumların performanslarının gelişimini amaçlayan kurumlarla tecrübe, birikim, bilgi, destek ve program birlikteliğiyle kurumsal yönetimde en etkin düzenlemelerin Türkiye’ye getirilmesini sağlamak,
- Kurumsal yönetim konusunda katkı ve destek sağlayacak her türlü eğitim, danışmanlık, muhasebe ve denetim kuruluşları ve sponsorlarla etkinlikler yapıp bu tür kurumların Türkiye’de artmasını sağlamak ve kurumsal yönetimin Türkiye’deki seviyesini belirlemek için bu kuruluşlara genel çalışmalar yaptırıp kendileri ile bireysel görüşmeler düzenlemek,
- Kurumsal yönetim uygulamalarının gelişmesini sağlamak niyetinde olan kuruluşlara eğitim vermek ve bilgi alışverişinde bulunmak.

1.6.1.4. Kamuyu Aydınlatma Platformu

BİST’de işlem gören firmalar ve aracı kuruluşlar, yasa gereği firmalarının mali durumları ve faaliyet raporlarını kamuya ilan etmek zorundadırlar. Firmalar, bu

sorumluluklarını genel anlamda periyodik finansal tablo ve özel durum açıklaması bildirimleriyle yerine getirmektedirler. Kamuyu Aydınlatma Platformu (KAP) ile söz konusu açıklamaların sanal ortamda güvenilir bir şekilde SPK veri tabanına aktarılması, kayıt altına alınması ve kamuyu aydınlatma fonksiyonunu yayınladığı ortam açısından bir internet sitesinden yapılması amaç edinilmiştir (Doğan, 2007: 100).

Kamuyu aydınlatma platformunda finansal tablolar, hazırlanmış olan bilgisayar uygulamalarına firmalarca aktarım yapıldıktan sonra belli bir hiyerarşide ve imza yetkisine sahip kişiler tarafından elektronik imza ile onaylanarak sanal ortamda SPK'daki sisteme gönderilir. Gönderilmiş olan bu bilgiler, veri tabanlarında arşivlenir ve o anda kamuoyuna paylaşılır. Firmalar, finansal tablolar programlara offline şekilde kaydedebilir, bu sayede daha sonra elektronik imzalama yaparak bilgi gönderebilme olanağına sahiptirler. Söz konusu sistem, bildirimlerin sermaye piyasası taraflarınca o anki ihtiyaçlara göre bir kere veya birden fazla imzalanabilmesine imkan sağlayacak biçimde hazırlanmıştır. İnternet kullanıcıları gerek finansal tablo ve dipnotları gerekse özel durum bildirimlerine istediği anda ulaşabilecekleri gibi, bazı temel sorgulama, bilgi transferi ve incelemeleri de bu sistem aracılığıyla yapabilmektedirler (Çelik, 2007: 170).

1.6.1.5. Borsa İstanbul ve Kurumsal Yönetim Endeksi

Borsa İstanbul yönetim kurulunun 23.02.2005 tarihinde yapmış olduğu toplantıda, kurumsal yönetim ilkelerini uygulayan firmaların katılacağı Kurumsal Yönetim Endeksi (XKURY)'nin kurumsal yönetim derecelendirme notu 10 üzerinden en az altı olan beş firmanın Borsa İstanbul'a belirtilmesi durumunda, Borsa İstanbul Günlük Bülteni'nde yapılmış olan duyurudan bir hafta sonra hesaplanmaya başlanması kararı alınmıştır. Ayrıca, firmaların bu yönde teşvik edilmesi amacıyla XKURY'de yer alan firmaların kotta veya kayıta kalma bedellerinde indirim olacağı belirtilmiştir (Kemahlı, 2006: 7).

Kurumsal yönetim ilkelerine uyum sağlayan ve bu ilkeleri kullanan firmaların dahil edildiği XKURY'nin hedefi, pay senetleri Borsa İstanbul pazarlarında (yakın izleme pazarı hariç) işlem gören ve kurumsal yönetim ilkelerine uyum derecesi 10 üzerinden en az altı olan firmaların fiyat ve getiri performansının ölçülmesidir. Kurumsal yönetim ilkelerine uyum notu, SPK'nın belirlemiş olduğu listede adı bulunan derecelendirme kuruluşlarınca, firmanın kurumsal yönetim ilkelerine bütüncül şekilde uyulması ile ilgili yapılan analiz neticesinde verilmektedir (Uzun, 2006: 56).

Kurumsal yönetim endeksi, firmaları değerlendirme sürecinde yatırımcılar açısından oldukça önem taşımaktadır. Endekse dahil olmayan bir firmanın potansiyel yatırımcı gözünde değer kaybedeceği açıktır. Çünkü yatırımcılar, fonlarını transfer edecekleri firmaların finansal raporlarının yanında, iyi yönetilip yönetilmediğini de kontrol etmek ve öğrenmek isterler. Kurumsal yönetim endeksi uygulaması geliştikçe, yatırımcılar da daha iyi kurumsal yönetim düzenlemelerini uygulayan firmaları seçme fırsatına sahip olabileceklerdir (Keküllüoğlu, 2008: 61).

1.6.2. Türkiye'de Kurulan ve Sermaye Piyasası Kurulu Tarafından Yetkilendirilen Kurumsal Yönetim Derecelendirme Kuruluşları

SPK'nın Seri: 7, No: 51 Tebliği'nin "Derecelendirme Faaliyetinde Bulunabilecek Kuruluşlar" başlıklı 7. Maddesinde; derecelendirme işinin Türkiye'de kurulan ve derecelendirme faaliyetini sergilemek amacıyla kurulca yetki verilen derecelendirme kuruluşları ile birlikte Türkiye'de derecelendirme faaliyetinde bulunması kurulca onaylanan uluslararası derecelendirme kuruluşları tarafından yapılacağı düzenlenmiştir (SPK, 2018).

Çalışmanın bu kısmında SPK tarafından yetki verilen kurumsal yönetim derecelendirme şirketleri incelenmektedir.

1.6.2.1. Saha Kurumsal Yönetim ve Kredi Derecelendirme Hizmetleri A.Ş.

Kurumsal yönetim derecelendirme notu, yönetim kurullarının genel kredibilitesi, menfaat sahipleri ile ilişkileri, kamuyu aydınlatma faaliyetleri ve kurumların hissedar haklarına verdikleri öneme ilişkin bir görüştür. Derecelendirme notu, analizi yapan uzmanların diğer kaynaklardan edindiği ve derecelendirilen kurumun sağladığı bilgiler ışığında verilir. SAHA A.Ş., sadece denetçilerin raporlarını kaynak olarak kullanır, derecelendirme ile ilgili olarak denetleme yapmaz. Verilen not, bilgiye erişimin mümkün olmadığı durumlarda veya bazı koşullarda geri çekilebilir, geçici olarak askıya alınabilir veya değiştirilebilir. SAHA, ancak derecelendirilen firma için yeterli bilgi temin edilmişse bir not tahsis eder. Not verme bir süreçtir. Bu süreç, mikro ve makro analizleri içerisinde barındırır. Bu bağlamda, derecelendirilen kurumun yaptığı iş hakkında genel kurullar, yönetim kurulu tutanakları, kamuya açık bilgi ve belgeler ile dava dosyaları vb. gibi kilit veriler göz önüne alınır. SAHA'da gizli olarak temin edilen ve kamuya açık olmayan her türlü bilgi ve belge gizlilik ilkeleri ve kuralları çerçevesinde saklanır (SAHA, 2018).

Şirket gerekli değerlendirmeleri yaptıktan sonra firmalar için bir kurumsal yönetim derece notu belirlemektedir. Bu notların açıklamaları aşağıda belirtilmiştir (SAHA, 2018).

- **9 – 10**

Firma tüm politika ve önlemleri uygulamaya sokmuş ve SPK Kurumsal Yönetim İlkeleri'ne büyük ölçüde uyum sağlamıştır. İç kontrol ve yönetim mekanizmaları etkin bir şekilde oluşturulmuştur ve yine etkin bir şekilde işlemektedir. Tüm kurumsal yönetim riskleri tespit edilmiş ve aktif bir şekilde yönetilmektedir. Pay sahipleri ve menfaat sahiplerinin hakları en adil şekilde gözetilmektedir. Kamuyu aydınlatma ve şeffaflık faaliyetleri en üst düzeydedir. Yönetim kurulunun yapı ve işleyişi en iyi uygulama kategorisindedir. Bu alanlarda

hemen hemen hiçbir zaaf bulunmamaktadır. BİST Kurumsal Yönetim Endeksi'ne en üst düzeyde dahil edilmek hak edilmiştir.

- 7 – 8

Firma çoğu gerekli politika ve önlemleri uygulamaya sokmuş ve SPK Kurumsal Yönetim İlkeleri'ne önemli ölçüde uyum sağlamıştır. İç kontrol ve yönetim mekanizmaları, az sayıda iyileştirmelere gerek duyulsa bile etkin bir şekilde oluşturulmuş ve işlemektedir. Kurumsal yönetim risklerinin çoğunluğu tespit edilmiştir ve bu riskler aktif bir şekilde yönetilmektedir. Pay sahipleri ve menfaat sahiplerinin hakları adil şekilde gözetilmektedir. Kamuyu aydınlatma ve şeffaflık faaliyetleri üst düzeydedir. Yönetim kurulunun yapı ve işleyişi sağlam temellere dayandırılmıştır. Çok büyük riskler teşkil etmemekle birlikte, bu alanların biri veya birkaçında bazı iyileştirmeler gereklidir. BİST Kurumsal Yönetim Endeksi'ne üst düzeyde dahil edilmek hak edilmiştir.

- 6

Firma gerekli politika ve önlemlerin bir kısmını uygulamaya sokmuş ve SPK Kurumsal Yönetim İlkeleri'ne orta derecede uyum sağlamıştır. İç kontrol ve yönetim mekanizmaları, orta derecede oluşturulmuş ve işlemektedir. Ancak, iyileştirmelere gerek vardır. Kurumsal yönetim riskleri aktif bir şekilde yönetilmektedir ancak bu risklerin bir kısmı tespit edilebilmiştir. Ulusal standartlara uyum sağlanmıştır. Ancak, uluslararası platformlarda bu standartların gerisinde kalınabilir. Kamuyu aydınlatma ve şeffaflık, menfaat sahipleri, pay sahipleri ve yönetim kurulu alanlarının bazılarında iyileştirmeler gerekmektedir.

- 4 – 5

Firma gerekli politika ve önlemlerin standartların altında bir kısmını uygulamaya sokmuş ve SPK Kurumsal Yönetim İlkeleri'ne gereken asgari derecede uyum sağlamıştır. İç kontrol ve yönetim mekanizmaları, gereken asgari derecede

oluşturulmuştur. Ancak, tam etkin bir şekilde işlememektedir. Kurumsal yönetim riskleri tamamen tespit edilmemiştir. Söz konusu riskler aktif bir şekilde yönetilememektedir. Kamuyu aydınlatma ve şeffaflık, menfaat sahipleri, pay sahipleri ve yönetim kurulu alanlarının bazılarında veya hepsinde önemli iyileştirmeler gerekmektedir.

- <4

Firmanın gerekli politika ve önlemleri zayıftır. Firma SPK Kurumsal Yönetim İlkeleri'ne uyum sağlamamıştır. İç kontrol ve yönetim mekanizmaları, gerekli etkinlikte oluşturulmamıştır. Firma kurumsal yönetim ilkelerine duyarlı değildir. Önemli kurumsal yönetim riskleri mevcuttur. Söz konusu bu riskler aktif bir şekilde yönetilmemektedir. Kamuyu aydınlatma ve şeffaflık, menfaat sahipleri, pay sahipleri ve yönetim kurulu alanlarının hepsinde önemli zaaf lar vardır. Yatırımcı güveni zedelenebilir ve daha sonrasında maddi zararlar oluşabilir.

1.6.2.2. Kobirate Uluslararası Kredi Derecelendirme ve Kurumsal Yönetim Hizmetleri A.Ş.

Kobirate A.Ş.'nin temel amacı, derecelendirme kuruluşlarının yetkilendirilmesi ve bu kuruluşların faaliyetlerine ilişkin esasları belirleyen düzenleyici kuruluşlar, 5411 sayılı Bankalar Kanunu, Ekonomik Kalkınma ve İşbirliği Örgütü (OECD) ve Uluslararası Menkul Kıymetler Komisyonları (IOSCO) gibi uluslararası kuruluşların genel kabul görmüş etik kuralları, genel kabul görmüş ahlaki teamüller ile yazılı olan ve olmayan yerel ve toplumsal gelenekler çerçevesinde, eşitlik ve şeffaflık ilkeleri ışığında, her hangi bir baskı altında kalmadan görevlerini tam bir tarafsızlık içerisinde yerine getirmek, Türkiye'de derecelendirme işlemlerine öncülük etmek ve gerçekleştireceği derecelendirme işlemleri ile firmalara yol göstermektir (Kobirate, 2018)

Firmanın Kurumsal Yönetim Uyum Derecelendirme Komitesi'nden alacağı genel değerlendirme puanı 0-10 aralığında değişmektedir. Bu puanlamada 10 mükemmel anlamına gelmektedir. Burada mükemmelden kastedilen SPK'nın Kurumsal Yönetim İlkelerine tam anlamıyla uyumlu olması demektir. 0 ise, çok

zayıf anlamına gelmektedir. Burada çok zayıftan kasıt ise, mevcut yapıda SPK Kurumsal Yönetim İlkeleri'yle hiçbir anlamda uyum bulunmadığı anlamına gelmektedir.

1.6.2.3. JCR Avrasya Derecelendirme A.Ş.

JCR Avrasya Dererelendirme A.Ş. derecelendirdiği firmalara 1 ile 10 arasında notlar vermekte olup not skalası; A (Çok Yüksek Uyum), B (Yüksek Uyum), C (Orta Seviye Uyum), D (Düşük Uyum) ve E (Çok Düşük Uyum) olmak üzere beş ana seviyeye bölünmüştür. Ayrıca, en yüksek üç seviye olan Çok Yüksek Uyum, Yüksek Uyum ve Orta Seviye Uyum'un her biri kendi arasında üç alt bölüme ayrılmıştır. Bu bölümler küçük harflerle gösterilmiştir. Örneğin, A seviyesi yüksekten düşüğe doğru "aaa", "aa" ve "a" sembolleri ile gösterilen üç alt seviyeye ayrılmıştır. JCR, 12 aylık izleme sürecinde olabilecek gelişmeleri de derecelendirmeye dahil etmiştir. Bununla birlikte görünüm notları da vermektedir. Beklenen olumlu gelişmeler pozitif görünüm ile notlanmaktadır. Olumsuz gelişmeler ise, negatif görünüm ile notlanmaktadır. Herhangi bir beklentinin olmaması durumunda da derecelendirilen kuruma durağan görünümlü not verilmektedir (JCR, 2018).

1.6.2.4. DCR Derecelendirme Hizmetleri A.Ş.

DRC Derecelendirme Hizmetleri A.Ş., kredi ve kurumsal yönetim uyum derecelendirmesi faaliyetinde bulunmak üzere 10 Ocak 2018 tarihinde kurulmuştur. DRC A.Ş.'nin derecelendirme süreci sonunda bir şirket için tahsis ettiği not 1 ile 10 arasında ve virgülden sonra iki haneli bir sayı ile gösterilir. 1'e yakın notlar, şirketin SPK Kurumsal Yönetim İlkelerine uyumda daha zayıf olduğunu, 10'a yakın olması ise, uyumun daha güçlü olduğunu ifade etmektedir (DCR, 2019).

İKİNCİ BÖLÜM

FİRMA PERFORMANSI

2.1. PERFORMANS VE FİRMA PERFORMANSI KAVRAMLARI

Performans kelimesi ile ilgili olarak literatürde birçok tanımlama bulunmaktadır. Helvacı'ya göre performans, belirli bir amaç çevresinde önceden belirlenmiş kriterleri karşılayacak şekilde, görevin tamamlanması ve hedefin gerçekleştirilmesi şeklinde ortaya konan düşünce veya mal ve hizmettir (Helvacı, 2002: 156). Bir başka tanımda Torrington vd. performansı belli bir sürede üretilen mal ya da hizmet miktarı olarak tanımlamış ve fonksiyonuna göre “etkinlik”, “verimlilik”, “çıktı” kavramları ve bunların yanında bireyin motivasyon ve etkileşimi arasındaki ilişkinin bir sonucu şeklinde ifade etmişlerdir (Torrington vd., 2002: 21). Uysal performansı, belli bir zaman diliminde kişi ya da grubun bir işi yapmada gösterdikleri çaba ve fiillerin nitel ve nicel sonuçları şeklinde tanımlamaktadır (Uysal, 2015: 33). Genel olarak performans kavramı, amaçlı ve planlanmış bir faaliyetler dizisi sonucunda ortaya çıkan çıktıları, sayısal veya sözel ifadelerle belirlemektir. Buradan hareketle performans, işletmelerin amaçlarını gerçekleştirmek adına yürüttükleri tüm çabaların genel bir değerlendirilmesidir şeklinde de tanımlanabilir (Akal, 2002: 1-4).

Performans kavramına işletmelerin bakışı zaman içerisinde farklılaşmıştır. İşletmeler açısından performans, amaçların gerçekleşip gerçekleşmediğini gösteren uğraşlardır. Bahsi geçen hedefler; işletme açısından rekabet gücünü ve müşteri memnuniyeti arttırmak, kar elde etmek, hissedarlar açısından servetlerini en yüksek seviyeye çıkarmak, yöneticiler açısından ise, yönetim başarısını sağlamak olarak sıralanabilir. Firmalar açısından performans, belirlenen standartlara ve planlanan hedeflere ulaşıp ulaşılamadığının nicel ya da nitel yöntemlerle değerlendirilmesi faaliyeti olarak tanımlanabilmektedir. Bu bakımdan performans kavramı, firmalar bağlamında gerçekleştirilebilirlik, çalışanlar bağlamında işyararlık, hissedarlar bağlamında değer katılabilirlik, yöneticiler bağlamında ise, kalitelilik olarak düşünülmektedir (Pervaiz vd., 1999: 305).

Firma performans düzeyinin belirlenebilmesi için performans ölçümü çok önemlidir. Performans ölçümü, işletmenin yürütmüş olduğu faaliyetlerinde ya da kaynak

kullanımında etkinlik ve verimlik gibi kriterlere ne ölçüde ulaşabildiğinin belirlenmesidir. İşletmenin karşılaştığı sorunları tespit ve bu sorunları iyileştirmek için gerekli önlemlerin alınması noktasında performans ölçümü temel teşkil etmektedir. İşletmelerin performansının sistematik bir şekilde ölçülmesi ve değerlendirilmesi gerekir. Bunun için ilk olarak niçin ölçüleceği ve hangi performans göstergeleri ile ölçmenin uygun olacağına karar vermek icap etmektedir. Daha sonra bu göstergeler ile ilgili veriler toplanmalı ve gerekli ölçümler yapılmalıdır (Elitaş ve Ağca, 2006: 348).

Performans ölçümlerinde nitel veya nicel göstergeler kullanılabilir. Fakat, nicel bilgiler nitel bilgilere iki yönden üstünlük kurmaktadır. Bunlardan birincisi nicel bilgilerin nitel bilgilerden daha kesin olmasıdır. İkincisi ise, bu bilgilerin aritmetik hesaplar yapmaya imkan tanınmasıdır. Söz konusu ikinci üstünlüğünden dolayı değerlemede istatistik ve matematik gibi bilimlerden yararlanılabileceği gibi bilgisayarlardan da istifade edilebilmektedir (Büyükmirza, 2014: 24).

Yöneticiler, firma sahipleri, muhtemel yatırımcılar, satıcılar, kredi verenler ve müşteriler gibi birçok grubu ilgilendiren performans ölçümü (Parker, 2000: 63-66);

- İşletmenin başarılı olup olmadığını belirlemede,
- İşletme planlarının gerçekleşme derecesini saptamakta,
- İşletmelerde hedef ve amaçlara yönelik yönetsel kararların alınmasında karar destek sistemine yardımcı olmakta, var olan durum ve geliştirilmesi gereken alanlar hakkında bilgi vermekte,
- Yönetimin gerek duyduğu geri bildirim düzeninin çalışmasına katkıda bulunmakta,
- Uygulanan planların gerçekleşme düzeyi ve hedefe ulaşılmadıysa buna neden olan gerekçelerin saptanarak önlem alınmasını sağlamakta,
- Yönetici ve çalışanların özendirilmesine katkıda bulunmaktadır.

Firmalar belirli amaç ve görevler için kurulur. İşletme yönetiminin en önemli vazifesi ise, şirketin kurulma amacını veya görevini en üst düzeyde gerçekleştirmeye çalışmaktır. Bu sebeple işletmenin performans ölçümü yönetimin başarısının

göstergesidir. Performans ölçümü, işletmelerin daha önceden belirlenmiş amaç ve hedefler ile üretilen ürün ve hizmetlerin bir arada değerlendirilmesi için yapılan analitik bir süreçtir. Başka bir ifade ile performans ölçümü, işletmelerin ürettikleri hizmet ve ürünler ile çıkan sonuçları izleyebilmesi için düzenli bir şekilde veriler toplaması, bunlar üzerinden analizler yapması ve sonuçları raporlamasıdır (Ege ve Şener, 2013: 108).

2.2. FİRMA PERFORMANSININ ÖLÇÜMÜNÜN ÖNEMİ

Firmaların küreselleşen rekabet ortamı içerisinde sektörde pazar payını güçlendirmesi, performans düzeyinin ölçülmesi ve varlığını sürdürebilmesi anlamında gün geçtikçe daha ehemmiyetli bir hale gelmektedir. Firmaların performans ölçümü ne kadar güçlü ve sağlam yapılırsa o kadar dinamik bir hale gelecektir (Zerenler, 2005: 1).

İşletmeler performans ölçümü yaparken firma amaçları ile uygun bir şekilde önceliklerinin ve yapması gerekenlerin nelerin olduğunu ve bu doğrultuda gerçekleşen işlerin işletmenin daha önceden belirlediği amaçlara ulaşma düzeyini belirlemesi gerekmektedir. Bu sebepten dolayı işletmelerin iyi bir performans ölçümü yapması zaruridir (Işığışok, 2008:2).

İşletmelerin en temel kuruluş amacının “piyasa değerini artırmak ve uzun ömürlü faaliyette bulunmak” olduğu düşünüldüğünde, performans ve performans ölçümü kavramlarının önemi daha da iyi anlaşılacaktır. Hiçbir işletme faaliyetlerine son vermek amacıyla kurulmaz. İşletmelerin uzun ömürlü olması ise, onların piyasada rakip işletmelere karşı elde ettikleri başarı ya da performans ile doğrudan ilgilidir. Dolayısıyla, işletmenin teknolojik gelişmeleri yakından izleme, yeni pazar alanları ve yeni müşteriler bulma, yeni ürünler tasarlama, üretim ve işçilik maliyetlerini minimize etme, satışları ve karlılık oranları artırma vb. faaliyetlerindeki performansı işletmenin rakiplerine göre konumunu, piyasadaki gelir pastasından alacağı dilimin büyüklüğünü, firmanın uzun ömürlü olup olamayacağı vb. konularının belirleyicisi olacaktır. Özellikle internet, e-ticaret ve sanal pazar kavramlarının revaçta olduğu, dünyanın küçük bir köy gibi olduğu günümüz işletmelerinde ve onun alt sistemlerinde performans ve ölçümü işletmenin geleceği açısından hayati önem taşımaktadır. Performans kavramını en basit ifadeyle hedeflerimizin ne olduğu ve bu

hedeflerin neresinde olduğumuz olarak tanımlarsak; işletme ve işletmenin alt sistemlerinin belirlemiş olduğu hedefler ve bu hedeflerin gerçekleştirilme oranı işletmede bir takım faaliyetlerin devam etmesine ya da bir takım değişiklikler yapılmasına neden olur. İşletmenin hedeflerinden olan uzaklığı ve bununla birlikte rakip işletmelerin yüksek performans göstermiş oldukları varsayımı, bir takım değişiklikleri yapma zorunluluğuna sebep olur (Kızıltoprak, 2017: 26)

Firmaların performansları, sermaye yapısı ve faaliyet süreçleri, örgüt yapısı gibi birden fazla alanda değerlendirilebilmektedir. Firmalar performanslarını değerlendirirken gerek sahip olunması gereken yetenek ve kalite düzeyini gerekse de mevcut yetenek ve kalitelerini de tespit etmeyi istemektedirler. Firmalar finansal performans ölçümlerini çeşitli nedenlerle araştırmaktadırlar. Bu nedenler; dönemler ve an itibarıyla işletmenin kaynak kullanım tercihlerini belirlemek ve etkin hale getirmek, durumu hakkında bilgi sahibi olabilmek, firmanın finansal olarak nerede olduğunu belirleyebilmek ve gerek kendi işletmelerinin zaman içindeki durumu gerekse de sektördeki diğer işletmelerin durumları ile karşılaştırabilmek olarak sıralanabilmektedir (Sayman, 2012: 123).

2.3. FİRMA PERFORMANS ÖLÇÜTLERİ

Firmalar için performans ölçütleri, performanslarının durumunu tespit etmek, etkinlik ve verimliliklerini arttırabilmek ve rakip işletmeler ile karşılaştırma yapabilmek açısından oldukça önemlidir. Performans ölçütleri işletmenin durumu hakkında bilgi veren nicel veya nitel değerlerdir. Performans ölçülerinin başarılı bir şekilde uygulanabilmesi ve doğru sonuçlar elde edilebilmesi için birtakım özelliklere sahip olması gerekmektedir (Zerenler, 2003: 204-205):

- *Bilgilendirici olmalıdır:* Performans ölçümü ile işletmenin iç ve dış çevre performansı hakkında bilgi sahibi olunmalıdır.
- *Gelişme sağlayıcı olmalıdır:* Performans ölçüm sonuçlarının işletmeyi geliştirmeye yönelik özellikte olması gerekmektedir. En üst yönetimden en alt işçiye kadar işletmenin durumu hakkında bilgi vermeli, hataların ve eksiklerin düzeltilmesi çabalarını arttırmalıdır.
- *Anlaşılabilir olmalıdır:* Performans ölçümlerinde elde edilen bilgiler karmaşık olmamalı, kolayca anlaşılabilir ve kabul edilebilir olmalıdır.

- *Güncel ve zamanlı olmalıdır:* Ölçümleme işlemi gerekli kararların alınması sırasında ve güncel olmalıdır. Bu yüzden performans ölçme analizleri sürekli ve düzenli olarak yapılmalıdır.
- *Anlamlı olmalıdır:* Performansın ölçülmek istenildiği alana uygun veriler seçilmeli ve sonuçlar değişimi gerçekçi bir şekilde belirleyecek özellikte olmalıdır.
- *Esnek olmalıdır:* Performans ölçümü değişimlere hemen uyum sağlamalı, esnek ve dinamik olmalıdır.
- *Uygun olmalıdır:* İşletmeler, sektörlerine, kendi yapılarına, politikalarına ve hedeflerine uygun performans ölçümleme sistemlerini kullanmalıdır. Aksi takdirde elde edilen ölçümleme sonuçları hiçbir işe yaramayacaktır.

Performans ölçümlerinden beklenen başlıca faydalar aşağıdaki gibidir (Köseoğlu, 2005: 14):

- Hesap verme sorumluluğu,
- Stratejik planlama,
- Bütçeleme ve kaynak tahsisi,
- Müşteri beklentilerine cevap verme.

Firma performansı hesaplanırken hangi ölçütün kullanılacağı araştırma konusuna göre farklılık gösterebilir. Bu çalışmada finansal performans ölçütlerine yer verilmektedir. Böylelikle çalışmanın konusu olan kurumsal yönetimin firma performansı üzerindeki etkisi incelenirken hangi performans ölçütlerinin kullanılmasının daha uygun olacağı belirlenmeye çalışılmaktadır. Firmalar performans ölçümlerini yaparken finansal ve finansal olmayan ölçütler kullanmaktadırlar. Literatürü takip ederek finansal performans ölçütlerini; muhasebe kriterlerine, ekonomik kriterlere ve piyasa değerlerine göre üç aşamada ele almak mümkündür.

2.3.1. Muhasebe Kriterlerine Göre Performans Ölçütleri

Muhasebe kriterlerine göre performans ölçütlerini, pay başına kazanç (EPS), özsermaye karlılığı (ROE), aktif karlılığı (ROA), brüt faaliyet karı (GOP) ve kullanılan sermayenin getirisi (ROCE) şeklinde sıralamak mümkündür. Bu ölçütlerin

en büyük avantajı, kolayca hesaplanmaları ve tarihi verilere rahat ulaşılmasıdır. Bunun yanında, manipülasyona açık olmaları ve riski dikkate almamaları en önemli eksiklikleri olarak görülmektedir. Ayrıca, yatırılan sermayenin getirisi (ROIC) ve net kar marjını (NPM) da bu bölümde değerlendirmek mümkündür. Muhasebe kriterlerine göre performans ölçütleri aşağıdaki şekilde hesaplanmaktadır.

2.3.1.1. Pay Başına Kazanç

Pay başına kazanç oranı (Earnings Per Share-EPS), firmanın bütün faaliyetlerini ve sorumluluklarını yerine getirdikten sonra herbir pay başına elde ettiği dönem karını ifade eder (Çetenak, 2012: 16).

Pay başına kazanç paranın zaman değeri ve fırsat maliyetleri gibi sınırları olmasına rağmen doğrudan pay senedi fiyatına bağlı olduğu için birçok finans yöneticisi tarafından sıklıkla kullanılan bir yöntemdir (Vernimmen vd., 2005: 348). Pay başına kazanç net karın dolaşımdaki pay senedi sayısına bölümü ile bulunur (Van Horne ve Wachowicz, 1995: 4).

$$\text{EPS} = \frac{\text{Net Kar}}{\text{Dolaşımdaki Pay Senedi}}$$

Türkiye Muhasebe Standartları 33'e göre bu oran aşağıdaki şekilde hesaplanmaktadır:

EPS= Net Kar/ Pay Senedi Sayısının Ağırlıklı Ortalaması

Türkiye Muhasebe Standartları 33'e göre, dönem boyunca mevcut pay senedi sayısının ağırlıklı ortalamasının kullanılması; dönem içi herhangi bir zamanda daha az veya daha çok pay senedinin mevcut olması sonucunda sermaye tutarının dönem içerisinde değişebilme olasılığını yansıtır. Dönem içinde mevcut pay senedi sayısının ağırlıklı ortalaması, dönem boyunca ihraç edilen veya geri alınan ve zaman ağırlık faktörüyle çarpılan pay senedi sayısı ile düzeltilmiş dönem başı pay senedi sayısını ifade eder. Zaman ağırlıklı faktör, payların mevcut olduğu gün sayısının dönemin

toplam gün sayısına bölünmesi sonucu elde edilir. Çoğunlukla, makul bir ağırlıklı ortalama tahmini yeterlidir.

Pay başına kazanç oranı, birtakım makyajlamalar ve muhasebe manipülasyonları ile değiştirilebilir. Herhangi bir makyajlama ve manipülasyon olmasa bile, borç ve gider karşılıkları ile gelir ve gider tahakkukları gibi durumlar, net kar değerinin ortaya çıkması üzerine etki edebilmektedir (İçten, 2013: 50).

2.3.1.2. Aktif Karlılığı

Aktif karlılığı oranı (Return on Asset-ROA), firmaları varlıklarının kar oluşturmada ne kadar verimli olduğunu gösteren bir orandır. Firmaların ulaştıkları büyüklük ile elde ettikleri verimin ölçülmesinde kullanılır (Saldanlı, 2006: 4). Aktif karlılığı, varlıkların nasıl finanse edildiğine bakılmaksızın faaliyet karlılığını ortaya koymaktadır. Aynı zamanda aktif karlılığı, yöneticinin firma varlıklarını ve harcamaları etkin bir şekilde gerçekleştirmesiyle karlılık arasında direkt bir ilişki olup olmadığını açıklayan performans ölçütü olarak tanımlanabilmektedir (Shim ve Siegel, 200: 86). Diğer firmalarla ve firmanın önceki dönemleriyle karşılaştırma yapabilmek amacıyla faiz ve vergi sonrası karın kullanılması gerekmektedir (Knight ve Bertoneche: 2001: 78). Aktif karlılığı oranı aşağıdaki şekilde hesaplanmaktadır:

$$\text{Aktif Karlılığı} = \frac{\text{Net Kar}}{\text{Toplam Aktifler}}$$

Geçmiş yıllarda finans yöneticileri sadece kar marjına yoğunlaşırken, Dupont şirketi kar marjının yanında varlık devir hızını da dikkate almıştır. Tek başına kar marjı çok anlamlı değildir, çünkü kar marjı sektörler ve işletmeler arasında büyük farklılıklar göstermektedir (Kolb ve Rodrigez, 1996,s 35). Bu nedenle aktif karlılığının hesaplanmasında hem kar marjı hem de aktif devir hızı kullanılmaktadır. Buna göre;

Aktif Karlılığı= (Net Kar/Toplam Satışlar) * (Toplam Satışlar/Toplam Aktifler)

Aktif karlılığı, satışlar üstünden elde edilen kar ve her bir birim varlık üstünden yapılan satışları belirten aktif devir hızı bileşenlerinden oluşmaktadır. Bu oranın yüksek olması önemlidir. Çünkü, bu oran, firma varlıklarının hangi ölçüde etkin kullanıldığının bir göstergesidir. Ayrıca, bu oranın sermaye maliyetinden yüksek olması beklenir.

2.3.1.3. Özsermaye Karlılığı

Özsermaye firmanın ortaklarının işletmeye koymuş oldukları sermaye ve dağıtılmayan karlarla karşılanan bilanço kalemidir. Özsermaye karlılığı ise, ortakların firmaya ne ölçüde sermaye koydukları ve bu sermayeden ne ölçüde kar elde edecekleri ile ilgilidir. Başka bir ifade ile, firmanın 1 TL'lik özsermayesinin içinde bulunduğu dönemde yüzde kaç getiri elde ettiğini gösterir (Çetenak, 2012: 13). Firma ortaklarının işletmeye koymuş oldukları sermayenin her bir birimine karşılık gelen karlılığı ifade eder (Ross vd., 1990: 44). Özsermaye karlılığı aşağıdaki şekilde hesaplanır:

Özsermaye Karlılığı: Net Kar/Özsermaye

Özsermaye karlılığı oranı (Return on Equity-ROE), paydaşların firmaya kazandırdıklarına kaynaklara karşılık hangi ölçüde kar elde ettiklerini gösteren orandır. Pay senedi sahipleri, aktif karlılığından daha fazla firmaya tahsis ettikleri özsermaye karlılığıyla ilgilenirler. Burada ifade edilen karlılık dönemsel karlılıktır. Söz konusu sermaye nominal sermayedir. Nominal sermaye, eğer sermayenin bir bölümü ödenmemişse, ödenmiş ve ödenmemiş sermayenin toplamına eşit olacaktır. Dağıtılmamış karlar ve yedek akçeler nedeniyle özsermaye nominal sermayeden daha fazla çıkabilir (Aydın vd., 2015: 128).

Özsermaye karlılığı oranının en önemli dezavantajı, özsermayeyi oluşturan her bir kalemin anında paraya çevrilebilir olmamasından kaynaklanmaktadır. Ayrıca, bu kalemlerin her biri birer değer olsa dahi, gerçekte bazı kalemlerin satışı gerçekleşmemektedir. Özsermaye karlılığının kıstas alınması gereken durumlarda,

varlıkların nakde çevrilmiş değerlerini temel alarak bir oranlama yapılmalıdır. Özsermaye karlılığı oranının en önemli eksiklerinden birisi de, defter değerine göre hesaplanmasıdır. Özsermayenin piyasa değerini hesaplamak oranın daha faydalı olmasını sağlayabilmektedir (Sökmen, 2013: 50). Özsermaye karlılığının avantajlarının başında ise, basit bir kavram olması ve yatırılan tüm sermayenin getirisini ölçmesi gelmektedir. Ayrıca, zamanlama ve defter değeri açısından sermaye getirisinin vermiş olduğu bilgiler firmalar açısından çok önemlidir (Özsirkinti, 2014: 42).

Özsermaye karlılığı oranının yüksek çıkması işletmenin kaynaklarının verimli kullanıldığını gösterir ve bu sonuç, borç veren ile yatırımcı için olumludur. Çünkü yatırımcılar, 1 TL'lik yatırımlarına karşı daha çok kazanmış olurlar. Bundan dolayı oran, doğrudan hissedarları ilgilendiren bir orandır. Bu oranın düşük çıkması ise, borç verenler ve yatırımcı için negatif bir etki yaratır. Çünkü, koydukları sermaye karşılığında bir getiri elde edememişlerdir (İzci, 2016: 35).

2.3.1.4. Net Kar Marjı

Net kar marjı oranı (Net Profit Margin-NPM), satışların karlılığını ölçmede oldukça sık uygulanan bir orandır. Uygulamada üretim etkinliği, maliyet yapısı ve fiyatlamayla ilgili bilgi vermesi sebebiyle faaliyetlerin başarısının değerlendirilmesinde önemli bir performans ölçütü olarak çoğunlukla kullanılmaktadır (Ross vd., 2001: 43).

Net kar marjı oranı, satışların karlılığını ölçen önemli bir hesaplama yöntemidir. Bu yöntemle işletmenin her 1 TL'lik satışından ne ölçüde kar elde ettiği ölçülmektedir. Net kar marjı oranı aşağıdaki gibi hesaplanır (Van Horne ve Wachowicz, 1995:146).

Net Kar Marjı Oranı= Vergi Sonrası Kar/Net Satışlar

Net kar marjı oranı en temel haliyle firmanın her 1 liralık satışından elde edilen kar oranını göstermektedir. Net kar marjı oranının diğer karlılık oranlarında olduğu gibi yüksek olması beklenir. Ancak, bu oranda dikkat edilmesi gereken husus, net kar

marjının satışların devir hızına bağlı olarak sektörden sektöre değişmesidir (Çetenak, 2012:15).

2.3.1.5. Yatırılan Sermaye Getirisi

Temel olarak yatırılan sermaye getirisi (Return on Invested Capital-ROIC) kavramı, işletmenin herhangi bir bölümünün başarısını firmanın faaliyet karı ile yatırılan sermayeyi karşılaştırarak değerlendirmektedir. İşletmeler ROIC değerlerini satış gelirlerini ya da kar marjlarını arttırarak sağlayabilmektedirler (Ercan vd., 2003: 78).

Literatürdeki pekçok finansal hesaplamada defter değeri ve piyasa değeri karşılaştırıldığında piyasa değeri seçilmektedir. Piyasa değeri kullanılarak özkaynak ve borç için ağırlıklandırılmış sermaye maliyeti hesaplanmış olmaktadır. Yatırılan sermayenin ölçümünde ve yatırım karlılık oranında, özkaynaklar ve borçlar kullanılmaktadır. Yatırılan sermaye, aktif toplamından kısa vadeli borçlar ile nakdin çıkarılması veya sabit aktiflerle nakit olmayan çalışma sermayesinin toplanmasıyla hesaplanmaktadır. Yatırılan sermaye getirisi oranı aşağıdaki şekilde hesaplanmaktadır (Damodaran, 2007: 10).

$$\text{Yatırılan Sermaye Getirisi Oranı} = \frac{\text{Net Faaliyet Karı}_t \text{ (1- Vergi Oranı)}}{\text{Yatırılan Sermayenin Defter Değeri}_{t-1}}$$

Bu oranda ortaklar ve kredi verenlerden sağlanan fonlar aktiflerde yer aldığı için firmaya yatırılan tüm sermayenin getirisi dikkate alındığından, firmaların faaliyet geliri hesaplanırken faiz ve vergi öncesi kar tutarı dikkate alınmalıdır. Daha sonra bu tutar vergi oranı ile düzeltilmelidir (Damodaran, 2007: 8). Ayrıca, yatırılan sermayenin getirisi oranının firmaların sermaye maliyetinden büyük olması gerekir.

2.3.1.6. Kullanılan Sermaye Getirisi

Kullanılan sermaye getirisi oranı (Return on Capital Employed-ROCE), hem işletmenin karlılığını hem de kullanılan sermayenin ne kadar etkin kullanıldığını

gösterir. Bu oran sermaye maliyetinden yüksek olmalıdır, çünkü oran firmanın sermayesini verimli kullandığını gösterir. Aksi takdirde, sermayenin etkin kullanılmadığı söylenebilir. Bu oranın eksik olan tarafı, varlıklarının defter değerine karşı getiriyi ölçmesidir (İzci, 2016: 38).

Kullanılan sermayenin getirisi, önemli ticari kazanımların varlık ve borçlardan kaynaklandığını kanıtlamak için kullanılmaktadır. En basit şekilde ifade edilecek olursa ROCE'nin amacı, varlıklar için ne kadar kazanç ve yükümlülükler için ne kadar kayıp olduğunu ölçmektir. Kullanılan sermayenin getirisi aşağıdaki gibi ölçülmektedir (Vernimmen vd., 2005, s. 233).

$$\text{Kullanılan Sermaye Getirisi Oranı} = \frac{\text{VSFK}}{\text{Özsermaye}} = \frac{\text{VSFK}}{\text{Satışlar}} \times \frac{\text{Satışlar}}{\text{Özsermaye}}$$

Burada, VSFK vergi sonrası faaliyet karıdır.

2.3.1.7. Brüt Faaliyet Karı

İşletmelerin gelir tablosunda yer alan brüt faaliyet karı (Gross Operating Profit-GOP), finansal varlık dışında kalan toplam varlıkların brüt satış karına oranlanması ile elde edilmektedir. Buna göre brüt faaliyet karı aşağıdaki şekilde ifade edilmektedir (Sökmen, 2013: 52).

Brüt Faaliyet Karı= (Satışlar- Satılan Malın Maliyeti) / (Toplam Varlıklar- Finansal Varlıklar)

Deloof (2003), çalışma sermayesi yönetiminin karlılık üzerine etkisini incelediği çalışmasında performans ölçütü olarak brüt faaliyet karlılığın kullanılması gerektiğini vurgulamaktadır. Çünkü, brüt karlılık oranında sadece faaliyet karlılığını hesaplamak için finansal varlıklar toplam varlıklar içerisinde çıkarılmaktadır (Sökmen, 2013: 52).

2.3.2. Piyasa Değeri Kriterine Göre Performans ltleri

Piyasa değerine göre performans ölçütlerini; Fiyat/Kazanç Oranı ve Piyasa Değeri/Defter Değeri ve Tobins Q olarak sıralamak mümkündür.

2.3.2.1. Fiyat/Kazanç Oranı (P/E)

Fiyat/Kazanç oranı (Price/Earnings Ratio-P/E) firmanın pay senetlerinin piyasada kazancın kaç katına satıldığını göstermektedir. Bu oran firmanın pay başına gelir büyüme oranına ve riskine bağlıdır (Canbaş ve Vural, 2010: 27).

Pay senedinin borsa değerinin pay başına kara oranlanması yolu ile hesaplanan bu oranın düşme eğiliminde olması satın alım için uygun bir fırsat olduğunun, yükselme trendinde olması ise, pay senedi fiyatının fazla değer kazandığının habercisidir (Aydın vd., 2008: 56).

Yatırımcılar, getiri ve risk seçeneklerine göre getirilerini en yüksek seviyeye çıkarmak isterler. Yatırımcılar, gelirleri artırmak amacıyla çeşitli değer yatırım stratejilerini kullanmaktadırlar. Yatırımcılar açısından bir değer yatırım stratejisi olarak kullanılan fiyat/kazanç oranı, bir firmanın karının piyasa fiyatı ile kıyaslanması şeklinde hesaplanmaktadır (İçke ve Aytürk, 2011: 103). Bu oran çoğunlukla firmaya yatırım yapacak ve yapmış olan kişileri ilgilendirmektedir. Fiyat/kazanç oranı sıklıkla tercih edilmektedir, çünkü çok basit hesaplanmakta ve uzmanlarca tavsiye edilmektedir. Bu oran yatırımcılara pay senedinin fiyatının düşük veya yüksel olduğu hakkında bilgi vermektedir. Fiyat kazanç oranı aşağıdaki gibi hesaplanmaktadır (Ross vd., 1990:130):

$$F/K \text{ Oranı} = \frac{\text{Pay Senedi Piyasa Fiyatı}}{\text{Pay Başına Kazanç}}$$

F/K oranı yorumlanırken ülkelerin sektör ortalamasının dikkate alınması gerekmektedir. Bu oran iőletmeden beklenenlerin göstergesi olmaktadır. Yatırımcıların beklentileri yüksek F/K oranından yanadır, çünkü bu durum firmanın pay senetlerinin düşük riske sahip olduğunun göstergesidir. Düşük F/K oranına sahip

olan pay senetlerinden meydana gelen portföylerin, yüksek F/K oranına sahip olan pay senetlerine oranla daha yüksek getiri sağlamasına, F/K oranı etkisi denilmektedir. F/K oranı etkisinin varlığı zayıf formda bir piyasa anomalisidir (İçke ve Aytürk, 2011: 104).

İşletme tüm kar paylarını dağıttığında ve finansal pazarlarla sektörel pazarlar dengede olduğunda, F/K oranının tersi olan, pay başına kazanç /pay senedi ortaklarca beklenen kar payı getiri oranını ifade eder (Canbaş ve Doğukanlı, 2007: 490). Bu oran daha çok firmaya yatırım yapmak isteyen yatırımcılar tarafından kullanılmaktadır. Bu performans ölçütünün en büyük eksikliği nakit akışlarını dikkate almayarak sadece kara odaklanmasıdır. Bunun yanında manipülasyona açık bir durumun varlığı yönetimin eksikliği olarak görülmektedir.

2.3.2.2. Piyasa Değeri/Defter Değeri

Yatırımcılar, fon yöneticileri ve yatırım danışmanları tarafından firmanın piyasa değeriyle defter değerini karşılaştırmak maksadıyla kullanılan değer ölçüm aracı, piyasa değeri/defter değeri oranı (Market Value/Book Value-MV/BV) olarak tanımlanmaktadır. Bu oran, çoğunlukla firmanın net varlıklarına karşılık yatırımcıların hangi miktarda ödeme yapabileceklerini göstermektedir (Marangu ve Jagongo, 2014: 51).

Defter değeri dolaşımda bulunan pay senetlerinin nominal değerini göstermektedir. Pratik olarak ise, işletmenin özsermaye tutarının pay senedi sayısına bölünmesiyle bulunabilir (Büker vd.,2011: 109). F/K oranından sonra yatırımcıların en çok talep gösterdikleri orandır. MV/BV, pay senedinin piyasa değerini özsermayeye oranlanması ile bulunan değer olarak tanımlanabilir. MV oranı aşağıdaki şekilde formüle edilmektedir (Ceylan ve Korkmaz, 2012, s.73).

$$\text{Piyasa Değeri/Defter Değeri} = \frac{\text{Pay Senedinin Piyasa Değeri}}{\text{Pay Senedinin Defter Değeri}}$$

Bu oran, işletmenin borsa değerinin özsermayesinin kaç katı olduğunu göstermektedir. Oranın yüksek olması pay senedinin fazla değer kazandığı anlamı taşır (Aydın vd., 2015: 56). Genellikle yatırımcıların beledikleri yüksek gelir oranının gerçekleşmesi durumunda bu oran da büyük olacaktır. Uygulamada muhasebe ve stok değerlendirme farklarından dolayı defter değeri genellikle piyasa değerinin altında kalmakta ve gerçeği göstermemektedir. Bu nedenle bu değere göre değerlendirmede birtakım yanlışlıkların olması muhtemeldir (Büker vd., 2011: 109).

2.3.2.3. Tobin's Q

Tobin's Q, literatürde firmanın büyüme göstergesi olarak kabul edilen ve işletme performans ölçütü olarak kullanılan bir orandır (Canbaş vd., 2005: 38). Tobin's Q oranı ilk kez 1968 senesinde James Tobin ve William Brainard tarafından daha sonraki yıllarda sırasıyla Linderberg ve Ross (1981), Lewellen ve Badrinath (1997) ve Chung ve Pruitt (1994) tarafından yeniden hesaplanmıştır (Alparslan ve Aygün, 2013: 441). Tobin's Q oranı aşağıdaki şekilde hesaplanmaktadır (Bertinetti, 2016: 7):

$$\text{Tobin's Q} = \frac{\text{Toplam Borç} + \text{Özsermayenin Piyasa Değeri}}{\text{Toplam Varlıklar}}$$

Tobin's Q oranının 1'in altında olmasını, yatırımın marjinal getirisinin sermaye maliyetinden daha az olduğu şeklinde yorumlamak mümkündür. Bir firmanın yatırım fırsatlarının getirisi sermaye maliyetine eşitse, Tobin's Q oranının da 1'e eşit olması beklenir. Tobin's Q oranının 1'in üstünde olması ise, firmanın aktiflerini iyi bir şekilde değerlendirdiğini göstermektedir. Bu oranın yüksek olması, diğer yandan yatırımcılara firmanın rekabet gücü ve büyüme fırsatları hakkında olumlu ipuçları verir (Canbaş vd., 2005: 38).

Tobin's Q, riske göre ayarlanmış ileriye dönük muhasebe uygulamalarındaki değişikliklere daha az duyarlı olup (Panaretou, 2014: 1164), muhasebe ölçümleri ve pay senedi getirileri gibi diğer performans ölçümlerinin tam tersine, yönetsel manipülasyonlardan uzak ve yatırımcıların gelecekle ilgili beklentilerini yansıtan bir orandır (Hoyt ve Liebenberg, 2011: 801).

Tobin's Q oranı, firmalar açısından finansal kararlar almada önemli bir gösterge olmaktadır. Tobin's Q oranının firma kararları açısından önemi aşağıda sıralanmıştır (Canbaş vd., 2004: 70);

- Tobin's Q oranından firmaların kar dağıtım kararlarının pay senedi değerine etkisi konusunda da yararlanılmaktadır.
- Ortak girişimlerin pay senedi üzerindeki etkisini ölçmek amacıyla Tobin's Q oranı kullanılabilir.
- Tobin's Q oranından işletme performans ölçütü olarak istifade edilmektedir.
- Birleşme ve satın almalarda Tobin's Q performans ölçütü olarak kullanılmaktadır.

2.3.3. Ekonomik Kriterlere Göre Performans Ölçütleri (Değer Temelli Performans Ölçütleri)

Ekonomik kriterlere göre performans ölçümünün çıkış nedeni, geleneksel ölçümlerin şirketin performansını yanlış değerlendirmesidir. Çünkü sermayenin maliyeti dikkate alınmadığından yaratılan değer eksik veya yanlış ölçülmektedir. Ancak, ekonomik kriterlere göre yapılan ölçümler, işletmenin kaynaklarını doğru tahsis etmesine, yatırım kararına odaklanmasına ve sermaye maliyetleri hakkında bilgilenmesine olanak sağladığı için daha doğru olmaktadır (Hacıüstemoğlu vd., 2002: 5).

Muhasebe kriterlerine göre performans ölçütlerinin en önemli eksikliği, risk faktörünü dikkate almamalarıdır. Ekonomik kriterlere göre performans ölçütleri, getirileri sermaye maliyetiyle karşılaştırılabildiği için değer yaratmada daha etkindir. Ekonomik araçlarda, yatırımcılar tarafından gerekli görülen getiri faktörleri elde edildiğinden beri, en iyi sonuçlar verilmeye başlanmıştır (Vernimmen vd., 2005: 363).

Ekonomik kriterlere göre performans ölçütleri; piyasa katma değeri, net bugünkü değer, ekonomik katma değer ve yatırımın nakit akım karlılığı olarak dört başlıkta aşağıda ayrıntılı bir şekilde incelenmiştir.

2.3.3.1. Net Bugünkü Değer (NPV)

Bir yatırımın net bugünkü değeri (Net Present Value-NPV), yatırımın ekonomik ömrü boyunca sağlayacağı nakit akışının belirlenen iskonto oranı üzerinden indirgenmiş halidir (Akgüç, 2011: 354). Başka bir ifadeyle NPV, herhangi bir yatırım projesinin ekonomik ömrü süresince getireceği nakit akışının bir iskonto oranıyla bugüne indirgenmesi ile ulaşılan değerdir (Van Horne ve Wachowicz, 1995: 338).

NPV yöntemi, net nakit girişlerinin bugünkü değerleri ile net nakit çıkışları arasındaki farkın belirlenmesine ve farkın sıfırdan büyük olması halinde değer yaratılacağını savunan bir yöntemdir (Berk, 2015: 128). NPV yöntemi, finansal yönetimin temel amaçlarına doğrudan vurgu yapması bakımından iyi bir yöntemdir. NPV, projenin hissedar refahına ne kadar katkıda bulunduğunu göstererek, hissedar getirisini maksimize etmeyi amaçlamaktadır. NPV arttıkça projenin değeri artmakta, bu değer artışı daha yüksek pay senedi fiyatı anlamına gelmektedir (Brigham ve Houston, 2014: 371). NPV'si büyük olan projeler, firmalara katma değer katarlar. Katılan değer, firmanın piyasa fiyatına yansiyarak, pay senetlerinin değerini artırmakta, böylelikle hissedar değeri artmaktadır (Okka, 2010: 290). NPV aşağıdaki şekilde hesaplanmaktadır (Brigham ve Houston, 2014: 371):

$$NPV = \sum_{t=1}^n \frac{CF_t}{(1+r)^t}$$

Burada, CF_t , t zamanında beklenen nakit akışını, r riske uyarlanmış sermaye maliyeti ve n ise, ekonomik ömrü göstermektedir. NPV değeri hesaplanan projenin hayata geçmesi için, sonucun sıfır veya sıfırdan büyük olması gerekir (Çetenak, 2012: 24). Ayrıca, firmanın sermaye maliyetinin, nakit akışlarının indirgeneceği iskonto oranından daha büyük olması gerekmektedir. Yatırımda kullanılacak olan iskonto

oranı hesaplanırken firmalar aşağıdaki faktörleri göz önünde bulundurmaktadırlar (Akgüç, 2011: 357);

- Firmanın sermaye maliyeti,
- Sermayenin fırsat maliyeti,
- Benzer yatırımdaki karlılık oranı,
- Yatırımın taşıdığı risk,
- İşletmenin ortalama genel karlılık oranı,
- İşletme ortaklarının yatırımdan beledikleri minimum kar oranı.

Firma performansı ile ilgili bütün bilgiyi kapsayan bir ölçüt olması nedeniyle NPV yöntemi, en iyi değerlendirme yöntemlerinden birisi olarak kabul edilebilir ve bu yöntem sayesinde işletme hakkında uzun dönemli bilgi edinilebilir (Çetenak, 2012:24). Bu yüzden çok tercih edilen bir yöntemdir. Ancak, net bugünkü değer hesaplanırken iskonto oranının belirleyici olması bu oranın dezavantajlı yönüdür. Diğer dezavantajları şu şekilde sıralanabilir (www.spl.com.tr):

- Net bugünkü değer 0 olduğu noktada karında 0 olduğu anlamına gelmez. Bir proje asgari maliyeti karşılıyor ve kaynakların atıl kalmasını önüyor ise kabul edilebilir.
- Net bugünkü değer yatırıma aktarılan fonların büyüklüğünü karşılaştırma amacıyla dikkate alınmamalı çünkü maliyeti düşük olup karlılık oranı yüksek olan proje seçilir.

Net bugünkü değer yöntemi, yatırımların belirli bir iskonto oranı üzerinden bugünkü değerini en yüksek seviyeye çıkarma amacını taşımaktadır. Önceden saptanmış belirli bir iskonto oranı üzerinden net bugünkü değer maksimum kılınması çoğu zaman en karlı yatırımın seçilebileceği anlamına gelmez. Yatırımın tutarları arasında büyük fark olan durumlarda yatırım tutarı büyük olan seçeneğin çoğu zaman karlılığı, yatırım tutarı küçük olan seçeneğe göre daha düşük olmasına rağmen tercihle öncelik kazanması söz konusu olabilir (Aşıkoğlu vd., 2011: 309).

Bu yöntemde benzer büyüklükteki bağımsız projelerden net bugünkü değeri büyük olanlar sırayla öncelikle kabul edilir. Bağdaşmaz projelerde en yüksek net bugünkü

değere sahip olan olan seçenek kabul edilir, diğerleri elimine edilir. Birden fazla proje kıyaslanacaksa, bu projelerin eşit ekonomik ömürleri olması gerekir. Yoksa bu projelerin ekonomik ömürlerinin en küçük ortak katı alınarak bunların gelecekte aynı şekilde tekrarlayacağı kabul edilir ve eşit ekonomik ömür üzerinden projeler kıyaslanarak seçim yapılır (Okka, 2009: 290).

2.3.3.2. Ekonomik Katma Değer

Geleneksel finansal performans ölçümlerinin sermaye maliyetini önemsememesi, hatalı finansal kararların verilmesine neden olabilmektedir. Bu sakıncayı giderebilmek için sermaye maliyetini dikkate alan, vergi sonrası net faaliyet karı ile bu karın sağlanabilmesi için katlanılan ağırlıklı ortalama sermaye maliyetine bağlı olarak hesaplanan ölçüm ekonomik katma değer (Economic Value Added-EVA)'dir (Öztürk, 2004: 351). Danışmanlık şirketi, Stern Stewart & Co. tarafından geliştirilen EVA, kazançların elde edilmesi amacıyla kullanılan sermaye maliyetinin faaliyet karlılığından daha az olduğunu göstermektedir (Holler, 2009: 34).

1990'lı yıllardan sonrasında hızla sayıları yükselen modern değer tabanlı performans ölçümleri arasında en çok kabul görmüş EVA, artık getiri kavramına dayanmaktadır. Bu, yatırımcıların yeterli miktarda bir getiri sağlamaları için firmanın elde ettiği getirinin, katlanılan riski karşılayacak kadar büyük olması anlamını taşımaktadır. Eğer bir firmanın faaliyet getirisi katlanılan risk için talep edilen getiriye eşitse, firmanın artık getirisi sıfır olmaktadır (Ertuğrul, 2009: 33).

Ekonomik katma değer kavramı, bir firmanın değer yaratmak için yatırmış olduğu sermayenin getirisinin sermayenin maliyetinden daha büyük olması gerektiğini ifade etmenin bir başka yoludur (Vernimmen vd., 2005: 354). EVA, en temel tanımı ile bir işletmenin yatırımları üstünden oluşturduğu vergi sonrası nakit akımı ile işletmede kullanılan sermayeye yüklenen maliyet arasındaki farktır (Ehrbar, 1999: 20). Yapılacak olan yatırımın gerçek karlılığı ölçmek amacıyla bu yöntemle başvurulduğundan dolayı, ekonomik kar modeli olarak da bilinmektedir. EVA'nın yenilikçi yönü, gelir düzeyinin oluşturduğu değeri tanımlamaktadır. Bir performans ölçüm sistemi olarak EVA, diğer performans ölçütlerinden farklı olarak sermaye maliyetini de hesaba almaktadır. Ekonomik katma değer hesapları mali işlemlerle

ilgilenmemektedir. Önemli olan yatırım sonucunda değer kazanıp kazanılmayacağını anlamaktır. EVA aşağıdaki gibi hesaplanmaktadır (Ercan ve Ban, 2010: 351):

Ekonomik Katma Değer = Yatırılan Sermaye X (ROIC - WACC)

Burada;

ROIC: Yatırılan Sermayenin Getirisi (Return on Invested Capital)

WACC: Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti (Weighted Average Cost of Capital)

EVA'nın sağladığı faydalar aşağıdaki gibi sıralanabilir (Hacırüstemoğlu vd., 2002: 9)

;

- Yüksek pazar fiyatı için öngörü sağlar,
- Hissedarların daha çok kar etmesini sağlar,
- Faaliyet bütçeleme, sermaye bütçeleme ve devralmadan stratejik planlamaya kadar her türlü karara yol gösteren ortak finansal yönetimin temelini oluşturur,
- Herkesin anlayabileceği bir yöntemdir,
- Yöneticileri şirket sahibi gibi davranmaya zorlar,
- Firmanın başarı ve amaçlarını yatırımcılara anlatmanın bir yoludur,
- Yatırımcıların yüksek performans potansiyeli olan işletmeleri belirlemelerinin bir yoludur,
- Bütün çalışanları motive eder ve iç denetimi sağlar.

Yatırımcılar EVA değeri artan, buna karşılık pazar katma değeri (MVA) artmamış pay senetlerini seçerler. Çünkü bu pay senetleri, borsada primli işlem görme potansiyeli taşımaktadır (Uyar, 2001: 266).

2.3.3.3. Piyasa Katma Değeri

ABD'de kurulan danışmanlık ve yönetim şirketi olan Stern Stewart & Co. tarafından geliştirilen uzun vadeli bir performans ölçümü olan piyasa katma değerinde (Market Value Added-MVA) temel hedef, firmanın belirli bir sermaye ile hangi ölçüde değer meydana getirdiğinin belirlenmesidir. Firmanın piyasa değeri, tek başına ortaya çıkarılan değeri yansıtmaz. Piyasa değeri, firma değerini ortaya koyar. Yaratılan

değeri belirlemede, piyasa değeriyle birlikte piyasa değerine ulaşmak için ayrıca firmaya sağlanan sermayenin de kullanılması gerekmektedir (Ertuğrul, 2009: 31).

MVA, oluşturulan katma değerın işletmenin piyasa değerine yansıdığıın bir göstergesidir. Piyasa katma değeri, ekonomik karlılıkla yakından bağlantılıdır. Piyasa katma değeri, firmanın sahibi olduğu toplam kaynaklara bir prim ilavesi gerçekleştirip gerçekleştirmediğini ölçer. Steward'a göre piyasa katma değeri, geçmişe dönük firma performansının değerlendirilmesine ve geleceğe dönük olarak firma performansının tahminine imkan sağladığı için, bir ölçü oluşturur (Steward, 1990: 153). Yani piyasa katma değeri, hissedarların kattıklarına işletmenin ne kadar artı bir değer kazandırdığını veya ne kadar kazandıramadığını gösteren bir orandır. MVA'nın düşük olması, işletmenin yönetiminin sermayesinden verimli yararlanmadığını gösterebilir ancak, düşük piyasa katma değeri oranı iç etkenlere bağlı olduğu kadar dış etkenlere de bağlı olabilir. Bu durum, pay senedinin fiyatının düşmesi sonucunda piyasa katma değerinin düşük çıkması gibi geçici bir durumdan da kaynaklanabilir (Bayraktaroğlu ve Ünlü, 2008: 295).

Piyasa katma değeri, kendilerinin inisiyatiflerine bırakılan kaynakları yönetmekle sorumlu olan yöneticilerin bu kaynaklarla nasıl bir performans ortaya koyduklarını göstermektedir. Pozitif piyasa katma değeri, yaratılan değeri ifade eder. Aksine negatif piyasa katma değeri ise, değer kaybını ifade etmektedir (Arnold, 2005: 204).

MVA, genellikle firmanın piyasa değeriyle firmaya yatırılan sermaye arasındaki fark olarak ifade edilmektedir. Sadece halka açık ve pay senetlerinin piyasa fiyatı belirli olan firmalarda hesaplanabilmektedir. MVA, firmanın toplam değeri ile firmaya yatırılan sermaye arasındaki farkın artırılması halinde, hissedar servetlerinin maksimum olacağı görüşüne dayanmakta ve aşağıdaki şekilde hesaplanmaktadır (Öztürk, 2004: 356):

MVA = Toplam değer – Yatırılan toplam sermaye

Toplam değer = (Pay senedi sayısı * Pay senedi fiyatı) + (Borçların piyasa değeri)

2.3.3.4. Yatırımın Nakit Akım Karlılığı

HOLT Value Associates danışmanlık firmasının geliştirdiği yatırımın nakit akım karlılığı (Cash Flow Return on Investment-CFROI), performans ölçümünde kullanılan bir orandır. Temelde CFROI, iç verim oranının geliştirilmiş bir versiyonudur (Venantzi, 2012: 24). Yatırımın nakit akım karlılığı, orijinal versiyonuyla şirketin mevcut yatırımlarının iç karlılık oranına tekabül etmektedir. Fakat iki önemli yönüyle iç karlılık oranından ayrılmaktadır (Vernimmen vd., 2005: 357). Bunlar:

- İç karlılık oranı, gelecekte artan nakit akışlarına dayanmaktadır, fakat CFROI gerçekleşmiş ve henüz ortaya çıkmamış olan nakit akışlarının her ikisini de kullanarak varlıkları yeniden yapılandırır.
- İç karlılık oranı vergi sonrası nakit akımlarının zamanla sabit tutulduğunu kabul etmez.

CFROI oranı aşağıdaki gibi hesaplanır (Damadoran, 2007: 61):

$$\text{CFROI} = \frac{\text{Brüt Nakit Akışı}}{\text{Brüt Yatırım}}$$

2.4. KURUMSAL YÖNETİM VE FİRMA PERFORMANSI ARASINDAKİ İLİŞKİ

Kurumsal yönetim, genel olarak firmaların etkinliklerini, performanslarını ve verimliliklerinin en üst seviyeye ulaşmasına katkıda bulunan mekanizmalar bütünüdür. Bununla beraber, firmaların faaliyetleri ile ilgili kararlarında göz önünde tutmaları gerekli olan kuralları ve düzenlemeleri ayrıntılı bir biçimde açıklayan ve hissedarların sorumluluklarını ve haklarını ortaya koyan bir kontrol sistemi ve yönetim biçimi olarak da ifade edilmektedir (Akdoğan ve Acar Boyacıoğlu, 2010: 12). Bu bağlamda, yönetim kurulu, verimliliğin en üst seviyede olmasını ve tüm paydaşlar arasında çıkar çatışmasından uzak, temsil, karar alma ve yürütme fonksiyonlarını bağımsız olarak yerine getirmesini sağlayacak biçimde oluşturulur. Yönetim kurulu üyelerinin beceri, deneyim ve kabiliyet seviyeleri ile bağımsızlık derecesi, yönetim kurulunun başarısını ve

performans seviyesini etkilemekte ve firmanın amaçlarına ulaşmadaki başarısını doğrudan belirlemektedir (SPK, 2005: 24).

Kurumsal yönetim, firma performansının sürdürülebilirliğinin garantisidir. Bu söylemin perde arkasındaki sebep, kurumsal yönetim ilkelerinde ve kurumsal yönetimin tanımında yatmaktadır. Kurumsal yönetim, firma yönetiminin ve denetiminin hesap verebilir, şeffaf, sorumlu, adil ve güvenilir olmasını içerir. Bütün bu ilkelerin uygulanması, esasında firmaların performanslarının sürekliliğinin sağlanmasının en temel şartlarıdır. Zira, bu ilkelerin uygulanması ile beraber elde edilen finansal başarı sürdürülebilir değer oluşturmanın bir göstergesidir. Bu sebeple, kurumsal yönetim aynı zamanda firma değerinin maksimize edilmesini amaçlayan, başka bir deyişle firmaya değer katmayı hedefleyen bir yönetim anlayışı ve biçimidir (Aras, 2006: 1-2).

2.5. Literatür İncelemesi

Çalışmanın bu bölümünde, kurumsal yönetim ve firma performansı ile ilgili olarak uluslararası ve ulusal alanda yapılmış olan çalışmalar incelenecektir.

2.5.1. Uluslararası Literatür

Demsetz ve Lehn (1985), ABD’de faaliyet gösteren 511 firmanın sahiplik yapıları incelemiştir. Kurulan modelde firmanın kurumsal bir yatırımcı tarafından yönetilip yönetilmemesi, karlılık oranının devamlılığı ve firma büyüklüğü gibi değişkenler kullanılmıştır. Firmaların sahiplik yapısı çeşitliliğinin firma performansı üzerinde sistematik bir etkisinin olduğu sonucuna ulaşmışlardır. Başka bir ifade ile, sermaye yapısı ile firma performansı arasında dolaylı bir ilişki bulunmuştur.

Kang ve Shivdasani (1995), Japonya Menkul Kıymetler Borsası’nda finansal kuruluşlar hariç 270 adet firmanın verileri kullanılarak, kurumsal yönetim uygulama düzeyi ile finansal performans arasında bir ilişki olup olmadığını araştırmışlardır. Bağımlı değişken olarak; aktif karlılığı, özsermaye karlılığı, pay senedi getirilerini ve piyasa değerleri alınmıştır. Lojistik regresyon analizi yönteminin kullanıldığı araştırmada kurumsal yönetim uygulamalarının finansal performansı pozitif yönde etkilediği sonucuna varılmıştır.

Bianco ve Casaova (1999), çalışmalarında 1992–1997 yılları arasında İtalya Merkez Bankası veri tabanına dayanan ve en az 50 kişi çalıştıran 650 imalat firmasını incelemişlerdir. Firmaların mülkiyet yapısının finansal performansa etkisinin araştırıldığı çalışmada bağımlı değişken olarak özsermaye karlılığı alınmıştır. Yapılan regresyon analizinde mülkiyetin sahiplikten ayrılmasının finansal performansa etkisi tespit edilememiştir.

Feng ve Wang (2000), araştırmalarında beş Tayvan havayolu firmasının ulaştırma ve finansal göstergelerini içeren toplam 22 adet değişken kullanmışlardır. Çalışmada Topsis yöntemini uygulamışlardır. Araştırmadan elde edilen bulgulara göre, firmaların performanslarının değerlendirilmesinde finansal göstergelerin daha etkili olduğu sonucuna varılmıştır.

Black vd. (2003), 2001 yılının ilk çeyreğinde Kore Menkul Kıymetler Borsası'nın uyguladığı anketin verilerinden yararlanarak bir kurumsal yönetim endeksi oluşturmuşlardır. Söz konusu endeks; bağımsız yönetim, hissedar hakları, kurumsal yönetim ve yönetim kurulu üyeleri, yönetim kurulu, kamuyu aydınlatma ve mülkiyet eşitliği ve denetim komitesi olmak üzere altı yan endeksten oluşmaktadır. Regresyon analizi sonuçlarına göre, kurumsal yönetim endeksinde oluşan 10 puanlık bir artışın, Tobin's Q değerinde %5'lik bir artışa neden olduğu tespit edilmiştir. Yine, endekste ortaya çıkan 10 puanlık artışın piyasa değeri/defter değeri oranında ise, %14'lük bir artış sağladığı görülmüştür.

Kiel ve Nicholson (2003), çalışmalarında Avusturalya'daki en büyük halka açık 348 firmanın kurumsal yönetim notu ile firma performansı arasında pozitif yönlü bir ilişki olduğunu tespit etmişlerdir. Araştırmada Tobin's Q ve piyasa değeri/ defter değeri kullanılmış olup, yönetim kurulu ilkelerinde sonuçların finansal performansı pozitif yönde etkilediği gözlemlenmiştir.

Gompers vd. (2003), ABD'deki firmaların ele geçirmelere karşı aldıkları önlemlere istinaden 1500 firma üzerinde çalışmışlardır. Çalışmada oluşturdukları 24 adet kurumsal yönetim kriteri üzerinden kurumsal yönetim endeksi oluşturulmuş ve kurumsal yönetimin firma performansına ve piyasa değerine etkisi araştırılmıştır. Bağımlı değişken olarak; pay senedi getirisi ve Tobin's Q oranı kullanılmıştır. Elde edilen sonuçlar değerlendirildiğinde, kurumsal yönetim kalitesi düşük firmalardan kurumsal yönetim kalitesi yüksek firmalara yönelen yatırımcıların yılda %8,5

düzeyinde daha fazla getiri elde ettikleri bulgusuna ulaşılmıştır. Bununla beraber, hissedar hakları güçlü firmalarda düşük sermaye maliyeti, yüksek firma değeri, yüksek satış ve yüksek karlılık olduğu gözlenmiştir.

Oslo Menkul Kıymetler Borsası'nın incelendiği Bohren ve Odegaard (2004) tarafından yapılan çalışmada, kurumsal yönetimin ekonomik performans üzerinde etkili olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Ayrıca, yönetici sahipliğinin performansla ilişkisi olduğu belirtilmiştir. Buna ilaveten, dışarıdan sahiplik arttıkça piyasa değerinin düştüğü ve doğrudan sahipliğin dolaylı sahipliğe nazaran daha önemli olduğu sonucuna varılmıştır. Yine, firma performansındaki düşüşün nedenlerinin; kar payı dağıtımı, borç/özsermaye oranı, yönetim kurulu üye sayısı ve söz sahibi olmayan hissedarların oranı yükselmesi olduğunu vurgulanmıştır.

Bauer vd. (2004), Avrupa FTSE Euro Top 300 Endeksi kapsamında işlem gören firmalarda yaptıkları araştırmada, kurumsal yönetim ile firma performansı ve pay senedi getirisi arasında bir ilişkinin olup olmadığını incelemişlerdir. Bağımlı değişken olarak pay senedi getirisi alınmıştır. Regresyon analizi sonucunda, kurumsal yönetim ile pay senedi getirisi arasında pozitif bir ilişki olduğu tespit edilmiştir.

Drobetz vd. (2004), Almanya'da faaliyet gösteren firmalar üzerinde yaptıkları çalışmada, kurumsal yönetim yapıları ile beklenen pay getirileri arasında bir ilişki bulunup bulunmadığını araştırmışlardır. Ulaşılan sonuçlar incelendiğinde, firma değeri ile kurumsal yönetim notu arasında pozitif bir ilişki olduğu görülmektedir. Araştırmada yüksek kurumsal yönetim puanına sahip firmaların payları satın alınmıştır. Buna karşın, düşük kurumsal yönetim puanına sahip firmaların payları satılmış ve böylece bir yatırım stratejisi oluşturulmuştur. Bu stratejiyle yatırım yapmanın %12 oranında anormal bir getiri sağladığı görülmüştür.

Kalogeras vd. (2005), Yunanistan'da gıda firmaları üzerinde yaptıkları araştırmada 12 gıda üretim ve sekiz gıda dağıtım firmasının 1993-1998 dönemine ait finansal performans verilerini kullanmışlardır. Firmaların performansları karlılık, yeterlilik ve yönetsel değişkenler ele alınarak incelenmiştir.

Durnev ve Kim (2005), aralarında Türkiye'nin de bulunduğu gelişmiş ya da gelişmekte olan 27 ülkede yaptıkları araştırmada 859 firmanın verilerinden yararlanmışlardır. Araştırmada bağımlı değişken olarak, CLSA kurumsal yönetim endeksi ve S&P tarafından geliştirilen endekslerden yararlanmışlardır. Bağımsız değişken olarak ise, firma performansı göstergesi olan Tobin's Q değeri kullanılmıştır. Regresyon analizi sonuçlarına göre, şeffaflık ve kamuya açıklama kalitesini yükselten firmalar ile firma değeri arasında pozitif yönlü ilişki saptanmıştır.

Kim & Yoon (2007), Kore'deki firmalar üzerinde yaptıkları çalışmalarında kurumsal yönetim ile firma performansı arasında bir ilişkinin söz konusu olup olmadığını araştırmışlardır. Sonuç olarak, firmalarda bağımsız yönetim kurullarının oluşturulması ile karlılık arasında pozitif bir ilişki olduğunu tespit etmişlerdir. Kurumsal yönetim uygulamalarının, yönetim ve dış hissedarlar ile bağımsız yönetim kurulu arasında ortaya çıkabilecek anlaşmazlıkları azalttığı ve karlılığı pozitif yönde etkilediği görülmüştür. Denetleme komitelerinin gönüllü olarak uygulandığı firmalarda dış yatırımcıların, hissedarların ve azınlıkların artan faaliyetleri ve sahiplenilmelerinin karlılığı olumlu bir şekilde etkilediğine de özellikle vurgu yapılmıştır. Özetle çalışmada, kurumsal yönetim uygulamalarının firma performansı üzerinde pozitif etkisinin olduğu sonucuna varılmıştır.

Nittayagasetwat ve Nittayagasetwat (2007), Tayland'da yeterli kurumsal yönetim derecesinin ilan edilmesi ile pay sendi getirisi arasındaki ilişkiyi ölçtükleri araştırmalarında olay çalışması yöntemini kullanmışlardır. Çalışma sonucunda, yüksek kurumsal yönetim derecelendirme notunun ilanı ile pay senedi getirisi arasında bir ilişkinin olmadığını tespit etmişlerdir.

Abbasi vd. (2008), kurumsal yönetim ve karlılık arasındaki ilişkiyi ölçmek amacıyla bir İran bankasını incelemişlerdir. Karlılık açısından en iyi durumun belirlenmesi için Topsis yöntemini kullanmışlardır. Sonuç olarak, cari hesabın en iyi hesap olduğuna vurgu yapılmıştır. İkinci sırada ise altı aylık vadeli mevduat hesabının karlı olduğunu belirtmişlerdir.

Brown ve Caylor (2009), Sri Lanka Kolomba Borsası'nda işlem gören 100 firmanın verilerini kullandıkları araştırmalarında yönetim kurulu büyüklüğü ile finansal

performans arasındaki ilişkiyi incelemiştir. Bağımsız değişken olarak, yönetim kurulu büyüklüğü ve CEO ikiliği kullanılmıştır. Bağımlı değişken olarak ise, pay başına kazanç, aktif karlılığı ve özsermaye karlılığı alınmıştır. Panel veri regresyon analizi sonuçlarına göre, genel müdürün aynı zamanda yönetim kurulu üyesi olması firma performansını negatif yönde etkilemektedir.

Guest (2009), çalışmasında 1981-2002 yılları arasında İngiltere’de faaliyet gösteren 2.746 halka açık işletmenin verilerini kullanmıştır. Bağımsız değişken olarak, yönetim kurulu büyüklüğü, bağımlı değişken olarak ise, öz sermaye karlılığı ve Tobin’s Q değerleri alınmıştır. Analiz sonuçlarına göre, yönetim kurulu büyüklüğünün firma performansını negatif etkilediği ortaya çıkmıştır. Yönetim kurulunun büyümesinin etkili iletişimi zorlaştırdığı ve karar alma mekanizmasına olumsuz etkide bulunduğu sonucuna varılmıştır.

Ehikioya (2009), 1998-2002 yılları arasında Nijerya Borsası’nda işlem gören 107 firmanın verilerinden yararlanarak kurumsal yönetimin finansal performansa etkisini araştırmıştır. Bağımsız değişken olarak; mülkiyet yoğunlaşması, yönetim kurulu yapısı, genel müdürün aynı zamanda yönetim kurulu üyesi olması (ikilik) ve yönetim kurulundaki aileden oluşan üye sayılarını kullanmıştır. Bağımsız değişken olarak ise, firma performansı göstergesi olan Tobin’s Q değerinden yararlanmıştır. Panel veri regresyon analizi sonuçlarına göre, mülkiyet yoğunlaşmasının, firma performansı üzerinde pozitif yönlü bir etkisinin olduğu bulgusuna ulaşılmıştır. Ayrıca, genel müdürün aynı zamanda yönetim kurulu üyesi olmasının (ikilik) ve yönetim kurulunda aileden gelen üye sayısının fazla olmasının firma performansı ile negatif yönlü bir ilişkiye sahip olduğu da rapor edilmiştir.

Berthelot vd. (2010), 2002 -2005 yılları arasında Kanada Borsası’nda işlem gören 289 firmanın kurumsal yönetim notu ile firma performansı ve temettü ödemeleri arasındaki ilişkiyi incelemiştir. Bağımlı değişken olarak, Tobin’s Q oranı ve pay senedi getirisi alınmıştır. Panel veri regresyon analizi sonuçlarına göre, kurumsal yönetimin firma performansı ve pay senedi getirisi ile pozitif yönlü bir ilişki de olduğu tespit edilmiştir.

Reddy vd. (2010), Yeni Zelanda Menkul Kıymetler Borsası NZX50 Endeksi’nde, 1999 ile 2007 yılları arasında kesintisiz işlem gören firmaların ticari kuruluşlar için yayımlanan dokuz üst düzey ilkeye uyumları ile finansal performansları arasındaki

ilişkiyi incelemiştir. Bağımlı değişken olarak, özsermaye karlılığı, Tobin's Q değeri ve piyasa değeri/defter değeri oranı kullanılmıştır. Panel veri regresyon analizi sonuçlarına göre, pozitif yönlü ilişki tespit edilmiştir.

Schauten vd. (2011), 17 Avrupa ülkesinde faaliyet gösteren büyük firmaların kurumsal yönetim anlayışının niteliği ile tuttukları aşırı nakit değerler arasında anlamlı bir ilişki olup olmadığını incelemiştir. Çalışmanın örneklemini Avrupa'nın en büyük 300 firması oluşturmaktadır. Söz konusu firmaların verileri 2000 – 2007 dönemini kapsamaktadır. Hissedar hakları, yönetim açıklamaları ve ele geçirmeleri önleyici tedbirler gibi kurumsal yönetimin kalitesini etkileyen unsurlardan faydalanılmıştır. Araştırmadan elde edilen sonuçlara göre, sadece ele geçirmeyi önleyici tedbirler göz önünde bulundurulduğunda, firmaların kurumsal yönetim anlayışlarının niteliği ile elde bulunan aşırı nakit değer arasında pozitif yönde bir ilişkinin olduğu tespit edilmiştir. Buna ek olarak, hissedar hakları, yönetim ve açıklamalar gibi değişkenler ile ölçülen kurumsal yönetim değerinin firmaların elinde bulunan aşırı nakit değer ile herhangi bir ilişkisinin olmadığı gözlenmiştir.

Sheikh vd. (2013), çalışmalarında 2004-2008 yılları arasında Pakistan'ın Karaçi Borsası'nda payları işlem gören firmaların verileri kullanmışlardır. Araştırmada bağımsız değişken olarak, mülkiyet yoğunlaşması ve CEO ikiliğini almışlardır. Bağımlı değişkenler olarak ise, pay başına kazanç, aktif karlılığı ve özsermaye karlılığını kullanmışlardır. Panel veri regresyon analizi sonucunda, mülkiyet yoğunlaşmasının finansal performansı pozitif etkilediği, ancak CEO ikiliğinin negatif yönde etkilediği sonucuna varmışlardır.

Mishra ve Mohanty (2014), Hindistan Mumbai Borsası'nda işlem gören 141 firmanın verilerini kullandıkları çalışmalarında, yönetim kurulundaki bağımsız üye sayısı ve yönetim kurulu üye sayısını bağımsız değişken olarak almışlardır. Firma performans göstergesi olan özsermaye karlılığını ise, bağımlı değişken olarak kullanmışlardır. Uygulanan regresyon analizlerinde yönetim kurulu ilkesi göstergesi daha yüksek çıkan firmaların finansal performanslarının arttığı, yani aralarında pozitif yönlü bir ilişki olduğu sonucuna varmışlardır.

Haji (2014), çalışmasında 2006 ile 2009 yılları arasında Malezya'da faaliyet gösteren 170 firmayı gözlemlenmiş, kurumsal yönetim boyutu ile finansal performans

arasındaki ilişkiye dair araştırma yapmıştır. Bağımsız değişken olarak, aktif karlılığı oranı ve özsermaye karlılığı oranı kontrol değişkeni olarak ise, firma büyüklüğünü almıştır. Panel veri regresyon analizinin uygulandığı araştırma sonuçlarına göre, mülkiyet yapısı ve kurumsal yönetim ile firma performansı arasında bir ilişki bulunamamıştır.

Tsai ve Tung (2014), araştırmalarında Tayvan'da faaliyet gösteren 137 adet teknolojisi firmasının verilerini kullanmışlardır. Bağımlı değişken olarak, yönetim kurulu büyüklüğü ve genel müdürün aynı zamanda yönetim kurulu üyesi olmasını (ikilik) almışlardır. Bağımsız değişken olarak ise, pay başına kazanç, aktif karlılığı ve özsermaye karlılığını değerlendirmeye almışlardır. Panel veri regresyon analizi yöntemi ile elde edilen sonuçlara göre, yönetim kurulu boyutunun firma performansına etkisinin pozitif, CEO ikiliğinin ise, negatif yönlü olduğu bulgusuna ulaşılmıştır.

Aghabaki (2014), 2008-2012 yılları arasında BİST Kurumsal Yönetim Endeksi'nde işlem gören firmaların verilerini kullandığı çalışmada, kurumsal yönetim uygulamaları ile firma değeri ve pay senedi getirileri arasındaki bir ilişki olup olmadığını araştırmıştır. Bağımsız değişken olarak, kurumsal yönetim notu, bağımlı değişken olarak firmaların özkaynak karlılığı kullanılmıştır. Panel veri analizi sonucunda, firmaların kurumsal yönetim notu ile özkaynak karlılığı arasında pozitif yönlü bir ilişkinin olduğunu tespit etmiştir.

Moldasheva (2015), çalışmada 2008-2013 yılları arasında Kazakistan Menkul Kıymetler Borsası'nda mali sektörde işlem gören firmaların kurumsal yönetim uygulamaları ile finansal performansları arasındaki ilişkiyi incelenmiştir. Kurumsal yönetim uygulamalarından; yönetim kurulu bağımsız üye sayısı, özel yatırımcıların payları ve bankaların yönetim kurulu üyelerinin ortaklık payı bağımsız değişken olarak, aktif karlılığı, özsermaye karlılığı, Tobin's Q oranı ve kaldıraç oranı bağımlı değişken olarak belirlenmiştir. Panel veri analizi sonucunda, kurumsal yönetim uygulamalarının finansal performansı önemli ölçüde ve pozitif yönde etkilediği bulgusu ortaya çıkmıştır.

Zagorchev ve Gao (2015), ABD'de 2002 ve 2009 yılları arasında faaliyet gösteren 820 adet finansal kuruluşun kurumsal yönetim uygulama düzeyleri ile finansal performansları arasındaki ilişkiyi araştırmışlardır. Bağımsız değişken olarak

kurumsal yönetimi içeren 41 kriter, bağımlı değişken olarak ise Tobin's Q değeri alınmıştır. Elde edilen bulgulara göre, 2008 ekonomik krizi hariç diğer yıllarda değişkenler birbirlerini pozitif yönde etkilemiştir.

Shahwan (2015), Mısır Borsası'nda işlem gören 89 firmanın verilerini kullanarak kurumsal yönetim ilkeleri ile finansal performans arasında bir ilişki olup olmadığını araştırmıştır. Analizde finans kuruluşları kapsam dışında bırakılmıştır. Çalışma kapsamında bir kurumsal endeks puanı hesaplanmış ve bağımlı değişken olarak alınmıştır. Bağımsız değişken olarak ise, Tobin's Q oranı alınmıştır. Finansal başarısızlık için ise, Altman z-skoru kullanılmış ve bu da bağımsız değişken olarak analize dahil edilmiştir. Lojistik regresyon analizi sonuçlarına göre, kurumsal yönetim ile finansal performans arasında pozitif, finansal başarısızlık ile kurumsal yönetim arasında negatif yönlü bir ilişkinin olduğu sonucuna varılmıştır.

Kowalewski (2016), Varşova Menkul Kıymetler Borsası'nda kote finans sektörü hariç 298 firmanın 2008 ekonomik kriz dönemindeki verilerini incelemiştir. Araştırmanın amacı, kurumsal yönetim notu ile firma performansı ve temettü ödemeleri arasındaki ilişkiyi ortaya çıkarmaktır. Bağımsız değişken olarak Tobin's Q değeri alınmıştır. Uygulanan panel veri regresyon analizini sonucunda, 2008 yılı krizinde kurumsal yönetim notu yüksek olan firmaların düşük olan firmalara kıyasla performanslarının ve temettü ödemelerinin daha iyi olduğu ortaya çıkmıştır. Araştırmanın sonunda kriz dönemlerinde oluşacak olumsuzlukların önlenmesinde kurumsal yönetimin ne denli önemli olduğuna vurgu yapılmıştır.

Rose (2016), çalışmasında Kopenhag Borsası'nda işlem gören 155 adet firmanın kurumsal yönetim ilkelerine uyum derecesinin finansal performans ile ilişkisi olup olmadığını araştırmıştır. Kurumsal yönetim ile ilgili verilen 71 adet tavsiyeyi gerçekleştiren firmaların gerçekleştirmeyen firmalara göre, finansal performans açısından farklı olup olmadıkları incelenmiştir. Bağımlı değişken olarak, aktif karlılığı ve özsermaye karlılığı kullanılmıştır. Analizden elde edilen bulgulara göre kurumsal yönetim tavsiyelerini hayata geçiren firmaların diğer firmalara göre finansal performanslarının daha iyi olduğu sonucu ortaya çıkmıştır.

Kabir ve Thai (2017), Vietnam Borsası'ndaki 500 firma üzerinde yaptıkları çalışmada bağımsız değişken olarak, yönetim kurulu bağımsızlığı ve yönetim kurulu

büyükliğini almışlardır. Bağımlı değişken olarak ise, özsermaye karlılığı, aktif karlılığı ve satışların getirisini kullanmışlardır. Panel veri regresyon analizi ile elde edilen sonuçlara göre, kurumsal yönetim ile finansal performansı arasında pozitif yönlü bir ilişkinin olduğu tespit edilmiştir.

Moradi vd. (2017), 2004-2012 yılları arasında Tahran Menkul Kıymetler Borsası'ndaki firmaları ele almışlar ve 876 adet gözlem değeri elde etmişlerdir. Bağımlı değişkenler, mülkiyet yoğunlaşması ve yönetim kurulu bağımsızlığıdır. Bağımsız değişkenler ise, özsermaye karlılığı, aktif karlılığı ve satışların getirisidir. Regresyon analizi sonuçlarına göre, yönetim kurulu bağımsızlığı ve mülkiyet yoğunlaşması ile finansal performans arasında pozitif yönlü anlamlı bir ilişki olduğu ortaya çıkmıştır.

2.5.2. Ulusal Literatür

Kula (2005), Türkiye'de faaliyet gösteren firmaların yönetim yapısı ile firma performansı arasındaki ilişkiyi incelemiştir. Örnekleme halka kapalı ve çoğu küçük firmalar olmak üzere 386 firma dahil edilmiştir. Yönetim kurulu başkanı ve genel müdür ayrı ayrı kişiler olduğunda bu durumun firma performansına pozitif bir etkisi olduğu görülmüştür. Ayrıca, performans değerlendirme nitelikleri, yönetimin etkinliği ve bilgi açıklamaları ile firma performansı arasında pozitif bir ilişkinin varlığından bahsedilmiştir.

Yıldırım (2007), çalışmasında, imalat sanayi sektöründe faaliyet gösteren ve payları BİST'de işlem gören firmaların yönetim kontrol ve mülkiyet yapılarının özellikleri ile firmaların performansları arasında bir ilişki olup olmadığını araştırmıştır. Çalışmada imalat sanayi sektöründe faaliyet gösteren ve BİST 100 Endeksi'nde yer alan 44 şirketin 2002 ve 2006 yılları arasındaki yıllık verilerinden faydalanılmıştır. Çalışma sonucunda; kontrol yapısı ve mülkiyet değişkenlerinden olan toplam kontrol oranı, en büyük hissedarın pay oranı, genel kurula katılım oranı, en büyük üç hissedarın pay oranı ve genel kurula hakimiyet oranı değişkenlerinin muhasebe esaslı kriterler olan özsermayenin karlılığı, aktif karlılığı ve satışların karlılığı olarak belirlenen finansal performans göstergeleri ile negatif ilişki içerisinde oldukları

görülmüştür. Bununla birlikte, Tobin's Q değeri ve piyasa değeri ile pozitif ilişki içerisinde oldukları tespit edilmiştir. Kontrol yapısı ve mülkiyet değişkenlerinden halka açıklık oranı ile özsermaye karlılığı, satışların karlılığı ve aktif karlılığı arasında pozitif yönlü bir ilişki bulunduğu belirtilmiştir. Aynı zamanda, halka açıklık oranının Tobin's Q değeri ve piyasa değeri gibi piyasa tabanlı değişkenlerle negatif yönlü ilişki içerisinde olduğu tespit edilmiştir.

Karamustafa vd. (2009), çalışmalarında, kurumsal yönetim endeksinin hesaplanmaya başlama tarihi olan Ağustos 2008'den sonra endekste yer alan firmaların performanslarını değerlendirmişler ve firmaların endekse girmeden önceki beş çeyrek dönemi ile endekse girdikten sonraki iki çeyrek dönemini kıyaslamışlardır. Daha sonra faaliyet performansları ve finansal performanslarında anlamlı bir değişiklik olup olmadığını araştırmışlardır. Elde edilen bulgulara göre, özsermaye karlılığı, aktif devir hızı ve aktif karlılığı performans göstergelerinde anlamlı farklılıklar olduğu görülmüştür. Buna karşın finansal kaldıraç derecesi, cari oran, net kar marjı, borç oranı ve faaliyet kar marjı oranlarında anlamlı bir farklılık olmadığı tespit edilmiştir.

Bülbül ve Köse (2009), çalışmalarında İMKB'de işlem gören 19 firmanın finansal performansını sekiz finansal oran kullanarak çok amaçlı karar verme yöntemlerinden TOPSIS ve Electre yöntemlerini uygulamışlardır. Her iki yöntemin de benzer sonuçlar verdiğini tespit etmişlerdir. Araştırmada kullandıkları finansal oranlar ise, nakit oranı, cari oran, toplam borçlar / toplam aktifler, likidite oranı, net satışlar / toplam aktifler, net kar / öz kaynaklar, net kar / net satışlar ve net kar / toplam aktifler'dir.

Dağlı vd. (2010), çalışmalarında performans kriteri olarak Sharpe, Treynor ve Jensen kriterlerine kullanmışlardır. Söz konusu performans kriterlerine göre çalışma kapsamına alınan endekslerin performans durumları araştırmanın yapıldığı dönem dikkate alınarak ortaya konulmuştur. Ayrıca, İMKB Ulusal-30 endeksinin en başarılı endeks olduğu sonucuna varılmıştır. Kurumsal yönetim endeksinin ise, orta düzeyde başarılı olduğu tespit edilmiştir. Her üç performans kriteri, aynı olmasa da birbirine çok yakın sonuçlar vermiştir.

Acar Boyacıoğlu ve Akdoğan (2010), yaptıkları çalışmada BİST 100 endeksinde yer alan finansal kurumların, kurumsal yönetim ilkelerini uygulama düzeyleri ile finansal performansları arasında bir ilişki olup olmadığını araştırmışlardır. alışmalarına konu olan finansal kurumlarda kurumsal yönetimin uygulama düzeyi ile ROE ve ROA değerleri arasında pozitif anlamlı ancak zayıf bir ilişki olduğunu tespit etmişlerdir. Yine aynı çalışmada kurumsal yönetim düzeyi ile Tobin's Q ve Piyasa Değer/Defter Değer oranları arasında anlamlı bir ilişki bulunmadığını vurgulamışlardır.

şengür vd. (2011), 2009 yılı itibariyle İMKB Kurumsal Yönetim Endeksi'nde yer alan 24 firmanın yönetim kurulu yapısı ile firma performansı arasındaki ilişkiyi incelemişlerdir. Analizde; aktif karlılığı, özsermaye karlılığı, pay başına kar, fiyat/kazanç oranı ve pay senedi getirisi finansal performans göstergesi olarak yer almıştır. Yapılan t testi sonucunda, kurumsal yönetim komitesi ve denetim komitesi olmak üzere iki komiteye sahip olan firmaların pay senedi getirilerinin daha yüksek olduğu görülmüştür. Ayrıca, komite başkanlarının tümü bağımsız olan firmaların aktif karlılığı ve özsermaye karlılıklarının komite başkanlarından herhangi biri bağımsız olmayan firmalara göre daha düşük çıktığı tespit edilmiştir.

Conkar vd. (2011), TOPSIS yöntemini kullanarak gerçekleştirdikleri araştırmalarında, İMKB Kurumsal Yönetim Endeksi'nde yer alan firmalardan 10 adet halka açık büyük ölçekli firmanın (gözaltı pazarı hariç) verilerini temel almışlardır. Finansal performans oranları, çok kriterli karar verme yöntemi aracılığıyla tek bir puana çevrilmiştir. TOPSIS yöntemiyle ölçülen finansal performansın, SPK tarafından yetkilendirilmiş derecelendirme kuruluşları tarafından aynı firmalara verilen kurumsal yönetim notları ile nasıl bir ilişki içerisinde olduğu analiz edilmiştir.

Sakarya (2011), çalışmasında 2009 yılında ilk defa yeterli kurumsal yönetim derecelendirme notu alıp İMKB Kurumsal Yönetim Endeksi kapsamına alınan firmaları incelemiştir. Çalışmanın amacı, firmaların derecelendirme notlarının ilanı ile pay senedi getirileri arasındaki ilişkiyi araştırmaktır. Olay alışması yöntemi

tercih edilerek yapılan analizde alınan iyi kurumsal yönetim derecelendirme notu ile pay senedi getirisi arasında pozitif bir ilişkinin bulunduğu gözlemlenmiştir.

Ersoy vd. (2011) tarafından yapılan çalışmada, 1998 – 2007 yılları arasındaki 10 yıllık dönemde BİST 100 Endeksi'nde yer alan 51 firma dikkate alınmıştır. Firmaların kurumsal yönetim yapıları ile performansları arasındaki ilişki panel lojistik regresyon modelleri ile incelenmiştir. Analizden elde edilen sonuçlara göre, CEO'ların aynı zamanda yönetim kurulu başkanı veya üyesi olmadığı durumda Tobin's Q değeri ile ölçülen firma performansının daha yüksek düzeylerde olduğu sonucuna varılmıştır. Yönetici sahipliği ile firma performansı arasında önemli bir ilişki bulunmadığı tespit edilmiştir. Bununla beraber, yabancı sahipliğinin Tobin's Q değeri ile ölçülen firma performansını arttırdığı, pay senedi getirilerini ise, azalttığı tespit edilmiştir.

Sakarya (2012), kurumsal yönetim uyum notu ile pay senedi getirileri arasındaki ilişkiyi araştırmıştır. Araştırmada olay durum çalışması metodunu uygulamışlar ve 2009 yılında ilk defa kurumsal yönetim ilkeleri uyum derecelendirmesi kapsamında geçer not alarak BİST Kurumsal Yönetim Endeksi'ne dahil olan 11 firmanın uyum derecelendirme notu ile pay senedi getirileri arasında pozitif bir ilişkinin olduğunu açıklamışlardır.

Kula ve Baykut (2013), Kurumsal Yönetim Endeksi'nde yer alan mevduat toplayan bankalar ile bu endekste yer almayan ancak, pay senetleri BİST'de işlem gören mevduat bankalarının finansal performanslarını kıyaslamışlardır. Söz konusu bankaların 2007-2012 yılları verilerinin analiz edildiği çalışmada, endekse dahil olan beş ve endekse dahil olmayan ancak, BİST'de işlem göre yedi adet bankanın performans göstergesi olarak; mevduat büyüklüğü/aktifler, krediler/aktifler, piyasa değeri, aktif karlılık ve özsermaye/aktifler oranları kullanılmıştır. Yöntem olarak panel veri analizinin uygulandığı çalışmadan elde edilen bulgular, endekste yer almanın mevduat bankalarının piyasa değerinde bir etki yaratmadığı yönündedir. Piyasa değeri ile özsermaye ve aktif karlılığı arasında pozitif bir ilişki saptanmıştır. Ancak piyasa değeri ile mevduat büyüklüğü arasında negatif ilişkinin varlığı gözlenmiştir.

Ege vd. (2013), çalışmalarında 2009 ile 2011 yıllarında BİST Kurumsal Yönetim Endeksi'nde yer alan banka ve sigorta şirketleri dışında kalan 18 firmanın kurumsal yönetim ilkelerini uygulamalarının finansal performansları ile eş yönlü hareket edip etmediğini ya da birbirlerini etkileyip etkilemediğini araştırmışlardır. Aktif devir hızı, duran varlık devir hızı, stok devir hızı, aktif karlılığı, hazır değerler devir hızı, pay başına kazanç, özsermaye karlılığı ve fiyat/kazanç oranları olmak üzere toplam dokuz finansal oran analizde kullanılmıştır. Araştırmadan elde edilen bulgular incelendiğinde; firmaların TOPSIS yöntemine göre finansal performans sıralaması ile kurumsal yönetim uyum notları sıralamasının eş yönlü hareket etmediği, yani birbirini etkilemediği görülmüştür.

Turan ve Bayyurt (2013), 2008 ile 2011 yılları arasında imalat sanayi sektöründe faaliyet gösteren pay senetleri İMKB'de işlem gören 100 adet firmanın verilerini kullandıkları araştırmalarında; yönetim kurulu üye sayısı, halka açıklık oranı, yönetim kurulundaki bağımsız üye sayısı, denetim kurulu üye sayısı ve en büyük ortak payı, bağımsız değişken olarak almışlardır. Bununla birlikte, net kar marjı, aktif karlılığı, özsermaye karlılığı, piyasa değeri/defter değeri ise, bağımlı değişken olarak değerlendirilmiştir. Panel veri regresyon analizinde kurumsal yönetim notu ile finansal performans arasında birbirini etkileyen bir ilişki bulunamamıştır.

Yenice ve Dölen (2013), firmaların borsa değerleri ile SPK tarafından yetkilendirilen kurumlarca verilmiş olan kurumsal yönetim derecelendirme notu arasında bir ilişki olup olmadığını araştırmışlardır. Çalışmada BİST Kurumsal Yönetim Endeksi'nde yer alan firmaların kurumsal yönetim derecelendirme notları ile bu notların kamuoyuna açıklanmadan 30 gün öncesi ve 30 gün sonrasında borsa değerleri dikkate alınmıştır. T-testi ve Wilcoxon işaretli sıra sayıları testi yöntemleri kullanılarak kurumsal yönetim derecelendirme notları ile borsa değerleri arasında anlamlı bir ilişki olduğu tespit edilmiştir.

Kendirli vd. (2013), 2012 yılında BİST İkinci Ulusal Pazarda yer alan 77 firmanın borsaya girmeden önceki ve girdikten sonraki finansal performans ölçütlerinin karşılaştırılmalı analizini yapmışlardır. Değişkenler; likidite oranları, faaliyet oranları, mali oranlar ve karlılık oranları olarak belirlenmiştir. Yapılan eşdenek örneklem T testi sonucunda; değişkenler arasında anlamlı bir ilişki çıkmamasına karşın, kaldıraç oranı, toplam borçlar/toplam aktif oranı, öz sermaye/toplam aktif

oranı, kısa vadeli yabancı kaynaklar/ toplam pasif oranı ve duran varlık/devreden sermaye oranı istatistiksel olarak anlamlı sonuçlar vermiştir.

Kula ve Baykut (2014), çalışmalarında Kurumsal Yönetim Endeksi'ne dahil olan 47 firmanın 2013 yılının üçüncü çeyreği verilerini kullanmışlardır. Araştırmada kurumsal yönetim derecelendirme notu ile piyasa değeri arasındaki bir ilişki olup olmadığını ortaya çıkarmaya çalışmışlardır. Yatay-kesit regresyon yönteminin kullanıldığı çalışmadaki bağımsız değişkenler; kurumsal yönetim derecelendirme notları, karlılık ve sektörel ayırmadır. Bağımlı değişkenler ise, özsermaye büyüklüğü ve piyasa değeri olarak analize dahil edilmiştir. En küçük kareler yöntemine dayalı yatay-kesit çoklu regresyon analizi ile elde edilen sonuçlara göre; kurumsal yönetim derecelendirme notları, sektörel ayırım ve karlılık ile firmaların piyasa değerleri arasında pozitif bir ilişki olduğu tespit edilmiştir.

Acaravcı vd. (2015), 2005 – 2011 yılları arasında BİST İmalat Sanayi Endeksi'nde yer alan 126 firmanın verilerini kullandıkları çalışmalarında, kurumsal yönetim uygulamalarının firma performansları üzerinde etkisi olup olmadığı araştırmışlardır. Bağımsız değişken olarak; halka açıklık oranı, en büyük hissedarın pay oranı, en büyük üç hissedarın pay oranı, kurumsal yatırımcıların sahiplik oranı, yönetim kurulu büyüklüğü, kaldıraç oranı, genel müdürün yönetim kurulu üyesi olup olmaması, firma büyüklüğü ve yönetim kurulu sahiplik oranı alınmıştır. Bağımlı değişken olarak ise; aktif karlılığı, özsermaye karlılığı ve Tobin's Q değerleri çalışmaya dahil edilmiştir. Panel veri regresyon analizi sonuçlarına göre, kurumsal yönetim uygulamalarının büyük kısmının firma performansını pozitif etkilediği görülmüştür.

Erdoğan ve Demir (2015), 2007-2013 yılları arasında BİST 100'de işlem gören firmaların kurumsal yönetim endeksine dahil olmalarının firma performansına etkisi olup olmadığını araştırmışlardır. Ayrıca, yönetim kurulu bünyesinde bulunan komitelerin yapısının firma performansına etkisini de incelemiştirler. Kurumsal yönetim endeksine dahil olma durumu, riskin erken saptanması komitesi, kurumsal yönetim komitesi üye sayısı, denetim komitesi üye sayısı kurumsal yönetim komitesi bağımsız üye sayısı ve denetim komitesi bağımsız üye sayısı, bağımsız değişken olarak analize dahil edilmiştir. Özsermaye karlılığı ve piyasa değeri/defter değeri oranı ise, bağımsız değişkenler olarak ele alınmıştır. Kaldıraç oranı ve aktif

büyüküğü ise, kontrol değişkenleri olarak çalışmaya ilave edilmiştir. Yapılan analizde firmaların kurumsal yönetim endeksine dahil olup olmamalarının, komitelerin ve üye sayılarının finansal performansa bir etkisi olmadığı ortaya çıkmıştır.

Ağca ve Önder (2016), 2006-2010 yılları arasında BİST'e kote 125 firmanın verilerini incelemişlerdir. Araştırmada toplam tahakkuklar, Larcker ve Richardson Modeli ile hesaplanan ihtiyari tahakkuklar ve kar yönetimi bağımlı değişken olarak alınmıştır. Kurumsal yönetim puanı; yönetim kurulu, denetim komitesi ve sahiplik yapısı olmak üzere üç ana kritere göre hesaplanmıştır. Yapılan analiz sonucunda, firmalarda kurumsal yönetim faktörleri olarak yönetsel sahiplik ve blok sahiplik ile yönetim kurulunun büyüküğü ve denetim komitesinin kar yönetimini arttırmada etkili oldukları vurgulanmıştır.

Erdoğan ve Öztürk (2016), BİST Kurumsal Yönetim Endeksi'nde 2009-2014 yılları arasında aralıksız olarak işlem gören 14 adet firmayı ele aldıkları çalışmalarında bağımlı değişken olarak; net kar marjı, cari oran, aktif devir hızı, aktif karlılığı, özsermaye karlılığı, borç oranı, işletme büyüküğü, bağımsız değişken olarak ise; kurumsal yönetim endeks puanını kullanmışlardır. Panel veri regresyon analizi ile elde edilen sonuçlara göre kurumsal yönetimin ve diğer finansal oranların firma performansına kısmen etki ettiği ortaya çıkmıştır.

Esendemirli ve Erdener Acar (2016), çalışmalarında mali kuruluşlar dışında BİST Kurumsal Yönetim Endeksi'nde yer alan 2013 yılı için dört adet ve 2014 yılı için 28 adet firmanın kurumsal yönetim notunun finansal performansa etkisini incelemişlerdir. Çalışmada bağımlı değişken olarak; cari oran, asit test oranı, nakit oran, alacak devir hızı, aktif devir hızı, finansal kaldıraç, özsermaye çarpanı, özsermaye karlılığı, varlık karlılığı ve faaliyet karlılığı olmak üzere 10 adet finansal oran değerlendirilmiştir. Çok kriterli karar verme tekniklerinden biri olan Topsis yöntemi ile elde edilen sonuçlara göre; kurumsal yönetim derecelendirme notlarının finansal performans göstergesi olarak belirlenmiş finansal oranlarla eş yönlü hareket etmediği görölmüştür.

Temizel vd. (2016), finans sektörü dışında kalan ve BİST Kurumsal Yönetim Endeksi'nde yer alan 50 firma arasından 34 firmanın finansal performans göstergelerini kullanmışlardır. Çalışmada firmalara ait aktif devir hızı, cari oran,

özsermaye/toplam varlıklar oranı, nakit oranı, özsermaye/maddi duran varlıklar oranı, alacak devir hızı, brüt esas faaliyet kar marjı, FVÖK/toplam varlıklar, özsermaye karlılığı ve yatırılan sermaye karlılığı olmak üzere 10 adet finansal performans göstergisi değerlendirilmiştir. Topsis yöntemiyle elde edilen yıllık performans sıralamaları incelenmiştir. Ele alınan beş yıllık süreçte performans sıralamasındaki yeri keskin değişim gösteren firmalara rastlanmıştır.

Ünal ve Akbey (2016), 2010–2015 döneminde BİST Kurumsal Yönetim Endeksi'nde işlem gören ve endekse dahil edildikten sonra yeterli kurumsal yönetim derecelendirme notu alamadığı için endeksten çıkartılan tüm firmaları incelemiştir. Bağımsız değişken olarak kurumsal yönetim notu, bağımlı değişken olarak da piyasa riskini azaltma göstergesi olan beta katsayısını kullanmışlardır. Çalışmada, kurumsal yönetim notunun betayı etkileme derecesi araştırılmıştır. Panel veri regresyon analizi sonucunda, kurumsal yönetim derecelendirme notundaki yükselişin firmaların betasını azalttığı bulgusuna ulaşılmıştır.

Ayrıçay ve Eser (2017), 2008-2010 yılları arasında BİST Kurumsal Yönetim Endeksi'nde yer alan 20 firmanın finansal yapılarını incelemiştir. Çalışmada bağımsız yönetici oranı, yönetim kurulu büyüklüğü, aktif karlılığı, büyüme oranı ve sahiplik oranı bağımsız değişken, finansal kaldıraç oranı ise, bağımlı değişken olarak alınmıştır. Panel veri regresyon analizinde yönetim kurulu üye sayısındaki artışın finansal kaldıraç pozitif yönde etkilediği ancak, bağımsız üye oranının finansal kaldıraç negatif yönde etkilediği gözlemlenmiştir. Yine analiz sonuçları incelendiğinde, aktif karlılığı oranının finansal kaldıraç pozitif yönde etkilediği ve dolayısıyla Türkiye'deki firmaların genel olarak kaynaklarında finansmanı öz sermaye ile değil yabancı kaynaklarla sağladığını ortaya çıkarmıştır.

Gümüş vd. (2017), çalışmalarında Kazakistan'da ve Türkiye'de faaliyet gösteren bankaların 2015 yılında kurumsal yönetim ve finansal performans göstergeleri arasında bir ilişki olup olmadığını araştırmışlardır. Yönetim kurulu başkanı ile (CEO) genel müdürün aynı olup olmaması (CEO ikiliği), yönetim kurulu üyelerinin ortaklık payı, yönetim kurulundaki üye sayısı, yönetim kurulu üyelerinin bağımsızlığı, bağımsız yönetici oranı, yönetim kurulu toplantı sayıları, halka açıklık oranı ve firma yaşı bağımsız değişkenler olarak alınmıştır. Aktif büyüklüğü, öz kaynak büyüklüğü, vergi öncesi kar, aktif getiri oranı, sermaye yeterlilik oranı, özkaynak getiri oranı,

varlık kalitesi, pay başına kazanç, kaldıraç oranı ve Altman z skoru, bağımlı değişkenler olarak çalışmaya dahil edilmişlerdir. İki ülkenin performanslarının karşılaştırılabilmesi amacıyla korelasyon analizi yapılmıştır. Uygulanan t- testi sonuçlarında finansal performans göstergelerinin birçoğunun kurumsal yönetim göstergeleriyle ilişkisinin olmadığı sonucuna varılmıştır. Ayrıca, Türkiye’de faaliyet gösteren bankaların bazı kurumsal yönetim ve finansal performans göstergelerinin, Kazakistan’daki bankaların göstergelerinden anlamlı şekilde büyük olduğu tespit edilmiştir.

Oral ve Polat (2017), çalışmalarında BİST Kurumsal Yönetim Endeksi’nde yer alan firmaların 2010-2014 yılları arasındaki verilerini kullanmışlardır. Çalışmanın amacı kurumsal yönetim notu alan firmaların fiyat ve getiri performanslarını ölçmektir. Bağımsız değişken olarak finansal kaldıraç oranı, bağımlı değişken olarak ise pay senedi getirileri alınmıştır. Analiz sonucunda, firmaların % 40’ında finansal kaldıraç oranının pay senedi bileşik getirisi ile ilişkisinin pozitif yönlü olduğu görülmüştür.

Tükenmez vd. (2017), araştırmalarında mali sektör firmaları hariç BİST Kurumsal Yönetim Endeksi’nde 2009-2014 yılları arasında yer alan toplam 15 firmanın verilerini kullanmışlardır. Çalışmada kurumsal yönetim ilkeleri olan kamuyu aydınlatma ve şeffaflık, pay sahipleri, yönetim kurulu ve menfaat sahipleri puanları ile finansal performanslar arasındaki ilişkinin varlığı araştırılmıştır. Bağımlı değişken olarak Tobin’s Q ve aktif karlılığı oranları kullanılmıştır. Finansal kaldıraç oranı, firmanın yaşı ve firma büyüklüğü kontrol değişkeni olarak çalışmaya dahil edilmiştir. Panel veri regresyon analizi sonucunda firmaların kamuyu aydınlatma ve şeffaflık puanları ile aktif karlılıkları arasında negatif yönlü bir ilişki tespit edilmiştir. Ancak, firma menfaat sahipleri ve pay sahipleri puanlarının Tobin’s Q değişkenine etkisi pozitif yönlüdür.

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

KURUMSAL YÖNETİMİN FİRMA PERFORMANSI ÜZERİNDEKİ ETKİSİ: BORSA İSTANBUL KURUMSAL YÖNETİM ENDEKSİNDE BİR UYGULAMA

3.1. ARAŞTIRMANIN AMACI VE ÖNEMİ

Kurumsal yönetim dünyada olduğu gibi Türkiye’de de önem kazanmıştır. Bu durum, menfaat sahipleri ve yatırımcıları, işletmelerde kurumsal yönetim ilkelerine uyum sağlayan bir yönetim anlayışının varlığını sorgulamaya yöneltmiştir. Kurumsal yönetim alanında OECD ilkeleri başta olmak üzere çok sayıda düzenleme, diğer ülkelerde olduğu gibi Türkiye’de de halka açık şirketler tarafından hayata geçirilmiştir. Bu bağlamda, Borsa İstanbul’da işlem gören firmaların kurumsal yönetim ilkelerine uyum derecesinin ölçülmesi amacıyla BİST Kurumsal Yönetim Endeksi (XKURY) oluşturulmuş ve 2007 yılından itibaren bahsi geçen endeks kapsamında şirketlerin kurumsal yönetim ilkelerine uyumları derecelendirilmektedirler.

Kurumsal yönetim faaliyetleri ile firma performansı arasındaki ilişki ile ilgili olarak ulusal ve uluslararası düzeyde çok sayıda çalışma gerçekleştirilmiştir. Bu çalışmalarda ağırlıklı olarak kurumsal yönetim ilkelerine uyum ile firma performansı arasında pozitif bir ilişki olduğu sonucuna ulaşılmaya rağmen, bu konuda herhangi bir uzlaşma bulunmamaktadır. Türkiye’de ise, XKURY’nin oluşturulması ile birlikte bu konuda yapılan araştırmalar hız kazanmıştır. Ancak, XKURY’nin geçmişinin çok kısa olmasından dolayı, daha uzun süreli etkileri ortaya koyabilmek üzere güncel ve daha geniş verilerle sağlıklı analizler yapılması mümkün olacaktır. Bununla beraber, endeksin hesaplanmaya başladığı tarihten çok az bir süre sonra ortaya çıkan küresel kriz ve hemen sonrasındaki dönemde fiyatlamalarda anomali olma ihtimali göz önünde bulundurulduğunda, 2010 sonrası dönemi ele alan bir çalışmanın daha güvenilir sonuçlar ortaya çıkaracağı söylenebilir. Bununla birlikte, SPK tarafından kurumsal yönetim ilkeleri ilk kez 2011 yılında bir tebliğ ile düzenlendiğinden, bu tarihten sonra yapılacak çalışmalarda 2011 yılının başlangıç noktası olarak alınması mümkündür.

Bu bağlamda çalışmanın temel amacı, kurumsal yönetim ve firma performansına ilişkin teorik çerçeveyi ortaya koymak ve önceki çalışmalara göre daha uzun bir zaman dilimini kapsayacak şekilde, Türkiye’de faaliyet gösteren SPK tarafından belirlenmiş derecelendirme kuruluşlarınca verilen kurumsal yönetim ilkelerine uyum derecesi notlarının firmaların performansı üzerindeki etkilerini analiz etmektir. Bu kapsamda, Türkiye’de Sermaye Piyasası Kurulu tarafından oluşturulan Kurumsal Yönetim Endeksi (XKURY)’nde yer alan firmaların, 2009 ile 2017 yılları arasındaki kurumsal yönetim ilkelerine uyum derecesi notunun firma performansı ile ilişkisi olup olmadığı panel veri analizi yöntemiyle incelenecektir. Çalışmadan elde edilen bulguların; pay sahiplerine, yatırımcılara, yöneticilere ve Türkiye’de kurumsal yönetim hususunda yapılacak olan araştırmalara katkı sağlayacağı düşünülmektedir. Zira, kurumsal yönetim derecelendirme notları yatırımcılar tarafından hayati bir bilgi olarak değerlendirilmektedir.

3.2. ARAŞTIRMANIN VARSAYIMLARI VE SINIRLILIKLARI

Araştırmada kullanılacak olan kurumsal yönetim ilkelerine uyum derecesi notları, Sermaye Piyasası Kurulu tarafından yetkilendirilmiş derecelendirme şirketleri tarafından verilmiş olup, bu notların şirketlerin kurumsal yönetim ilkelerine uyum derecesini tam olarak yansıttığı kabul edilmektedir.

Araştırmanın örnekleme, Borsa İstanbul Kurumsal Yönetim Endeksi (XKURY)’nde yer alan 17 firmadan oluşmaktadır. Söz konusu firmalar, 2009-2017 yılları arasında kesintisiz olarak XKURY’de yer alan ve finansal kurumlar dışında kalan firmalardan oluşmaktadır. 2017 sonu itibariyle Kurumsal Yönetim Endeksi’nde toplam 51 firma bulunmaktadır. Endekste yer alan bütün firmaların örnekleme yer almaması çalışmanın önemli bir kısıtıdır. Türkiye’de Kurumsal Yönetim Endeksi’nde yer alan firmaların ekonomide ciddi ağırlığı olmasına karşın Borsa İstanbul’da işlem gören tüm firmalar içerisinde sayısal olarak ele alındığında çok küçük bir kısma karşılık geldiği görülmektedir.

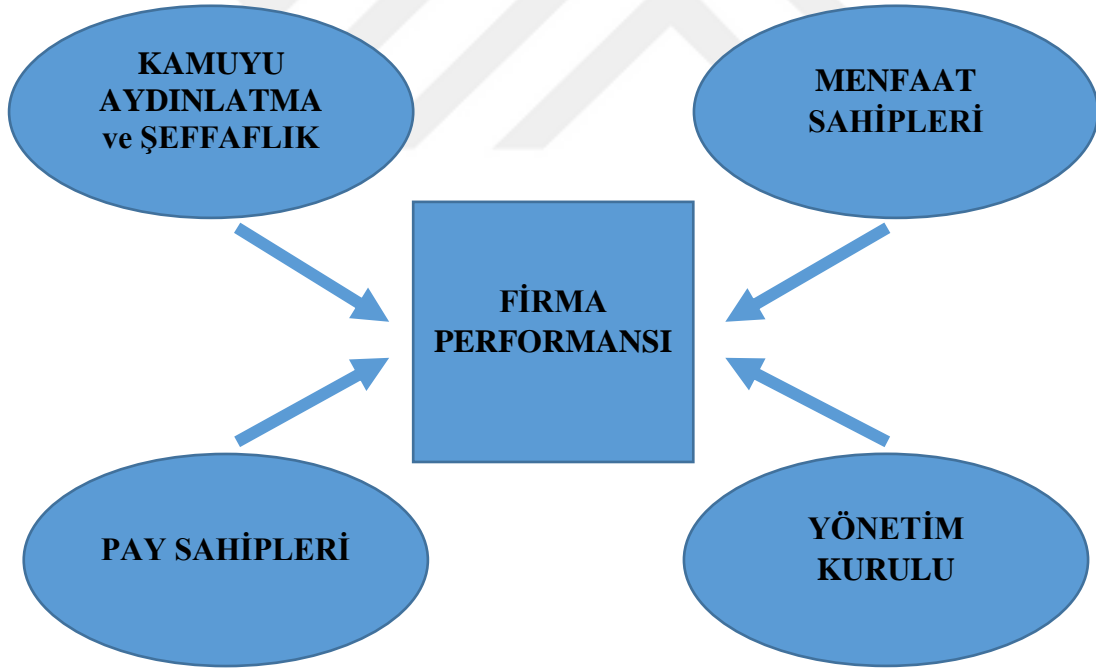
Diğer taraftan, borsada işlem gören firmaların finansal tablolarını belirli tarihler itibariyle kamuoyuna açıklama zorunluluğu bulunmasına rağmen, kurumsal yönetim ilkelerine uyum derecelendirme notlarının açıklanmasına yönelik olarak

böyle bir zorunluluk yoktur. Açıklanan kurumsal yönetim notunun bir sonraki derecelendirme uygulamasına kadar geçerlidir. Dolayısıyla, güncel yıl içerisinde verilen en son notun yılsonu itibariyle geçerli olduğu varsayılmaktadır. Ayrıca, çalışmanın bulguları sadece Borsa İstanbul'da Kurumsal Yönetim Endeksi'nde yer alan firmalar açısından değerlendirilmelidir. Firmaların 2009-2017 yıllarına ait verilerinden yararlanılması çalışmanın başka bir sınırlılığıdır. Ayrıca sektör farklılıkları göz ardı edilmiştir.

3.3. ARAŞTIRMANIN MODELİ VE HİPOTEZLER

Araştırmanın amacı ve kapsamı çerçevesinde aşağıdaki temel model geliştirilmiş olup, kurumsal derecelendirme notlarının firma performansı üzerindeki etkisi araştırılmaya çalışılmıştır.

Şekil 3.1: Araştırmanın Temel Modeli



Kurumsal yönetim uygulamaları, derecelendirme kuruluşları tarafından SPK Kurumsal Yönetim İlkeleri'ne paralel olarak dört ana başlıkta verilen notlar ve bu notların ortalaması baz alınarak değerlendirilmiştir. Çalışmada test edilecek temel hipotezler aşağıda sunulmuştur. Literatürle tutarlı bir şekilde beş ana hipotez

geliştirilmiştir. Ayrıca her bir ana hipoteze ait alt hipotezler de aşağıdaki şekilde oluşturulmuştur.

H₁: Kamuyu aydınlatma ve şeffaflık derecelendirme notu firma performansı üzerinde etkilidir.

H_{1a}: Kamuyu aydınlatma ve şeffaflık derecelendirme notu aktif karlılığı üzerinde etkilidir.

H_{1b}: Kamuyu aydınlatma ve şeffaflık derecelendirme notu özsermaye karlılığı üzerinde etkilidir.

H_{1c}: Kamuyu aydınlatma ve şeffaflık derecelendirme notu Tobin's Q üzerinde etkilidir.

H_{1d}: Kamuyu aydınlatma ve şeffaflık derecelendirme notu piyasa değeri/defter değeri üzerinde etkilidir.

H_{1e}: Kamuyu aydınlatma ve şeffaflık derecelendirme notu fiyat/kazanç oranı üzerinde etkilidir.

H₂: Menfaat sahipleri derecelendirme notu firma performansı üzerinde etkilidir.

H_{2a}: Menfaat sahipleri derecelendirme notu aktif karlılığı üzerinde etkilidir.

H_{2b}: Menfaat sahipleri derecelendirme notu özsermaye karlılığı üzerinde etkilidir.

H_{2c}: Menfaat sahipleri derecelendirme notu Tobin's Q üzerinde etkilidir.

H_{2d}: Menfaat sahipleri derecelendirme notu piyasa değeri/defter değeri üzerinde etkilidir.

H_{2e}: Menfaat sahipleri derecelendirme notu fiyat/kazanç oranı üzerinde etkilidir.

H₃: Yönetim kurulu derecelendirme notu firma performansı üzerinde etkilidir.

H_{3a}: Yönetim kurulu derecelendirme notu aktif karlılığı üzerinde etkilidir.

H_{3b}: Yönetim kurulu derecelendirme notu özsermaye karlılığı üzerinde etkilidir.

H_{3c}: Yönetim kurulu derecelendirme notu Tobin's Q üzerinde etkilidir.

H_{3d}: Yönetim kurulu derecelendirme notu piyasa değeri/defter değeri üzerinde etkilidir.

H_{3e}: Yönetim kurulu derecelendirme notu fiyat/kazanç oranı üzerinde etkilidir.

H₄: Pay sahipleri derecelendirme notu firma performansı üzerinde etkilidir.

H_{4a}: Pay sahipleri derecelendirme notu aktif karlılığı üzerinde etkilidir.

H_{4b}: Pay sahipleri derecelendirme notu özsermaye karlılığı üzerinde etkilidir.

H_{4c}: Pay sahipleri derecelendirme notu Tobin's Q üzerinde etkilidir.

H_{4d}: Pay sahipleri derecelendirme notu piyasa değeri/defter değeri üzerinde etkilidir.

H_{4e}: Pay sahipleri derecelendirme notu fiyat/kazanç oranı üzerinde etkilidir.

H₅: Ortalama derecelendirme notu firma performansı üzerinde etkilidir.

H_{5a}: Ortalama derecelendirme notu aktif karlılığı üzerinde etkilidir.

H_{5b}: Ortalama derecelendirme notu özsermaye karlılığı üzerinde etkilidir.

H_{5c}: Ortalama derecelendirme notu Tobin's Q üzerinde etkilidir.

H_{5d}: Ortalama derecelendirme notu piyasa değeri/defter değeri üzerinde etkilidir.

H_{5e}: Ortalama derecelendirme notu fiyat/kazanç oranı üzerinde etkilidir.

3.4. VERİ SETİ, ÖRNEKLEM VE ÖRNEKLEM SEÇİMİ

Bu araştırmada Kurumsal Yönetim Endeksi (XKURY)'nde yer alan firmaların 2009 ile 2017 yılları arasındaki kurumsal yönetim ilkelerine uyum derecesi notu ile firma performansı arasındaki ilişkinin ortaya konulması amaçlanmaktadır.

Örnekleme yöntemi olarak belirli kriterlere göre örnekleme temsilcileri elde etmek üzere, amaçlı örnekleme yöntemi uygulanmıştır. Örnekleme seçiminde kullanılan kriterler şunlardır:

- 1) XKURY’de faaliyet gösteren firmalar,
- 2) XKURY’de 2009-2017 yılları arasında kesintisiz olarak işlem gören firmalar,
- 3) 2009-2017 yılları arasında verilerin kayıp veya eksik olmadığı firmalar,
- 4) 2009-2017 yılları arasında verilerinde yüksek düzeyde sapmalı değerler içeren veya aykırı ya da uç gözlem değerlerinin bulunmadığı firmalar.

Çalışmada 2009-2017 döneminin seçişmesinin nedeni, verilerin ulaşılabilir olmasının yanısıra yaşanan skandallar neticesinde 2000’li yılların başından itibaren işletmelerde kurumsal yönetim uygulamalarının önem kazanmasıdır. Aynı zamanda, bu çalışma aralığının kısa vadeli düzensizliklerin önlenmesi için de yeterli uzunlukta olduğu ve böylece firma performansının güvenilir bir şekilde tahminini sağlayabileceği varsayılmaktadır. Dolayısıyla, söz konusu çalışma aralığının seçilmesinin araştırma sonuçlarının tutarlılığını ve öngörülebilirliğini sağlanmasında yeterli olacağı söylenebilir. Bununla birlikte, elde edilecek bulguların genellenebilirliği ve kullanılacak mali tablolarda tekdüzeliğin sağlanması açısından bankalar analiz kapsamı dışında bırakılmıştır.

Örnekleme seçimi için yapılan inceleme sonucunda, Aralık 2017 son itibarıyla kurumsal yönetim endeksinde yer alan 51 firmadan istenilen kriterleri karşılayan firma sayısı 17 olarak belirlenmiştir. Dolayısıyla, çalışmada 2009-2017 yılları arasında BİST Kurumsal Yönetim Endeksi’nde işlem gören firmaların 17 tanesi ile bir örnekleme oluşturulmuştur. Finans alanında yapılan çalışmalarda beş ile 10 yıl arasında bir zaman aralığı gerektiğinden, firma performansının hesaplanması için seçilen 2009-2017 aralığının makul süreyi sağlayacağı tahmin edilmektedir. Çalışmada dokuz yıllık dönem analize dâhil edilerek toplam 153 gözlem sayısı elde edilmiştir. Bu kapsamda çalışmaya dâhil olan firmaların listesi Tablo 1.1’de verilmiştir.

Tablo 1.1: Araştırmaya Kapsamındaki Firmalar

| SIRA | KOD | ŞİRKET UNVANI |
|------|-------|---|
| 1 | AGHOL | AG ANADOLU GRUBU HOLDİNG A.Ş. |
| 2 | AEFES | ANADOLU EFES BİRACILIK VE MALT SANAYİİ A.Ş. |
| 3 | ARCLK | ARÇELİK A.Ş. |
| 4 | CCOLA | COCA-COLA İÇECEK A.Ş. |
| 5 | DOHOL | DOĞAN ŞİRKETLER GRUBU HOLDİNG A.Ş. |
| 6 | HURGZ | HÜRRİYET GAZETECİLİK VE MATBAACILIK A.Ş. |
| 7 | ISFIN | İŞ FİNANSAL KİRALAMA A.Ş. |
| 8 | LOGO | LOGO YAZILIM SANAYİ VE TİCARET A.Ş. |
| 9 | OTKAR | OTOKAR OTOMOTİV VE SAVUNMA SANAYİ A.Ş. |
| 10 | PRKAB | TÜRK PRYSMIAN KABLO VE SİSTEMLERİ A.Ş. |
| 11 | TAVHL | TAV HAVALİMANLARI HOLDİNG A.Ş. |
| 12 | TOASO | TOFAŞ TÜRK OTOMOBİL FABRİKASI A.Ş. |
| 13 | TTKOM | TÜRK TELEKOMÜNİKASYON A.Ş. |
| 14 | TTRAK | TÜRK TRAKTÖR VE ZİRAAT MAKİNELERİ A.Ş. |
| 15 | TUPRS | TÜPRAŞ-TÜRKİYE PETROL RAFİNERİLERİ A.Ş. |
| 16 | VESTL | VESTEL ELEKTRONİK SANAYİ VE TİCARET A.Ş. |
| 17 | YGYO | YEŞİL GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş. |

3.5. ARAŞTIRMADA KULLANILAN DEĞİŞKENLER

Çalışmada beş adet bağımlı değişken (aktif karlılığı, özsermaye karlılığı, Tobin's Q oranı, piyasa değeri/defter değeri oranı ve fiyat-kazanç oranı), beş adet bağımsız değişken (kamuyu aydınlatma ve şeffaflık derecelendirme notu, menfaat sahipleri derecelendirme notu, yönetim kurulu derecelendirme notu, pay sahipleri derecelendirme notu ve ortalama derecelendirme notu) ve üç adet kontrol değişken (firma büyüklüğü, firma yaşı ve kaldıraç oranı) kullanılmıştır. Söz konusu değişkenler aşağıda açıklanmaktadır.

3.5.1. Bağımlı Değişkenler

Bir işletmenin finansal performansı ölçülürken ilk dikkat edilen husus, işletmenin bilanço ve gelir tabloları yardımıyla ortaya çıkan mali sonuçlarıdır. Performans değerlendirmesi; işletmenin kullandığı kaynakları, ürettiği mal ve hizmetleri, elde ettiği sonuçları takip etmesi, düzenli ve sistematik bir şekilde veri toplaması, bunları analiz edip yorumlaması, özetlemesi ve raporlaması sürecidir. Performansın hesaplanması ve ölçülmesi zor ve karmaşık süreçtir. Bu nedenle etkin

bir performans ölçüm sistemi gerekmektedir. Bu sistem; faaliyetlerin ve amaçların doğru olarak saptanması, uygun performans ölçü setinin belirlenmesi, verilerin toplanması, analiz edilmesi, raporlanması ve izlenmesi süreçlerinden meydana gelmektedir (Aksoy, 2011: 22-23).

Araştırmada finansal performansı ölçmede kullanılan bağımlı değişkenlere aşağıda yer verilmiştir.

3.5.1.1. Aktif Karlılığı

Kurumsal yönetim uygulamalarının firmaların finansal performanslarına etkisini ölçen çalışmalarda finansal performans göstergeleri olarak muhasebe esaslı göstergeler kullanılmıştır (Mehran, 1995; Yermack, 1996; Klein, 1998; Postma vd., 2003; Filatotchev vd., 2005; Cho ve Kim, 2007; Pathan vd., 2007; Yu, 2008; Praptiningsih, 2009; Agoraki vd., 2010; Arosa vd., 2010; Elsayed, 2011; Adusei, 2011; Fauzi ve Locke, 2012; Shukeri vd., 2012; Bhagat ve Bolton, 2013; Cook, 2013).

Aktif karlılığı (Return on Asset-ROA) diğer bir ifade ile varlık getirisi, dönem net kârının toplam aktiflere oranlanmasıyla hesaplanmıştır. Bu oran firmaların karlılığını ve yönetimin yeteneğini göstermektedir. Aktif karlılığı ile 1 TL'lik varlık başına düşen kar miktarı hesaplanmaktadır. Firmanın aktiflerini etkin kullanıp kullanmadığını da ifade etmektedir. Firmanın finansman şekline veya sermaye yapısındaki değişikliklere göre ROA yüksek veya düşük olabilir. Büyük ölçüde yabancı kaynak kullanan, dolayısıyla ağır bir borç yükü altında bulunan firmaların ROA'sının varlıklarının önemli bir bölümünü öz kaynakları ile finanse eden firmalara kıyasla daha düşük olması normaldir. Dolayısıyla, firmanın finansman şekline göre farklı sonuçlar veren, pay ve paydası arasında tutarlılık bulunmayan bu oranı, bir firmanın karlılık durumunun değerlendirilmesinde bir ölçü olarak kullanırken dikkatli olmak gerekir (Akgüç, 1998: 70). Literatürde performans ölçümünde aktif karlılığı sıklıkla kullanılmaktadır (Tunay ve Silpar, 2006; Vong ve Chan, 2006; Abbasoğlu vd., 2007; Hrechaniuk vd., 2007; Al-Shami, 2008; Kosmidou, 2008; Davydenko, 2010; Ponce, 2011; Najjar ve Petrov, 2011; Doan ve Nguyen, 2011; Doğru, 2011; Almajali vd., 2012).

3.5.1.2. Özsermaye Karlılığı

Özsermaye karlılığı (Return on Equity-ROE), dönem net kârının özsermayenin defter değerine bölünmesiyle hesaplanmıştır. Bu oran, ortaklar tarafından firmaya yapılan yatırımın etkin kullanılıp kullanılmadığını gösterir. Başka bir ifade ile bu oran, işletmenin ve yönetimin başarısı hakkında bilgi verir. Bu oranının ROA'dan farkı, finansal kaldıraç seviyesinin etkisidir. Finansal kaldıraç iyi kullanılmışsa ROE oranı yüksek çıkacaktır (Okka, 2009: 112). Bununla beraber, ROE 1 TL'lik özsermaye başına düşen kar miktarını ve işletmenin özsermayesini etkin kullanıp kullanmadığı da gösterir. Oranın düşük veya negatif olması durumunda işletmenin başarısızlığı şeklinde yorum yapmak mümkündür. Literatürde muhasebe kriterlerine göre performans ölçütü olarak özsermaye karlılığı kullanılmaktadır (Baum, 2006; Abor, 2007; Ramlall, 2009; Salteh vd., 2009; Shen vd., 2009; Hoffmann, 2011; Gupta vd., 2012; Casmir ve Anthony, 2012; Arif ve Anees, 2012; Berrios, 2013).

3.5.1.3. Tobin's Q

Kurumsal yönetim uygulamalarının firmaların finansal performansına etkisini ölçen çalışmalarda finansal performans göstergeleri olarak piyasa esaslı göstergeler de kullanılmıştır (Mak ve Kusnadi, 2005; Adams ve Mehran, 2005; Beiner vd., 2006; Staikouras vd., 2007; Zulkafli ve Samad, 2007; Andres ve Vallelado, 2008; Adams ve Mehran, 2005; Ehikioya, 2009; Belkhir, 2009; Böhren ve Ström, 2010; Ünlü vd., 2011; Horváth ve Spirollari, 2012; Bhagat ve Bolton, 2013; Kumar ve Singh, 2013).

Bu çalışmada piyasa değeri kriterine göre performans ölçütü olarak Tobin's Q oranı kullanılmıştır. Birçok çalışmada firma performansının ölçütü olarak genel kabul görmüş olan Tobin's Q oranı, ilk kez 1969 yılında James Tobin tarafından hesaplanmıştır. Bu oran farklı şekillerde hesaplanabilmektedir. Oran, firma üzerindeki finansal hakların piyasa değerini, firma varlıklarının cari yerine koyma maliyetine bölerek elde edilmektedir (Canbaş, 2004: 62). Chung ve Pruitt (1994), Tobin's Q oranını "Yaklaşık Q Değeri" şeklinde aşağıdaki gibi hesaplanmaktadır:

$$\text{Yaklaşık Q} = (\text{MVE} + \text{PS} + \text{DEBT}) / \text{TA}$$

Burada;

MVE: Adi pay senedinin piyasa fiyatı ile pay senedi sayısının çarpımıyla bulunmaktadır.

PS: İmtiyazlı pay senedinin fiyatı ile pay senedi sayısının çarpımı sonucunda elde edilir.

DEBT: Firmanın toplam borçlarıdır.

TA: Firmanın toplam aktifleridir.

Bu araştırmada Tobin's Q oranı işletmenin piyasa değeri ile toplam borçların toplamının toplam aktiflere oranlanmasıyla hesaplanmıştır. Literatürde piyasa esaslı performans göstergesi olarak Tobin's Q oranı kullanılmaktadır (Bertinetti, 2016; Qureshi, 2007; Bjuggren ve Wiberg, 2007; Lixin ve Lin, 2008; Anindita vd., 2008; Gupta vd., 2012; Sadeghian vd., 2012; Soumadi ve Hayajneh, 2012; Badar ve Saeed, 2013; Hamilton vd., 2013).

3.5.1.4. Piyasa Değeri/Defter Değeri

Yatırım kararları verilirken temel analizle pay senetlerinin olması gereken değerlerinin hesaplanmasında kullanılan çeşitli göstergeler bulunmaktadır. Bunlardan birisi de piyasa değeri/defter değeri (PD/DD) oranıdır. Defter değeri firmaların özsermaye tutarlarını ifade etmektedir. PD/DD oranının yatırımcılar tarafından özellikle tercih edilmesinin nedeni, firmaların piyasa değerinin bilançodaki defter değerinden ne ölçüde yüksek veya düşük olduğunu görme ve böylece sektördeki diğer firmalarla karşılaştırarak pay senedi fiyatının aşırı veya düşük değerlendirildiği konusunda nakit akımlarını hesaplamaya gerek kalmaksızın bir fikir sahibi olabilmektir (Üreten ve Ercan, 2000). Literatürde de benzer şekilde bu oran kullanılmıştır (Bernard, 1994; Fama ve French, 1995; Penmann, 1996; Collins vd., 1999; Beaver ve Ryan, 2000; Chen ve Zhao, 2006).

3.5.1.5. Fiyat Kazanç Oranı

Hem hissedarlar hem de yönetim tarafından firmaların karlılık performansını takip etmede pay başına cari veya beklenen kazanç ile cari pay senedi fiyatı arasındaki nispi ilişki sıklıkla kullanılır (Helfert, 2000). F/K oranı olarak adlandırılan bu ilişkide hesaplanan katsayı, yatırımcıların işletmeye duydukları güven düzeyine

bağlı olarak yükselebilmekle birlikte, genel olarak bu oranın yüksek oluşu payın fiyatının pahalı olduğunun, düşük oluşu ise, payın fiyatının ucuz kalmış olduğunun bir göstergesi olarak kabul edilebilir (Bolak, 2005: 43).

Bu araştırmada F/K oranı pay senedi fiyatının pay başına kazanca bölünmesiyle bulunmuştur. Yine ilgili literatürde F/K oranının kullanıldığı birçok çalışma mevcuttur (Trevino ve Robertson, 2002; Jhonson vd., 2005; Horasan, 2010; Bhatt ve Sumangala, 2012; Kurtaran, 2014).

3.5.2. Bağımsız Değişkenler

Kurumsal yönetim derecelendirme notları ile firma performansı arasındaki ilişkinin incelendiği bu çalışmada beş adet bağımsız değişken kullanılmıştır. Söz konusu değişkenler: Pay sahipleri, kamuyu aydınlatma ve şeffaflık, menfaat sahipleri, yönetim kurulu ve ortalama derecelendirme notudur.

Kurumsal yönetim ilkelerinin gerek uluslararası piyasalarda gerekse Türkiye’de öneminin giderek artması sonucunda, ilkelerin uygulanma durumunu belirleyecek kuruluşlara ve farklı işletmelerin kurumsal yönetim uygulamaları arasında karşılaştırma yapılmasını sağlayacak standart ölçütlere ihtiyaç duyulmuş, bu da “kurumsal yönetim uyum derecelendirmesi” kavramını beraberinde getirmiştir. Kurumsal yönetim uyum derecelendirmesini, geleneksel kredi derecelendirmesinden farklı olarak işletmelerin mali durumlarını değil yönetim kalitelerini sorgulayan ve ortakların haklarını gözeten bir bakış açısına sahip derecelendirme faaliyeti olarak nitelendirmek mümkündür (Sandıkçioğlu, 2005: 9).

Kurumsal yönetim ilkelerine uyum derecelendirmesinde bir bütün olarak tüm ilkelere uyum ile pay sahipleri, kamuyu aydınlatma ve şeffaflık, menfaat sahipleri ve yönetim kurulu ana bölümleri itibarıyla ayrı ayrı olmak üzere 1 ile 10 arasında derece notu verilir. Tüm ilkelere uyum ve her bir bölüm için verilen not, 1 en zayıf profili, 10 en güçlü profili temsil etmek üzere değerlendirilir. BİST Kurumsal Yönetim Endeksi’ne girebilmek için işletmelerin bir bütün olarak tüm ilkelere uyum bakımından en az yedi ile derecelendirilmiş olması gerekir. Her bir bölüm için ayrı verilen notlar kamuya açıklanır. Kurumsal yönetim derecelendirme notlarının ne anlama geldikleri Tablo 3.2’de gösterilmiştir (SAHA, 2018).

Tablo 3.2: Kurumsal Yönetim Derecelendirme Notları

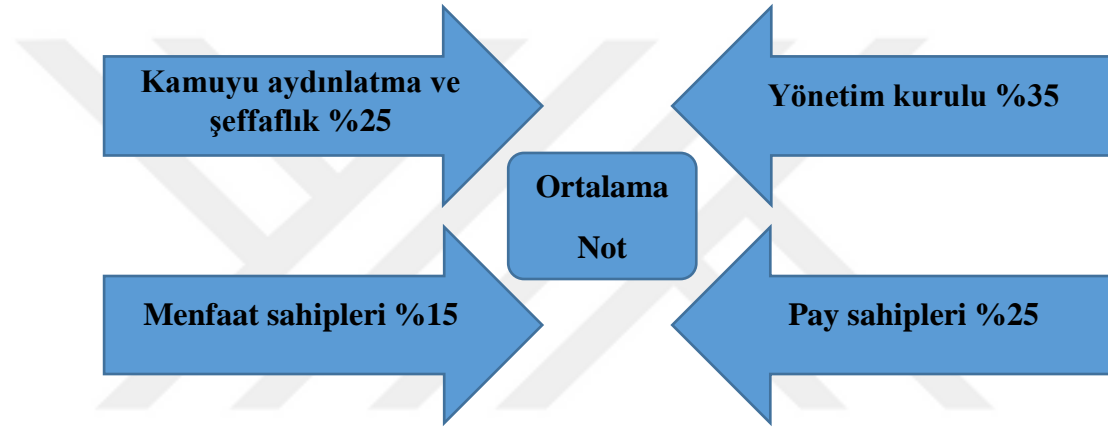
| NOT | VERİLEN NOTUN ANLAMAMI |
|--------------|---|
| 9-10 | İşletme SPK Kurumsal Yönetim İlkeleri'ne büyük ölçüde uyum sağlamış ve tüm politika ve önlemleri uygulamaya sokmuştur. Yönetim ve iç kontrol mekanizmaları etkin bir şekilde oluşturulmuş ve işlemektedir. Tüm kurumsal yönetim riskleri tespit edilmiş ve aktif bir şekilde yönetilmektedir. Pay ve menfaat sahiplerinin hakları en adil şekilde gözetilmektedir. Kamuyu aydınlatma ve şeffaflık faaliyetleri en üst düzeydedir ve yönetim kurulunun yapı ve işleyişi en iyi uygulama kategorisindedir. Bu alanlarda hemen hemen hiçbir zaaf bulunmamaktadır. |
| 7-8 | İşletme SPK Kurumsal Yönetim İlkeleri'ne önemli ölçüde uyum sağlamış ve çoğu gerekli politika ve önlemleri uygulamaya sokmuştur. Yönetim ve iç kontrol mekanizmaları, az sayıda iyileştirmelere gerek duyulsa da etkin bir şekilde oluşturulmuş ve işlemektedir. Kurumsal yönetim risklerinin çoğunluğu tespit edilmiş ve aktif bir şekilde yönetilmektedir. Pay ve menfaat sahiplerinin hakları adil şekilde gözetilmektedir. Kamuyu aydınlatma ve şeffaflık faaliyetleri üst düzeydedir ve yönetim kurulunun yapı ve işleyişi sağlam temellere dayandırılmıştır. Çok büyük riskler teşkil etmese de, bu alanların biri veya birkaçında bazı iyileştirmeler gereklidir. BİST Kurumsal Yönetim Endeksi'ne üst düzeyde dâhil edilmek hak edilmiştir. |
| 6 | İşletme SPK Kurumsal Yönetim İlkeleri'ne orta derecede uyum sağlamış ve gerekli politika ve önlemlerin bir kısmını uygulamaya sokmuştur. Yönetim ve iç kontrol mekanizmaları orta derecede oluşturulmuş ve işlemekte, ancak iyileştirmelere gerek vardır. Kurumsal yönetim risklerinin bir kısmı tespit edilmiş ve aktif bir şekilde yönetilmektedir. BİST Kurumsal Yönetim Endeksi'ne dâhil edilmek hak edilmiş ve ulusal standartlara uyum sağlanmıştır, ancak uluslararası platformlarda bu standartların gerisinde kalınabilir. Pay sahipleri, menfaat sahipleri, kamuyu aydınlatma ve şeffaflık ve yönetim kurulu alanlarının bazılarında iyileştirmeler gerekmektedir. |
| 4-5 | İşletme SPK Kurumsal Yönetim İlkeleri'ne gereken asgari derecede uyum sağlamış ve gerekli politika ve önlemlerin standartların altında bir kısmını uygulamaya sokmuştur. Yönetim ve iç kontrol mekanizmaları, gereken asgari derecede oluşturulmuş, ancak tam etkin bir şekilde işlememektedir. Kurumsal yönetim riskleri tamamen tespit edilmemiş ve aktif bir şekilde yönetilememektedir. Pay sahipleri, menfaat sahipleri, kamuyu aydınlatma ve şeffaflık ve yönetim kurulu alanlarının bazılarında veya hepsinde önemli iyileştirmeler gerekmektedir. |
| <4 | İşletme SPK Kurumsal Yönetim İlkeleri'ne uyum sağlamamıştır ve gerekli politika ve önlemleri zayıftır. Yönetim ve iç kontrol mekanizmaları, gerekli etkinlikte oluşturulmamıştır. Önemli kurumsal yönetim riskleri mevcut olup, bu riskler aktif bir şekilde yönetilmemekte ve işletme kurumsal yönetim ilkelerine duyarlı değildir. Pay sahipleri, menfaat sahipleri, kamuyu aydınlatma ve şeffaflık ve yönetim kurulu alanlarının hepsinde önemli zaaf vardır. Yatırımcı güveni zedelenebilir ve maddi zararlar oluşabilir. |

Kaynak: SAHA Kurumsal Yönetim ve Derecelendirme Hizmetleri A.Ş.,

www.saharating.com.

SPK tarafından işletmeleri derecelendirme konusunda yetkilendirilen kuruluşlar, kurumsal yönetim derecelendirme notunun tespitinde her bölümün notunu ayrı ayrı belirler ve sonra bölümlerin ağırlıklarını dikkate alarak tüm ilkelere uyum notunu tespit ederler (Pamukcu, 2011: 144). Toplam derecelendirme notunu belirlemede her bir ana bölüm için SPK Kurumsal Yönetim İlkeleri'ne paralel olarak Şekil 3.2'de yer alan ağırlıklar kullanılır.

Şekil 3.2: Kurumsal Yönetim Derecelendirme Notu Bölümleri ve Yüzdeleri



Şekil 3.2'de yer alan her bir bölüme ait notlar ve bu notların ortalaması araştırmanın bağımsız değişkenlerini oluşturmaktadır.

3.5.3. Kontrol Değişkenleri

Firmaların finansal performansı ile kurumsal yönetim arasındaki ilişkiyi inceleyen araştırmaların büyük çoğunluğunda geliştirilen ekonometrik modellere firmaların performansını etkileyebilecek içsel faktörler veya finansal oranlar kontrol değişkenler olarak eklenmiştir. Bu çalışmada kontrol değişkenleri olarak; kaldıraç oranı, firma büyüklüğü ve firma yaşı alınmıştır. Söz konusu değişkenler aşağıda açıklanmıştır.

3.5.3.1. Kaldıraç Oranı

Firmaların toplam borçlarının toplam aktiflerine oranlanmasıyla elde edilmiştir. Bu oran varlıkların yüzde kaçının borçlarla finanse edildiğini göstermektedir. Toplam borç oranı yüksek olan işletmelerin faaliyetlerini devam ettirebilmesi

borçlara bağlıdır. Bu oranın çok yüksek olması firmanın riskliliğinin artmasına ve mali sıkıntıya düşmesine hatta iflas etmesine neden olabilir. Özellikle kredi verenler açısından bu oranın düşük olması istenir (Elitaş ve Doğan, 2013: 46). Yüksek kaldıraçlı firmaların borçlarını geri ödemeleri ve yeni krediler temin etmeleri her zaman mümkün olmayacaktır. Yüksek kaldıraç genellikle olumsuz bir durum olmakla birlikte, borç yatırım ilişkisi firmaların karlılığını olumlu yönde etkileyebilir (Doğan, 2013: 127). Hurdle (1974), çalışmasında finansal riskin artmasının karlılığı artırıcı bir öge olduğunu vurgulamıştır. Ancak, bununla beraber Bothwell vd. (1984), firma borcu ile karlılık arasında negatif ilişkinin varlığını tespit etmişlerdir. Benzer sonuçlar Cummins ve Sommer (1996), Hrechaniuk vd. (2007), Al-Shami (2008), Malik (2011), Najjar ve Petrov (2011), Almajali vd.(2012) tarafından da tespit edilmiştir. Kurumsal yönetim ile firma performansı arasındaki ilişkiyi ölçen çalışmaların önemli bir kısmında kaldıraç oranı kontrol değişkeni olarak modele eklenmiştir (Obradovich ve Gill 2013, Taghizadeh ve Saremi 2013, Moscu 2013).

3.5.3.2. Firma Büyüklüğü

Firma büyüklüğünden kastedilen firmaların toplam aktifleridir. Firma büyüklüğü değişkeninin diğer değişkenlerle uyumlu olabilmesi için logaritması alınmış ve modele dahil edilmiştir. Toplam aktifler firma büyüklüğünü göstermektedir ve konu ile ilgili literatürün önemli bir bölümünde karlılık veya performans ölçmede bağımsız veya kontrol değişkeni olarak kullanılmıştır. Büyük firmalar, ölçek ekonomisinden faydalanmalarından dolayı küçük firmalara göre daha etkin olabilir. Diğer taraftan, firmalar büyüdüklerinde mali verimsizlik ve performans düşmesi riski ile karşı karşıya kalabilirler. Bu nedenle, firma büyüklüğünün finansal performansa etkisi belirsiz ve tartışmalı bir konudur. Bununla birlikte firma büyüklüğünün artması yönetici sahiplik düzeyini yükseltebilir ve bu durum temsilci maliyetleri ve ahlaki rizikoyla da yakından ilgilidir. Diğer taraftan, firma büyüklüğünün artması firmanın daha profesyonel yönetici çalıştırmasını da etkileyebilir (Ünlü vd., 2011: 205).

Ehikioya (2009), Arosa vd. (2010), Elsayed (2011), Khatap vd. (2011), Saliha ve Abdessatar (2011), Obradovich ve Gill (2013), Swastika (2013) gibi yazarlar

firma büyüklük göstergesi olarak “toplam aktifleri” almışlardır. Serrasqueiro ve Nunes (2008), Horváth ve Spirollari (2012), Akbaş ve Karaduman (2012), Shubita ve Alsawalhah (2012), Wang vd. (2013) ve Kim (2013) gibi yazarlar ise, büyüklük göstergesi olarak “toplam satışları” kullanmışlardır. Jonsson (2007) ve Banchuenvijit (2012) firma büyüklüğünü “çalışan sayısı” ile ölçmüşlerdir. Bunların dışında Yermack (1996), Wintoki vd. (2012), Koerniadi ve Tourani-Rad (2012), Moscu (2013) gibi yazarlar büyüklük göstergesi olarak “toplam özsermayeyi” kullanmışlardır.

Firma büyüklüğü ile finansal performans arasındaki ilişkiyi ölçen çalışmalara bakıldığında çok farklı ve karma sonuçlar tespit edildiği görülmüştür. Obradovich ve Gill (2013), Özgulbaş vd. (2006), Guest (2009), Karadeniz ve İskenderoğlu (2011) ve Swastika (2013), firma büyüklüğü ile performans arasında pozitif bir ilişki bulunduğunu ortaya koymuşlardır. Buna karşın Cheung vd. (2007), Elsayed (2011), Banchuenvijit (2012), Kumar ve Singh (2013) ise, firma büyüklüğü ile performans arasında negatif bir ilişki tespit etmişlerdir. Bu çalışmalar dışında, Mak ve Kusnadi (2005), Khatap vd. (2011), Bouaziz ve Triki (2012), Moscu (2013) ise, firma büyüklüğünün performans üzerinde etkili olmadığını savunmuşlardır. Tüm bu sonuçlar, firma büyüklüğünün performans üzerindeki etkisinin tam olarak açıklanamamasına ve konuya olan ilginin yoğunlaşmasına neden olmuştur.

3.5.3.3. Firma Yaşı

Firma yaşı, firmaların kuruluş yılı ile cari yıl arasındaki farktır. Firma performansı ile kurumsal yönetim arasındaki ilişkiyi ölçen birçok çalışmada (Peng vd. 2007, Rashid vd. 2010, Younas vd. 2013, Wang ve Clift 2009, Ujunwa, 2012, Kumar ve Singh, 2013) firma yaşı bağımsız değişken olarak alınmıştır. Yeni ve küçük firmalar, marka bilinirliği, kurumsal itibar ve sermaye yetersizliğinin getirmiş olduğu engelden dolayı pazar payını kaybetme riski ile karşı karşıya kalabilirler (Kakani vd. 2001: 18). Köklü firmalar, daha tecrübeli olmaları ve yeniliklere daha hızlı adapte olmaları ile birlikte satışlarını ve karlılıklarını artırmada avantaja sahiptirler. Ancak, farklı piyasa koşullarında karlılık ile yaş arasında ters orantılı bir ilişki gözlemlenebilir (Liargovas ve Skandalis, 2008: 8). Koruma hipotezine göre,

firmaların yaşı yükseldikçe, firmalar sürekli bir şekilde rekabet etmekte geri kalmakta kilit roldeki kaynaklara ulaşmada zorluk çekmektedirler (Loderer ve Waelchli, 2011). Bununla birlikte, rekabet ortamı nedeniyle firmaların değişime ayak uyduramaması durumunda aktif karlılıklarının ve kar paylarının azalması da muhtemeldir. Firma yaşı, yaşca büyük firmaların yeni teknolojileri satın alabilme imkanlarının olmasına ve iş tecrübelerinin bulunmasına karşın, değişime ayak uyduramamaları durumunda performanslarının azalmasına neden olmaktadır (Loderer ve Waelchli, 2011: 14).

Firma yaşı ile performans arasında Rashid vd. (2010), Bennedsen vd. (2008) ve Younas vd. (2013) pozitif, buna karşın Mak ve Kusnadi (2005), Oxelheim ve Randoy (2003) ve Choi vd. (2007) negatif bir ilişki tespit etmişlerdir. Bu çalışmaların dışında firma yaşının performans üzerinde etkisinin olmadığını belirleyen araştırmalar da (Wang ve Clift 2009, Eisenberg vd. 1998 ve Chen 2012) mevcuttur. Buradan hareketle, tüm bu sonuçların firma yaşının performans üzerinde nasıl bir etkiye sahip olduğu noktasında tartışmalara yol açtığı söylenilebilir.

Araştırmada kullanılan değişkenlere ilişkin bilgiler Tablo 3.3’de gösterilmiştir.

Tablo 3.3: Araştırmada Kullanılan Değişkenler

| Değişken Adı | Değişken Tanımı | Değişken Kodu |
|-----------------------------------|--|---------------|
| Bağımlı Değişkenler | | |
| Aktif Karlılığı | Net Kar/Toplam Aktifler | ROA |
| Özsermaye Karlılığı | Net Kar/Toplam Özsermaye | ROE |
| Tobin’s Q Oranı | (Toplam Borçlar+Piyasa Değeri)/Toplam Aktifler | TOBIN |
| Piyasa Değeri/Defter Değeri | Piyasa Değeri/Defter Değeri | PD/DD |
| Fiyat/Kazanç Oranı | Pay Senedinin Fiyatı/Pay Başına Kazanç | FKO |
| Bağımsız Değişkenler | | |
| Kamu Aydınlatma ve Şeffaflık Notu | İlgili bölümden alınan derecelendirme notu | KAS |
| Menfaat Sahipleri Notu | İlgili bölümden alınan derecelendirme notu | MS |
| Yönetim Kurulu Notu | İlgili bölümden alınan derecelendirme notu | YK |
| Pay Sahipleri Notu | İlgili bölümden alınan derecelendirme notu | PS |
| Ortalama Not | Alınan ortalama | ORT |

| | | |
|-----------------------------|--------------------------------|-------|
| | derecelendirme notu | |
| Kontrol Değişkenleri | | |
| Kaldıraç Oranı | Toplam Borçlar/Toplam Aktifler | KO |
| Firma Büyüklüğü | Toplam Varlıkların Logaritması | BUYUK |
| Firma Yaşı | Cari Yıl-Kuruluş Yılı | YAS |

3.6. ARAŞTIRMANIN YÖNTEMİ

Araştırmanın bu bölümünde veri analiz yöntemi açıklanarak, konu ile ilgili literatür takip edilerek geliştirilen modeller hakkında bilgi verilmiştir. Ayrıca, çalışmada tüm değişkenler birim kök testine tabi tutulmuş ve son olarak değişkenlere ait tanımlayıcı istatistiklere yer verilmiştir.

3.6.1. Verilerin Analizinde Kullanılan Yöntem

Bu araştırmada bir ekonometrik analiz tekniği olan ve hem zaman kesiti hem de yatay kesitini dikkate alan panel veri regresyon analizi uygulanmıştır. Panel veri regresyon analizi, bir veya birden fazla bağımsız değişken ile belli bir zaman dönemi içinde birden fazla birimin yer aldığı bağımlı değişken arasındaki ilişkiyi incelemektedir.

3.6.1.1. Panel Veri

Herhangi bir değişkenin aynı zaman biriminde birimlere göre değişim gösteren seriler, yatay kesit serileridir ve bu seriler yatay kesit verilerini oluştururlar. Herhangi bir değişkenin zaman içinde, zamana göre değişimini gösteren seriler zaman serileridir ve bu seriler zaman serisi verilerini oluştururlar. Hem yatay kesit hem de zaman serisi verileri ekonometrik araştırmalarda iktisat teorisinin öngördüğü kuralların izin verdiği ölçüde kullanılırlar. Yatay kesit ve zaman serileri arasındaki en büyük fark, serilerin diziliş zorunluluklarından kaynaklanmaktadır. Zaman serileri zamana göre değişim gösterirken, ilgili zaman değişkenine göre dizilirler ve bu sıralama değiştirilemez yani sabittir. Yatay kesit serileri ise, birimlere göre değişim gösterirken, birimlerin zorunlu bir dizilişi olmadığından belirli bir sıra takip etmezler. Dizilişin sıralamanın değişmesi parametre tahminlerini etkilemese de,

otokorelasyon katsayısı gibi hesaplamalarda sıralamanın etkili olması tahminlerin sonuçlarını değiştirerek varsayımların geçerliliğinde etkili olabilecektir. Bir konuda hem birimlere hem de zamana göre analiz yapılmasına gerek duyulduğunda birimlere ve zamana göre ayrı ayrı inceleme yapılacaktır. Araştırmalar yatay kesit verileri ve zaman serileri ile ayrı ayrı yapıldıklarında, yani yapılan analiz yatay kesit analizi veya zaman serisi analizi olduğunda birimlere veya zamana göre değişim ayrı ayrı incelenmiş olacaktır. Bu durum, karmaşık kıyaslamalara sebep olabilecektir. Hem birimlere hem de zamana göre araştırmanın beraber yapılabilmesi için iki veri türünün birleştirilmesi ve bu veriye uygun modellerin oluşturularak tahmini gerekmektedir. Böylece, karmaşık kıyaslamalar yapılmamış olacaktır (Güriş, 2018: 3-4).

3.6.1.2. Dengeli ve Dengesiz Panel Veri

Analizde kullanılacak yöntemler zaman boyutunun yapısına bağlıdır. Buna göre panel veri, dengeli ve dengesiz panel veri olarak ikiye ayrılır. T sayıda devreye ait gözlemler, yatay kesitte yer alan tüm birimler $i=1,2,3,\dots,N$ için aynı ise, bu veri türü dengeli panel veri olarak isimlendirilir. Panel veride en az bir birime ait gözlem farklı sayıda ise, bu veri dengesiz panel veri olarak adlandırılır. Başka bir ifade ile, dengeli panel veride devre sayısı T, tüm birimler (i) için aynıdır. Aksi durum söz konusu olduğunda, yani veride bazı devreler için birden fazla gözlem varsa dengesiz panel söz konusudur. Verideki bu fark önemlidir ve farklı veriler için modellerin farklı şekillerde tahmin edilmeleri gerekmektedir (Güriş, 2018: 6).

3.6.1.3. Panel Veri Modelleri

Panel veri modelleri, “Sabit Katsayılı Modeller” ve “Değişken Katsayılı Modeller” olarak ikiye ayrılırlar.

3.6.1.3.1. Sabit Katsayılı Modeller

Sabit katsayılı modellerin sabit ve eğim parametreleri birimlere veya birimlere ve zamana göre değişmeyip sabit kalmaktadır. Bu modellerde tüm i’ler ve t’ler için, $\beta_{kit} = \beta_k$ olup değişmemektedir. Sabit katsayılı modeller hata terimlerinin varsayımlarına göre farklılıklar gösterirler. Tahmin edilecek regresyon modelleri en

küçük kareler (EKK) yöntemi ile tahmin edildiklerinde, hata terimi ile ilgili regresyonun klasik varsayımlarını taşıyor olabilirler. Bu durumda istenen sonuç elde edilmiş olur. Hata terimi varsayımlarını sağlaması halinde EKK yöntemi ile tahmin edilen panel veri modellerinin sonuçları güvenilir olabilir (Güriş, 2018: 9).

3.6.1.3.2. Değişken Katsayılı Modeller

Panel veri modellerin ikinci türü değişken katsayılı modellerdir. Birimlere veya birimlere ve zamana göre değişkenlerde değişimler olabilir. Bu değişimlerin etkilerinin modele yansımaları için farklı modeller kurulması gerekebilir. Söz konusu etkiler, modelin sabit parametrelerinde görülebileceği gibi, sabit ve eğim parametrelerinde de görülebilir. Bu nedenle, değişken katsayılı modeller kullanılabilir. Etki, modelde hata teriminin bileşenleri olarak yer alabilir (Güriş, 2018: 10).

3.6.1.4. Panel Veri Analizinin Avantajları

Yatay kesit analizi ile zaman serisi analizini birleştiren panel veri analizinin, yatay kesit ya zaman serisi verilerinden yalnızca bir tanesini barındıran analizlere kıyasla birçok avantajlı yönü bulunmaktadır. Bu avantajlar şu şekilde özetlenebilir (Baltagi, 2004: 637-638):

- Panel veri analizi, zaman serisi ve yatay kesit ve gözlemlerini birleştirdiğinden gözlem sayısı daha fazladır. Yatay kesit verileri, N tane ($n=1, \dots, N$) gözlemden oluşurken, zaman serisi verisinde ise, T sayıda ($t=1, \dots, T$) gözlem söz konusudur. Bu iki tür verinin bir panel veri oluşturması durumunda ise, $N \times T$ sayıda gözlem olacaktır. Bu nedenle panel veriler araştırmacılara büyük hacimli veriler sağlamaktadır.
- Gözlem sayısının fazla olması serbestlik derecesini artırmaktadır. Bu nedenle genellikle daha güvenilir tahminlerin yapılmasını sağlar.
- Panel veri analizi, birey, firma ya da devlet gibi analiz konusunu oluşturan birimler arasındaki farklılığı dikkate alarak kontrol altına tutmaktadır. Zaman serisi ve yatay kesit veri çalışmaları ise, bu farklılığı kontrol etmemektedir. Bu analizlerde bağımsız değişkenler

tarafından gözlemlenemeyen birimlere ait farklı özellikler hata terimi içinde yer almaktadır. Panel veri ise, farklı özellikleri her birim için farklı bir sabit tanımlayarak hata teriminden ayırmaktadır.

- Panel veri analizi, yatay kesit ve zaman serisi gözlemlerini birleştirdiğinden, sadece yatay kesit ya da zaman serisi analizleriyle ortaya konulamayacak analizlerin yapılabilmesini sağlar.
- Panel veri, açıklayıcı değişkenler arasındaki çoklu doğrusal bağlantı sorununu azaltmaktadır. Bağımsız değişkenin ardışık değerleri arasında çoklu doğrusal bağlantı olması tahminlerin belirsizliğine neden olmaktadır. Bu nedenle panel veri analizi, tahmin edicilerin etkinliğini arttırmaktadır.
- Panel veri, belirli bir zaman boyunca belirli bir örneklem biriminin izlenmesi olduğu için, bu analizde aynı örneklem birimine ilişkin çok fazla miktarda değişik zamanlı gözlem olmaktadır. Bu nedenle panel veri yöntemi, özellikle değişim dinamiklerini çalışmak için diğer yöntemlere göre çok daha uygundur.
- Bunlara ilaveten panel veri analizi, karmaşık davranışsal modeller ve sosyal olaylar üzerinde çalışma ve bu modellerin test edilmesinde yatay kesit ve zaman serisi modellerinden daha etkin modelleme yapabilme olanağı sunar.

3.6.1.5. Araştırmanın Regresyon Modelleri

Çalışmaya dahil edilen veriler; 17 firmanın dokuz yıllık verileri dengeli panel veri özelliği taşımaktadır. Panel verilerin kullanıldığı regresyon modellerinde sabit terim için sabit ve rassal etki ile havuzlanmış EKK yöntemi olmak üzere üç ayrı etki ifade edilmektedir. Sabit etkiler, regresyon denkleminde belirtilen *ait* teriminin, bütün yatay kesitler için tüm zaman serileri boyunca sabit kabul edildiği durumu belirtir. Ancak rassal etkiler, *ai* ve *at* terimlerinin değerinin *eit* istatistiksel hata terimi gibi, birçok bireysel faktör tarafından etkileneceğini bu sebeple her çapraz kesit için farklı olduğu durumu ifade etmektedir (Greene, 2003: 615; Sayman, 2012: 221).

Araştırmada veriler, Eviews 10.0 ve STATA 12.0 programından yararlanarak çözümlenmiştir. Regresyon modelinin tahmininde otokorelasyon, birimler arası

korelasyon ve çoklu varyans sorunu (heteroskedasite) olması durumunda hata teriminin varyansı birim matrise eşit olmamaktadır. Bu durum, modelin tutarsızlığına sebep olmamakta, fakat etkinliğini etkilemektedir. Bu sebeplerden ötürü modelde otokorelasyon, heteroskedasite ve birimler arasında korelasyondan en az birisinin olması durumunda parametre tahminlerine dokunulmadan standart hatalar düzeltilmelidir, yani dirençli standart hatalar elde edilmelidir. Mevcudiyetleri halinde uygun yöntemler ile tahmin edilmesi gerekir (Tatoğlu, 2013: 242). Literatürde regresyon çözümlenmesinde EKK yöntemi sıkça tercih edilmesine karşın bu araştırmada yukarıda bahsi geçen sebeplerden dolayı dirençli tahminciler (robust) kullanılmıştır. Literatürde sıklıkla kullanılan dirençli tahminciler, White (1980), Newey-West (1987, 1994), Eicker (1967), Huber (1967), Arellano (1987), Anselin (1988), Froot (1989), Rogers (1993), Parks (1967), Kmenta (1986), Beck-Katz (1995), Kraay (1998) ve Wooldridge (2002) tarafından önerilmiştir. Verilerin otokorelasyon, değişen varyans ve birimler arası korelasyonun (yatay kesit bağımlılığının) varlığına karşı dirençli olması nedeniyle ve aynı zamanda $T < N$ olduğu için çalışmada Beck-Katz (1995) tarafından geliştirilen dirençli tahminci tercih edilerek standart hatalar düzeltilmiştir. Böylelikle, Beck-Katz (1995) tahmincisi ile birimler arası korelasyon, değişen varyans ve otokorelasyon problemleri engellenmiş olmaktadır.

Tablo 3.4: Araştırmanın Modelleri

| | |
|----------------|---|
| Model 1 | $ROA_{it} = \alpha + \beta_1 KAS_{it} + \beta_2 MS_{it} + \beta_3 YK_{it} + \beta_4 PS_{it} + \beta_5 ORT_{it} + \beta_6 BUYUK_{it} + \beta_7 YAS_{it} + \beta_8 KO_{it} + \epsilon_{it}$ |
| Model 2 | $ROE_{it} = \alpha + \beta_1 KAS_{it} + \beta_2 MS_{it} + \beta_3 YK_{it} + \beta_4 PS_{it} + \beta_5 ORT_{it} + \beta_6 BUYUK_{it} + \beta_7 YAS_{it} + \beta_8 KO_{it} + \epsilon_{it}$ |
| Model 3 | $PDDD_{it} = \alpha + \beta_1 KAS_{it} + \beta_2 MS_{it} + \beta_3 YK_{it} + \beta_4 PS_{it} + \beta_5 ORT_{it} + \beta_6 BUYUK_{it} + \beta_7 YAS_{it} + \beta_8 KO_{it} + \epsilon_{it}$ |
| Model 4 | $TOBIN_{it} = \alpha + \beta_1 KAS_{it} + \beta_2 MS_{it} + \beta_3 YK_{it} + \beta_4 PS_{it} + \beta_5 ORT_{it} + \beta_6 BUYUK_{it} + \beta_7 YAS_{it} + \beta_8 KO_{it} + \epsilon_{it}$ |
| Model 5 | $FKO_{it} = \alpha + \beta_1 KAS_{it} + \beta_2 MS_{it} + \beta_3 YK_{it} + \beta_4 PS_{it} + \beta_5 ORT_{it} + \beta_6 BUYUK_{it} + \beta_7 YAS_{it} + \beta_8 KO_{it} + \epsilon_{it}$ |

Tablo 3.4’de geliştirilen beş modelin denklemleri yer almaktadır. Modellerde beş adet bağımlı, beş adet bağımsız ve üç adet kontrol değişken kullanılmıştır.

Çalışmada, sabit etkiler ile rassal etkiler modellerinden hangisinin seçileceğine karar verebilmek için Hausman testinden yararlanılmıştır.

Tablo 3.5: Hausman Testi (Sabit Etki Modeli-Rassal Etki Modeli) Sonuçları

| Modeller | Chi ² testi | Olasılık (p) |
|----------|------------------------|--------------|
| Model 1 | 32,4534 | 0,0000 |
| Model 2 | 39,042 | 0,0000 |
| Model 3 | 53,2209 | 0,0000 |
| Model 4 | 45,3453 | 0,0000 |
| Model 5 | 45,0542 | 0,0000 |

Hausman test istatistiklerinde $p < 0,05$ olasılık değeri rassal etki modeline karşı sabit etki modelinin uygun olduğunu gösterirken, $p > 0,05$ olasılık değeri sabit etki modeline karşı rassal etki modelinin uygun olduğunu göstermektedir. Tablo 3.5’de yer alan Hausman testi sonuçları incelendiğinde tespit edilen olasılık değerlerinin 0,05’ten küçük olmasından dolayı sabit etkiler modelinin tercih edilmesinin daha doğru olacağı görülmektedir. Başka bir ifade ile, modelde kullanılan firmaların ve zamanın etkisi rassaldır önermesini sunan ve ε ile açıklayıcı değişkenler arasında korelasyon yoktur diyen boş hipotez reddedilerek, sabit modelde kullanılan firmaların ve zamanın etkisi sabittir önermesini sunan ve ε ile açıklayıcı değişkenler arasında korelasyon vardır diyen hipotezin kabul edilmesi gerekmektedir. Boş hipotezinin kabul edilmediği için, rassal etkiler modelinin yerine sabit etkiler modelinin kullanılması gerektiğini göstermektedir. Aşağıda Tablo 3.6’da otokorelasyon testi sonuçları yer almaktadır.

Tablo 3.6: Otokorelasyon Testi Sonuçları

| Modeller | Bhargava, Franzini ve Narendranathan’ın Durbin Watson testi | Baltagi-Wu’nun Yerel En İyi Değişmez Testi (LBI) |
|----------|---|--|
| Model 1 | 1,32 | 1,87 |
| Model 2 | 1,38 | 1,65 |
| Model 3 | 1,44 | 1,78 |
| Model 4 | 1,47 | 1,98 |
| Model 5 | 1,29 | 1,86 |

Değişkenlere ait otokorelasyon testi için hipotezler aşağıdaki gibidir.

H_0 : Birinci mertebeden otokorelasyon yoktur.

H_1 : Birinci mertebeden otokorelasyon vardır.

Panel veri analizlerinde modellerde otokorelasyon olup olmadığını test etmek için Breusch-Godfrey veya Durbin-Watson testi kullanılmaktadır (Bhargava, Franzini ve Narendranathan, 1982). Bu yöntemler yerine panel veri setleri için geliştirilmiş Bhargava, Franzini ve Narendranathan'ın Durbin Watson testi ve Baltagi-Wu'nun Yerel En İyi Değişmez Testi (LBI) kullanılmıştır. Tablo 3.6'da geliştirilen modellerde otokorelasyon olup olmadığı söz konusu yöntemler ile test edilmiştir. Değerlerin 2'den küçük olması, otokorelasyon olduğu anlamına gelmektedir. Test sonuçları incelendiğinde; bütün modellerde otokorelasyon olduğu ($p < 0.05$) görülmektedir. Bu durum; geliştirilen modelde hata terimlerinin birbiri ile ilişkili olduğunu, yani, modelde otokorelasyon olduğunu göstermektedir. Sonuç olarak, bütün modeller için boş hipotez reddedilememiştir. Aşağıda Tablo 3.7'de birimler arası korelasyon testi sonuçları yer almaktadır.

Tablo 3.7: Birimler Arası Korelasyon Testleri Sonuçları

| Modeller | Pesaran'ın Testi | |
|---------------------------------|------------------|--------------|
| | Değer | Olasılık (p) |
| Yatay Kesit Bağımlılığı Model 1 | 23.875 | 0,0000 |
| Yatay Kesit Bağımlılığı Model 2 | 24.876 | 0,0000 |
| Yatay Kesit Bağımlılığı Model 3 | 28.986 | 0,0000 |
| Yatay Kesit Bağımlılığı Model 4 | 25.321 | 0,0000 |
| Yatay Kesit Bağımlılığı Model 5 | 29.121 | 0,0000 |

Değişkenlere ait çoklu yatay kesit bağımlılığı testleri sonucunda hipotezler aşağıdaki gibidir:

H_0 : Yatay kesit bağımlılığı yoktur.

H_1 : Yatay kesit bağımlılığı vardır.

Tablo 3.7'de sabit etkiler modelinde yatay kesit bağımlılığını ölçmek ve birimler arası korelasyonu test etmek için Pesaran CD testi kullanılmıştır. Tablo 3.7 incelendiğinde; bütün modellerin olasılık değerleri 0.05'ten küçük olduğu için yatay kesit bağımlılığı vardır. Başka bir ifade ile, birimler arası korelasyonun olduğu

anlaşılmaktadır. Sonuç olarak H_0 hipotezi reddedilmiştir. Aşağıda Tablo 3.8’de çoklu varyans testi sonuçları yer almaktadır.

Tablo 3.8: Çoklu Varyans (Heteroskedasite) Testi Sonuçları

| Modeller | Değiştirilmiş Wald Testi | |
|----------|--------------------------|--------------|
| | Chi2 | Olasılık (p) |
| Model 1 | 5432.23 | 0,000 |
| Model 2 | 5332.34 | 0,000 |
| Model 3 | 4323.43 | 0,000 |
| Model 4 | 5321.43 | 0,000 |
| Model 5 | 4534.32 | 0,000 |

Değişkenlere ait çoklu varyans testleri sonucunda hipotezler aşağıdaki gibidir.

H_0 : Değişen varyans yoktur.

H_1 : Değişen varyans vardır.

Tablo 3.8’de modellerde çoklu varyans problemi olup olmadığını ölçmek için Değiştirilmiş Wald Testi kullanılmıştır. Ekonometrik analizlerde standart LM, LR ve Wald testleri sadece hataların normal dağıldığı varsayımı altında kullanabilmektedir. Ancak, Değiştirilmiş Wald Testi normal dağılımın ihlalinde de kullanılabilir (Tatoğlu, 2013: 209). Tablo 3.8 incelendiğinde geliştirilen modeller için olasılık değerleri 0.05’ten küçük olduğu için H_0 hipotezi reddedilmiştir. Yani, modellerde değişen varyans sorunu mevcuttur. Başka bir ifade ile varyansın birimlere göre değiştiği anlaşılmakta ve dolayısıyla heteroskedasite olduğu sonucuna varılmaktadır.

3.6.1.6. Birim Kök Testleri

Bir panel veri setinin istatistiksel analizi yapılmadan önce, o seriyi oluşturan sürecin zaman içerisinde sabit olup olmadığını başka bir ifade ile, serinin durağan olup olmadığını araştırılması gerekmektedir. Durağan olmayan seriler ile ekonometrik analizler yapıldığında, sahte regresyon denilen yanıltıcı sonuçlarla karşılaşmakta, daha açık bir şekilde ifade etmek gerekirse, geleneksel t, F testleri ve R^2 değerleri sapmalı sonuçlar verebilmektedir. Bu nedenle, ilk olarak durağanlık testi yapılmalıdır (Tatoğlu, 2013: 199).

Değişkenlere ait olan birim durağanlık testi yapılırken hipotezler aşağıdaki gibi kurulmuştur.

H_0 : Seride genel birim kök vardır ($H_0: \rho=1$).

H_1 : Seride genel birim kök yoktur ($H_1: \rho<1$).

Aşağıda Tablo 3.9’da panel birim kök testi (ADF) sonuçları yer almaktadır.

Tablo 3.9: Panel Birim Kök Testi (ADF) Sonuçları

| DEĞİŞKENLER | Augmented Dickey-Fuller | |
|-------------|-------------------------|--------------|
| | T-testi | Olasılık (p) |
| YK | -3.896718 | 0.0027 |
| KAS | -10.49036 | 0.0000 |
| KO | -6.052521 | 0.0000 |
| MS | -5.787226 | 0.0000 |
| ORTALAMA | -3.303186 | 0.0165 |
| PDDD | -4.679485 | 0.0002 |
| PS | -3.263916 | 0.0184 |
| ROA | -3.403584 | 0.0123 |
| ROE | -3.147744 | 0.0252 |
| TOBİN | -2.965037 | 0.0406 |
| YAS | -3.626309 | 0.0063 |
| BUYUK | -3.819779 | 0.0034 |
| FKO | -6.939853 | 0.0000 |

Değişkenler arasında ekonometrik olarak anlamlı ilişkiler elde edilebilmesi için serilerin durağan olması gerekmektedir. Değişkenlere ait zaman serilerinde trend bulunuyorsa, ilişki gerçek olmaktan daha çok sahte regresyon olmaktadır. Bu sebeple, regresyon modelin gerçek mi yoksa yanıltıcı bir ilişkiyi mi gösterdiği zaman serisi verilerin durağan olup olmamasıyla ilgilidir (Sevinç, 2013: 235-236).

Çalışmada birim kök test olup olmadığını belirlemek amacıyla Augmented Dickey-Fuller (ADF) testi kullanılmıştır. Tablo 3.9’de yer alan test sonuçlarında serilerin durağan olduğu anlaşılmaktadır. Diğer bir ifade ile, serilerin durağan olması sebebiyle değişkenlerin birim köklerinin olduğunu savunan boş hipotez (H_0) istatistiksel olarak reddedilmektedir. Sonuç olarak, değişkenlerin ekonometrik analizler yapmak için uygun olduğu söylenilebilir.

3.6.1.7. Tanımlayıcı İstatistikler

Tablo 3.10’da analizlerde kullanılan bağımlı ve bağımsız değişkenlere ait tanımlayıcı istatistik sonuçları yer almaktadır.

Tablo 3.10: Tanımlayıcı İstatistikler

| | Gözlem Sayısı | Minimum | Maximum | Ortalama | Std. Sapma |
|--------------------------------|---------------|---------|---------|----------|------------|
| AKTİF KARLILIĞI (%) | 153 | -35,35 | 22,67 | 4,0790 | 7,52132 |
| ÖZSERMAYE KARLILIĞI (%) | 153 | -90,01 | 52,84 | 12,6876 | 19,30447 |
| PD/DD | 153 | ,28 | 13,18 | 2,4371 | 2,15687 |
| TOBIN Q | 153 | ,64 | 5,74 | 1,4545 | 0,76093 |
| FİYAT KAZANÇ ORANI | 153 | ,00 | 95,90 | 13,3040 | 14,46570 |
| KALDIRAÇ ORANI (%) | 153 | 1,71 | 89,50 | 64,0581 | 15,54213 |
| FİRMA BÜYÜKLÜĞÜ | 153 | 7,35 | 10,58 | 9,5576 | ,65792 |
| FİRMA YAŞI | 153 | 12,00 | 63,00 | 36,3529 | 14,41466 |
| KAMUYU AYDINLATMA ve ŞEFFAFLIK | 153 | 78,67 | 99,47 | 92,7390 | 3,89802 |
| MENFAAT SAHİPLERİ | 153 | 71,75 | 99,51 | 93,6108 | 4,79514 |
| YÖNETİM KURULU | 153 | 60,86 | 97,82 | 82,7189 | 10,59852 |
| PAY SAHİPLERİ | 153 | 76,85 | 95,77 | 87,6655 | 5,01855 |
| ORTALAMA | 153 | 77,58 | 96,17 | 88,9754 | 4,47999 |

Tablo 3.10’deki sonuçlara göre, BİST Kurumsal Yönetim Endeksinde yer alan ve analiz kapsamında incelenen firmaların ortalama aktif karlılığı (ROA) %4,07 olarak tespit edilmiştir. Obradovich ve Gill (2013), 2009-2011 yıllarında NewYork Borsası’nda imalat ve hizmet sektöründe faaliyette bulunan 333 firmanın ROA’sını %7; Vo ve Phan (2013), 2006–2011 yıllarını kapsayan ve toplam 77 Vietnam firması üzerine yapmış oldukları araştırmalarında ROA’yı %11,8; Fauzi ve Locke (2012) Yeni Zelanda Menkul Kıymetler Borsası’na kote 79 firmanın 2007-2011 yılları için ortalama ROA’sını %4 olarak bulmuşlardır. BİST Kurumsal Yönetim Endeksi’nde yer alan firmaların ortalama ROA’sının yukarıda bahsedilen ülkelerde faaliyet gösteren firmalardan göreceli olarak daha düşük olduğu söylenebilir.

Tablo 3.10’da özsermaye karlılığının (ROE) ortalaması %12,68 olarak belirlenmiştir. ROE’yi Cavaco vd. (2013) Fransız firmaları için %9; Velnampy (2013) Sri Lanka firmaları için %4,89; Taghizadeh ve Saremi (2013) Malezya

firmaları için %11,56 olarak hesaplamışlardır. BİST Kurumsal Yönetim Endeksi'nde yer alan firmaların ortalama ROE'sinin yukarıda bahsedilen ülkelerde faaliyet gösteren firmalardan göreceli olarak daha yüksek olduğu söylenebilir. Üçüncü bağımlı değişken olan piyasa değeri/defter değeri oranının (PD/DD) ise ortalaması 2,43'dir. Dördüncü bağımlı değişken Tobin's Q değerinin ortalaması 1,45 olarak tespit edilmiştir. Tobin's Q değerini Obradovich ve Gill (2013); Guest (2009) İngiliz firmaları için 1,53; ABD firmaları için 3,08; Saravanan (2012) Hindistan firmaları için 2,11 olarak hesaplamışlardır. Buradan hareketle analize konu olan BIST Kurumsal Yönetim Endeksi'nde yer alan firmaların Tobin's Q değerlerinin yukarıda söz edilen firmaların Tobin's Q değerlerinden daha düşük olduğu söylenebilir. Son bağımlı değişken olan fiyat kazanç oranı ortalaması ise, 13,30 bulunmuştur.

Tablo 3.10 incelendiğinde en yüksek ortalamaya sahip bağımsız değişkenin 93,61 ile menfaat sahipleri olduğu görülmektedir. Aynı şekilde, en küçük ortalamaya sahip bağımsız değişkenin ise, 82,71 ile yönetim kurulu olduğu anlaşılmaktadır. Yine, kamuyu aydınlatma ve şeffaflık bağımsız değişkeninin ortalaması 92,73 iken, pay sahipleri bağımsız değişkeninin ortalamasının 87,66 olduğu görülmektedir.

Tablo 3.11: Korelasyon Tablosu

| | ROA | ROE | TOBIN | PDDD | FKO | KAS | MS | PS | YK | ORTALAMA | BUYUK | YAS | KO |
|-----------------|--------------|--------------|-------------|-------------|-------------|-------|------|------|------|----------|-------|-------|------|
| ROA | 1.00 | | | | | | | | | | | | |
| ROE | 0.93 | 1.00 | | | | | | | | | | | |
| TOBIN | 0.52 | 0.47 | 1.00 | | | | | | | | | | |
| PDDD | 0.42 | 0.49 | 0.85 | 1.00 | | | | | | | | | |
| FKO | 0.14 | 0.16 | 0.31 | 0.35 | 1.00 | | | | | | | | |
| KAS | -0.07 | -0.03 | -0.15 | -0.03 | 0.09 | 1.00 | | | | | | | |
| MS | 0.25 | 0.27 | 0.25 | 0.30 | 0.22 | 0.29 | 1.00 | | | | | | |
| PS | -0.27 | -0.22 | -0.09 | 0.04 | 0.15 | 0.30 | 0.20 | 1.00 | | | | | |
| YK | 0.00 | 0.04 | 0.14 | 0.21 | 0.14 | 0.53 | 0.35 | 0.52 | 1.00 | | | | |
| ORTALAMA | -0.05 | -0.01 | 0.06 | 0.16 | 0.17 | 0.71 | 0.51 | 0.70 | 0.89 | 1.00 | | | |
| BUYUK | 0.08 | 0.13 | -0.22 | -0.09 | 0.01 | 0.62 | 0.33 | 0.12 | 0.28 | 0.41 | 1.00 | | |
| YAS | 0.03 | 0.03 | 0.06 | 0.15 | 0.02 | -0.05 | 0.39 | 0.21 | 0.11 | 0.15 | -0.06 | 1.00 | |
| KO | -0.04 | 0.13 | -0.13 | 0.09 | 0.11 | 0.19 | 0.09 | 0.18 | 0.15 | 0.22 | 0.30 | -0.13 | 1.00 |

Tablo 3.11’de ayrıca kurumsal yönetim derecelendirme notu ile firma performansı arasındaki ilişkiyi gösteren korelasyon analizi sonuçları yer almaktadır. Korelasyon sonuçları incelendiğinde, menfaat sahipleri derecelendirme notu ile tüm firma performans göstergeleri arasında pozitif bir ilişki olduğu görülmektedir. Örneğin; menfaat sahipleri derecelendirme notundaki 1 birimlik artış PDDD oranında %30’luk bir artışa neden olmaktadır. Buna karşın, pay sahipleri (PS) derecelendirme notu ile muhasebe kriterlerine göre performans ölçütleri olan ROA ve ROE arasında negatif bir ilişki tespit edilmiştir. Son olarak, yönetim kurulu derecelendirme notu ile piyasa değeri kriterine göre performans ölçütü olan PDDD arasında pozitif bir ilişki mevcuttur. Ayrıca, korelasyon tablosunda bağımsız değişkenler arasında önemli bir ilişkinin olmadığı görülmektedir. Bu durum modelin güvenilirliğini artırmaktadır.

3.7. AMPİRİK SONUÇLAR

Çalışmanın bu bölümünde kurumsal yönetim derecelendirme notları ile firmaların aktif karlılığı, özsermaye karlılığı, Tobin’s Q oranı, piyasa değeri/defter değeri oranı ve fiyat/kazanç oranı arasındaki ilişkiyi ölçen regresyon modellerine ilişkin sonuçlar yer almaktadır.

Tablo 3.12: Dirençli (Robust) Tahmin Sonuçları (Model 1)

| Bağımlı Değişken: Aktif Karlılığı | | | | |
|-----------------------------------|-----------|-----------|---------------|----------------|
| Yıllar: 2009-2017 | | | | |
| Yıl Sayısı: 9 | | | | |
| Firma Gözlem Sayısı: 17 | | | | |
| Toplam Gözlem Sayısı: 153 | | | | |
| Değişkenler | Katsayı | Std. Hata | t-istatistiği | P Değeri |
| KAS | -.3827627 | 2337569 | -1.64 | 0.100 |
| MS | .4930379 | .225763 | 2.18 | 0.029* |
| YK | -.0126131 | .120519 | -0.10 | 0.917 |
| PS | -.561696 | .1654064 | -3.40 | 0.001** |
| ORT | .3897873 | .5153052 | 0.76 | 0.449 |
| BUYUK | 1.175286 | 1.000211 | 1.18 | 0.240 |
| YAS | -.0270476 | .0484606 | -0.56 | 0.577 |
| KO | -.0194213 | .0343198 | -0.57 | 0.571 |
| Sabit katsayı | 21.47219 | 17.02744 | 1.26 | 0.207 |
| Wald chi2 | 203.79 | | | |
| P İstatistiği | 0.0000 | | | |
| R ² | 0.3744 | | | |

** ve * sırasıyla % 1, ve % 5 düzeyinde anlamlılığı göstermektedir.

Tablo 3.12’de kurumsal yönetim derecelendirme notları ile aktif karlılığı (*ROA*) arasındaki ilişkileri gösteren dirençli tahminci sonuçlarına yer verilmiştir. Analiz sonucunda Beck-Katz (1995) tahmincisi ile Model 1’in F istatistik düzeyinin istatistiksel olarak anlamlı olduğu ve modelin yeterli açıklama gücüne sahip olduğu görülmektedir. Ayrıca, aktif karlılığındaki değişimin %37,44’lük kısmı, analize alınan kurumsal yönetim derecelendirme notları ile açıklanmaktadır.

Modelin sonuçları incelendiğinde; kurumsal yönetim derecelendirme notları ile menfaat sahipleri (MS) ve pay sahipleri (PS) derecelendirme notlarının aktif karlılığı (*ROA*) üzerinde etkili olduğu anlaşılmaktadır. Menfaat sahipleri derecelendirme notu (MS) ile *ROA* arasında pozitif ve istatistiksel olarak %5 düzeyinde anlamlı bir ilişki vardır. Diğer bir deyişle, menfaat sahipleri başlığı altında alınan derecelendirme notunun artması firmaların aktif karlılığını da artırmaktadır. Diğer bağımsız değişken pay sahipleri (PS) derecelendirme notu ile *ROA* arasında negatif ve istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki vardır. Pay sahipleri derecelendirme notunun artması firmaların aktif karlılığı üzerinde olumsuz bir etki yapmaktadır. Yönetim kurulu (YK) ve ortalama kurumsal yönetim derecelendirme notu (ORT) ile aktif karlılığı arasında istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki bulunamamıştır.

Kontrol değişkenlere ait sonuçlar incelendiğinde; firma büyüklüğü (BUYUK), kaldıraç oranı (KO) ve firma yaşı (YAS) ile *ROA* arasında anlamlı bir ilişki olmadığı görülmektedir. Başka bir ifade ile kaldıraç oranı, firma büyüklüğü ve yaşı aktif karlılığını etkilememektedir. Aşağıda Tablo 3.13’de dirençli (robust) tahmin sonuçları görülmektedir.

Tablo 3.13: Dirençli (Robust) Tahmin Sonuçları (Model 2)

| Bağımlı Değişken: Özsermaye Karlılığı | | | | |
|---------------------------------------|-----------|-----------|---------------|----------------|
| Yıllar: 2009-2017 | | | | |
| Yıl Sayısı: 9 | | | | |
| Firma Gözlem Sayısı: 17 | | | | |
| Toplam Gözlem Sayısı: 153 | | | | |
| Değişkenler | Katsayı | Std. Hata | t-istatistiği | P Değeri |
| KAS | -.4233206 | .6077524 | -0.70 | 0.486 |
| MS | 1.472757 | .6455597 | 2.28 | 0.023** |
| YK | .4023519 | .364309 | 1.10 | 0.269 |

| | | | | |
|----------------|-----------|----------|-------|----------------|
| PS | -.9815489 | .4487263 | -2.19 | 0.029** |
| ORT | -.7605619 | 1.509074 | -0.50 | 0.614 |
| BUYUK | 2.622351 | 2.210898 | 1.19 | 0.236 |
| YAS | -.0428954 | .1049652 | -0.41 | 0.683 |
| KO | .171312 | .089948 | 1.90 | 0.057** |
| Sabit Katsayı | 41.98803 | 41.10462 | 1.02 | 0.307 |
| Wald chi2 | | | | 361.89 |
| P İstatistiği | | | | 0.0000 |
| R ² | | | | 0.4399 |

** ve * sırasıyla % 1 ve % 5 düzeyinde anlamlılığı göstermektedir.

Tablo 3.13’de kurumsal yönetim derecelendirme notları ile özsermaye karlılığı (*ROE*) arasındaki ilişkileri gösteren dirençli tahminci sonuçlarına yer verilmiştir. Analiz sonucunda Beck-Katz (1995) tahmincisi ile Model 2’nin F istatistik düzeyinin istatistiksel olarak anlamlı olduğu ve modelin yeterli açıklama gücüne sahip olduğu görülmektedir. Özsermaye karlılığındaki değişimin %43,99’luk kısmı kurumsal yönetim derecelendirme notları ile açıklanmaktadır.

Modelin sonuçları incelendiğinde; kurumsal yönetim derecelendirme notları ile menfaat sahipleri (MS) ve pay sahipleri (PS) derecelendirme notlarının, özsermaye karlılığı (*ROE*) üzerinde etkili olduğu anlaşılmaktadır. Menfaat sahipleri derecelendirme notu (MS) ile *ROE* arasında pozitif ve istatistiksel olarak %5 düzeyinde anlamlı bir ilişki vardır. Diğer bir ifade ile, menfaat sahipleri başlığı altında alınan derecelendirme notunun artması, firmaların özsermaye karlılığını da artırmaktadır. Diğer bağımsız değişken pay sahipleri (PS) derecelendirme notu ile *ROE* arasında negatif ve istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki vardır. Pay sahipleri derecelendirme notunun artması firmaların özsermaye karlılığı üzerinde olumsuz bir etki yapmaktadır. Kamuyu aydınlatma ve şeffaflık (KAS), yönetim kurulu (YK) ve ortalama kurumsal yönetim derecelendirme notu (ORT) ile özsermaye karlılığı arasında istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki bulunamamıştır.

Kontrol değişkenlere ait sonuçlar incelendiğinde; firma büyüklüğü (BUYUK) ve firma yaşı (YAS) ile *ROE* arasında anlamlı bir ilişki olmadığı görülmektedir. Başka bir ifade ile, firma büyüklüğü ve yaşı aktif karlılığını etkilememektedir. Buna karşın, kaldıraç oranı (KO) ile *ROE* arasında pozitif bir ilişki vardır. Aşağıda Tablo 3.14’de dirençli (robust) tahmin sonuçları görülmektedir.

Tablo 3.14: Dirençli (Robust) Tahmin Sonuçları (Model 3)

| Bağımlı Değişken: Piyasa Değeri/Defter Değeri | | | | |
|---|-----------|-----------|---------------|----------------|
| Yıllar: 2009-2017 | | | | |
| Yıl Sayısı: 9 | | | | |
| Firma Gözlem Sayısı: 17 | | | | |
| Toplam Gözlem Sayısı: 153 | | | | |
| Değişkenler | Katsayı | Std. Hata | t-istatistiği | P Değeri |
| KAS | -.0284685 | .0638723 | -0.45 | 0.656 |
| MS | .15854 | .06815 | 2.33 | 0.020** |
| YK | .0676089 | .0401304 | 1.68 | 0.092 |
| PS | -.0341445 | .0479757 | -0.71 | 0.477 |
| ORT | -.0732835 | .1715095 | -0.43 | 0.669 |
| BUYUK | -.7489769 | .3434215 | -2.18 | 0.029** |
| YAS | .0030908 | .0074899 | 0.41 | 0.680 |
| KO | .0187794 | .009014 | 2.08 | 0.037** |
| Sabit Katsayı | .0030908 | .0074899 | 0.41 | 0.680 |
| Wald chi2 | 849.73 | | | |
| P İstatistiği | 0.0000 | | | |
| R ² | 0.6428 | | | |

** ve * sırasıyla % 1 ve % 5 düzeyinde anlamlılığı göstermektedir.

Tablo 3.14'da kurumsal yönetim derecelendirme notları ile Piyasa Değeri/Defter Değeri (*PD/DD*) arasındaki ilişkileri gösteren dirençli tahminci sonuçlarına yer verilmiştir. Analiz sonucunda Beck-Katz (1995) tahmincisi ile Model 3'ün F istatistik düzeyinin istatistiksel olarak anlamlı olduğu ve modelin yeterli açıklama gücüne sahip olduğu görülmektedir. Piyasa Değeri/Defter Değeri oranındaki değişimin %64,28'lik kısmı kurumsal yönetim derecelendirme notları ile açıklanmaktadır.

Modelin sonuçları incelendiğinde; kurumsal yönetim derecelendirme notları menfaat sahipleri (MS) notunun piyasa değeri/defter değeri (*PD/DD*) üzerinde etkili olduğu anlaşılmaktadır. Menfaat sahipleri derecelendirme notu (MS) ile *PD/DD* arasında pozitif ve istatistiksel olarak %5 düzeyinde anlamlı bir ilişki vardır. Başka bir ifade ile, menfaat sahipleri başlığı altında alınan derecelendirme notunun artması firmaların piyasa değerine olumlu katkı sağlamaktadır. Kamuyu aydınlatma ve şeffaflık (KAS), pay sahipleri (*PS*) ve ortalama kurumsal yönetim derecelendirme notu (ORT) ile *PD/DD* arasında istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki bulunamamıştır.

Kontrol değişkenlere ait sonuçlar incelendiğinde; firma büyüklüğü (BUYUK) ve kaldıraç oranı (YAS) ile *PD/DD* arasında anlamlı bir ilişki olduğu görülmektedir.

Bu ilişki, firma büyüklüğü ile PD/DD arasında negatif, kaldıraç oranı ile PD/DD arasında pozitif yönlüdür. Başka bir ifade ile, firma büyüklüğü ve kaldıraç oranı piyasa değerini etkilemektedir. Buna karşın, firma yaşı (YAS) ile PD/DD arasında bir ilişki yoktur. Aşağıda Tablo 3.15’de dirençli (robust) tahmin sonuçları görülmektedir.

Tablo 3.15: Dirençli (Robust) Tahmin Sonuçları (Model 4)

| Bağımlı Değişken: Tobin’s Q | | | | |
|-----------------------------|-----------|-----------|---------------|----------------|
| Yıllar: 2009-2017 | | | | |
| Yıl Sayısı: 9 | | | | |
| Firma Gözlem Sayısı: 17 | | | | |
| Toplam Gözlem Sayısı: 153 | | | | |
| Değişkenler | Katsayı | Std. Hata | t-istatistiği | P Değeri |
| KAS | -.0333879 | .0257118 | -1.30 | 0.194 |
| MS | .0607636 | .0228713 | 2.66 | 0.008** |
| YK | .0029986 | .0133978 | 0.22 | 0.823 |
| PS | -.0347741 | .0156497 | -2.22 | 0.026* |
| ORT | .0591776 | .0570526 | 1.04 | 0.300 |
| BUYUK | -.3259882 | .1411737 | -2.31 | 0.021* |
| YAS | -.0062833 | .0039386 | -1.60 | 0.111 |
| KO | -.0040826 | .0032288 | -1.26 | 0.206 |
| Sabit Katsayı | -.0062833 | .0039386 | -1.60 | 0.111 |
| Wald chi2 | 0.8342 | | | |
| P İstatistiği | 0.0000 | | | |
| R ² | 0.8342 | | | |

** ve * sırasıyla % 1 ve % 5 düzeyinde anlamlılığı göstermektedir.

Tablo 3.15’de kurumsal yönetim derecelendirme notları ile Tobin’s Q (*TOBIN*) arasındaki ilişkileri gösteren dirençli tahminci sonuçlarına yer verilmiştir. Analiz sonucunda Beck-Katz (1995) tahmincisi ile Model 4’ün F istatistik düzeyinin istatistiksel olarak anlamlı olduğu ve modelin yeterli açıklama gücüne sahip olduğu görülmektedir. Tobin’s Q değerindeki değişimin %83,42’lik kısmı kurumsal yönetim derecelendirme notları ile açıklanmaktadır.

Modelin sonuçları incelendiğinde; kurumsal yönetim derecelendirme notları ile ilgili değişkenlerden menfaat sahipleri (MS) ve pay sahipleri (PS) derecelendirme notlarının Tobin’s Q değeri (*TOBIN*) üzerinde etkili olduğu anlaşılmaktadır. Menfaat sahipleri derecelendirme notu (MS) ile *TOBIN* arasında pozitif ve istatistiksel olarak %1 düzeyinde anlamlı bir ilişki vardır. Başka bir ifade ile, menfaat sahipleri başlığı altında alınan derecelendirme notunun artması firmaların Tobin’s Q

değerini artırmaktadır. Diğer bağımsız değişken pay sahipleri (PS) derecelendirme notu ile *TOBIN* arasında negatif ve istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki vardır. Pay sahipleri derecelendirme notunun artması firmaların Tobin's Q değeri üzerinde olumsuz bir etki yapmaktadır. Kamuyu aydınlatma ve şeffaflık (KAS), yönetim kurulu (YK) ve ortalama kurumsal yönetim derecelendirme notu (ORT) ile *TOBIN* arasında istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki bulunamamıştır.

Kontrol değişkenlere ait sonuçlar incelendiğinde firma büyüklüğü (BUYUK) ile *TOBIN* arasında negatif ve %5 düzeyinde anlamlı bir ilişki olduğu görülmektedir. Başka bir ifade ile, firma büyüklüğü Tobin's Q değerini etkilemektedir. Buna karşın, firma yaşı (YAS) ve kaldıraç oranı (KO) ile *TOBIN* arasında anlamlı bir ilişki bulunamamıştır. Aşağıda Tablo 3.16'de dirençli (robust) tahmin sonuçları görülmektedir.

Tablo 3.16: Dirençli (Robust) Tahmin Sonuçları (Model 5)

| Bağımlı Değişken: Fiyat Kazanç Oranı | | | | |
|--------------------------------------|-----------|-----------|---------------|--------------|
| Yıllar: 2009-2017 | | | | |
| Yıl Sayısı: 9 | | | | |
| Firma Gözlem Sayısı: 17 | | | | |
| Toplam Gözlem Sayısı: 153 | | | | |
| Değişkenler | Katsayı | Std. Hata | t-istatistiği | P Değeri |
| KAS | .6290929 | .8465808 | 0.74 | 0.457 |
| MS | .9928769 | .4963508 | 2.00 | 0.045 |
| YK | .6992276 | .5702754 | 1.23 | 0.220 |
| PS | .7648699 | .7059652 | 1.08 | 0.279 |
| ORT | -2.608339 | 2.431594 | -1.07 | 0.283 |
| BUYUK | -3.608766 | 2.435752 | -1.48 | 0.138 |
| YAS | -.0903269 | .0829121 | -1.09 | 0.276 |
| KO | .1148511 | .0838671 | 1.37 | 0.171 |
| Sabit Katsayı | -.0903269 | .0829121 | -1.09 | 0.276 |
| Wald chi2 | 232.10 | | | |
| P İstatistiği | 0.0000 | | | |
| R ² | 0.5052 | | | |

Tablo 3.16'de kurumsal yönetim derecelendirme notları ile Fiyat/Kazanç oranı (*FKO*) arasındaki ilişkileri gösteren dirençli tahminci sonuçlarına yer verilmiştir. Analiz sonucunda Beck-Katz (1995) tahmincisi ile Model 5'in F istatistik düzeyinin istatistiksel olarak anlamlı olduğu ve modelin yeterli açıklama gücüne sahip olduğu

görülmektedir. Fiyat/Kazanç oranındaki değişimin %50,52'lik kısmı kurumsal yönetim derecelendirme notları ile açıklanmaktadır.

Modelin sonuçları incelendiğinde; kurumsal yönetim derecelendirme notları ile ilgili değişkenlerden menfaat sahipleri (MS) derecelendirme notunun Fiyat/Kazanç Oranı (*FKO*) üzerinde etkili olduğu anlaşılmaktadır. Menfaat sahipleri derecelendirme notu (MS) ile *FKO* arasında pozitif ve istatistiksel olarak %5 düzeyinde anlamlı bir ilişki vardır. Başka bir ifade ile menfaat sahipleri başlığı altında alınan derecelendirme notunun artması firmaların fiyat/kazanç oranını artırmaktadır. Kamuyu aydınlatma ve şeffaflık (KAS), yönetim kurulu (YK), pay sahipleri (PS) ve ortalama kurumsal yönetim derecelendirme notu (ORT) ile *FKO* arasında istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki bulunamamıştır.

Kontrol değişkenlere ait sonuçlar incelendiğinde ise; firma büyüklüğü (BUYUK), firma yaşı (YAS) ve kaldıraç oranı (KO) ile *FKO* arasında anlamlı bir ilişki bulunamamıştır.

SONUÇ VE DEĞERLENDİRME

2000’li yılların başından itibaren kurumsal yönetim, önemi giderek artan bir kavram haline gelmiştir. Özellikle rekabet üstünlüğünün ele geçirilmesinde kurumsal yönetim uygulamaları değer kazanmıştır. Yaşanan muhasebe skandalları sebebiyle kurumsal yönetim uygulamalarının yeterli olmadığı ortaya çıkmıştır. Bu durum, kurumsal yönetimin ve ilkelerinin ortaya çıkmasına ve öneminin artmasına neden olmuştur. Skandallar, krizler ve ifaslara cevap niteliği taşıyan kurumsal yönetim, firmanın pay sahipleri, çalışanları ve diğer menfaat sahipleri gibi farklı çevreleri içinde barındırmaktadır. Bu bağlamda kurumsal yönetim, firma ile ilişki içerisinde olan bütün çevrelerin çıkarlarını koruyan bir sistem olarak ifade edilmektedir. Yerli ve yabancı literatürde ortak kurumsal yönetim ilkeleri olarak dört temel ilkeden bahsedilmektedir. Bu ilkeler; sosyal sorumluluk, hesap verme yükümlülüğü, kamuyu aydınlatma ve şeffaflık ve adalet/eşitlik kavramlarını geliştirmeye yöneliktir. Kurumsal yönetim uygulamaları, firmaların şeffaflığını ve hesap verilebilirliğini artıran bir husustur.

OECD tarafından oluşturulan uluslararası kabul görmüş kurumsal yönetim ilkeleri, günümüzde de özellikle halka açık firmalarda yasal düzenlemeler gereğince uygulanmaktadır. Diğer ülkelerde olduğu gibi Türkiye’de de kurumsal yönetim alanında çok sayıda düzenleme, halka açık firmalar tarafından uygulanmaya başlanmıştır. Bu bağlamda, Borsa İstanbul’da işlem gören firmaların kurumsal yönetim ilkelerine uyum derecesinin ölçülmesi amacıyla BIST Kurumsal Yönetim Endeksi (XKURY) oluşturulmuş ve 2007 yılından başlayarak firmaların bahsi geçen endeks kapsamında kurumsal yönetim ilkelerine uyumları derecelendirilmektedir.

Bu çalışmanın amacı, kurumsal yönetim ve firma performansına ilişkin teorik çerçevenin ortaya konulması ve önceki çalışmalara kıyasla daha uzun bir zaman dilimini kapsayacak şekilde Türkiye’de faaliyet gösteren SPK tarafından belirlenmiş derecelendirme kuruluşlarınca verilen kurumsal yönetim ilkelerine uyum derecesi notlarının, firmanın performansı üzerindeki etkilerini analiz etmektir. Bu kapsamda, Borsa İstanbul bünyesinde Kurumsal Yönetim Endeksi (XKURY)’nde yer alan 17 adet firmanın 2009 ile 2017 yılları arasındaki kurumsal yönetim ilkelerine uyum derecesi notunun firma performansı ile ilişkisi olup olmadığı araştırılmıştır.

Araştırmada veriler Eviews 10.0 ve STATA 12.0 programları kullanılarak çözümlenmiştir. Veriler Beck-Katz (1995) tarafından geliştirilen, otokorelasyon, değişen varyans ve birimler arası korelasyonun (yatay kesit bağımlılığının) varlığına karşı dirençli olduğu için ve $T < N$ durumunda uygulanabildiğinden, çalışmada dirençli tahminci tercih edilerek standart hatalar düzeltilmiştir. Böylelikle, Beck-Katz (1995) tahmincisi ile birimler arası korelasyon, değişen varyans ve otokorelasyon problemleri önlenmiştir.

Araştırmada beş regresyon modeli geliştirilmiştir. Modellerin sonuçları incelendiğinde; kurumsal yönetim derecelendirme notları ile ilgili değişkenlerden menfaat sahipleri (MS) ve pay sahipleri (PS) derecelendirme notlarının aktif karlılığı (ROA) üzerinde etkili olduğu anlaşılmaktadır. Menfaat sahipleri derecelendirme notu (MS) ile ROA arasında pozitif ve istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki vardır. Başka bir ifade ile, menfaat sahipleri başlığı altında alınan derecelendirme notunun artması firmaların aktif karlılığını da artırmaktadır. Pay sahipleri (PS) derecelendirme notu ile ROA arasında negatif ve istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki vardır. Yani; pay sahipleri derecelendirme notunun artması firmaların aktif karlılığı üzerinde olumsuz bir etki yapmaktadır. Kamuyu aydınlatma ve şeffaflık (KAS) derecelendirme notu ile ROA arasında ilişki ise istatistiksel olarak anlamsızdır. Yönetim kurulu (YK) ve ortalama kurumsal yönetim derecelendirme notu (ORT) ile aktif karlılığı arasında istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki bulunamamıştır.

Kurumsal yönetim derecelendirme notları ile özsermaye karlılığı (ROE) arasındaki ilişki incelendiğinde; kurumsal yönetim derecelendirme notları ile ilgili değişkenlerden menfaat sahipleri (MS) ve pay sahipleri (PS) derecelendirme notlarının özsermaye karlılığı (ROE) üzerinde etkili olduğu anlaşılmaktadır. Menfaat sahipleri derecelendirme notu (MS) ile ROE arasında pozitif ve istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki vardır. Başka bir ifade ile, menfaat sahipleri başlığı altında alınan derecelendirme notunun artması firmaların özsermaye karlılığını da artırmaktadır. Diğer bağımsız değişken pay sahipleri (PS) derecelendirme notu ile ROE arasında negatif ve istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki vardır. Pay sahipleri derecelendirme notunun artması firmaların özsermaye karlılığı üzerinde olumsuz bir etki yapmaktadır. Kamuyu aydınlatma ve şeffaflık (KAS), yönetim kurulu (YK) ve

ortalama kurumsal yönetim derecelendirme notu (ORT) ile özsermaye karlılığı arasında istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki bulunamamıştır.

Kurumsal yönetim derecelendirme notları ile Piyasa Değeri/Defter Değeri (*PD/DD*) arasındaki ilişki incelendiğinde; kurumsal yönetim derecelendirme notları ile ilgili değişkenlerden menfaat sahipleri (MS) derecelendirme notunun piyasa değeri/defter değeri (*PD/DD*) üzerinde etkili olduğu anlaşılmaktadır. Menfaat sahipleri derecelendirme notu (MS) ile *PD/DD* arasında pozitif ve istatistiksel olarak %5 düzeyinde anlamlı bir ilişki vardır. Başka bir ifade ile, menfaat sahipleri ve yönetim kurulu başlığı altında alınan derecelendirme notunun artması firmaların piyasa değerine olumlu katkı sağlamaktadır. Kamuyu aydınlatma ve şeffaflık (KAS), pay sahipleri (*PS*) ve ortalama kurumsal yönetim derecelendirme notu (ORT) ile özsermaye karlılığı arasında istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki bulunamamıştır.

Kurumsal yönetim derecelendirme notları ile Tobin's Q (*TOBIN*) arasındaki ilişki incelendiğinde; kurumsal yönetim derecelendirme notları ile ilgili değişkenlerden menfaat sahipleri (MS) ve pay sahipleri (PS) derecelendirme notlarının Tobin's Q değeri (*TOBIN*) üzerinde etkili olduğu anlaşılmaktadır. Menfaat sahipleri derecelendirme notu (MS) ile *TOBIN* arasında pozitif ve istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki vardır. Başka bir ifade ile, menfaat sahipleri başlığı altında alınan derecelendirme notunun artması firmaların Tobin's Q değerini artırmaktadır. Diğer bağımsız değişken pay sahipleri (PS) derecelendirme notu ile Tobin's Q arasında negatif ve istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki vardır. Pay sahipleri derecelendirme notunun artması firmaların Tobin's Q değeri üzerinde olumsuz bir etki yapmaktadır. Kamuyu aydınlatma ve şeffaflık (KAS), yönetim kurulu (*YK*) ve ortalama kurumsal yönetim derecelendirme notu (ORT) ile *TOBIN* arasında istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki bulunamamıştır.

Kurumsal yönetim derecelendirme notları ile Fiyat/Kazanç Oranı (*FKO*) arasındaki ilişki incelendiğinde; kurumsal yönetim derecelendirme notları ile ilgili değişkenlerden menfaat sahipleri (MS) derecelendirme notunun Fiyat/Kazanç Oranı (*FKO*) üzerinde etkili olduğu anlaşılmaktadır. Menfaat sahipleri derecelendirme notu (MS) ile *FKO* arasında pozitif ve istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki vardır. Başka bir ifade ile, menfaat sahipleri başlığı altında alınan derecelendirme notunun

artması firmaların fiyat/kazanç oranını artırmaktadır. Kamuyu aydınlatma ve şeffaflık (KAS), yönetim kurulu (YK), pay sahipleri (PS) ve ortalama kurumsal yönetim derecelendirme notu (ORT) ile FKO arasında istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki bulunamamıştır.

Kontrol değişkenlere ait sonuçlar incelendiğinde; firma büyüklüğü (BUYUK), kaldıraç oranı (KO) ve firma yaşı (YAS) ile ROA arasında anlamlı bir ilişki olmadığı görülmektedir. Yine, firma büyüklüğü (BUYUK) ve firma yaşı (YAS) ile ROE arasında anlamlı bir ilişki olmadığı görülmektedir. Buna karşın, kaldıraç oranı (KO) ile ROE arasında pozitif bir ilişki mevcuttur. Firma büyüklüğü (BUYUK) ve kaldıraç oranı (KO) ile PD/DD arasında anlamlı bir ilişki olduğu görülmektedir. Bu ilişki firma büyüklüğü ile PD/DD arasında negatif yönlü, kaldıraç oranı ile PD/DD arasında pozitif yönlüdür. Buna karşın, firma yaşı (YAS) ile PD/DD arasında bir ilişki yoktur. Firma büyüklüğü (BUYUK) ile TOBIN arasında negatif anlamlı bir ilişki olduğu görülmektedir. Başka bir ifade ile, firma büyüklüğü Tobin's Q değerini negatif yönde etkilemektedir. Bununla birlikte, firma yaşı (YAS) ve kaldıraç oranı (KO) ile TOBIN arasında anlamlı bir ilişki bulunamamıştır. Son olarak, firma büyüklüğü (BUYUK), firma yaşı (YAS) ve kaldıraç oranı (KO) ile FKO arasında anlamlı bir ilişki bulunamamıştır.

Özetle, BİST Kurumsal Yönetim Endeksi'nde yer firmaların kurumsal yönetim uygulamalarının finansal performans üzerinde kısmi etkili olduğu tespit edilmiştir. Başka bir ifade ile, alınan kurumsal yönetim derecelendirme notlarının finansal performans ile ilgili değişkenlerden bir kısmının üzerinde etkili olduğu görülmektedir. Menfaat sahipleri derecelendirme notu performans göstergelerinin tamamını pozitif yönde etkilemektedir. Pay sahipleri derecelendirme notu ROA, ROE ve Tobin's Q'yu negatif yönde etkilemektedir. Kamuyu aydınlatma ve şeffaflık, yönetim kurulu ve ortalama notlarının ise, performans göstergeleri üzerinde etkili olmadığını sonucuna ulaşılmıştır. Kontrol değişkenlerindeki bulgular incelendiğinde; kaldıraç oranının özsermaye karlılığı ve piyasa değeri/defter değeri üzerinde pozitif yönde etkili olduğu gözlemlenmiştir. Firma büyüklüğü ile PD/DD arasında negatif yönlü bir ilişki saptanmıştır. Firma yaşı ise performans göstergeleri üzerinde herhangi bir etkiye sahip değildir. Bu sonuçlar, araştırmada geliştirilen ana hipotezlerden H_2 ve H_4 'ü doğrulamaktadır. Bu nedenle kurumsal yönetim

değişkenlerinin bir kısmı firma performansı üzerinde etkili iken, diğer kısmı ise firma performansı üzerinde etkili değildir.

Çalışmanın bulguları uluslararası literatürle karşılaştırıldığında; Lam ve Lee (2008), Hong Kong firmaları üzerine yaptıkları araştırmada yönetim kuruluna ilişkin değişkenlerin firma performansı üzerindeki etkisini ölçmüşlerdir. Yapılan analiz sonucunda kontrol değişkeni olan yönetim kurulu üye sayısı arttıkça ROA'nın azaldığını belirlemişlerdir. Ancak yönetim kurulu ile ROE ve Tobin's Q arasında anlamlı olmayan sonuçlar tespit etmişlerdir. Benzer şekilde 1992–2001 yıllarını kapsayan ve ABD firmaları üzerine yapmış oldukları çalışmalarında Coles vd. (2008), yönetim kurulu değişkeni ile Tobin's Q arasında negatif bir ilişki belirlenmiştir. Yapılan çalışmaların önemli bir bölümünde muhasebe temelli performans göstergeleri ile (ROA ve ROE) kaldıraç oranı arasında negatif ilişkiler tespit edilmiştir. Buna karşın piyasa temelli performans göstergesi ile (Tobin's q) pozitif ilişkiler belirlenmiştir. Tüm bu sonuçlara rağmen literatürle farklı sonuçlar ortaya koyan araştırmalar da mevcuttur. Vafeas ve Theodorou (1998), 307 firma ile ABD'de yaptıkları çalışmada kaldıraç oranı ile Tobin's Q arasında negatif bir ilişki tespit etmişlerdir. Chen (2005), Hong Kong'da faaliyet gösteren 412 firmanın 1995-1998 dönemlerini ele almıştır. Çalışma sonucunda kaldıraç oranı ile ROA, ROE ve Tobin's Q arasında negatif yönlü bir ilişki tespit etmişlerdir. Buna karşın Sueyoshi vd. (2010), Japonya'da 1999-2006 yılları arasında faaliyet gösteren 270 firmayı analize dahil ederek kaldıraç oranı ile ROA ve ROE arasında pozitif bir ilişki bulmuşlardır. Rad vd. (2013) ise, İran'da 2006-2010 yılları arasında faaliyet gösteren 87 firmanın kaldıraç oranları ile finansal göstergeleri arasındaki ilişkiyi araştırmışlardır. Bu çalışmaya göre kaldıraç oranı ile Tobin's Q arasında pozitif yönlü bir ilişki vardır.

Firma büyüklüğü ile finansal performans arasındaki ilişkiyi ölçen çalışmalar incelendiğinde karma sonuçlar tespit edildiği görülmüştür. Obradovich ve Gill (2013), Swastika (2013) firma büyüklüğü ile performans arasında pozitif bir ilişki belirlemişlerdir. Buna karşın Banchuenvijit (2012), Kumar ve Singh (2013), Liao ve Young (2013) ise firma büyüklüğü ile performans arasında negatif bir ilişki tespit etmişlerdir. Bu sonuç çalışmayı destekler nitelektedir. Bu çalışmalar dışında Khatap vd. (2011), Bouaziz ve Triki (2012), Moscu (2013) ise firma büyüklüğünün

performans üzerinde etkili olmadığını savunmuşlardır. Tüm bu sonuçlar firma büyüklüğünün performans üzerindeki etkisinin tam olarak bilinememesine ve konuya olan ilginin artmasına neden olmuştur.

Aygün vd. (2011), Doğan (2015), Tükenmez vd. (2017), Tufan (2018), Turnacıgil (2018), Arslan (2018) ve Karakılıç (2018) ise, ulusal literatürde finansal performansı araştıran çalışmalardır. Tufan (2018), kamuyu aydınlatma ve şeffaflık, pay sahipleri ve yönetim kurulu notları ile özsermaye karlılığı arasında negatif yönlü sonuçlar elde etmiştir. Menfaat sahipleri ve finansal kaldıraç arasında herhangi bir ilişki olmadığını gözlemlemişlerdir. Bununla birlikte Turnacıgil (2018), firmaların kurumsal yönetim notlarının yüksek olmasının performanslarına aynı şekilde yansımadağını belirtmiştir. Öte yandan firmaların pay senedi getirileri ile PD/DD oranı arasında pozitif ilişkide olduğunu tespit etmiştir. Tükenmez vd. (2018), firmaların kamuyu aydınlatma ve şeffaflık puanları ile aktif karlılıkları arasında ters yönlü bir ilişki olduğunu tespit etmişlerdir. Firmaların pay sahipleri, menfaat sahipleri ve yönetim kurulu puanlarının ise aktif karlılığı üzerinde anlamlı bir etkisinin olmadığı sonucuna varmışlardır. Ayrıca, şirket büyüklüğünü temsil eden toplam aktif değişkeninin aktif karlılığını pozitif olarak etkilediği, buna karşın finansal kaldıraç aktif karlılığı azaltıcı bir etkisinin olduğunu gözlemlemişlerdir. Aygün vd. (2011) ise, firma büyüklüğü ile Tobin's Q arasında negatif, ROA arasında ise pozitif bir ilişki tespit etmişlerdir.

Analiz sonucunda elde edilen bulgular; araştırmacılar, finansal düzenleyiciler, yatırımcılar ve firmaların üst yönetimi açısından önem arz etmektedir. Benzer bir şekilde, bu çalışmanın sonuçlarının kurumsal yönetim reformlarına odaklanmış üst yönetime katkıda bulunacağı düşünülmektedir. Diğer bir deyişle, bu araştırma BİST Kurumsal Yönetim Endeksi'nde yer alan firmalara yol gösterecektir.

Kurumsal yönetim derecelendirme notları ile finansal performans arasındaki ilişkiyi inceleyen bu çalışmanın bazı kısıtları bulunmaktadır. Öncelikle çalışmanın bulguları; Borsa İstanbul Kurumsal Yönetim Endeksi'nde yer alan firmalar açısından yorumlanmalıdır. Ayrıca, firmaların 2009-2017 yıllarına ait verilerinden yararlanılması çalışmanın bir başka kısıtıdır. 2017 sonu itibarıyla Kurumsal Yönetim Endeksi'nde toplam 51 işletme bulunmaktadır. Bu çalışmada 2009-2017 yılları arasında endekste yer alan 17 firmanın verilerinden yararlanılmıştır. Görüldüğü üzere

çalışmada bütün firmaların yer almaması bir başka önemli kısıttır. Kurumsal Yönetim Endeksi'nde yer alan ve analize dahil edilen firmaların kurumsal yönetim notları ve finansal performansları arasında hem pozitif hem de negatif bir ilişkinin söz konusu olduğu görülmektedir. Bu durumun sebebi kurumsal yönetim notlarının farklı derecelendirme kuruluşları tarafından belirlenmesi yani ortak ve tek bir ölçütün olmaması olarak gösterilebilir. Bu durum da firmaların kurumsal yönetim notları ile finansal performanslarının farklılaşmasına sebep olabilmektedir. Kurumsal yönetim notunun belirlenmesinde ilgili kuruluşlar tarafından standart bir ölçütün oluşturulması, finansal performansın belirlenmesinde oluşturulan kriterlerin mali sektörü de kapsayacak şekilde hazırlanması, böylelikle incelenen firma sayısının artması ve dönem aralığının genişletilmesi, kurumsal yönetim notları ile finansal performans arasındaki ilişkinin ortaya koyulmasında dikkat edilmesi gereken unsurlar olarak sonraki çalışmalara fikir verebilir.

İleriki dönemlerde bu alanda yapılacak çalışmalar için kurumsal yönetim derecelendirme notları ile finansal performans arasındaki ilişki farklı endeksler veya farklı sektörlerde bulunan firmalar açısından incelenmesi önerilebilir. Bu çalışmada ulaşılan bulguların gelecek çalışmalara yol gösterebileceği düşünülmektedir. Çalışmadan elde edilen bulguların; pay sahiplerine, yatırımcılara, yöneticilere ve Türkiye'de kurumsal yönetim hususunda yapılacak olan araştırmalara katkı sağlayacağı düşünülmektedir. Zira, kurumsal yönetim derecelendirme notları yatırımcılar tarafından hayati bir bilgi olarak değerlendirilmektedir. Aynı zamanda, bu modeller finans alanında yapılacak öngörü ve sınıflandırma çalışmalarında da kullanılabilir. Ayrıca farklı sektörlerde faaliyet gösteren firmalar tespit edilerek araştırma kapsamına alınabilir ve kurumsal yönetim uygulamaları ile bir performansları arasında karşılaştırma yapılarak bulgular bu açıdan da değerlendirilebilir.

KAYNAKÇA

KİTAPLAR

- Akal, Z. (2002), İşletmelerde Performans Ölçüm ve Denetimi, Ankara, Milli Prodüktivite Merkezi Yayınları, No: 473.
- Akgüç, Ö. (2011), Finansal Yönetim, 9. Baskı, Ankara: Avcıol Basım.
- Aktan, C. C. (2006), Kurumsal Yönetim, Kurumsal Şirket Yönetimi, Ankara: SPK Yayınları.
- Alp, A. ve Kılıç, S. (2014), Kurumsal Yönetim-Nasıl Yönetilmeli?, 1. Baskı, İstanbul: Doğan Kitap.
- Anselin, L. (1988), Spatial Econometrics, Methods and Models, Boston: Kluwer Academic.
- Arnold, G. (2005), The Handbook of Corporate Finance: A Business Companion to Financial Markets, Decisions and Techniques, Harlow, England: Prentice Hall.
- Aşıkoğlu, R., Kaderli, Y., Demir, S. ve Çelikkol, H. (2011), Yatırım Projelerinin Hazırlanması, Değerlendirilmesi ve Realize Edilmesi, 2. Baskı, Ankara: Sözkesen Matbaacılık Ltd. Ş.
- Aydın, N., Başar, M. ve Coşkun, M. (2015). Finansal Yönetim, Yenilenmiş 2. Baskı, Ankara: Detay Yayıncılık.
- Baltagi, B. H. (2004). Econometric Analysis of Panel Data, 3rd Ed., Great Britain, John Wiley ve Sons, Ltd.
- Damodar N. G., Basic Econometrics, 4th Ed., The McGraw–Hill Companies.
- Berk, N. (2015), Finansal Yönetim, 11. Basım, İstanbul: Hiperlink.
- Brigham, E. F. ve Houston, J. F. (2014), Finansal Yönetimin Temelleri, Çev. Aypek, N., Ankara: Nobel Yayıncılık.
- Büker, S., Aşıkoğlu, R. ve Sevil, G. (2011), Finansal Yönetim, 7. Baskı, Ankara: Sözkesen Matbaacılık Ltd.Şti.

- Büyükmirza, K. (2014), Maliyet ve Yönetim Muhasebesi – Tekdüzene Uygun Bir Sistem Yaklaşımı, Ankara: Gazi Kitabevi.
- Canbaş, S. ve Doğukanlı, H. (2007), Finansal Pazarlar, Genişletilmiş 3. Baskı, Adana: Beta Basım.
- Canbaş, S. ve Vural, G.(2012), Finansal Yönetim, 3 Baskı, Adana: Karahan Kitabevi.
- Ceylan, A. ve Korkmaz, T. (2012), İşletmelerde Finansal Yönetim, Bursa: Ekin Basım Yayın.
- Çatıkkaş, Ö., (2013), Kurumsal Yönetim İlkeleri, Marmara Üniversitesi Sürekli Eğitim Merkezi, Yayın No: 7.
- Çelik, O. (2007), İşletmelerde Muhasebe Bilgisi ve Şirket Demokrasisi, Ankara: Siyasal Kitabevi.
- Demirbas, M. ve Uyar, S. (2006), Kurumsal Yönetim ve Denetim Komitesi, 1. Baskı, İstanbul: Güncel Yayıncılık.
- Darman Manisalı, G. (2008), Küresel Ekonomilerde Kurumsal Yönetim Anlayışı ve Türkiye, Ankara: TOBB.
- Doğan, M. (2007), Kurumsal Yönetim, Ankara: Siyasal Yayınevi.
- Ercan, M. K. ve Ban, Ü. (2010), Değere Dayalı İşletme Finansı, 6. Baskı, Ankara: Gazi Kitabevi.
- Ercan M. K., Başaran Ö. ve Demirgüneş, K. (2003), Değere Dayalı Yönetim ve Entelektüel Sermaye, Ankara: Gazi Kitabevi.
- Gürbüz, A. O. ve Ergincan Y. (2004), Kurumsal Yönetim: Türkiye'deki Durumu ve Geliştirilmesine Yönelik Öneriler, 1. Baskı, İstanbul: Literatür Yayıncılık.
- Güriş, S. (2018), Uygulamalı Panel Veri Ekonometrisi, 1. Baskı, İstanbul: Der Yayınları.
- Güriş, S., Çağlayan, E. ve Güriş, B. (2013), Eviews ile Temel Ekonometri, 2. Baskı, İstanbul: Der Yayınları.

- Holler, A. (2009), *New Metrics for Value - Based Management: Enhancement of Performance Measurement and Empirical Evidence on Value – Relevance*, Germany: Gabler.
- Keasey, K., H. Short and M. Wright, (2005), “The Development of Corporate Governance Codes in the UK”, London, Wiley.
- Kmenta, J. (1986), *Elements of Econometrics*, 2. Ed., New York: Macmillan Publishing Company.
- Knight, R. ve Bertoneche, M. (2001), *Financial Performance*, United Kingdom: Oxford, Butterworth - Heinemann.
- Koçel, T. (2003), *İşletme Yöneticiliği*, İstanbul: Beta Yayınları.
- Kolb, R. ve Rodriduez, R. (1996), *Finansal Yönetim*, Sermaye Piyasası Kurulu, Yayın No: 35.
- Kula, V. (2006), *Kurumsal Yönetim: Hissedar Korunması Uygulamaları ve Türkiye Örneği*, İstanbul: Papatya Yayıncılık.
- Mallin, C. A. (2007), *Corporate Governance*, 2nd Edition, New York: Oxford University Press.
- OECD (2004), *Corporate Governance-A Survey of OECD Countries*, Paris.
- Okka, O. (2010), *Finansal Yönetim*, 4. Baskı, Ankara: Nobel Yayın Dağıtım.
- Özyılmaz, A., İpçioğlu, İ. ve Karataş, A. (2008), *Güncel Yönetim ve Organizasyon Yaklaşımları*, Ankara: Seçkin Yayınları.
- Paslı, A. (2005), *Anonim Ortaklık Kurumsal Yönetimi*, Ankara: İkinci Basım.
- Ross, S. A. Westerfield, R. ve Jaffe, J. F. (1990), *Corporate Finance*, Homewood, IL: Irwin.
- Ross, S. A., Westerfield, R.W., ve Jordan, B. D., (2001), *Essentials of Corporate Finance*, 3rd Edition, New York: McGraw Hill.

- Sandıkçıoğlu, A. (2005), Kurumsal Yönetim Uyum Derecelendirmesi, Yeterlik Etüdü, Sermaye Piyasası Kurulu, Ankara.
- Shim, K, ve Siegel, G, (2000), Financial Management, 2nd Edition, NewYork, Barrons Educational Series.
- Steward, G. ve Bennett (1990), The Quest For Value, USA: Harper Collins Publishers Inc.
- Taner, B. ve Akkaya, G. C. (2004), Sermaye Piyasası: Faaliyet Alanı ve Menkul Kıymetler, İzmir: Birleşik Matbaacılık.
- Tatoğlu, F. Y. (2013), Panel Veri Ekonometrisi, 2. Baskı, İstanbul: Beta Yayınevi.
- Tatoğlu, F. Y. (2013), İleri Panel Veri Analizi, 2. Baskı, İstanbul: Beta Yayınevi.
- Torrington, D., Hall, L. ve Taylor, S. (2002), Human Resource Management, London: Prentice Hall.
- Tuzcu, A. (2004), Halka Açık Şirketlerde Kurumsal Yönetim Anlayışı: İMKB-100 Örneği, Ankara: Turhan Kitabevi.
- Uyar, A. (2001), Hisse Senedi Yatırımcıları için Temel Analiz, 1. Baskı, İstanbul: Beta Basım Yayım Dağıtım A.Ş.
- Ülgen, H. ve Mirze, S. K. (2004), İşletmelerde Stratejik Yönetim, İstanbul: Literatür Yayınları.
- Üreten, A. ve Ercan, M. K. (2000), Firma Değerinin Tespiti ve Yönetimi, Ankara: Gazi Kitabevi.
- Van Horne, J. C. ve Wachowicz J. M. (1995), Fundamentals of Financial Management, 9th Ed., Englewood Cliffs, New Jersey: Prentice- Hall.
- Venanzi, D. (2012), Financial Performance Measures and Value Creation: The State of the Art, Springer.
- Vernimmen, P., Quiry, P., Le Fur, Y., Dallochio, M. ve Salvı, A. (2005), Corporate Finance: Theory and Practice, 6th Ed., John Wiley and Sons Ltd.

Waring, K. ve Pierce, C. (2004), *The Handbook of International Corporate Governance: A Definitive Guide*, UK: Kogan Page.

Wearing, R. (2005), *Cases in Corporate Governance*, London: Sage Publications.

Wooldridge, J. M. (2002), *Econometric Analysis of Cross Section and Panel Data*, Cambridge: MIT Press.

MAKALELER

Abbasoğlu, O. F., Aysan A. F. ve Güneş, A. (2007), “Concentration, Competition, Efficiency and Profitability of the Turkish Banking Sector in The Post-crisis Period”, *Banks and Bank Systems*, 2(3), 106-115.

Acar Boyacıoğlu, M. ve Akdoğan, Y. E. (2010), “Corporate Governance in Financial Institutions: An Application on The Istanbul Stock Exchange”, *Journal of Academic Research in Economics*, 2 (2), 180-196.

Acaravcı, S. K., Kandır, S. Y. ve Zelka, A. (2015), “Kurumsal Yönetimin BIST Şirketlerinin Performanslarına Etkisinin Araştırılması”, *Ömer Halisdemir Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 8(1), 171-183.

Adams, B. R. ve Mehran, H. (2005), *Corporate Performance, Board Structure and Its Determinants in The Banking Industry*, Working Paper Federal Reserve Bank of New York, 1-42.

Adusei, M. (2011), “Board Structure and Bank Performance in Ghana”, *Journal of Money, Investment and Banking*, 1 (19), 72- 84.

Ağca, A. ve Önder, S. (2016), “İşletmelerde Kar Yönetimi ve Kurumsal Yönetim Yapıları Arasındaki İlişki: BİST Üzerine Bir Uygulama”, *Muhasebe ve Denetime Bakış*, 47, 23-42.

Agoraki, M. E., Delis M. ve Staikouras, P. (2010), “The Effect of Board Size and Composition on Bank Efficiency”, *International Journal of Banking, Accounting and Finance*, 2(4), 357-386.

- Akbaş, H. E. ve Karaduman, H. A. (2012), “The Effect of Firm Size on Profitability: An Empirical Investigation on Turkish Manufacturing Companies”, *European Journal of Economics, Finance and Administrative Sciences*, 55, 21-27.
- Akdoğan, N. ve Akdoğan, U. (2011), “Türk Ticaret Kanunu’nun Kurumsal Yönetim İlkelerine İlişkin Düzenlemelerinin Sermaye Kurulu Piyasası Tarafından Yayınlanan Kurumsal Yönetim İlkelerine Uyumunun Karşılaştırılmalı Olarak Analizi”, *Muhasebe ve Denetime Bakış Dergisi*, 10 (25), 421-436.
- Akdoğan, Y. E. ve Acar Boyacıoğlu, M. (2010), “Corporate Governance in Turkey: An Overview”, *Selçuk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 24, 11-30.
- Aktan, C. C. (2013), “Kurumsal şirket Yönetimi”, *Organizasyon ve Yönetim Bilimleri Dergisi*, 5 (1), 150-191.
- Almajali, A. Y., Alamro, A. S. ve Al-Soub, Y. Z. (2012), “Factors Affecting The Financial Performance of Jordanian Insurance Companies Listed at Amman Stock Exchange”, *Journal of Management Research*, 4(2), 266- 289.
- Alparslan, A. ve Aygün, M. (2013), “Kurumsal Sosyal Sorumluluk ve Firma Performansı”, *Süleyman Demirel Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 18(1), 435-448.
- Andres, P. ve Vallelado, E. (2008), “Corporate Governance in Banking: The Role of The Board of Directors”, *Journal of Banking and Finance*, 32, 2570– 2580.
- Arellano, M. (1987), “Computing Robust Standard Errors for Within-Group Estimators”, *Oxford Bulletin of Economics and Statistics*, 49, 431- 434.
- Arif, A. ve Anees, A. N. (2012), “Liquidity Risk and Performance of Banking System”, *Journal of Financial Regulation and Compliance*, 20(2), 182- 195.
- Arosa, B., Iturralde T. ve Maseda, A. (2010), “Ownership Structure and Firm Performance in Non-Listed Firms: Evidence from Spain”, *Journal of Family Business Strategy*, 1 (2), 88- 96.

- Ayrıçay, Y. ve Eser, A. (2017), “Kurumsal Yönetim ve Sermaye Yapısı Arasındaki İlişki: BİST’de Bir Çalışma”, *International Journal of Academic Value Studies*, 3(12), 220-232.
- Bauer, R., Guenster, N., ve Otten, R. (2004). “Empirical Evidence on Corporate Governance in Europe: The Effect on Stock Returns, Firm Value and Performance”, *Journal of Asset Management*, 5(2), 91-104.
- Bayraktaroğlu A. ve Ünlü, U. (2009), “Performans Değerlemede EVA ve MVA Ölçütleri: Bu Ölçütler Açısından İMKB ve NYSE’nin Karşılaştırmalı Analizi”, *Süleyman Demirel Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 14 (1), 287-312.
- Beaver, W. H. ve Ryan, S. G. (2000), “Biases and Lags in Book Value and Their Effects on The Ability of The Book-to-Market Ratio to Predict Book Return on Equity”, *Journal of Accounting Research*, 38 (1), 127-148.
- Beiner, S., Drobetz, W., Schmid, M. M. ve Zimmermann, H. (2006), “An Integrated Framework of Corporate Governance and Firm Valuation”, *European Financial Management*, 12, 249- 283.
- Beck, N. ve Katz, J. N. (1995), “What To Do (and Not To Do) with Times-Series–Cross-Section Data in Comparative Politics”, *American Political Science Review*, 89(3), 634– 647.
- Belkhir, M. (2009). “Board of Directors' Size and Performance in The Banking Industry”, *International Journal of Managerial Finance*, 5(2), 201– 221.
- Bennedsen, M., Kongsted, H. C. ve Nielsen, K. M. (2008), “The Causal Effect of Board Size in the Performance of Small and Medium-Sized Firms”, *Journal of Banking and Finance*, 32, 1098- 1109.
- Berrios, M. R. (2013), “The Relationship between Bank Credit Risk and Profitability and Liquidity”, *The International Journal of Business and Finance Research*, 7(3), 105- 119.

- Berthelot, S., Morris, T. ve Morrill, C. (2010), "Corporate Governance Rating and Financial Performance: A Canadian Study Corporate Governance", *The International Journal of Business in Society*, 10(5), 635-646.
- Bhagat, S. ve Black, B. (2002), "The Non-Correlation between Board Independence and Long Term Firm Performance", *Journal of Corporation Law*, 27, 231– 274.
- Bhagat, S. ve Bolton, B. (2013), "Director Ownership, Governance and Performance" *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 48(1), 1- 33.
- Bhatt, P. ve Sumangala, J. K. (2012), "Impact of Earnings per Share on Market Value of An Equity Share: An Empirical Study in Indian Capital Market", *Journal of Finance, Accounting and Management*, 3 (2), 1-14.
- Bianco, M., ve Casavola, P. (1999), "Italian Corporate Governance: Effects on Financial Structure and Firm Performance", *European Economic Review*, 43(6), 1057-1069.
- Bilmez E., (2010), "Kriz Döneminde Kurumsal İtibar Yönetiminin Önemi", *Selçuk Üniversitesi Sosyal Bilimler MYO Dergisi*, 14 (1-2), 173-188.
- Black, B., Jang, H., ve Kim, W. (2006), "Does Corporate Governance Predict Firms' Market Values? Evidence from Korea", *Journal of Law, Economics, and Organization*, 22, 366–413.
- Bohren, Ö. ve Odegaard, B. A. (2003), "Governance and Performance Revisited", *European Corporate Governance Institute, Finance Working Paper*, No: 28.
- Bohren, Ö. ve Ström, R. Ö. (2010), "Governance and Politics: Regulating Independence and Diversity in The Board Room", *Journal of Business Finance and Accounting*, 37(9), 1281– 1308.
- Bothwell, J. L., Cooley, T. F. ve Hall, T. E. (1984), A New View of The Market Structure – Performance Debate, *Journal of Industrial Economic*, 32(4), 397– 417.

- Bouaziz, Z. ve Triki, M. (2012), "The Impact of The Board of Directors on the Financial Performance of Tunisian Companies", *Universal Journal of Marketing and Business Research*, 1(2), 56- 71.
- Abbasi M. K., Hemati, M. ve Abdolshah, M. (2008), "Analysis and Prioritizing Bank Account with TOPSIS Multiple-Criteria Decision –A Study of Refah Bank in Iran", 21st Australasian Finance and Banking Conference, Sydney.
- Büyükşalvarcı, A. ve Abdioğlu, H. (2010), "İMKB Kurumsal Yönetim Endeksinde İşlem Gören Şirketlerin Finansal ve Finansal Olmayan Belirleyicileri: İMKB İmalat Sektöründe Bir Uygulama", *Muhasebe Öğretim Üyeleri Bilim ve Dayanışma Vakfı (MÖDAV) Dergisi*, 3, 119-143.
- Brown, L. D. ve Caylor, M. L. (2009), "Corporate Governance and Firm Operating Performance", *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 32(2), 129-144.
- Canbaş, S., Doğukanlı, H. ve Düzakın, H. (2004), "Tobin Q Oranı ve Günümüzde İşletme Kararları Açısından Önemi", *Çukurova Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 13 (2), 58-70.
- Casmir, C. O. ve Anthony, O. (2012), "Impact of Capital Structure on The Financial Performance of Nigerian Firms", *Arabian Journal of Business and Management Review*, 1(12), 43- 61.
- Cevher, E. (2016), "Kurumsallaşma Küçük İşletmeler İçin Bir Çözüm Müdür Yoksa Yok Olma Nedeni Midir?", *The Journal of International Social Research*, 7(32), 11.
- Chang, Y. C., Chou, Y. H. ve Wang, T. M., (2006), "Characterizing The Corporate Governance of UK Listed Construction Companies", *Construction Management and Economics*, 24 (6), 647-656.
- Chen, V. Z., Li, J. ve Saphiro, D. M. (2011), "Are OECD-Prescribed "Good Corporat Governance Practices" Really Good in An Emerging Economy?", *Asia Pacific Journal of Management*, 28, 115-138.

- Chen, L. (2012), "The Effect of Ownership Structure on Firm Performance", Aarhus School Of Busines Journal,1,1-65.
- Chen, L. ve Zhao, X. (2006), "On The Relation between The Market-to-Book Ratio, Growth Opportunity, and Leverage Ratio", Finance Research Letters, 3 (4), 253-266.
- Cheung, Y. L., Connelly, J. T., Limpaphayom, P. ve Zhou, L. (2007), "Do Investors Really Value Corporate Governance? Evidence from the Hong Kong Market", Journal of International Financial Management and Accounting, 18(2), 86-122.
- Chi, L. C. ve Tseng-Chung T. (2007), "Impact of Reorganization Announcements on Distressed-Stock Returns", Economic Modelling, 24 (5), 749-767.
- Cho, D. S. ve Kim, J. (2007), "Outside Directors, Ownership Structure and Firm Profitability in Korea", Corporate Governance: An International Review, 15, 239- 250.
- Choi, J. J., Park, S. W. ve Yoo, S. S. (2007), "The Value of Outside Directors: Evidence from Corporate Governance Reform in Korea", Journal of Financial and Quantitative Analysis, 42(4), 941- 962.
- Chung, K. H. ve Pruitt, S. W. (1996), "Executive Ownership, Corporate Value and Executive Compensation: A Unifying Framework", Journal of Banking and Finance, 20(7), 1135- 1159.
- Claessens, S., Djankov, S., ve Lang, L. H. (2000), "The Separation of Ownership and Control in East Asian Corporations", Journal of Financial Economics, 58, 81-112.
- Coles, J. L., Daniel, N. D. ve Naveen, L. (2008), "Boards: Does One Size Fit All?", Journal of Financial Economics, 87, 329- 356.
- Collins D. W., Pincus M. ve Xie, H. (1999), "Equity Valuation and Negative Earnings: The Role of Book Value of Equity", The Accounting Review, 74(1), 29-61.

- Conkar, M. K., Elitaş, C. ve Atar, G. (2011), “İMKB Kurumsal Yönetim Endeksi’ndeki (XKURY) Firmaların Finansal Performanslarının Topsis Yöntemi ile Ölçümü ve Kurumsal Yönetim Notu ile Analizi”, İstanbul Üniversitesi İktisat Fakültesi Mecmuası, 61 (1), 81-115.
- Cummins, J. D. ve Sommer W. D. (1996), “Capital and Risk in Property-Liability Insurance Markets”, *Journal of Banking and Finance*, 20, 1069- 1092.
- Dağlı, H., Ayaydın, H. ve Eyüboğlu, K. (2010), “ Kurumsal Yönetim Endeks Performans Değerlemesi: Türkiye Örneği”, *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, 48, 18-31.
- Davydenko, A. (2010), “Determinants of Bank Profitability in Ukraine”, *Undergraduate Economic Review*, 7(1), 1- 30.
- Demsetz, H. (1983), “The Structure of Ownership and The Theory of The Firm”, *Journal of Law and Economics*, 26, 375–390.
- Doğru, C. (2011), “Karlılığın Belirleyicileri Analizi: Teori ve Orta Ölçekli Bir Banka Uygulaması”, *Doğuş Üniversitesi Dergisi*, 25(91), 47- 75.
- Driscoll, J. C. ve Kraay, A. C. (1998), “Consistent Covariance Matrix Estimation with Spatially Dependent Panel Data”, *Review of Economics and Statistics*, 80, 549– 560.
- Drobtz, W., Schillhofer A. ve Zimmermann, H. (2004), “Corporate Governance and Expected Stock Returns: Evidence from Germany”, *European Financial Management*, 10(2), 267-293.
- Duman, K. (2004), “Finansal Krizlere Karşı Politika Tercihleri”, *Akdeniz Üniversitesi İ.İ.B.F. Dergisi*, 8, 38-61.
- Durnev, A. ve Kim, E. H. (2005), “To Steal or Not To Steal: Firm Attributes, Legal Environment and Valuation”, *The Journal of Finance*, 60(3), 1461-1493.
- Ehikioya, B. I. (2009), “Corporate Governance Structure and Firm Performance in Developing Economies: Evidence from Nigeria”, *The International Journal of Business in Society*, 9(3), 231-243.

- Eicker, F. (1967), Limit Theorems for Regression with Unequal and Dependent Errors, Proceedings of The Fifth Berkeley Symposium on Mathematical Statistics and Probability, Berkeley: University of California Press.
- Eleren, A. ve Karagül, M. (2008), “1986-2006 Türkiye Ekonomisinin Performans Değerlendirmesi”, Celal Bayar Üniversitesi İ.İ.B.F. Yönetim ve Ekonomi Dergisi, 15(1), 1-14.
- Elitaş, C. ve Ağca, V. (2006), “Firmalarda Çok Boyutlu Performans Değerleme Yaklaşımları: Kavramsal Bir Çerçeve”, Afyon Kocatepe Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi, 8(2), 343-370.
- Elitaş, B. L. ve Doğan, M. (2013). Sermaye Yapısını Belirleyen Faktörler: İMKB Sigorta Şirketleri Üzerine Bir Araştırma, Muhasebe Bilim Dünyası Dergisi, 15(2), 41-57.
- Ege, İ. ve Şener, Z. (2013), “Performans Ölçümünde Kullanılan Yöntemler: Performans Karnesi ve Kumanda Paneli Karşılaştırması”, Muhasebe ve Finansman Dergisi, 57, 107-120.
- Ege, İ., Topaloğlu, E. E., ve Özyamanoğlu, M. (2013), “Finansal Performans ile Kurumsal Yönetim Notları Arasındaki İlişki: BİST Üzerine Bir Uygulama”, Akademik Araştırmalar ve Çalışmalar Dergisi, 5(9), 100-117.
- Ehrbar, Al (1999), “Using EVA To Measure and Asses Strategy”, Strategy and Leadership, May/June, 27(20).
- Eisenberg, T., Sundgren, S. ve Wells, M. T. (1998), “Larger Board Size and Decreasing Firm Value in Small Firms”, Journal of Financial Economics, 48, 35- 54.
- Elsayed, K. (2011), “Board Size and Corporate Performance: The Missing Role of Board Leadership Structure”, Journal of Management and Governance, 15(3), 415- 446.

- Erdoğan, D. C. ve Demir, Y. (2015), “BİST Kurumsal Yönetim Endeksi’ne Tabi Olmanın Firmanın Finansal Performansına Etkisi: 2007-2013 BİST 100 Örneği”, Namık Kemal Üniversitesi Sosyal Bilimler Metinleri, (4), 1-19.
- Erdoğan, M. ve Öztürk, M. S. (2016), “Kurumsal Yönetim Endeksinde Yer Alan İşletmelerin Performansına Etki Eden Finansal Oranların İncelenmesi”, Muhasebe Bilim Dünyası Dergisi, 18(1), 707-725.
- Eroğlu, C., A., (2003), “Sarbanes-Oxley Kanunu: Kurumsal Yönetim ve Kamunun Aydınlatılmasına İlişkin Getirdikleri”, SPK Meslek Personeli Derneği Dergisi, Sayı: 7, 1-12.
- Ersoy, E., Bayrakdaroğlu, A. ve Şamiloğlu F. (2011), “Türkiye’de Kurumsal Yönetim ve Firma Performansı (Tobin Q ve Anormal Getiri) Arasındaki İlişkinin Analizi”, Finans Politik ve Ekonomik Yorumlar Dergisi, 48(554), 71-84.
- Ertuğrul, M. (2009), “Finansal Performans Ölçümünde Dönüşümlerin Türkiye Değerlendirilmesi”, Anadolu Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi, 9(1), 19-46.
- Esendemirli, E. ve Erdener Acar, E. (2016), “Finansal Performans ve Kurumsal Yönetim Derecelendirme Notları: Borsa İstanbul Kurumsal Yönetim Endeksi 2013-2014 Yılları Karşılaştırması”, Muhasebe Bilim Dünyası Dergisi, 18(1), 625-671.
- Fama, E. F. ve French, K. (1995). “Size and Book-to-Market Factors in Earnings and Returns”, The Journal of Finance, 50(1), 131-155.
- Fauzi, F. ve Locke, S. (2012), “Board Structure, Ownership Structure and Firm Performance: A Study of New Zealand Listed-Firms”, Asian Academy of Management Journal of Accounting and Finance, 8(2), 43– 67.
- Feng, C-M. ve Wang, R-T. (2000), “Performance Evaluation for Airlines Including The Consideration of Financial Ratios”, Journal of Air Transport Management, 6, 133-142.

- Filatotchev, I., Yung-Chih. L. ve Piesse, J. (2005), "Corporate Governance and Performance in Publicly Listed, Family-Controlled Firms: Evidence from Taiwan", *Asia Pacific Journal of Management*, 22, 257- 283.
- Froot, K. A. (1989), "Consistent Covariance Matrix Estimation with Cross-Sectional Dependence and Heteroskedasticity in Cross-Sectional Financial Data", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 24(3), 333– 355.
- Gompers, P., Ishii, J. ve Metrick, A. (2003), "Corporate Governance and Equity Prices", *The Quarterly Journal of Economics*, 118(1), 107-156.
- Guest, P. M. (2009), "The Impact of Board Size on Firm Performance: Evidence from The UK", *The European Journal of Finance*, 15(4), 385-404.
- Gup, B. E. (2007), "Corporate Governance in Banks: Does The Board Structure Matter?", *Corporate Governance in Banking*, UK: Edward Edgar Publishing, 18-39.
- Gümüş, G. K., Gümüş, Y. ve Altunal, I. (2017), "Bankacılık Sektöründe Kurumsal Yönetim ve Finansal Performans İlişkisi: Türkiye ve Kazakistan Örneği", *Kastamonu Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 16(2), 104-121.
- Hacırüstemoğlu, R., Şakrak, M. ve Demir, V. (2002), "Etkin Performans Ölçüm Aracı (EVA) (Ekonomik Katma Değer-Ekonomik Kar Yaklaşımı)", *Mali Çözüm Dergisi*, 59,1-9.
- Haji, A. A. (2014). "The Relationship between Corporate Governance Attributes and Firm Performance Before And After The Revised Code: Some Malaysian Evidence", *International Journal of Commerce and Management*, 24(2), 134-151.
- Hao, L. ve Qing-Sheng, X. (2006), "Application of TOPSIS in The Bidding Evaluation of Manufacturing Enterprises", *5th International Conference on e-*

- Engineering and Digital Enterprise Technology, 16-18 August, Guiyang, China, 184-188.
- Helvacı, M. A. (2002), ‘‘Performans Yönetimi Sürecinde Performans Değerlendirmenin Önemi’’, Ankara Üniversitesi Eğitim Bilimleri Fakültesi Dergisi, 35(1-2), 1155-169.
- Hoffmann, P. (2011). Determinants of The Profitability of The US Banking Industry, International Journal of Business and Social Science, 2(22), 255- 269.
- Horasan, M. (2009), ‘‘Fiyat/Kazanç Oranının Hisse Senedi Getirilerine Etkisi: İMKB 30 Endeksi Üzerine Bir Uygulama’’, İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi, 23(1), 181-192.
- Horvath, R. ve Spirollari, P. (2012), ‘‘Do the Board of Directors’ Characteristics Influence Firm’s Performance? The U.S. Evidence’’, Prague Economic Papers, 4, 470- 486.
- Hoyt, R. E. ve Liebenberg, A. P. (2011), ‘‘The Value of Enterprise Risk Management’’, Journal of Risk and Insurance, 78 (4), 795-822.
- Huber, P. J. (1967), ‘‘The Behavior of Maximum Likelihood Estimates under Nonstandard Conditions’’, Proceedings of Fifth Berkeley Symposium on Mathematical Statistics and Probability, University of California Press, Berkeley, 221- 233.
- Hurdle, G. (1974), ‘‘Leverage Risk, Market Structure and Profitability’’, Review of Economics and Statistics, 56, 478- 485.
- İçke, B. T. ve Aytürk, Y. (2011), ‘‘Fiyat - Kazanç Oranı Etkisinin Değer Yatırım Stratejileri Kapsamında Analizi: İMKB için Ampirik Bir Uygulama’’, Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi, 9(35), 103-115.
- Işığışok, E. (2008), ‘‘ Performans Ölçümü, Yönetimi ve İstatistiksel Analizi’’, İstanbul Üniversitesi İktisat Fakültesi Ekonometri ve İstatistik Dergisi, 7, 1-23.

- Işık, S., Duman, K. ve Korkmaz, A. (2004), “Türkiye Ekonomisinde Finansal Krizler: Bir Faktör Analizi Uygulaması”, Dokuz Eylül Üniversitesi İ.İ.B.F Dergisi, 19(1), 45-69.
- İçten, O. (2013), “Hisse Başlı Kazanç Kalitesinin Hisse Başlı İşletme Faaliyetlerinden Net Nakit Akışı ile Test Edilmesi ve İMKB Ticaret Endeksi Hisse Senetleri Örneği”, Maliye Finans Yazıları, 27(98), 47-62.
- Johnson, R. S., Fiore, C. L. ve Zuber R. (1989) “The Investment Performance of Common Stocks in Relation to Their Price-Earnings Ratios: An Update of The Basu Study”, The Financial Review, 24 (3), 499–505.
- Jonsson, B. (2007), “Does The Size Matter? The Relationship between Size and Profitability of Icelandic Firms”, Bifröst Journal of Social Sciences, 1, 43- 55.
- Kabakçı, Y. (2008), “Sermaye Yapısı ile İşletme Performansı Arasındaki İlişki: Gıda Sektöründe Bir Uygulama”, Ege Akademik Bakış, 8 (1), 167-182.
- Kabir, R. ve Thai, H. M. (2017), “Does Corporate Governance Shape The Relationship between Corporate Social Responsibility and Financial Performance?”, Pacific Accounting Review, 29(2), 227- 258.
- Kakani, R., Saha, B., ve Reddy, V. (2001), “Determinants of Financial Performance of Indian Corporate Sector in The Post-Liberalization Era: An Exploratory Study”, National Stock Exchange Research Initiative Paper, 5, 12-30.
- Kalogeras, N., Baourakis, G., Zopounidis, C. ve Dijk, G. V. (2005), “Evaluating The Financial Performance of Agri-Food Firms: A Multicriteria Decision-Aid Approach”, Journal of Food Engineering, 70, 365-371.
- Kang, J. K. ve Shivdasani, A. (1995), “Firm Performance, Corporate Governance, and Top Executive Turnover in Japan”, Journal of Financial Economics, 38(1), 29-58.
- Karadeniz, E. ve İskenderoğlu Ö. (2011), “İstanbul Menkul Kıymetler Borsası’nda İşlem Gören Turizm İşletmelerinin Aktif Karlılığını Etkileyen Değişkenlerin Analizi”, Turizm Araştırmaları Dergisi, 22(1), 65- 75.

- Karaman, R. (2009), “İşletmelerde Performans Ölçümünün Önemi ve Modern Bir Performans Ölçme Aracı Olarak Balanced Scorecard”, Selçuk Üniversitesi İ.İ.B.F. Sosyal ve Ekonomik Araştırmalar Dergisi, 16, 410-427.
- Karamustafa, O., Varıcı, İ. ve Er, B. (2009), “Kurumsal Yönetim ve Firma Performansı: İMKB Kurumsal Yönetim Endeksi Kapsamındaki Firmalar Üzerinde Bir Uygulama”, Kocaeli Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi, 17, 100-119.
- Kendirli, S., Konak, F. ve Turan, H. (2013), “Kurumsal Yönetişim Uygulamalarının Firma Performansı Üzerine Etkisi: BİST. İkinci Ulusal Pazarında Bir Uygulama”, Gazi Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi, 15(3), 31-46.
- Khatab, H., Masood, M., Zaman, K., Saleem, S. ve Saeed, B. (2011), “Corporate Governance and Firm Performance: A Case Study of Karachi Stock Market”, International Journal of Trade, Economics and Finance, 2(1), 39– 43.
- Kiel, G. C. ve Nicholson, G. J. (2003), “Board Composition and Corporate Performance: How The Australian Experience Informs Contrasting Theories of Corporate Governance”, Corporate Governance: An International Review, 11(3), 189-205.
- Kim, H. J. ve Yoon, S. S. (2007), “Corporate Governance and Firm Performance in Korea”, Malaysian Accounting Review, 6(2).
- Kim, K. H. (2013), “Deep Structures in CEO Duality-Firm Performance Linkage”, International Management Review, 9(2), 11- 23.
- Kılıç, S. B. (2006), “Türk Bankacılık Sistemi için Çok Kriterli Karar Alma Analizine Dayalı Bir Erken Uyarı Modelinin Tahmini”, ODTÜ Gelişme Dergisi, 33, 117-154.
- Klein, A. (1998), “Firm Performance and Board Committee Structure”, Journal of Law and Economics, 41, 275– 303.

- Koerniadi, H. ve Tourani-Rad A. (2012), "Does Board Independence Matter? Evidence from New Zealand", *Australasian Accounting Business and Finance Journal*, 6(2), 3- 18.
- Kosmidou, K. (2008), "The Determinants of Banks' Profits in Greece During The Period of EU Financial Integration", *Managerial Finance*, 34(3), 146- 159.
- Kowalewski, O. (2016), "Corporate Governance and Corporate Performance: Financial Crisis", *Management Research Review*, 39(11), 1494-1515.
- Kozlu, E. (2004), "Parmalat Skandalının Finans Dünyasında Bırakacağı İzler", *Garanti Dergisi*, Ocak, 4-6.
- Kula, V. (2005), "The Impact of The Roles, Structure and Process of Boards on Firm Performance: Evidence from Turkey", *Corporate Governance: An International Review*, 13, 265-276.
- Kula, V. ve Baykut, E. (2013), "Kurumsal Yönetim Endeksinde Yer Almanın Mevduat Bankalarının Performansına Etkisi: BIST Örneği", *Afyon Kocatepe Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, 15 (2), 121-136.
- Kula, V. ve Baykut, E. (2014), "Kurumsal Yönetim Derecelendirme Notu ile Piyasa Değeri Arasındaki İlişki: BIST XKURY Şirketleri Üzerine Bir Araştırma", *Uşak Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, 19(19), 1-17.
- Kumar, N. ve Singh, J. P. (2013), "Effect of Board Size and Promoter Ownership on Firm Value: Some Empirical Findings from India", *Corporate Governance*, 13(1), 88- 98.
- Kurtaran A. (2014), "Hisse Senedi Değerlendirme Yöntemlerinin Yatırım Kararlarındaki Başarısının Değerlendirilmesi", *International Journal of Economic and Administrative Studies*, 13(1), 158-168.
- Küçüksözen, C. ve Küçükkocaoğlu G., (2005), "Kurumsal Şirket Yönetiminde Finansal Bilginin Rolü", *Muhasebe ve Denetime Bakış*, 16, 81- 103.
- Lam, T. Y. ve Lee, S. K. (2008), "CEO Duality and Firm Performance: Evidence From Hong Kong", *Corporate Governance*, 8(3), 299- 316.

- Li, Q., Wu, Y., Ojiako, U., Marshall, A. ve Chipulu, M. (2014), "Enterprise Risk Management and Firm Value within China's Insurance Industry", *Acta Commercial*, 14(1): 1-10.
- Maher, M. ve Andersson, T. (1999), "Corporate Governance: Effects on Firm Performance and Economic Growth", France: OECD.
- Mak, Y. T. ve Kusnadi, Y. (2005), "Size Really Matters: Further Evidence on the Negative Relationship between Board Size and Firm Value", *Pacific-Basin Finance Journal*, 13, 301- 318.
- Malik, H. (2011), "Determinants of Insurance Companies Profitability An Analysis of Insurance Sector of Pakistan", *Academic Research International*, 1(3), 312-321.
- Marangu, K. ve Jagongo, A. (2014), "Price to Book Value Ratio and Financial Statement Variables: An Empirical Study of Companies Outed at Nairobi Securities Exchange, Kenya", *Global Journal of Commerce and Management Perspective*, 3(6), 50-56.
- Marnet, O. (2008), "Behaviour and Rationality in Corporate Governance", *International Journal of Behavioural Accounting and Finance*, 1, 4-22.
- Mehran, H. (1995), "Executive Compensation Structure, Ownership and Firm Performance", *Journal of Financial Economics*, 38, 163– 184.
- Mishra, S. ve Mohanty, P. (2014), "Corporate Governance As A Value Driver for Firm Performance: Evidence from India", *Corporate Governance*, 14(2), 265-280.
- Moldasheva, G. (2015), "Corporate Governance Practices in Emerging Markets: Evidence from Kazakhstan Financial System", *Corporate Ownership and Control*, 13, 889-906.
- Moradi, M., Velashani, M. A. B. ve Omidfar, M. (2017), "Corporate Governance, Product Market Competition and Firm Performance: Evidence from Iran", *Humanomics*, 33(1), 38-55.

- Moscu, R. G. (2013), "The Relationship between Firm Performance and Board Characteristics in Romania", *International Journal of Academic Research in Economics and Management Sciences*, 2(1), 167- 175.
- Najjar, N. ve Krassimir, P. (2011), "Capital Structure of Insurance Companies in Bahrain", *International Journal of Business and Management*, 6(11), 138- 145.
- Newey, W. K. ve West, K. D. (1994), "Automatic Lag Selection in Covariance Matrix Estimation", *Review of Economic Studies*, 61, 631- 654.
- Nittayagasetwat, A. ve Nittayagasetwat, W. (2007), "An Analysis of The Price Reaction to Corporate Governance Rating Announcements: The Case of Thai Listed Companies", *NIDA Business Journal*, 1(1), 25-49.
- Obradovich, J. D. ve Gill, A. (2013), "The Impact of Corporate Governance and Financial Leverage on The Value of American Firms", *International Research Journal of Finance and Economics*, 91, 1- 13.
- Oral, T., Polat E. ve Şit, A. (2017), "Borsa İstanbul Kurumsal Yönetim Endeksi'nde Yer Alan Şirketlerin Sermaye Yapıları ile Hisse Senedi Getirileri Arasındaki İlişkinin İncelenmesi", *Akademik Yaklaşımlar Dergisi*, 8(1), 126-141.
- Oxelheim, L. ve Randøy, T. (2003), "The Impact of Foreign Board Membership on Firm Value", *Journal of Banking and Finance*, 27, 2369– 2392.
- Önder, Z. (2003), "Kurumsal Şirket Yönetimi Konusunda OECD İlkeleri, Diğer İlkeler ve Türkiye", *Kurumsal Şirket Yönetimi Konferansı*, 14-18 Nisan, Ankara: TCMB Yayınları.
- Öner, E. (2009), "Basel II Sürecinde Kobilerde Kurumsal Yönetim Anlayışının Geliştirilmesi Üzerine Öneriler", *Muhasebe ve Vergi Uygulamaları Dergisi*, 2(1), 71-87.
- Özgülbaş, N., Koyuncugil, A. S. ve Yılmaz, F. (2006), "Identifying The Effect of Firm Size on Financial Performance of SMEs", *The Business Review*, Cambridge, 6 (1), 162- 167.

- Özilhan, T. (2002), “Özel Sektörün İhtiyacı: Kurumsal Yönetim”, Görüş Dergisi Mart.
- Öztürk, M. B. (2004), “Finansal Performansın Ölçülmesinde Alternatif Bir Yöntem "Ekonomik Katma Değer"”, Atatürk Üniversitesi İ.İ.B.F. Dergisi, 18(3-4), 351-368.
- Öztürk, M. ve Demirgüneş, K., (2008), “Kurumsal Yönetim Bakış Açısıyla Entelektüel Sermaye”, Selçuk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi, 19, 395-411.
- Pamukçu, F. (2011), “Finansal Raporlama ile Kamuyu Aydınlatma ve Şeffaflıkta Kurumsal Yönetimin Önemi”, Muhasebe ve Finansman Dergisi, 50.
- Panaretou, A. (2014), “Corporate Risk Management and Firm Value: Evidence from UK Market”, The European Journal of Finance, 20(12), 1161-1186.
- Parks, R. (1967), “Efficient Estimation of A System of Regression Equations When Disturbances are Both Serially and Contemporaneously Correlated”, Journal of The American Statistical Association, 62(318), 500– 509.
- Praptiningsih, M. (2009), “Corporate Governance and Performance of Banking Firms: Evidence from Indonesia, Thailand, Philippines and Malaysia”, Jurnal Manajemen dan Kewirausahaan, 11(1), 94-108.
- Pathan, S., Skully, M. ve Wickramanayake, J. (2007), “Board Size, Independence and Performance: An Analysis of Thai Banks”, Asia-Pacific Financial Markets, 14(3), 211-227.
- Peng, M. W., Zhang, S. ve Li, X. (2007), “CEO Duality and Firm Performance During China’s Institutional Transitions”, Management and Organization Review, 3(2), 205– 225.
- Penman, S. H. (1996), “The Articulation of Price-Earnings Ratios and Market-to-Book Ratios and The Evaluation of Growth”, Journal of Accounting Research, 34 (2), 235-259.

- Pervaiz, K., Kwang, A. ve Mohammed, K. L. Z. (1999), "Measurement Practice for Knowledge Management", *Journal of Workplace Learning: Employee Counselling Today*, 2(8).
- Pervaiz, K. A., Kwang, K. Lim ve Zairi, M., (1999), "Measurement Practice for Knowledge Management", *Journal of Workplace Learning*, 11(8), 304-311.
- Postma, T. J. B. M., Ees, H. V. ve Sterken, E. (2003), "Board Composition and Firm Performance in The Netherlands", *Eastern Economic Journal*, 29, 41- 58.
- Rashid, A., Zoysa, A. D., Lodh, S. ve Rudkin, K. (2010), "Board Composition and Firm Performance: Evidence from Bangladesh", *Australasian Accounting Business and Finance Journal*, 4(1), 76- 95.
- Reddy, K., Locke, S. ve Scrimgeour, F. (2010), "The Efficiency of Principle-Based Corporate Governance Practices and Firm Financial Performance: An Empirical Investigation", *International Journal of Managerial Finance*, 6(3), 190-219.
- Rose, C. (2016), "Firm Performance and Comply or Explain Disclosure in Corporate Governance", *European Management Journal*, 34(3), 202-222.
- Rosser, A. (2003), "Coalitions, Convergence and Corporate Governance Reform in Indonesia", *Third World Quarterly*, 24(2), 319-337.
- Sak, G. (2000), "Corporate Governance", *Görüş Dergisi*, Kasım, 56-59.
- Sakarya, Ş. (2012), "İMKB Kurumsal Yönetim Endeksi Kapsamındaki Şirketlerin Kurumsal Yönetim Derecelendirme Notu ve Hisse Senedi Getirileri Arasındaki İlişkinin Olay Çalışması (Event Study) Yöntemi ile Analizi", *Zonguldak Karaelmas üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, 7(13), 147-162.
- Sam, Y. C. (2007), "Corporate Governance Reforms in The Post-1997 Asian Crisis: Is There Really A Convergence to The Anglo-American Model?", *Global Economic Review*, 36(3), 267-285.

- Schauten, M. B. J., Dijk, D. V. ve Waal, J. P. (2011), "Corporate Governance and the Value of Excess Cash Holdings of Large European Firms", *European Financial Management*, 19(5), 991-1016.
- Serrasqueiro, Z. S. ve Nunes, P. M. (2008), "Performance and Size: Empirical Evidence from Portuguese SMEs", *Small Business Economics*, 31 (2), 195–217.
- Sevinç, V. (2013), "Türkiye'ye Gelen Yabancı Turist Sayısı, Amerikan Doları Kuru ve Ekonomik Kriz Yılları Arasında Bir Granger Nedensellik İlişkisi Analizi", *Ekonomik ve Sosyal Araştırmalar Dergisi*, 9(2), 233- 249.
- Shahwan, T. M. (2015), "The Effects of Corporate Governance on Financial Performance and Financial Distress: Evidence From Egypt", *Corporate Governance*, 15(5), 641-662.
- Sheikh, N. A., Wang, Z. ve Khan, S. (2013), "The Impact of Internal Attributes of Corporate Governance on Firm Performance: Evidence from Pakistan", *International Journal of Commerce and Management*, 23(1), 38-55.
- Shleifer, A. ve Vishny, R. W., (1997), "A Survey of Corporate Governance", *The Journal of Finance*, 52(2), 737-783.
- Shubita, M. F. ve Alsawalhah, J. M. (2012), "The Relationship between Capital Structure and Profitability", *International Journal of Business and Social Science*, 3(16), 104- 112.
- Shukeri, S. N., Shin, O. W. ve Shaari, M. S. (2012), "Does Board of Director's Characteristics Affect Firm Performance? Evidence from Malaysian Public Listed Companies", *International Business Research*, 5(9), 120- 127.
- Staikouras, P., Christos S. ve Agoraki, M.E. (2007), "The Effect of Board Size and Composition on European Bank Performance", *European Journal of Law and Economics*, 23, 1-27.

- Subramanian, S. ve Swaminathan, S. (2008), "Corporate Governance in India: A Survey of the Literature", *The Icfai University Journal of Corporate Governance*, 7(3), 31-45.
- Swastika, D. L. T. (2013), "Corporate Governance, Firm Size, and Earning Management: Evidence in Indonesia Stock Exchange", *IOSR Journal of Business and Management*, 10(4), 77-82.
- Şengür, E. D. ve Püskül, Özbek, A., S. (2011), "İMKB Kurumsal Yönetim Endeksindeki Şirketlerin Yönetim Kurulu Yapısı ve İşletme Performansının Değerlendirilmesi", *Dumlupınar Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, 31, 35-50.
- Şenver, B. (2002), "Türkiye'de ve Dünyada Yönetişim", *Türkiye İç Denetim Enstitüsü Dergisi*, 3, 2-19.
- Temizel, F., Doğan, H. ve Bayçelebi, B. E. (2016), "Kurumsal Yönetim Endeksi Kapsamındaki İşletmelerin Finansal Performans Analizi", *Uluslararası İşletme ve Yönetim Dergisi*, 4(2), 185-202.
- Trevino, R. ve Robertson, F. (2002), "P/E Ratios and Stock Market Returns", *Journal of Financial Planning*, 15(2), 76-84.
- Tsai, M. T. ve Tung, W. H. (2014), "Corporate Governance, Resources, FDI Commitment and Firm Performance: Empirical Analyses of Taiwanese High-Tech Firms", *Chinese Management Studies*, 8(3), 313-332.
- Turan, Ü. ve Bayyurt N. (2013), "Kurumsal Yönetim, Mülkiyet Yapısı ve Performans", *Finans Politik ve Ekonomik Yorumlar*, 585, 27-41.
- Tükenmez, N. M., Gençyürek, A. G., ve Karakelleoğlu, M. İ. (2017), "Kurumsal Yönetim Derecelendirme Notlarının Şirketlerin Finansal Performansı Üzerindeki Etkisi", *Ege Stratejik Araştırmalar Dergisi*, 8(1), 1-18.
- Ujunwa, A. (2012), "Board Characteristics and The Financial Performance of Nigerian Quoted Firms", *Corporate Governance*, 12(5), 1- 30.

- Uyar, G. F. Ü. (2015), “Adli Muhasebecilik Mesleği ve Mesleğin Dünya’daki Gerekliliği: WorldCom Skandalı”, SOBİDER Sosyal Bilimler Dergisi, 2(5), 186.
- Uysal, Ş. (2015), “Performans Yönetimi Sisteminin Tanımı, Tarihi, Amaç ve Temel Unsurlarına Genel Bir Bakış”, Electronic Journal of Vocational Colleges, 5(2), 33.
- Ünal, S. ve Akbey, F. (2016), “Kurumsal Yönetimin İşletmelerin Betası Üzerine Etkisi: BİST Firmaların Panel Veri Analizi”, Dumlupınar Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi Afro-Avrasya Özel Sayısı, 571-580.
- Ünlü, U., Bayraktaroğlu, A. ve Şamiloğlu, F. (2011), “Yönetici Sahipliği ve Firma Değeri: İMKB İçin Ampirik Bir Uygulama”, Ankara Üniversitesi SBF Dergisi, 66(2), 201- 214.
- Velampy, T. (2013), “Corporate Governance and Firm Performance: A Study of Sri Lankan Manufacturing Companies”, Journal of Economics and Sustainable Development, 4(3), 228- 235.
- Wang, Y. ve Clift, B. (2009), “Is There A “Business Case” for Board Diversity?”, Pacific Accounting Review, 21(2), 88-103.
- White, H. (1980), “A Heteroscedasticity-Consistent Covariance Matrix Estimator and A Direct Test for Heteroscedasticity”, Econometrica, 48, 817- 838.
- Wintoki, M. B., Linck, J. S. ve Netter, J. M. (2012), “Endogeneity and The Dynamics of Internal Corporate Governance”, Journal of Financial Economics, 105, 581-606.
- Yenice, S. ve Dölen, T. (2013), “İMKB’de İşlem Gören Firmaların Kurumsal Yönetim İlkelerine Uyumunun Firma Değeri Üzerindeki Etkisi”, Uluslararası Yönetim İktisat ve İşletme Dergisi, 9(19), 199-213.
- Yermack, D. (1996), “Higher Market Valuation of Companies with A Small Board of Directors”, Journal of Financial Economics, 40, 185- 221.

- Yıldırım, S. (2011), “Kurumsallaşamayan Aile Şirketlerinde Pazarlama Sorunları Üzerine Nitel Bir Çalışma”, Kocaeli Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi, 22(2): 185-202.
- Younas, Z. I., Mahmood, H. ve Saeed, A. (2013), “Effect of Firm Performance on Corporate Governance A Panel Data Analysis”, Asian Journal of Empirical Research, 3(1), 1- 8.
- Zagorchev, A. ve Gao, L. (2015), “Corporate Governance and Performance of Financial Institutions”, Journal of Economics and Business, 82, 17-41.
- Zattoni, A. ve Cuomo, F. (2008), “Why Adopt Codes of Good Governance? A Comparison of Institutional and Efficiency Perspectives”, Corporate Governance, 16(1), 1-15.
- Zerenler, M. (2005), “Performans Ölçüm Sistemleri Tasarımı ve Üretim Sistemlerinin Performansının Ölçümüne Yönelik Bir Araştırma”, Ekonomik ve Sosyal Araştırmalar Dergisi, 1(36), 1.
- Zulkafli, A. H. ve Samad A. F. (2007), “Corporate Governance and Performance of Banking Firms: Evidence from Asian Emerging markets”,/ Advances in Financial Economics, 12, 49– 74.

TEZLER

- Aghabaki, M. (2014), Kurumsal Yönetim İlkeleri ile Firma Değeri Ve Hisse Senedi Getiri Oranı Arasındaki İlişkisi: İMKB'de Bir Uygulama, Yayımlanmamış Doktora Tezi, Atatürk Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Erzurum.
- Aksoy, D. (2011), Türkiye'deki Mevduat Bankalarının Finansal Performanslarının Ölçümü Üzerine Bir Uygulama, Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Marmara Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İstanbul.
- Al-Shami, H-A. A. (2008), Determinants of Insurance Companies Profitability in UAE, Master Thesis, College of Business University Utara, Malaysia.

- Altın, H. U. (2006), Sermaye Piyasalarında Kurumsal Yönetim Kavramı Türkiye Uygulaması, Gazi Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Ankara.
- Arslan, T. Ö. (2018), Kurumsal Yönetim Derecelendirme Notunun Hisse Senedi Performansına Etkisi: Bist-100’de Bulunan Yüksek Kurumsal Yönetim Derecesine Sahip Şirketler Üzerine Bir Uygulama, İzmir Kâtip Çelebi Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, İzmir.
- Beycan, M. (2013), Kurumsal Yönetim ve Türk Bankacılık Sektörü Üzerine Etkileri, Dokuz Eylül Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yayınlanmamış Doktora Tezi, İzmir.
- Cook, R. (2013), The Relationship between Corporate Governance Practices and Firm Performance in The Junior Canadian Life Sciences Sector, Saint Mary’s University, Master of Business Administration, Halifax, Nova Scotia, Canada.
- Çetenak, E. (2012) , “İşletme Grubu İlişkisinin Firma Performansına Etkisi: İMKB’de Bir Uygulama”, Çukurova Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yayınlanmamış Doktora Tezi, Adana.
- Doğan, M. (2015), Kurumsal Yönetim Uygulamalarının İşletmelerin Finansal Performansı Üzerine Etkileri: BİST’da İşlem Gören İmalat Sanayi İşletmeleri Üzerine Bir Araştırma, Afyon Kocatepe Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yayınlanmamış Doktora Tezi, Afyonkarahisar.
- İzci, N. (2016), Kurumsal Sürdürülebilirliğin Firma Performansı Üzerine Etkisi: BIST Yıldız Pazarında İmalat Şirketleri Üzerine Bir Araştırma, Çağ Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Mersin.
- Karakılıç, A.B. (2018), Kurumsal Yönetim Uygulamalarının Firma Değerine Etkisi: Türkiye Uygulaması, İstanbul Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, İstanbul.

- Keküllüoğlu, T. D., (2008). Hisse Senetleri İMKB’de İşlem Gören Ticari Bankalarda Kurumsal Yönetim ve Bir Uygulama, Marmara Üniversitesi, Bankacılık ve Sigortacılık Enstitüsü, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, İstanbul.
- Kızıltoprak, S. (2017), Borsa İstanbul’da İşlem Gören Aile İşletmelerinin Finansal Performanslarının Analizi, Yalova Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Yalova.
- Köseoğlu, M. A. (2005), Kamu İktisadi Teşebbüslerinde Performans Ölçümü, Devlet Planlama Teşkilatı Uzmanlık Tezleri, Ankara.
- Öğreten, O. (2005), Kurumsal Yönetim, İstanbul Ticaret Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, İstanbul.
- Özsırkıntı, G. (2014), Sermaye Yapısının Firma Performansı Üzerine Etkisi: Borsa İstanbul’a Kote Edilmiş İmalat Şirketleri Üzerine Bir Araştırma, Çağ Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Mersin.
- Öztürk, S. (2013), Küçük ve Orta Büyüklükteki İşletmelerde Kurumsal Yönetim Uygulamaları: Karabük İlinde Bir Araştırma, Karabük Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Karabük.
- Saldanlı, A. (2006), Geleneksel ve Değer Bazlı Finansal Performans Ölçüm Yöntemlerinin İncelenmesi ve Ekonomik Katma Değer Analizi, İstanbul Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, İstanbul.
- Sayman, Y. (2012), Sahiplik Yapısının Firma Performansı ve Sermaye Yapısı Üzerine Etkileri: İMKB’de İşlem Gören Üretim Firmalarında Bir Uygulama, Ankara Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yayınlanmamış Doktora Tezi, Ankara.
- Sökmen, G. (2013), Çalışma Sermayesi Yönetiminin Firma Performansı Üzerindeki Etkisi: Borsa İstanbul’a Kote Edilmiş İmalat Şirketleri Üzerine Bir Araştırma, Çukurova Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yayınlanmamış Doktora Tezi, Adana.

- Tufani H. (2018), Kurumsal Yönetim Uygulamalarının Firma Değerine Etkisi: Türkiye Uygulaması, Mersin Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Mersin.
- Turnacıgil, S. (2018), Kurumsal Yönetim Uygulamalarının Hisse Senedi Getirisi Üzerine Etkisi: Bist’de Bir Araştırma, Çukurova Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yayınlanmamış Doktora Tezi, Adana.
- Uzun, A.K.(2006), Yönetim Kurulu Denetim Komitesi Uygulamaları: İMKB’de İşlem Gören Reel Sektör Şirketlerinde Yönetim Kurulu Denetim Komitesinin Varlığını Etkileyen Faktörler ve Kurumsal Yönetim İlkelerine Uyum, İstanbul Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, İstanbul.
- Yıldırım, M. (2007), Türkiye’de Kurumsal Yönetim ve Şirketlerin Finansal Performansları Üzerine Etkileri, Dokuz Eylül Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü Yayınlanmamış Doktora Tezi, İzmir.
- Zerenler, M. (2003), “Kriz Dönemlerinde İşletmelerde Üretim Süreci Esnekliğinin Şirketlerin Performans ve Yaşam Sürelerine Etkileri”, Selçuk Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yayınlanmamış Doktora Tezi, Konya.

RAPORLAR

- Hampel Report, (1998), The Committee on Corporate Governance: Final Report.
- Higgs Report, (2003), Review of The Role and Effectiveness of Non-Executive Directors, January.
- Birleşik Kod, (2003), Review of The Role and Effectiveness of Non-Executive Directors, January.
- Şehirli, K. (1999), Kurumsal Yönetim Araştırma Raporu, Ankara: Sermaye Piyasası Kurulu Denetleme Dairesi.

Tunay, K. B. ve Silpar A. M. (2006), Türk Ticari Bankacılık Sektöründe Karlılığa Dayalı Performans Analizi-1, Türkiye Bankalar Birliği Araştırma Tebliği Serisi, Araştırma Raporları, No:1.

İNTERNET KAYNAKLARI

Abor, J. (2007), “Debt Policy and Performance of SMEs.” Journal of Risk Finance, 8(4), 364-379, <http://dx.doi.org/10.1108/15265940710777315>, Erişim Tarihi: 05.03.2013.

Aras, G. (2006), “Kurumsal Yönetim ve Sürdürülebilir İşletme Performansı”, <http://www.denetimnet.net/UserFiles/Documents/G%C3%BCler%20Aras%20makale.pdf>, Erişim Tarihi: 18.12.2017.

Argüden, Y. (2002), “İyi Yönetişim”, http://www.arguden.net/tr/makaleler/iyi_yonetim-3/, Erişim Tarihi: 15.11.2017.

Banchuenvijit, W. (2012). “Determinants of Firm Performance of Vietnam Listed Companies”, Academic and Business Research Institute, <http://aabri.com/SA12Manuscripts/SA12078.pdf>, Erişim Tarihi: 03.04.2014.

Baum, C. F. (2006). The Effects of Short-Term Liabilities on Profitability: The Case of Germany, http://www.diw.de/documents/dokumentenarchiv/17/44613/baum_schaefer_talavera_paper_eea.pdf, Erişim Tarihi: 05.09.2018.

Cadbury Report, (1992), Report of the Committee on The Financial Aspects of Corporate Governance, Great Britain: Burgess Science Press, http://www.ecgi.org/codes/code.php?code_id=132, Erişim Tarihi: 28.12.20017.

Cavaco, S., Challe, E., Crifo, P., Reberieux, A. ve Roudaut, G. (2013), Board Independence and Operating Performance: Analysis on (French) Company 284 and Individual Data, Departement D'economie, Ecole Polytechnique Centre National De La Recherche Scientifique, <http://econpapers.repec.org/paper/drmwpaper/2014-2.htm>, Erişim Tarihi: 11.08.2018.

Damodaran, A. (2007), “Return on Capital (ROC), Return on Invested Capital (ROIC) and Return on Equity (ROE): Measurement and Implications. Sterns School of Business”, https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1105499, Erişim Tarihi: 17.06.2018.

Doan, N. P. A. ve Nguyen, J. D. K. (2011), “Firm Characteristics, Capital Structure and Operational Performance: A Vietnamese Study”, <http://www.apeaweb.org/confer/bus11/papers/Doan-Nguyen.pdf>, Erişim Tarihi: 05.05.2018.

DRC, Kurumsal Yönetim İlkelerine Uyum Derecelendirmesi Notları ve Tanımları, (<http://www.drcrating.com/kurumsal-yonetim-ilkelerine-uyum-derecelendirmesi>), Erişim Tarihi: 30.03.2019.

Gompers, P., Ishi, J. L. ve Metrick, A. (2001), “Corporate Governance and Equity Prices”, <http://icf.som.yale.edu/Conference-Papers/Fall2001/gov.pdf>, Erişim Tarihi: 18.12.2017.

Gupta, P., Srivastava A. ve Sharma, D. (2011), “Capital Structure and Financial Performance: Evidence from India”, <http://www.wbiconpro.com/319-Gupta.pdf>, Erişim Tarihi: 05.03.2013.

Hergüner, Ü. ve Yaveroğlu, L. (2007), Nedir Bu Kurumsal Yönetim, Türkiye Kurumsal Yönetim Derneği ve Deloitte Ortak Yayını, <http://www.denetimnet.net/UserFiles/Documents/Nedir%20bu%20kurumsal20yonetim.pdf>, Erişim Tarihi: 19.06.2017.

Hrechaniuk, B., Stefan L. ve Talavera, O. (2007) “Do The Determinants of Insurer's Performance in EU and Non-EU Members Differ?”, <http://www.webmeets.com/files/papers/EARIE/2007/155/Ins-GLT-EARIE.pdf>, Erişim Tarihi: 20.04.2014.

https://www.metinberber.com/kullanici_dosyalari/file/y1.doc.

<https://www.spl.com.tr/Upload/files/1009-.pdf>.

- JCR, SPK Kurumsal Yönetim İlkelerine Uyum Derecelendirmesi, <http://www.jcravrasyarating.com/Pages.aspx?Page=spk-kurumsal-yonetim-ilkelerine-uyum-derecelendirmesi-3>, Erişim Tarihi: 16.10.2017.
- Kobirate, (<http://www.kobirate.com.tr/>), Erişim Tarihi: 16.10.2017.
- Liargovas, P. ve Skandalis, K. (2008), “Factors Affecting Firms’ Financial Performance: The Case of Greece,” Working Papers 0012, University of Peloponnese, Department of Economics, <https://ideas.repec.org/p/uop/wpaper/0012.html>, Erişim Tarihi: 08.03.2018.
- Ponce, A. T. (2011), “What Determines The Profitability of Banks? Evidence from Spain”, Accounting and Finance, Early View, DOI: 10.1111/j.1467-629X.2011.00466.x, http://www.aeca1.org/pub/on_line/comunicaciones_xvicongresoaecca/cd/75b.pdf, Erişim Tarihi: 4.02.2014.
- Ramlall, I. (2009), “Bank-Specific, Industry-Specific and Macroeconomic Determinants of Profitability in Taiwanese Banking System: Under Panel Data Estimation”, International Research Journal of Finance and Economics, <http://www.researchjournali.com/pdf/151.pdf>, Erişim Tarihi: 28.09.2018.
- Rogers, W. H. (1993), Regression Standard Errors in Clustered Samples, Stata Technical Bulletin Reprints, 3, 88–94. College Station, TX: Stata Press, <http://www.stata.com/products/stb/journals/stb13.pdf>, Erişim Tarihi: 14.10.2018.
- Saha, Kurumsal Yönetim Derecelendirmesi Nedir? (http://www.saharating.com/~saharati/kurumsal-yonetim-derecelendirmesi/kurumsa_yonetim-derecelendirmesi-nedir/), Erişim Tarihi: 16.10.2017.
- Saha, Kurumsal Yönetim Derecelendirme Notlarının Anlamı <http://www.saharating.com/~saharati/kurumsal-yonetimderecelendirmesi/kurumsal-yonetim-derecelendirme-notlarinin-anlami/>, Erişim Tarihi: 16.10.2017.

- Salteh, H. M., Ghanavati, E., Khanqahand, V. T. ve Khosroshahi, M. A. (2009), “Capital Structure and Firm Performance; Evidence from Tehran Stock Exchange”, <http://www.ipedr.com/vol43/046-ICFME2012-X10025.pdf>, Erişim Tarihi: 05.03.2013.
- Saravanan, P. (2012), “Corporate Governance and Company Performance- A Study With Reference to Manufacturing Firms in India”, http://www.nfcgindia.org/pdf/cor_gover_manu_firms.pdf, Erişim Tarihi: 03.11.2018.
- Shen, C. H., Chen, Y. K., Kao, L. F. ve Yeh, C. Y. (2009), “Bank Liquidity Risk and Performance”, [http://www.finance.nsysu.edu.tw/SFM/17thSFM/program/Full Paper/083-231345511.pdf](http://www.finance.nsysu.edu.tw/SFM/17thSFM/program/Full%20Paper/083-231345511.pdf), Erişim Tarihi: 10.03.2013.
- SPK, Derecelendirme Faaliyetiyle Yetkili Kuruluşlar, <http://www.spk.gov.tr/Sayfa/Index/6/10/1>, Erişim Tarihi: 15.01.2018.
- SPK, (2011), Kurumsal Yönetim İlkeleri, <http://www.spk.gov.tr>, Erişim Tarihi: 18.01.2016.
- SPL, (2016), Kurumsal Yönetim, <https://www.spl.com.tr/spl/eep/kurumportal/Content/15-ocak-2016-tarihinde-kurumsal-yonetim-tebligi/339/>, Erişim Tarihi:12.09.2017.
- Taghizadeh, M. ve Saremi S. Y. (2013), “Board of Directors and Firms Performance: Evidence from Malaysian Public Listed Firm”, DOI: 10.7763/IPEDR. . 59. 37, 178- 182, <http://www.ipedr.com/vol59/037-ICEMM2013-P10030.pdf>, Erişim Tarihi: 11.09.2018.
- Türkiye Kurumsal Yönetim Derneği, (2010), Biz Kimiz, <http://www.tkyd.org/tr/content.asp?PID={9DC0F17F-435A-4B5B-BD61-FD88836618B2}>, Erişim Tarihi: 16.02.2010.
- Türkiye Kurumsal Yönetim Derneği, (2010), Türkiye Kurumsal Yönetim Derneği Tüzüğü, İstanbul, <http://www.tkyd.org/tr/content.asp?PID={9DC0F17F-435A-4B5B-BD61-FD88836618B2}>, Erişim Tarihi: 16.02.2010.

- Uzun, A. K., Aile İşletmelerinin Kurumsallaşmasında Başarı Faktörleri. [http://www.denetimnet.net/Pages/AileisletmelerininKurumsallasmasindaBasariFaktorleri .asp](http://www.denetimnet.net/Pages/AileisletmelerininKurumsallasmasindaBasariFaktorleri.asp), Erişim Tarihi: 23.09.2016.
- Vo, D. ve Phan, T. (2013), “Corporate Governance and Firm Performance: Empirical Evidence From Vietnam”, http://www.murdoch.edu.au/School-of-Management-and-Governance/_document/Australian-Conference-of-Economists/Corporate-governance-and-firm-performance.pdf, Erişim Tarihi: 13.11.2018.
- Vong, A. P. I. ve Chan, H. S. (2006), “Determinants of Bank Profitability in Macao”, http://www.amcm.gov.mo/publication/quarterly/July2009/macaoprof_en.pdf, Erişim Tarihi: 10.03.2013.
- Yu, M. (2008), “CEO Duality and Firm Performance for Chinese Shareholding Companies”, 19th Chinese Economic Association (UK) Annual Conference, <http://www.ceauk.org.uk/2008-conference-papers/YU-mei-CEO-duality-firm-performance-Chinese-shareholding-companies.pdf>, Erişim Tarihi: 07.01.2014.

DİĞER

- Bernard, V. L. (1994), “Accounting-Based Valuation Methods, Determinants of Market-to-Book Ratios, and Implications for Financial Statement Analysis”, Working Paper, University of Michigan.
- Bertinetti, G. S., Cavezzali, E. ve Gardenal, G. (2013), “The Effect of The Enterprise Risk Management Implementation on The Firm Value of European Companies”, Working Paper 10, Department of Management, Università Ca' Foscari Venezia.
- Bozkurt, Ö ve Bozkurt İ (2010), “Kurumsallaşmış Aile İşletmelerinde Çalışanların Girişimcilik Profilinin Belirlenmesine Yönelik Bir Çalışma: Sakarya İli Örneği”, 9. Ulusal İşletmecilik Kongresi, Zonguldak, Mayıs 6-8.

- Bülbül, S. ve Köse, A. (2009), “Türk Gıda Şirketlerinin Finansal Performanslarının Çok Amaçlı Karar Verme Yöntemleriyle Değerlendirilmesi”, 10. Ekonomi ve İstatistik Sempozyumu, Atatürk Üniversitesi, Erzurum, 27 – 29 Mayıs.
- Charles P. (2000), Performance Measurement Work Study, 49(2), 63-66.
- Coşkun, M., Erdem, S. ve Yörük, N. (2005), “Aile İşletmelerinde Kurumsal Yönetim ve Finansal Performans İlişkisi”, 4. Orta Anadolu İşletmecilik Kongre Kitabı, TOBB Ekonomi ve Teknoloji Üniversitesi, Ankara, 394- 406.
- Kayacan, M. (2006), “Kurumsal Yönetim İlkeleri ve Ulusal Finansal Raporlama Standartları Açısından Gelişmeler”, 10. Türkiye Muhasebe Standartları Sempozyumu, İzmir Serbest Muhasebeci ve Mali Müşavirler Odası, 6-10 Aralık, 63-84.
- Kemahlı, N. H., (2006), “Kurumsal Yönetim Uygulamaları”, Kurumsal Yönetim Çalıştayı, İstanbul.
- Loderer, C. ve Waelchli, U. (2011), Firm Age and Governance: Working Paper, University of Bern.
- Millstein, I. (1998), “Corporate-Governance Improving Competitiveness and Access to Global Capital Markets”, OECD Working Paper.
- Millstein, I. (2000), “Corporate Governance: The Role of the Market Forces”, OECD Working Paper.
- Sarbanes, P. ve Oxley M.. (2002), Sarbanes Oxley Kanunu, 107th Congress of The United States of America, Washington DC.
- Sönmez, Ü. (2011), “Ülkemizde Muhasebe ve Denetim Mesleğinde Kurumsallaşmanın Önündeki Engeller”, TÜRMOB Yayınları, 11.
- Türk Sanayici ve İş Adamları Derneği (2002), Kurumsal Yönetim En İyi Uygulama Kodu: Yönetim Kurulunun Yapısı ve İşleyişi, İstanbul: TÜSİAD Yayınları.
- Vishwanath, T. ve Kaufmann D., (1999), “Towards Transparency in Finance and Governance.” Policy Research Working Paper, World Bank, Washington.