

T.C.

ALTINBAŞ ÜNİVERSİTESİ

SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ

KURUMSAL YÖNETİMİN VE FİNANSAL
PERFORMANSIN TOPSIS YÖNTEMİ İLE
SKORLANMASI VE PANEL VERİ ANALİZİ

Umut HİHALOĞLU

YÜKSEK LİSANS TEZİ

İstanbul, 2019



ALTINBAŞ ÜNİVERSİTESİ

SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ

İŞLETME BÖLÜMÜ

KURUMSAL YÖNETİMİN VE FİNANSAL PERFORMANSIN
TOPSIS YÖNTEMİ İLE SKORLANMASI VE PANEL VERİ
ANALİZİ

Umut HİHALOĞLU

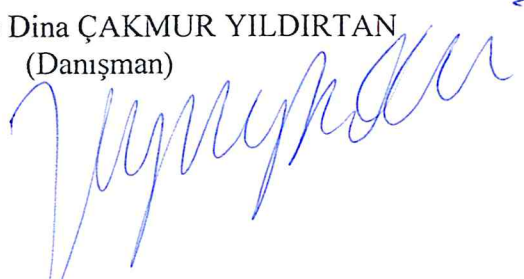
YÜKSEK LİSANS TEZİ

Tez Danışmanı:

Doç.Dr.Zeynep Dina ÇAKMUR YILDIRTAN

Bu çalışma 17.06.2019 tarihinde yapılmış olan Tez Savunma Sınavında tarafımızca incelenmiş olup, kapsam ve kalite açısından Yüksek Lisans Tezi olmaya yeterli bulunmuştur.

Doç.Dr.Zeynep Dina ÇAKMUR YILDIRTAN
(Danışman)

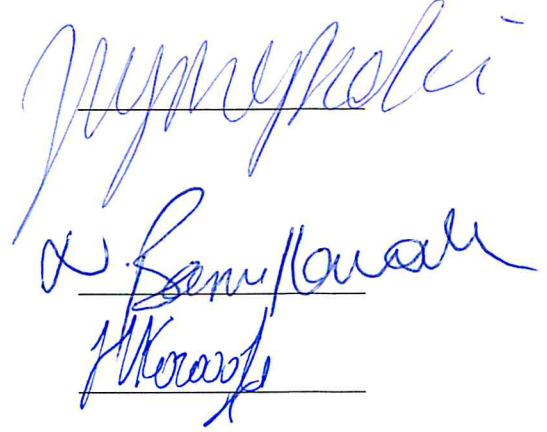


Tez Savunma Sınavı Jüri Üyeleri
Doç.Dr.Zeynep Dina ÇAKMUR
YILDIRTAN

Marmara Üniversitesi

Doç.Dr.Nur Banu KAVAKLI

Altınbaş Üniversitesi



Prof.Dr.Hayri KOZANOĞLU

Altınbaş Üniversitesi

Bu çalışma bir Yüksek Lisans tezinin tüm gerekli şartlarını taşımaktadır.

Dr. Öğretim Üyesi Ümmügülüm ZOR
(Anabilim Dalı Başkanı)



Sosyal Bilimler Enstitüsü onayı



Doç. Dr. Nur-Banu KAVAKLI
Enstitü Müdürü



Bu dokümandaki tüm bilgilerin akademik kural ve etiğe bağılı kalınarak yazıldığını ve tez yazım kuralları kapsamında bu çalışmada bulunan ve özgün olmayan bütün bilgi ve materyallerin referanslandırıldığını temin ederim.

Umut HİLAŁOĐLU



İTHAF

Sevgili eşim Nurhan'a, canım oğlum Çınar Kemal'e ve değerli hocam Doç.Dr.Zeynep Dina Çakmur Yıldıztan hocama gösterdikleri destek ve çabalar için, ayrıca bu çalışmamda bana tüm hassasiyeti ile destek olan Prof.Dr.Ali Köse ve Nadira Seyidova 'ya sonsuz teşekkürler...

Umut HİLALOĞLU

ÖZET

KURUMSAL YÖNETİMİN VE FİNANSAL PERFORMANSIN TOPSIS YÖNTEMİ İLE SKORLANMASI VE PANEL VERİ ANALİZİ

Umut HİHALOĞLU,

Yüksek Lisans, İşletme Anabilim Dalı, Altınbaş Üniversitesi,

Danışman: Doç.Dr.Zeynep Dina ÇAKMUR YILDIRTAN

Tarih: Haziran, 2019

Günümüzde daha da hızlanmış olan küreselleşme ve yaşanan büyük çaplı finansal krizler şirketlerin yönetimlerini zorlaştırmış ve şirketler varlıklarını sürdürebilmek için iyi kurumsal yönetim uygulamalarına yönelmişlerdir.

Bu çalışmanın amacı BIST Kurumsal Yönetim Endeksinde (XKURY) yer alan firmaların finansal performansları ile kurumsal yönetim notları arasında bir ilişki kurabilmektir. Bu tezde 18 firma üzerinde 9 finansal performans kriteri ve 1 kurumsal yönetim notu 2012-2017 yıllarını kapsayacak şekilde çalışılmıştır. Tez çalışmasında TOPSIS yöntemi ve panel veri yöntemleri kullanılmıştır.

Çalışmada kurumsal yönetim notları ile finansal performans arasında kurulan ilişki neticesinde beklenenin aksine, finansal performansın kurumsal yönetim notunu etkilediği görülmüştür. Kurumsal yönetim notunda meydana gelen değişiklikler TOPSIS skorundan kaynaklanmaktadır. Finansal performansı iyi olan işletmelerin kurumsal yönetim notlarının daha iyi olduğu anlaşılmıştır.

Anahtar kelimeler: Kurumsal yönetim, finansal performans, TOPSIS, panel veri analizi

ABSTRACT

SCORING CORPORATE GOVERNANCE AND FINANCIAL PERFORMANS WITH TOPSIS METHOD AND PANEL DATA ANALYSIS

Umut HİLALOĞLU,

M.S., Business Administration, Istanbul Altınbaş University,

Supervisor: Assoc. Prof. Zeynep Dina ÇAKMUR
YILDIRTAN

Date: June, 2019

Latterly, the accelerated globalization and the large-scale financial crises have made the management of companies more difficult and companies have tended to good corporate governance practices in order to maintain their existence.

The purpose of this study is to establish a relationship between the financial performance of the firms in the BIST Corporate Governance Index (XKURY) and corporate governance notes. In this thesis, 9 financial performance criterion and 1 corporate governance criterion have been studied for 18 companies over the years 2012-2017. TOPSIS method and panel data methods were used in the thesis study.

On the contrary, as a result of the relationship established between the corporate governance notes and financial performance, it was observed that financial performance affected the corporate governance rating. The changes in the corporate governance grade are due to the TOPSIS score. It was understood that the corporate governance notes of the enterprises with good financial performance were better.

Keywords: Corporate governance, financial performance, TOPSIS, panel data analysis

İÇİNDEKİLER

TABLO LİSTESİ.....	xiii
ŞEKİL LİSTESİ	XV
KISALTMALAR LİSTESİ	XVI
1 KURUMSAL YÖNETİM.....	1
1.1 Kurumsal Yönetimin Tanımı, Amacı, İlkeleri	1
1.1.1 Kurumsal Yönetimin Tanımı Ve Ortaya Çıkışı	2
1.1.2 Kurumsal Yönetimin Amacı Ve Faydaları	4
1.1.3 Kurumsal Yönetim İlkeleri	6
1.1.3.1 Eşitlik İlkesi/Adillik	7
1.1.3.2 Şeffaflık	9
1.1.3.3 Hesap Verilebilirlik	9
1.1.3.4 Sorumluluk	10
1.2 Kurumsal Yönetim Teorileri.....	10
1.2.1 Paydaş Teorisi.....	11
1.2.2 Kaynak Bağımlılığı Teorisi.....	12
1.2.3 İşlem Maliyeti Teorisi	13
1.2.4 Miyop Piyasa Teorisi.....	13
1.2.5 Temsil Teorisi	14
1.2.6 Yönetimsel Egemenlik Teorisi.....	15
1.3 Kurumsal Yönetim Modelleri	16
1.3.1 Anglo-Sakson Kurumsal Yönetim Modeli	17
1.3.2 Kıta Avrupası Kurumsal Yönetim Modeli.....	17
1.4 Kurumsal Yönetim Alanında Yapılan Çalışmalar.....	20
1.4.1 Gelişmiş Ülkelerde Kurumsal Yönetim Uygulamaları.....	20

1.4.1.1	ABD’de Kurumsal Yönetim.....	21
1.4.1.2	İngiltere’de Kurumsal Yönetim.....	22
1.4.1.3	AB Ülkelerinde Kurumsal Yönetim.....	23
1.4.1.4	Japonya'da Kurumsal Yönetim.....	24
1.4.2	Türkiye’de Kurumsal Yönetim Uygulamaları	25
1.4.2.1	Türkiye Sanayici ve İş Adamları Derneği ve Kurumsal Yönetim	26
1.4.2.2	Sermaye Piyasası Kurulu Ve Kurumsal Yönetim	26
1.4.2.3	Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu ve Kurumsal Yönetim.....	28
1.4.3	Borsa İstanbul ve Kurumsal Yönetim.....	29
1.4.3.1	Borsa İstanbul Kurumsal Yönetim Endeksi	29
1.4.3.2	Borsa İstanbul Kurumsal Yönetim Endeksinin Temel Kuralları	31
1.4.3.3	Kurumsal Yönetim Uyum Derecelendirilmesi.....	32
1.4.3.4	6102 Sayılı TTK ve Kurumsal Yönetim	35
2	FİNANSAL PERFORMANSIN BELİRLENMESİ.....	36
2.1	Finansal Analiz.....	36
2.1.1	Yapan Kişi Bakımından Finansal Analiz Türleri	37
2.1.1.1	İç Analiz	37
2.1.1.2	Dış Analiz.....	37
2.1.2	Kapsamı Bakımdan Analiz Türleri	37
2.1.2.1	Statik Analiz	38
2.1.2.2	Dinamik Analiz	38
2.1.3	Analizin Yapılma Durumuna Göre Türleri.....	38
2.1.3.1	Yönetim Analizi	38
2.1.3.2	Yatırım Analizi.....	39
2.1.3.3	Kredi Analizi	39
2.1.4	Finansal Analiz Teknikleri.....	39
2.1.4.1	Karşılaştırmalı Tablolar analizi (Yatay Analiz)	40

2.1.4.2	Dikey Analiz (Yüzde Yöntemi İle Analiz).....	40
2.1.4.3	Trend (Eğilim Yüzdeleri Yöntemi) Analizi	41
2.1.4.4	Oran (Rasyo) Analizi.....	41
2.1.4.4.1	Likidite Oranları	42
2.1.4.4.1.1	Cari Oran	43
2.1.4.4.1.2	Asit -Test Oranı	44
2.1.4.4.1.3	Nakit Oranı	44
2.1.4.4.1.4	Stoklar/Dönen Varlıklar Oranı	45
2.1.4.4.1.5	Stoklar/Varlık (Aktif) Toplam Oranı.....	45
2.1.4.4.1.6	Stok Bağımlılık Oranı.....	45
2.1.4.4.1.7	Kısa Vad.Alac./Dönen Varlık.Oranı.....	46
2.1.4.4.1.8	Kısa Vad.Alac./Varlık (Aktif) Toplamı Oranı.....	46
2.1.4.4.2	Finansal Yapı Oranları.....	46
2.1.4.4.2.1	Yabancı Kay. Top./Varlık (Aktif) Top. Oranı (Kaldıraç Oranı)	47
2.1.4.4.2.2	Özkaynak/Varlık (Aktif) Toplam Oranı	47
2.1.4.4.2.3	Özkaynak/Yabancı Kaynak Toplam Oranı.....	47
2.1.4.4.2.4	Kısa Vadeli Yabancı Kaynaklar / Kaynak (Pasif) Toplamı Oranı	48
2.1.4.4.2.5	Uzun Vadeli Yabancı Kaynaklar/ Kaynak (Pasif) Toplamı Oranı	48
2.1.4.4.2.6	Uzun Vadeli Yabancı Kaynaklar/Devamlı Sermaye Oranı	49
2.1.4.4.2.7	Maddi Duran Varlık/Özkaynak Oranı	49
2.1.4.4.2.8	Maddi Duran Varlık/Uzun Vadeli Yabancı Kaynak	49
2.1.4.4.2.9	Duran Varlıklar/Yabancı Kaynaklar Toplam Oranı	50

2.1.4.4.2.10	Duran Varlıklar/Özkaynak.....	50
2.1.4.4.2.11	Duran Varlıklar/Devamlı Sermaye Oranı.....	50
2.1.4.4.2.12	Kısa Vadeli Yabancı Kaynaklar/Yabancı Kaynaklar Toplam Oranı	51
2.1.4.4.2.13	Banka Kredileri/Varlık (Aktif) Toplamı Oranı.....	51
2.1.4.4.2.14	Kısa Vad.Banka Krd./Kısa Vadeli Yabancı Kaynaklar Oranı.....	51
2.1.4.4.2.15	Banka Kredileri/Yabancı Kay. Toplamı Oranı.....	51
2.1.4.4.2.16	Dönen Varlıklar/Aktif (Varlık) Toplamı Oranı	52
2.1.4.4.2.17	Mad.Duran Var.(Net) / Varlık (Aktif) Toplamı Oranı	52
2.1.4.4.3	Faaliyet Oranları	52
2.1.4.4.3.1	Stok Devir Hızı	53
2.1.4.4.3.2	Alacak Devir Hızı	54
2.1.4.4.3.3	Çalışma Sermayesi Devir Hızı.....	55
2.1.4.4.3.4	Net Çalışma Sermayesi Devir Hızı.....	55
2.1.4.4.3.5	Maddi Duran Varlık Devir Hızı.....	56
2.1.4.4.3.6	Özkaynak Devir Hızı	56
2.1.4.4.3.7	Aktif Devir Hızı.....	57
2.1.4.4.4	Karlılık Oranları	57
2.1.4.4.4.1	Net Kar / Özkaynak Oranı	57
2.1.4.4.4.2	Ekonomik Rantabilite	58
2.1.4.4.4.3	Net Kâr/Varlık (Aktif) Top.Oranı.....	58
2.1.4.4.4.4	Faaliyet Karı/Net Satış Tutarı.....	59

2.1.4.4.4.5	Brüt Satış Karı/Net Satış Oranı	59
2.1.4.4.4.6	Net Kar/Net Satış Oranı.....	59
2.1.4.4.4.7	Satılan Malın Maliyeti/ Net Satış Oranı	60
2.1.4.4.4.8	Faiz ve Vergi Öncesi Kar/Net Satışlar.....	60
2.1.4.4.4.9	Faaliyet Giderleri/Net Satış Oranı	60
2.1.4.4.4.10	Finansman Gideri/Net Satış Oranı.....	61
2.1.4.4.5	Borsa Performans Oranları	61
2.1.4.4.5.1	Fiyat/Kazanç Oranı.....	61
2.1.4.4.5.2	Kar Payı Verimi Oranı.....	62
2.1.4.4.5.3	Piyasa Değer/Defter Değeri Oranı.....	62
2.1.4.4.5.4	Hisse Başına Kar Oranı	62
3	TOPSİS METODU VE PANEL VERİ	63
3.1	TOPSİS METODU.....	63
3.2	PANEL VERİ	66
4	UYGULAMA ÖRNEĞİ	68
4.1	LİTERATÜR TARAMASI	68
4.2	ARAŞTIRMANIN AMACI.....	70
4.3	ARAŞTIRMANIN ÖNEMİ.....	70
4.4	ARAŞTIRMANIN KAPSAMI.....	71
4.5	ARAŞTIRMANIN SINIRLILIKLARI.....	71
4.6	ARAŞTIRMANIN VERİ SETİ VE DEĞİŞKENLERİ	71
4.7	SONUÇ.....	81
	KAYNAKÇA.....	94

TABLO LİSTESİ

	<u>Sayfa</u>
Tablo 1 Sermaye Piyasası Kurulu Kurumsal Yönetim İlkeleri ve Kriterleri	27
Tablo 2 Kurumsal Yönetim Endeksinde Yer Alan Şirketler (www.kap.org.tr, 2019).....	30
Tablo 3 Saha , Kurumsal Yönetim Derecelendirmesi Notlarının Anlamı.....	33
Tablo 4 BİST XKURY Endeksinde bulunan araştırmaya konu şirketler.....	71
Tablo 5 Finansal Analizde Kullanılan Oranlar.....	72
Tablo 6 2012 Yılı TOPSIS Skoru.....	73
Tablo 7 2012 Yılı KY Notu.....	74
Tablo 8 2013 Yılı TOPSIS skoru	74
Tablo 9 2013 Yılı KY Notu.....	75
Tablo 10 2014 Yılı TOPSIS Skor.....	76
Tablo 11 2014 Yılı KY Notu.....	76
Tablo 12 2015 Yılı TOPSIS Skor.....	77
Tablo 13 2015 Yılı KY Notu.....	78
Tablo 14 2016 Yılı TOPSIS Skor.....	78
Tablo 15 2016 Yılı KY Notu.....	79
Tablo 16 2017 Yılı TOPSIS Skor.....	80

Tablo 17 2017 Yılı KY Notu.....	80
Tablo 18 TOPSIS Skoru ve Kurumsal Yönetim Notu Veri Açıklaması.....	81
Tablo 19 Birim Kök Testleri	83
Tablo 20 Eş Bütünleşme Test Sonuçları-No Deterministic Trend.....	84
Tablo 21 Eş Bütünleşme Test Sonuçları-No Deterministic Intercept Or Trend.....	84
Tablo 22 Eş Bütünleşme Test Sonuçları-No Deterministic Intercept And Trend.....	85
Tablo 23 Pairwise Granger Nedensellik Testi.....	85
Tablo 24 Panel Korelasyon Kurumsal Yönetim Notu Tablosu.....	87
Tablo 25 Panel Korelasyon TOPSIS Skor Tablosu.....	89

ŞEKİL LİSTESİ

	<u>Sayfa</u>
Şekil 1 Başlıca Paydaşlar.....	3
Şekil 2 Kurumsal Yönetimin Ekonomiye Etkisi	6
Şekil 3 Kurumsal Yönetim İlkeleri.....	7
Şekil 4 Anglo Saxon ve Kıta Avrupası Kurumsal Yönetim Sistemi Karşılaştırması.....	19

KISALTMALAR LİSTESİ

ABD Amerika Birleşik Devletleri

BDDK Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu

BİST Borsa İstanbul

KAP Kamuyu Aydınlatma Platformu

OECD (Organization for Economic Cooperation and Development)

SOX Sarbanes-Oxley

SPK (Sermaye Piyasası Kurulu)

TOPSIS (Technique for Order Preference by Similarity to Ideal Solution)

TTK Türk Ticaret Kanun

TÜSİAD Türkiye Sanayiciler ve İşadamları Derneği

XKURY BIST Kurumsal Yönetim Endeksi

1 KURUMSAL YÖNETİM

Kurumsal yönetim; finans, muhasebe, ekonomi, sosyoloji, hukuk, yönetim gibi birden fazla bilim dalının bir sentezi olarak çok disiplinli bir yaklaşım sonucu ortaya çıkmıştır.

Günümüzde sürdürülebilirlik kavramı karlılık ve büyüme gibi kavramlarla birlikte anılmaya başlamış ve hatta kar odaklı yaklaşımların önüne geçerek tüm paydaşları yakından ilgilendiren bir kavram haline dönüşmüştür.

Kar amacı olan veya olmayan tüm tüzel kişilikler hedeflerine ulaşabilmek için kurumsallaşmış bir organizasyon oluşturmak mecburiyetindedirler. Bu kurumlar, kurumsal değerler etrafında örgütlenerek istedikleri hedeflere ulaşma konusunda birlikte hareket ederek sürdürülebilir bir yapı oluşturmaya çalışmaktadırlar.

Bu durum kurumsal yönetim anlayışının firmalar tarafından kabul edilmesini kaçınılmaz hale getirmiştir. Global düzeyde uygulana gelen başarılı kurumsal yönetim yaklaşımları, bu oluşumun önemini göstermektedir.

Kurumsal yönetim adına dünyada birçok çalışma yapılmaktadır. Bununla beraber, genel geçer tek bir kurumsal yönetim modelinin olmayacağı vurgulanmaktadır. Model oluştururken firmanın içinde bulunduğu ülkenin dinamikleri de dikkate alınmalıdır. Ancak bazı ilkeler ve prensipler genel geçer kavramlar olarak karşımıza çıkmaktadır (Dağlı, 2009).

1.1 Kurumsal Yönetimin Tanımı, Amacı, İlkeleri

2000'li yıllarda yaşanan büyük ölçekli önemli finansal şirket skandalları (Enron, Worldcom, Parmalat, Ahold, Yanguangxia) ve iflasları ile sonuçlanan gelişmeler sonrasında şirket paydaşlarının ve yatırımcılarının önemli derecede zarara uğraması yönetsel bakış açısının değişmesi, farklılaşması gerekliliğini ortaya çıkarmıştır.

Bununla beraber küreselleşmeyle birlikte şirketler global düzeyde ekonomik manada hızla artan bir rekabet koşullarına girmiş olduklarından ve bu rekabet ortamında başarılı olmak zorunda olduklarından kurumsal yönetim anlayışına yönelmişlerdir.

1.1.1 Kurumsal Yönetimin Tanımı Ve Ortaya Çıkışı

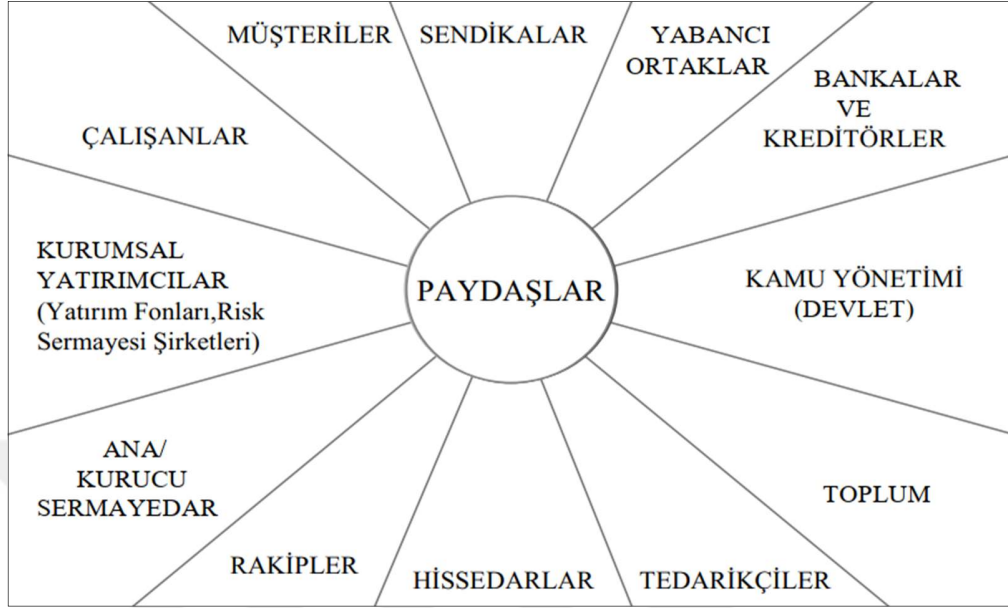
Kurumsal yönetim bakış açısının gereklilikleri günümüzden çok daha önce 1932 yılında Adolf Berle ve Gardiner Means'in yayımladığı "The Modern Corporation and Private Property" kitabında bugün bilenen adıyla "vekalet teorisinin" ilk temellerinin atıldığı dönemde ortaya çıkmıştır.

1990' lı yıllardan itibaren önemli bir konu haline gelip tartışılmaya başlanan kurumsal yönetim kavramı yaşanan şirket skandalları nedeniyle kendisine araştırmalarda daha çok yer verilmiş bu anlamda bu kavramı açıklamak için çeşitli tanımlar ortaya çıkmıştır.

Kurumsal yönetim kavramının genel geçer niteliğe sahip tek bir tanımı bulunmamaktadır. Bu konuda çeşitli tanımlamalar yapılmıştır. Bu tanımlamalardan birkaçı aşağıdaki gibidir.

Kurumsal yönetim firma sahipleri, yönetim kurulu üyeleri, yöneticileri, kredi kuruluşları, tedarikçileri, çalışanları ve müşterileri içeren işletmenin çeşitli paydaşları arasındaki iç ilişkilerine yol gösteren geniş çaplı kurallar ve normlar bütünüdür (PAULY & REICH, 1997)

Şekil 1 Başlıca Paydaşlar



Kurumsal yönetim; şirketin yönetimi, kurulları, pay sahipleri ve diğer paydaşları (işletme ilgilileri) arasındaki bir dizi çıkar ilişkisini, iyi kurumsal yönetim uygulamasını sağlamaya yönelik olarak düzenleyen kurallar, düzenlemeler ve ilkeler bütünüdür (Akdoğan & Akdoğan, 2011).

Kurumsal yönetim, bir şirketin yönetimi, yönetim kurulu, hissedarları ve diğer menfaat sahipleri arasındaki bir dizi ilişkiyi kapsar. Kurumsal yönetim, makro ekonomik politikalardan, ürün ve faktör piyasalarındaki rekabet düzeyine kadar firmaların faaliyetlerini biçimlendiren bir dizi unsurdan oluşan daha geniş bir ekonomik çerçevenin içinde yer almaktadır. Kurumsal yönetimin çerçevesi, aynı zamanda yasal, düzenleyici ve kurumsal faktörlere dayanır (OECD, 2004).

Özetle, kurumsal yönetim; yönetim kurulu, hissedarlar ve diğer paydaşların menfaatlerini bir diğerinin önüne koymadan, uzun dönemde ekonomik fayda yaratarak istikrar sağlayan uygulama ve yönetmeliklerin tamamını ifade eder.

1.1.2 Kurumsal Yönetimin Amacı Ve Faydaları

Kurumsal yönetim, modern şirketin ortaya çıkarmış olduğu sahiplik ve kontrolün ayrışması gerçeği ve bu ayrışmanın yarattığı yöneticiler, yatırımcılar ve kreditorler arasındaki çıkar farklılaşması ve enformasyon asimetrisi neticesinde oluşan ortak hareket problemini ve bu problemin yaratmış olduğu maliyetleri (işlem ve enformasyon maliyetleri) azaltmayı amaçlamaktadır (Kıyılar & Belen, 2005) .

Kurumsal yönetimin temel amaçlarını aşağıdaki gibi açıklayabiliriz:

- Şirket üst yönetiminin sahip olduğu güç ve yetkilerin keyfi kullanımının ortadan kaldırılması
- Yatırımcı haklarının korunması
- Şirket ortaklarının eşit ve adil muameleye tabi tutulması
- Şirketle doğrudan ilişki içerisinde bulunan tüm paydaşların, azınlık hakları dahil, haklarının korunması
- Şirket faaliyetleri ve finansal durumu ile ilgili olarak kamuoyunun bilgilendirilmesi ve şeffaflığın sağlanması, bu anlamda hisse senetleri borsada faaliyet gösteren şirketlerin, şeffaf olmaları, kurumsal yatırımcılar ve diğer paydaşlar için önem taşıyan bilgiyi zamanında doğru ve tam olarak kamuoyuna açıklamaları
- Yönetim kurulunun görev ve sorumluluklarının açık olarak ifade edilmesi

- Şirket üst yönetiminin, karar ve eylemleri dolayısıyla hissedarlara ve tüm paydaşlara hesap verme yükümlülüğünün sağlanması
- Şirket kazancının hissedarlara ve tüm paydaşlara hakları oranında geri dönüşünün sağlanması
- Büyük ortakların azınlık hisselerine el koyabilme durumunun engellenmesi,
- Uzun vadeli yatırım yapan kurumsal yatırımcılar bakımından güvenin elde edilmesi ve şirketin hisse senedi ihracı yoluyla finansman kaynaklarına daha kolay erişim olanağı sağlaması
- Sermayedar ile çalışan profesyonellerin menfaat ilişkisini yönetmelik ve prosedürlerle kontrol altına alınması (Aktan C. C., 2018).

Kurumsal yönetimin pek çok amacı vardır. En temel amacı ise şirketle ilgili direkt ve indirekt tüm paydaşların menfaatlerini korumaktır.

Kurumsal yönetim uygulamalarının firmalar açısından birçok faydası bulunmaktadır.

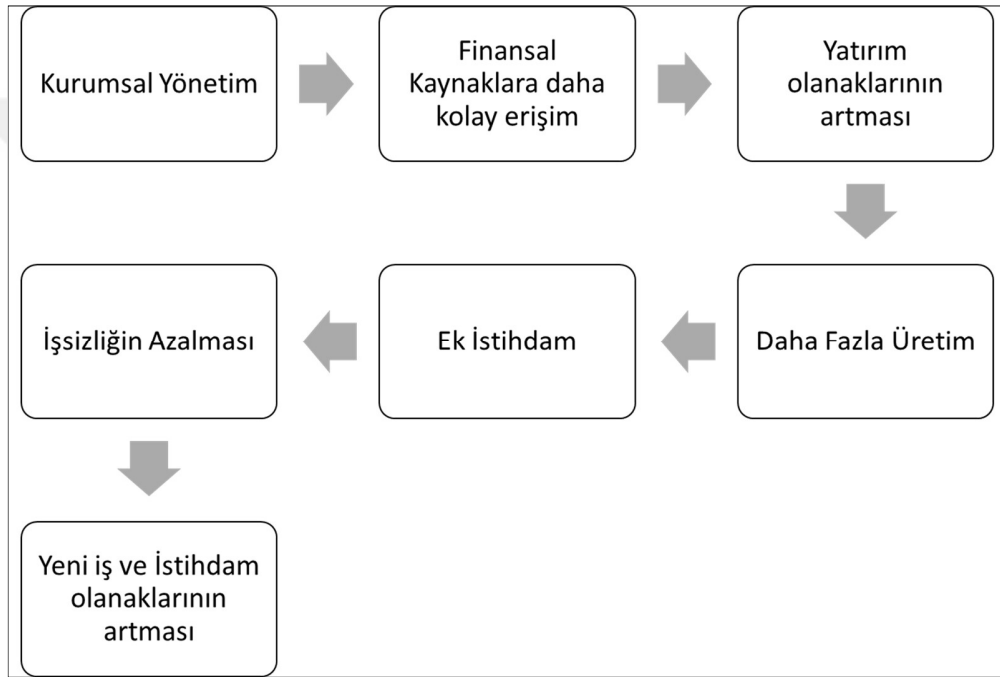
Bu faydalar aşağıdaki gibi ifade edilebilir:

- Vekâlet maliyetlerinin azaltılması
- Sermaye maliyetinin azaltılması
- Yatırımcıların daha kolay şekilde firmaya yönelmesi
- Finansal kriz durumlarında firmanın bunu daha kolay atlatması
- Firma içindeki dolandırıcılık, hileli işlem sayısını azaltılması
- Firma dışına istemsiz, hatalı bilgi çıkışlarının engellenmesi
- İşletme içerisindeki sorumlulukların etkin dağılması

- Nitelikli istihdam sağlayarak firmanın daha verimli çalışmasını sağlar
- İşletme amaçlarının tüm paydaşlarca bilinmesini sağlayarak işletmenin hedeflerine ulaşmasını kolaylaştırır

Tüm bunlarla beraber kurumsal yönetimin ekonomiye olan katkısını oldukça büyüktür. Bunu aşağıdaki şekille açıklayacak olursak:

Şekil 2 Kurumsal Yönetimin Ekonomiye Etkisi

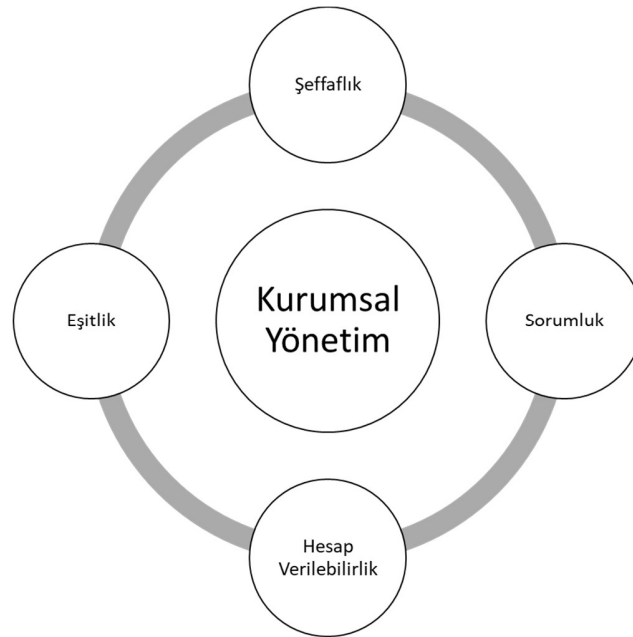


1.1.3 Kurumsal Yönetim İlkeleri

Kurumsal yönetim ilkeleri ilk defa 1999 yılında OECD (Organization for Economic Cooperation and Development) tarafından yayımlandı ve bir referans kaynağı haline geldi. Bu gelişmelerin devamında SPK (Sermaye Piyasası Kurulu) ilk defa 2003 yılında , daha sonraları 2005 ve 2013 yıllarında yaptığı düzenlemelerle ülkemize özgü kurumsal yönetim

ilkelerini yayımlamıştır. SPK ve OECD ilkeleri temel olarak aynı prensipleri içerse de bazı farklılıkları vardır. OECD 'nin kurumsal yönetim ilkeleri 2 kriter ve 12 kategoriden oluşurken, SPK'nın kurumsal yönetim ilkeleri 4 kriter ve 27 kategoriden oluşmaktadır. Bu dört kriter aşağıdaki gibidir:

Şekil 3 Kurumsal Yönetim İlkeleri



1.1.3.1 Eşitlik İlkesi/Adillik

Eşitlik ilkesi, şirket yönetiminin sermayedarlar ve tüm paydaşlara eşit mesafede yaklaşması gerekliliğini ve ihtimal dahilinde olan çıkar çatışmalarının önüne geçilmesi gerekliliğini ifade etmektedir (Sermaye Piyasası Kurulu, 2005)

İşletme ilgili tüm paydaşlara eşit uzaklıkta olunması ve herkesin haklarının gözetilmesi, adil bir yönetim anlayışına sahip almanın bir gereğidir. Bir başka taraftan, ihtiyaç duyulan bilginin bu bilgiyi kullanacak olan işletme içi ve dışı paydaşlara farklılık yaratmayacak şekilde iletilmesi de adil bir yönetim göstermenin koşuludur (Demirbaş & Uyar, 2006).

Tüm menfaat sahipleri; şirketin finansal durumu, örgüt yapısı, yöneticilerin ve yönetim kurulunun faaliyetleri, çalışanların, müşterilerin, kamunun ve pay sahiplerinin çıkarlarıyla ilgili gerçek bilgileri bilmek isterler. Bu ilke, şirketlerin muhasebe yöntemlerini, gelirlerini, içerden öğrenebilecek kişileri, menfaat sahiplerini, yönetim kadrosunu ve yönetim kurulunun bağımsızlığını açıkça ortaya koymayı hedeflemektedir (Oliver, 2004).

Firma ile ilgili piyasada asimetrik bilginin dolaşmaması için yönetim kurulu her türlü işlemi kamuoyu ile hemen paylaşmalıdır (Aktan C. C., 2013) .

Tüm şirket paydaşlarına, yabancı ve azınlık pay sahipleri de dahil, eşit davranılması adillik ilkesinin bir gereğidir. OECD'nin yayımlanmış olduğu ilkelerde aşağıdaki hususlar "Hissedarların Adil Muamele Görmesi" başlığı altında izah edilmiştir (Deloitte, 2006):

- Tüm paydaşlara eşit olarak yaklaşılmalıdır
- Bir gruptaki tüm hisseler aynı haklara sahiptir
- Azınlık hissesine sahip paydaşların hakları, diğer paydaşların kötü niyetli işlemlerine karşı korunmalıdır
- Uzaktan oylamaya katılım imkanı verilmelidir
- Genel kurul toplantısının yapılma şekli tüm hissedarların eşit işlem göreceği şekilde düzenlenmelidir

1.1.3.2 Şeffaflık

Bir şirkete ait ticari nitelikteki bilgiler hariç olmak üzere, şirketin finansal ve finansal olmayan tüm bilgi paylaşımının zamanında, doğru, anlaşılabilir bir şekilde paydaşlarla paylaşılmasını gerekliliğini ifade eder (Sermaye Piyasası Kurulu, 2005).

Eşitlik ilkesinin bir tamamlayıcısı olarak şeffaflık ilkesi; şirketin tüm kararlarında adil olduğunu gösterebilmesi için aldığı tüm kararlarda şeffaf olması tüm paydaşlarla zamanında ve doğru şekilde paylaşması, herkesin bu bilgilere kolayca erişebilmesi gerekir. Şirket ne derece şeffaf ise o derece güven tahsis eder (Özdemir, 2004).

Bir şirketin güçlü sermaye yapısının oluşması için, azınlık paya sahip olanların şirketin tüm işlemleri için yeteri kadar bilgi sahibi olması, şirket yöneticileri ve büyük paya sahip olanlar tarafından şirketin değerini düşürecek kararlar almalarını engelleyecek hukuki ve kurumsal yapıların varlığının gerekliliğini ifade edilir (Black, 2001) .

Sermaye Piyasası Kurulu tarafından şeffaflık ilkesi aşağıdaki şekilde açıklanmıştır (Sermaye Piyasası Kurulu, 2011):

- Hangi bilgilerin kamuoyu ile ne şekilde , hangi sıklıkla nasıl bir yöntem izlenerek azami maliyet doğurarak açıklanacağını,
- Kamuya açıklanacak bilgilerin zamanında, doğru, eksiksiz, anlaşılabilir olarak açıklanmasını,
- Varsayımsal açıklamalar yapıldığında, bunlarında dayanakları da belirtilir,

1.1.3.3 Hesap Verilebilirlik

Hesap verebilirlik ilkesi, yönetim kurulunun sadece genel kurula değil aynı zamanda tüm paydaşlara hesap verme zorunluluğunu ifade etmektedir. Bu ilke ile birlikte yönetim kurulunun ani ve beklenmedik kararları alma olasılıkları indirgenmiş olacak ve bu kararlar

alınırken bu kararları destekleyen kişiler veya kurumlar güven zedelenmesi yaşamayacaktır. Böylece karar vericiler daha etkin kararlar alabilecektir (Sermaye Piyasası Kurulu, 2005).

Şeffaflık ve hesap verilebilirlik kavramlarını birbirlerini destekleyen kavramlar olarak; şeffaf bir yönetim için etkin yönetilen hesap verme süreçlerine , hesap verme süreçlerinin etkin olarak uygulanabilmesi için de şeffaf bir yapıya ihtiyaç vardır (Arın, Kesmez, & Gören, 2000) .

Yönetim kurulunun tek tek tüm hissedarlara ve paydaşlara hesap vermek sorumluluğu bulunmamaktadır. Ancak tüm hissedarların haklarının teker teker korunması yerine hesap verme sorumluluğunun belirli kurala bağlanması daha uygun bir yaklaşım olabilir (Aktan C. C., 2013).

1.1.3.4 Sorumluluk

Sorumluluk ilkesi, yönetim kurulunun şirket adına yapılan tüm faaliyetleri kanunlarca ifade edilen mevzuat gerekliliklerine, şirket esas sözleşmesine ve diğer şirket içi prosedürlere uygunluğunu ve bunların denetlenmesini ifade eder (Sermaye Piyasası Kurulu, 2005).

Şirketler bu ilke çerçevesinde hissedarlarının ve paydaşlarının haklarını ikili anlaşmalarda belirtildiği şekilde tanımalı gelir ve yeni iş alanları yaratmada şirketler ile paydaşlar arasında etkin işbirliği yaratarak sürdürülebilirliği sağlamalıdır.

1.2 Kurumsal Yönetim Teorileri

Kurumsal yönetim; finans, muhasebe, ekonomi, sosyoloji, hukuk, yönetim gibi birden fazla bilim dalının bir sentezi olarak multidisipliner yaklaşım sonucu ortaya çıkmıştır. Kurumsal yönetim alanındaki teoriler aşağıdaki gibidir.

- Vekalet teorisi
- Paydaş teorisi

- Kaynak Bağımlılığı Teorisi
- İşlem maliyet teorisi
- Miyop piyasa teorisi
- Temsil Teorisi
- Yönetmel Egemenlik Teorisi

Bu teorilerden en yaygın olanları vekalet teorisi ve paydaş teorisidir.

1.2.1 Paydaş Teorisi

Kurumsal yönetim literatüründe paydaş kelimesi 1963 yılında Standford üniversitesinde ilk kez kullanılmıştır. Paydaş, bir şirketin hedeflerine ulaşmasını etkileyen ya da bundan etkilenen tüm gerçek ve tüzel kişilerdir (Freeman, 2010)

Seksenli yıllardan itibaren firmalar gelişmiş ülkelerde paydaşların şirketlerin tutumlarına karşı etik bakış açısı artmış, çevreye verilen zararlar, çalışan haklarına gözetmeden yapılan davranışlar, müşterilerin memnuniyetsizliği gibi sebeplerle yatırımcılar yatırım kararı almadan önce şirketlerin sosyal sorumluluk yanlarını da dikkate almaya başlamıştır (Harrison & Freeman, 1999).

Bu teoriye göre şirket yöneticileri şirketin başarısını sağlayacak şekilde tüm paydaşların beklentisini karşılayacak süreçler tasarlamalı ve uygulamalıdır (Harrison & Freeman, 1999).

Bu teörinin üç temel yaklaşımı vardır (Donaldson & Lee E., 1995):

- Kuralcı (normatif) Yaklaşım : Tüm paydaşlar eşit haklara sahiptir. Hissedarlar sermaye yatırımları üzerine adil bir kar hakkına sahiptir. Çalışanlar adil bir ücret politikasına ve müşteriler bedel karşılığında kaliteli bir ürün alma hakkına sahiptir (Saint, 2005).

- Tanımlayıcı (betimsel) Yaklaşım: Şirketin spesifik özelliklerinin ve davranışlarının neler olduğunu açıklar ve tanımlar.
- Araçsal Yaklaşım: Paydaş yönetimi ile şirketin hedeflerine ulaşması arasındaki bağlantıyı açıklar.

1.2.2 Kaynak Bağımlılığı Teorisi

Bu teori ilk kez 1970 yılında Pfeffer tarafından ortaya atılmış ve yine Pfeffer ve arkadaşlarınca 1978 yılında tam olarak ortaya konmuştur. Örgüt teorisinden beslenen teori sistem yaklaşımının bir uzantısıdır. Kaynak bağımlılığı teorisi, şirketin çevresi ile olan ilişkisini güçlülük ve bağımlılık çerçevesinde incelemektedir. İşletmeler başka örgütleri de içinde barındıran kesişim kümeleri olan bir halkalardan oluşmuş gibidir. Şirketler varlıklarını sürdürebilmek için sermaye, emek, teknoloji vb. kaynaklara ihtiyaç duyduklarından bu kaynak sahipleri ile ilişki içinde olmak zorundadırlar. Ancak şirket tüm bu ihtiyaçlar kaynaklarını kontrol edemeyeceğinden kaynakları temin etmek sorunlu bir durumdur. Bu anlamda yönetim kurulları şirketin ihtiyaç duyduğu kaynakları temin etmek için katkı sağlayacağını ileri sürmektedir (Zahra & Pearce, 1989).

Bu teoriye göre şirketler ile kaynaklar arasındaki iletişim bağımlılık ilişkisinden dolayı sürekli aktiftir. Örgütler arası iletişimi bağımlılık açısından değerlendirmektedir (Çiftçi, 2011).

Kaynak bağımlılığı teorisi vekalet teorisinden farklı olarak yönetim kurullarının yapısına ilişkin önerilerini şu perspektiften sunmaktadır; Vekalet teorisi yönetim kurulundaki dış üye sayısının fazla olması gerektiğini yönetim kontrolünün sağlanması bağlamında savunurken, kaynak bağımlılığı teorisi bu görüşü yönetim kurulu üyelerinin farklı kaynakların şirkete ulaşmasını şirketin menfaati olacağı düşüncesiyle savunmaktadır (Kalaycıoğlu, 2011).

1.2.3 İşlem Maliyeti Teorisi

Teori ilk defa 1963 Cyert ve March tarafından oluşturulmuştur. İşlem maliyeti teorisi bir dizi işlemler serisi olarak düşünülebilir. Şirketleri açık birer örgüt olarak düşünen teori üretilen mal ve hizmetlerin diğer şirketlerle değiş tokuşuna dayanan bir yaklaşımdır. Şirketler arasında kabul edilebilir fiyatlar oluştuğunda değiş tokuş gerçekleşir ve şirketler arasındaki ilişki biter. Şirketler paydaşlarının bir kısmı olan; çalışanları, tedarikçileri ve müşterileri ile bu trampa işlemini gerçekleştirir. Bu teoriye göre hem şirket içindeki hem şirket dışında yapılan trampa işlemi şirket analizi açısından önemlidir (Ergyun, 2013).

İşlem maliyeti teorisinin temellerini rasyonellik ve etkinlik oluşturur. Bu teori disiplinler arası alanda kullanılacak bir yaklaşımdır. Şirketler arasındaki yaklaşıma farklı bir boyut kazandırmıştır (Koçel, 2014).

Kurumsal yönetim tüm paydaşların arasındaki ilişkiyi düzenleyen bir kavramdır. Şirketin tüm faaliyetlerinde; hammadde alımı, ürün satışı veya tahvil ihracı gibi faaliyetlerde değiş tokuş işlemi gerçekleşmektedir. Kurumsal yönetim tüm paydaşların işletme ile olan ilişkisini düzenlemeye çalıştığından, kurumsal yönetim anlayışının ortaya çıkmasında işlem maliyeti teorisinin de etkili olduğu söylenebilir.

1.2.4 Miyop Piyasa Teorisi

Miyop piyasa teorisine göre; vekiller faydalarını maksimize etmek için kısa vadeli başarıları hedefleyerek uzun vadeli kalıcı şirket başarısını engelleyebilirler (Keasey, Thompson, & Wright, 1997)

Hissedarların çıkarları uzun vadeli yatırımlar sonucu maksimize edilir. Ancak miyop piyasa teori bakış açısıyla vekiller kısa vadede sonuç verecek ve yatırım geri dönüşü sağlayacak kararlar alarak şirketin değerini maksimize etmeye çalışırlar. Miyop piyasa , bankacılık finansmanın daha yoğun uygulanan Almanya ve Japonya gibi ülkelerde ABD ve İngiltere gibi ülkelere göre daha az görülmektedir (Alp & Kılıç, 2014) .

Vekiller (yöneticiler) piyasa koşullarında iş hayatlarını ve kazançlarını idame ettirebilmek için, genel olarak piyasa gereği iş çıktıları ve performansları kısa vadeye bakarak değerlendirildiğinden, şirket adına yüksek kazanç sağlayan ve kısa sürede etkisi görülecek projelerini tamamlamaya çalışırlar. Piyasa bu projelerin ekonomik çıktısı ve kısa süreli kazançlarına göre şirketi değerlediğinden bu projeler şirket değerini yükseltmektedir. Bu durum şirketlerin uzun vadede kalıcı olarak elde edeceği menfaatleri kaybedebilecekleri anlamına gelir. Uzun vadeli refah artışından ödün verilmiş olur. Bu durum kurumsal yönetimin temel anlayışına uzaktır. Kurumsal yönetimin amacı şirketleri kısa vadeli dar alandan çıkarıp uzun vadeli refah seviyeyi yüksek geniş alanlara ulaştırmaktır (Keasey, Thompson, & Wright, 1997).

1.2.5 Temsil Teorisi

Temsil teorisi ilk kez 1976 yılında Jensen ve Meckling tarafından ortaya konulmuştur. İşletmelerde sermayedarlık ve temsil ilişkisi finans literatüründe çokça araştırılmış, özellikle sahiplik ve kontrol ayrımının ortaya çıkması işletmelerin karar alma süreçlerinde problemlere neden olmuştur. Bu teoriye göre; şirket bir sözleşmeler bütünüdür oluşur. Sözleşme olarak temsil ilişkisi; birden fazla kişinin / grubun birden fazla kişi ve grubu kendi lehine karar alması için yetkilendirmesi olarak ifade edilir (Jensen & Meckling, 1976).

İşletme hissedarları, yöneticileri ve tedarikçiler gibi diğer paydaşlar kendi menfaatlerini arttırmak ve karşılamak için işletme kararlarını etkileyebilmektedir. Temsil teorisine göre şirket kararları üzerine etkisi olan hakim hissedarlar, azınlık hissedarlar ve yöneticilerdir. Bu gruplara ait iki sav mevcuttur.

Birincisi teşvik yaklaşımı diğeri ise ele geçirme yaklaşımıdır. Teşvik yaklaşımı; hissedar ile yöneticiler arasında temsil problemi olduğunu az sayıda hissedarın elinde toplanan yüksek orandaki sahipliğin hissedar ile yönetici arasındaki temsil maliyetini azalttığını ileri sürmektedir (Jensen & Meckling, 1976).

İkincisi ele geçirme yaklaşımıdır. Yüksek orandaki sahipliği elinde tutan hissedar grubu etkin bir şekilde işletme kontrolünü elinde tuttuğu zaman temsil problemi hakim hissedarlar ile azınlık paya sahip hissedarlar arasında çıkmaktadır (Liu, Tian, & Wang, 2011).

1.2.6 Yönetmel Egemenlik Teorisi

Yönetmel egemenlik teorisi; şirketlerin sermaye yapısının tabanı yayılması sonucu kararları etkileyen az sayıdaki fakat sermaye gücünü elinde bulunduran hissedarın etkisinin azalması sonucu şirketi yöneten profesyonellerin kendi çıkarları doğrultusunda hareket etmesi düşüncesine dayanır (Mizruchi, 1993).

Teori, yönetim kurulunu şirketin yönetim organı olarak kabul eder. Ancak yönetim kurulu profesyonel yöneticiler tarafından oluşturulduğundan denetim birimi üst düzey yöneticilerden oluşan yönetim kurulunu kontrol etmede başarısız sonuçlar alabilmektedir. Yönetmel egemenlik teorisi; üst düzey yöneticilere çok fazla yetki verilmesi ve üst yönetimin bu yetkiyi kendi çıkarları için kullanmasını açıklar (Keasey, Thompson, & Wright, 1997).

Genel müdürlerin yönetim kurulu üyelerinin seçilmesinde ve belirlenmesinde etkisi vardır. Buna göre genel müdür yönetim kurulunun neler yapıp yapmayacağına karar vermektedir. Böylece yönetim kurulu kendisinden beklenen bağımsız karar alma özelliğini kaybetmiş olur. Bu durum 60 'lı yıllarda ABD'de sıkça görülmüştür. 1990'lı yıllardan itibaren bağımsız yönetim kurulu üyesi olgusu yaygın biçimde ortaya çıkmıştır.

Bu teori, hissedarların menfaatlerini önde tutmakla sorumlu olan yönetim kurulu pratikte yöneticilerin kontrolü altına girdiklerinden, işletme yönetiminde sınırlı bir etkiye sahip olduğundan sorumluluklarını gerektiği gibi yerine getiremediklerini öne sürmektedir. Bu durumda hissedarların menfaatleri göz ardı edilerek yöneticilerin kendi çıkarlarını düşündüğünü, kontrol mekanizmasının bulunmadığı yönetim problemlerine neden olmaktadır. Bu problemlerin çözümü amacıyla; bağımsız yönetim kurulu üyelerinin

bulunması, bazı işlerin bağımsız üyelerin onayına sunulması, etkin denetim modelinin geliştirilmesi söylenebilir (Alp & Kılıç, 2014).

1.3 KURUMSAL YÖNETİM MODELLERİ

OECD 1998 yılında yayımladığı raporda tek bir kurumsal yönetim modelinin tüm ülkelere uygulanamayacağını, ülkelerin siyasi, ekonomik, kültürel, hukuki yapılarının kurumsal yönetim anlayışını etkileyeceğini bu nedenle ülkelerin bu konuda uyarılma çalışmaları yapması gerektiğinden bahsetmiştir (TKYD, 2011).

Kurumsal yönetim temel ilkeleri ve anlayışlarına bağlı kalarak ülkeler kendi kurumsal yönetim uygulamalarını geliştirmeye yönelik uygulama kodları ve uygulama rehberini yayımlamayı hedeflemişlerdir. Kurumsal yönetim; karar alma ve denetim süreçlerini en etkin şekilde uygulamak, finansman yöntemlerini kullanma, hissedar ilişkileri yönetimi ile başta büyük şirketler olmak üzere şirketlerin işleyişlerini düzenleyen bir olgu olmuştur (Toraman & Abdioğlu, 2008).

ABD’de yaşanan önemli şirket skandalları sonrasında devlet radikal çözümler içeren bir dizi kanunu uygulamaya koymuştur. Benzer şekilde Almanya, İngiltere, Japonya, Rusya gibi büyük ekonomiler de kurumsal yönetim uygulamalarını yasallaştırarak uygulanmasını zorunlu kılmıştır. Birçok ülkede mevzuatlarını kurumsal yönetim ilke ve anlayışına göre şekillendirmeye devam etmektedir (Acar, Aktürk, & Coşkun, 2012).

Dünyada kurumsal yönetim uygulamalarında iki ana sistemden bahsedilmektedir. Kıta Avrupa sistemi; yoğun ve büyük ortaklık yapısı kontrollü bir sistemdir. Anglo-Sakson sistemi; halka açıklık oranının yüksek olduğu, bağımsız yönetim kurulu üyelerinin fazla olduğu bir modeldir.

1.3.1 Anglo-Sakson Kurumsal Yönetim Modeli

Kurumsal yönetimi modelinin birincisi - Cadbury raporu ile - sermaye piyasalarının göreceli olarak gelişmiş olduğu Amerika ve İngiltere’de şekillenmiş olan Anglo-Sakson modelidir. Bu model hissedarların çıkarlarını ön planda tutar ve şirket yönetiminin hissedarların menfaatine hizmet etmesi gerektiğini ifade eder (Sarı, 2013) . Bu model tepe yönetim ile hissedarlar arasındaki ilişkiyi koordine eder. Pay sahiplerinin haklarını korumak yönetim kurulunun temel görevidir. Yöneticiler ve hissedarlar birbirlerine karşı sorumludur. Hissedarların sıklıkla değiştiği bir piyasada ancak nitelikli bir yönetim kurulu hissedarların haklarını koruyabilir. Bu da ancak etkili, bağımsız üye ağırlıklı bir yönetim kurulu sağlayabilir (Ülgen & Mirze, 2016)

Bu modelde şirketin finansmanı çok sayıda bağımsız hissedar tarafından gerçekleştiğinden belirli bir grup ya da hissedar işletmede söz sahibi değildir. Bankaların sistem üzerine etkisi Kıta Avrupa sistemi kadar kuvvetli değildir (Çıtak, 2006).

ABD ve İngiltere’de yaşamış olan skandallar sebebi ile bu ülkelerde hissedarlar daha seçici olmuştur. Bu neden sermayenin akış hareketinin tekrar güvenle sağlanması ve korunması için kurumsal yönetim uygulamaları bu ülkelerde hızlandırmıştır (Saldanlı, 2012).

Şirketlerin yönetim kurulu hissedarlara karışı yeteri kadar hesap vermemesi ve hissedarın aynı zamanda şirketle ticari ilişki içinde olabilmesi bu modelin zayıf yönleridir. Bu modeli güçlü yönetim, zayıf hissedar durumunu doğurmaktadır (Sarı, 2013).

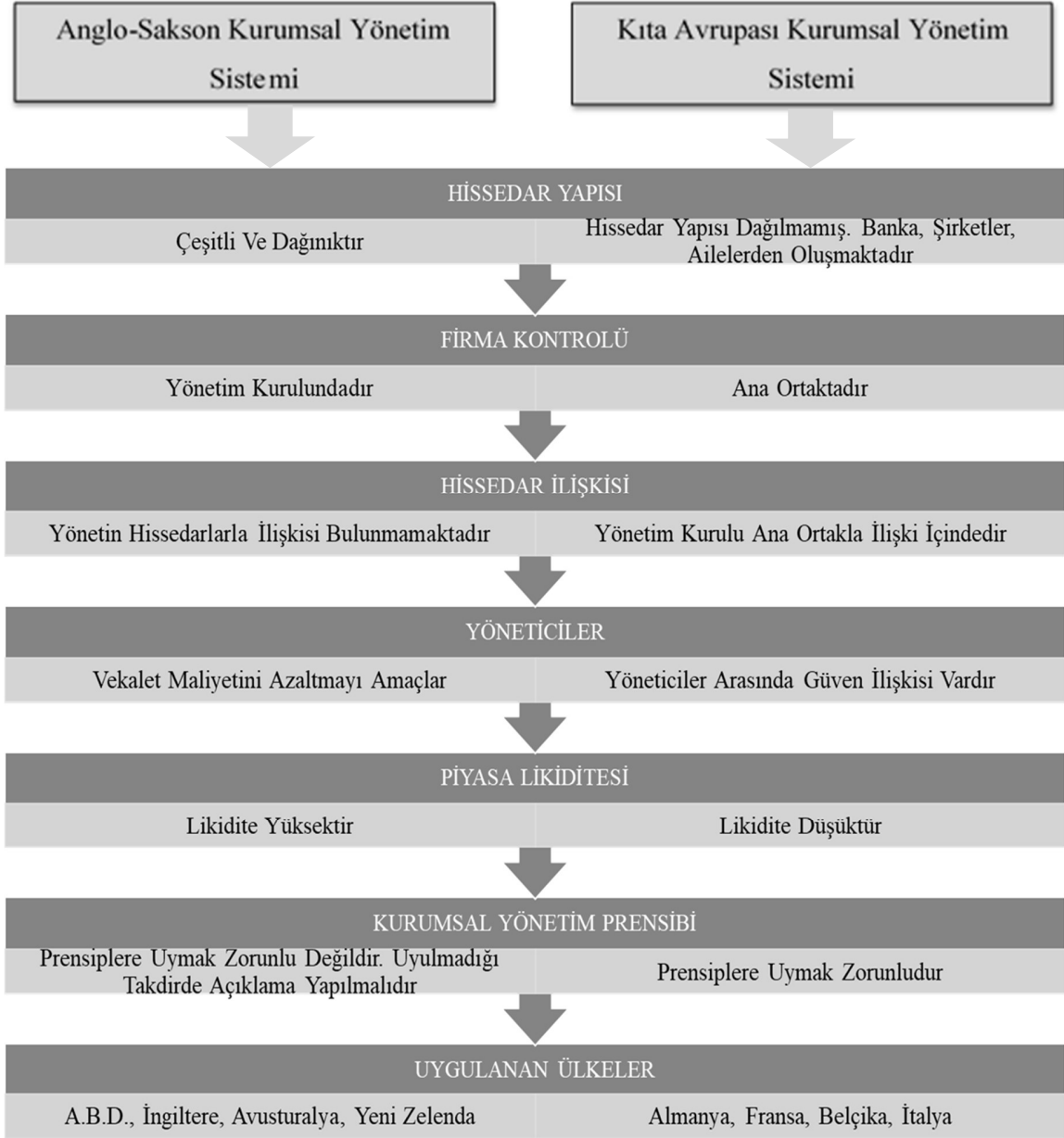
1.3.2 Kıta Avrupası Kurumsal Yönetim Modeli

Bu model Anglo-Sakson modelinin tersine sadece kısa vadeli yaklaşımlarla hissedarların haklarına yoğunlaşmaz, uzun vadeli süreçte tüm paydaşların çıkarlarını düşünür. Diğer adıyla menfaat sahipleri adını da taşır. Bu model büyük ortaklıkların oluşmasını sağlar ve uzun vadede tüm paydaşların yararını düşünür (Doğan, 2007).

Kıta Avrupası modelin sermayeyi finanse eden hissedar yerine bankalar olmaktadır. Bu modelde yönetim kurulu ile birlikte denetim kurulu oluşturulup ikili bir sistem kurulmuştur. Yönetim ve kontrol faaliyetleri birbirinden ayrılmıştır (Shleifer & Vishny, 1997) .

Bu modelde menfaat sahipleri ikiye ayrılır. İç menfaat sahipleri yöneticiler, çalışanlar ve hissedarlardır. Hissedarlar koymuş oldukları sermaye itibariyle en riskli grubu oluşturmaktadır. Yöneticiler şirketin performansından sorumlu iken çalışanlar emekleri ve buna karşı alacakları ücretle iş devamlılığında sorumludurlar. Dış menfaat sahipleri ise tedarikçiler, müşteriler, devlet diğer gruplardır. Firma dış menfaat sahiplerinin de çıkarlarını gözetme amacıyla sosyal sorumluluk ilkesine göre de önem vermektedirler (Doğan, 2007).

Şekil 4 Anglo Saxon ve Kıta Avrupası Kurumsal Yönetim Sistemi Karşılaştırması



1.4 KURUMSAL YÖNETİM ALANINDA YAPILAN ÇALIŞMALAR

Dünyada kurumsal yönetim alanında birçok ülke kurumsal yönetimi geliştirebilmek adına uygulamaya yönelik kodlar ve en iyi uygulama rehberini yayımlamak için gönüllü uyum esas almış ve şirketlere uygulanan kurumsal yönetim yaklaşımları için kamuya açıklamalarda bulunulması istenmiştir.

Kurumsal yönetim uygulamaları her ülkenin kendi ticaret hukuku, sermaye piyasası düzenleme kanunları, muhasebe ve denetim standartları gibi yasal düzenlemelere bağlı olarak farklılıklar göstermektedir. Son yıllarda ülkeler mevzuatlarını kurumsal yönetim ilkeleri ve prensipleri doğrultusunda gözden geçirmektedir (Küçüksözen & Küçükkocaoğlu, 2005).

1.4.1 Gelişmiş Ülkelerde Kurumsal Yönetim Uygulamaları

Kurumsal yönetim alanındaki ilk çalışmalar 1991 yılında Adrian Cadbury başkanlığında Londra Menkul Kıymetler Borsası tarafından oluşturulmuş bir komite ile başlamıştır. Komitenin yaptığı çalışmalar sonucu “Kurumsal Yönetimin Mali Görünümü” adında bir rapor hazırlanmıştır. Bu raporun adı Cadbury Raporu olarak değiştirilmiştir. Ayrıca bu rapor 1999 yılında OECD’nin ortaya koyduğu kurumsal yönetim ilkelerine baz teşkil etmiştir. Cadbury raporunun ardından 1995 yılında şirket üst düzey yöneticilerinin ücretlendirilmesine ilişkin Greenbury Raporu ve 1998 yılında yönetim kurulu üyelerinin sorumlulukları arttıran Hampel Raporu yayımlanmıştır (Şengür & Özbek Püskül, 2011).

1995 yılında ABD’deki kurumsal yatırımcılar, büyük şirketler, finansal kuruluşlar, üniversiteler Uluslararası Yönetişim Bilgi Ağını (ICGN-International Corporate Governance Network) kurmuştur. Bu oluşum işletmelerin uyması gereken başlıca kurumsal yönetim ilkelerini belirlemiştir. Bu ilkeler 1999 yılında 29 ülke tarafından benimsenerek OECD Kurumsal Yönetim İlkeleri adını almıştır (Tokgöz, 2013).

OECD'nin kurumsal yönetim ilkeleri raporu 2004 yılında revize edilmiştir. İlkeler her ülkenin kendi ekosistemine uyarlanabilen, kesin şekilde kanun şeklinde hüküm içermeyen, bu ilke ve prensiplerin ne şekilde uyarlanması gerektiğini anlatan sürekli gelişen bir rehber niteliğindedir. İlkeler, ülkelerin kendi mevzuatları için bir kaynak niteliği taşımaktadır. Kurumsal Yönetim Derneği Ekonomik İş Birliği ve Kalkınma Örgütü tarafından hazırlanan Kurumsal Yönetim İlkeleri aşağıdadır (Güçlü, 2010):

- Hissedarların Hakları
- Hissedarların Adil Muamele Görmesi
- Kurumsal Yönetimde Paydaşların Rolü
- Yönetim Kurulunun Sorumluluklar
- Kamuya Açıklama Yapma ve Şeffaflık

1.4.1.1 ABD'de Kurumsal Yönetim

ABD'de 2001 yılı sonrası yaşanan büyük şirket krizlerinden sonra önemli muhasebe hileleri ortaya çıkmış, halka açık şirketlerin değerlerinde önemli düşüşler olmuş ve yatırımcıların zarar görmesine neden olmuştur. Bu skandallarla beraber denetim şirketlerine duyulan özgüven de sarsılmıştır.

Bu olaylar neticesinde 2002 yılında SOX (Sarbanes-Oxley) Kanunu uygulamaya girmiştir. Bu kanun 1934 yılında uygulamaya konan Securities Exchange Act (Menkul Kıymetler Borsası Kanunundan) sonra uygulamaya giren en önemli mevzuattır. Securities and Exchange Commission" (SEC-Menkul Kıymetler ve Borsa Komisyonu) kaydı olan tüm şirketler (ABD'de borsada işlem gören yabancı şirketler dâhil) SOX'a tabi olmuştur.

SOX yasası ile birlikte ABD önemli derecede yol kat etmiştir. Kurumsal yönetim bakış açısı ile incelendiğinde SOX'un kurumsal yönetime katkıları şöyledir (Cengiz, 2013):

- Denetim komitelerinin önemi artırılması
- Kamunun bilgilendirilmesi hızlı ve şeffaf hale getirilmesi
- Finansal analiz sonucuna göre analist ve yatırımcı arasındaki çıkar çatışmalarının yönetimi
- Periyodik raporlamaların artırılması
- Denetçilerin bağımsız hale getirilmesi
- Kurumsal yönetim uygulamalarının açıklanması ve uygulamalarının daha yoğun hale getirilmesi
- Şirketlere etik yasası (code of ethics) çıkarmak zorunluluğu getirilmesi
- Yöneticilere şirket tarafından kredi verilmesinin yasaklanması

Kısa vadede bu uygulamaların şirketlere bir maliyet oluşturduğu düşünülse de uzun vadede yüksek fayda ile geri dönüşü sağlanmaktadır (Çatıkkaş, Okur, & Balkan, 2012) .

1.4.1.2 İngiltere’de Kurumsal Yönetim

İngiltere tarafından oluşturulan Anglo-US modeli İngiltere ile birlikte ABD Yeni Zelanda, Avusturalya ve bazı Avrupa Ülkeleri tarafından kullanılmaktadır. Bu modelin temelinde şirketlerin ortakların yapıları, şirket yönetimi, hissedarların iletişimi etkin rol oynamaktadır.

Dünyanın üçüncü büyük borsası olan Londra Borsasının başarısının nedenlerinden bir tanesi kurumsal yönetim alanında aldıkları yol neticesinde oluşturdukları güven ortamıdır. Şirket yönetim kurullarının ve hissedarların hak ve sorumluluklarını yasal bir çerçevede getirmesi ve şirketin fon ihtiyacını borsa yoluyla karşılama çabaları kurumsal yönetimin önemi arttırmıştır.

İngiltere’de kurumsal yönetim süreci 1991 yılında Adrian Cadbury ‘in başkanlığındaki “Kurumsal Yönetimin Finansal Görüşü Üzerine Komite”si CEO ile yönetim kurulu başkanın sorumluluklarının ayrılması, yönetim kurulunun dengeli oluşturulması gerekliliği, icra kurulunda olmayan yöneticilerin seçim süreci, finansal raporlamada saydamlık konularında tavsiyeler sunmuştur, en iyi kurumsal uygulama kodlarını ve onlara ait önerilere değinmiştir. Cadbury Komitesi raporunun amacı; finansal raporlama ve denetim süreçlerinde güven ortamı oluşturup kurumsal yönetim anlayışının güçlendirilmesini sağlamaktır. Bu rapordan sonra finansal piyasalarda yaşanan gelişmelerden sonra kurumsal yönetim alanında gelişmeler hız kazanmıştır. Şirketler yıllık faaliyet raporlarında Cadbury Komitesi raporuna uyup uymadıklarını belirtmek zorundadırlar (Cengiz, 2013).

1995 yılı Greenbury raporunda şirket tepe yöneticilerinin ücretlendirilmesi konusu ele alınmış, 1998 yılında Hampel raporunda şirket yönetim kurulu üyelerinin sorumluluklarına değinilmiştir. 1998 yılında Cadbury, Greenbury ve Hampel raporları birleştirilip yeni rapor oluşturulmuştur (Saldanlı, 2012). 2003 yılında yayımlanan Higgs raporu icra kurulunda olmayan yönetim kurulu üyelerinin sorumluluk ve görevlerinden bahsedilmiştir. 2004 yılında Kurumsal Yönetim: Uygulama Rehberi yayımlanmıştır (Manisalı, 2006) .

1.4.1.3 AB Ülkelerinde Kurumsal Yönetim

Kurumsal yönetimin uygulanmasında ülkelerin içinde bulunduğu ekonomik koşullar, sosyal kültürel yaklaşımlar farklılık göstermektedir. Avrupa Birliği ülkelerinde kurumsal yönetim uygulamalarına uyum sınırlı kalmıştır. A.B.’ komisyonu bu konuda ilkler geliştirmeyip OECD’nin yayımladığı ilkelere bağlı kalmışlardır (Cengiz, 2013) .

Almaya ‘da yapılan çalışmalar (Metiner, 2006) :

- Alman Kurumsal Yönetim Kodu -2 , 2005.
- Varlık Yönetim Şirketlerine İlişkin Kurumsal Yönetim ,2005.

- Alman Kurumsal Yönetim ,2003
- Alman Kurumsal Yönetim , 2002.
- Baums Komisyonu Raporu ,2001.
- Kurumsal Yönetim Kodu ,2000.
- Borsaya Kote Şirketler İçin Kurumsal Yönetim Kuralları , 2000.
- DSW Tavsiyeleri ,1998.

Fransa’da yapılan çalışmalar (Metiner, 2006) :

- L’Association Française de la Gestion Financière’nın Değişiklik Teklifleri , 2004.
- Borsaya Kote şirketlerde Kurumsal Yönetim, 2003.
- Vienot Raporu II , 1999.
- Kurumsal Yönetime İlişkin Tavsiyeler, 1998.
- Vienot Raporu I , 1995

1.4.1.4 Japonya'da Kurumsal Yönetim

Japonya’da şirketlerin yönetiminde bankalar etkin rol oynamaktadır. Japon’ya da yönetimin denetiminden yönetim kurulu sorumlu tutulmuştur. Ancak yönetim kurulu üyeleri yönetim ekibini sağlıklı denetleyememektedir. Çünkü yönetim kurulu üyeleri genelde şirketin eski ve sadık çalışanlarından seçilmektedir. Yönetim kurulu üyeleri CEO’nun altında yer almakta ve üst yönetimi sorgulamaları pek mümkün görünmemektedir (Yoshikawa & Phan, 2005).

Japonya’da yapılan kurumsal yönetime ilişkin düzenlemeler aşağıdaki gibidir (Metiner, 2006):

- Borsaya Kote Şirketler için Kurumsal Yönetim Kuralları , 2004.
- Gözden Geçirilmiş Kurumsal Yönetim Kuralları , 2001.
- Emeklilik Fonları Kurumsal Yönetim Araştırması Komitesinin Oy Kullanma Haklarının Kullanımına İlişkin Tavsiye Raporu , 1998.
- Haklarının Kullanımına İlişkin Tavsiye Raporu , 1998.
- Kurumsal Yönetim İlkeleri’ne Japon Bakışı Açısı , 1997.
- Kurumsal Yönetim Hakkında Acil Tavsiyeler ,1997

1.4.2 Türkiye’de Kurumsal Yönetim Uygulamaları

Kurumsal yönetim yaklaşımı 2002 yılında Türkiye Sanayiciler ve İş Adamları Derneği (TÜSİAD) ile birlikte Türkiye’nin gündemine girmiştir. Türkiye’de kurumsal yönetim, yönetim kurulu seviyesindeki çalışmalarla başlamıştır.

1990’lı yılların ortasında başlayan dünya genelindeki sermaye hareketlerinin payı Türkiye’nin muadili ülkeler oranına göre düşük kalmıştır. Türkiye’deki mevduatın %80’ninin mukimlerin sahip olması yatırımcı güveni üzerine sorunlar olduğu algısını uyandırmıştır. Bu sorunun temelindeki başka sebeplerse Şeffaflık, yolsuzluk, hissedar hakları konularında Türkiye’nin derecelendirme notlarının muadili ülkelere göre düşük çıkmasıdır (Ararat & Uğur, 2003).

Türkiye’deki Şirketlerin %95 aile Şirketleri oluşturmaktadır. Bu nedenle kurumsal yönetim alanındaki gelişmeler dünyadaki kadar hızlı bir Şekilde lkemizde

gerçekleşmemiştir. Bu yüzden kurumsal yönetim alanındaki düzenlemeler önce halka açık şirket tarafından uygulanmış ve gerektiğinde güncellenmiştir.

1.4.2.1 Türkiye Sanayici ve İş Adamları Derneği ve Kurumsal Yönetim

Kurumsal yönetim alanındaki ilk çalışmalar TÜSİAD tarafından, OECD Kurumsal Yönetim İlkeleri baz alınarak, yapılmaya başlanmıştır. TÜSİAD bünyesinde oluşturulan çalışma grubu tarafından yapılan ilk çalışma “Kurumsal Yönetim En iyi Uygulama Kodu: Yönetim Kurulunun Yapısı ve İşleyişi” adlı rapor hazırlamak olmuştur. Rapor on beş başlıktan meydana gelmektedir (TÜSİAD, 2002) .

Raporda genel olarak kurumsal yönetim ilkeleri detaylandırılmış, kurumsal yönetimin tarihçesinden ve gelişimi anlatılmış ve kurumsal yönetimin ülkemiz için olan önemi açıklanmıştır. Genel olarak kurumsal yönetimin şirketlerdeki stratejik karar alma organı olduğu, yönetim kurulu üyelerinin yetkinlikleri ve sorumlulukları açıklanmıştır.

1.4.2.2 Sermaye Piyasası Kurulu Ve Kurumsal Yönetim

2003 yılında Sermaye Piyasası Kurulu Kurumsal Yönetim Tebliği OECD ‘nin kurumsal yönetim ilkeleri baz alınarak oluşturulmuştur, “uygula, uygulamıyorsan açıkla” prensibi uygulamaya geçirilmiştir. SPK tarafından 2005 ve 2014 yıllarında çeşitli noktalarda revizyonlar yapılmıştır.

SPK 2014 yılında yaptığı çalışma ile kurumsal yönetim uygulamalarını güçlendirmiştir. Aşağıdaki tabloda bu çalışmada ifade edilen kurumsal yönetim ilkeleri ve kriterleri gösterilmiştir (SPK, www.spk.gov.tr, 2019).

Tablo 1 Sermaye Piyasası Kurulu Kurumsal Yönetim İlkeleri ve Kriterleri

İlkeler	Kriterler
Pay Sahipleri	Pay Sahipliği Haklarının Kullanımının Kolaylaştırılması
	Bilgi Alma ve İnceleme Hakkı
	Genel Kurul
	Oy Hakkı
	Azınlık Hakkı
	Kâr Payı Hakkı
	Payların Devri
Kamuyu Aydınlatma ve Şeffaflık	Kurumsal İnternet Sitesi
	Faaliyet Raporu
Menfaat Sahipleri	Menfaat Sahiplerine İlişkin Şirket Politikası
	Menfaat Sahiplerinin Şirket Yönetimine Katılımının Desteklenmesi
	İşletmenin İnsan Kaynakları Politikası
	Müşteriler ve Tedarikçilerle İlişkiler
	Etik Kurallar ve Sosyal Sorumluluk
Yönetim Kurulu	Yönetim Kurulunun İşlevi
	Yönetim Kurulunun Faaliyet Esasları
	Yönetim Kurulunun Yapısı
	Yönetim Kurulu Toplantılarının Şekli
	Yönetim Kurulu Bünyesinde Oluşturulan Komiteler
	Yönetim Kurulu Üyelerine ve İdari Sorumluluğu Bulunan Yöneticilere Sağlanan Mali Haklar

İlkeler, şu andaki uygulamaların ilerisinde yaklaşımlardır. Güncel mevzuat ve kurumsal yönetim konusunda oluşan eksikliği gidermek için oluşturulmuşlardır. Kriterlere uyulup uyulmadığına yıllık faaliyet raporunda yer verilmesi ve kamuoyuna bilgilendirilmesi gerekir.

İlkelere uyulup uyulmadığına kurumsal yönetim derecelendirmesi yapan şirketler halka açık şirketler üzerinden tespit edebilecektir (Demirbaş & Uyar, 2006).

1.4.2.3 Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu ve Kurumsal Yönetim

BDDK 2006 yılında 5411 sayılı kanun ile kurumsal yönetimi dört ana başlıkta ve yedi ilkede kaleme almıştır (BDDK, 2006) .

Başlıklar;

Yönetim başlıklı bölümde; genel müdür ve genel müdür yardımcıları, yönetim kurulu, denetim komitesi, çalışma ve imza yetkisi, yemin ve mal beyanı, karar defteri konuları yer almıştır.

İç sistemler başlıklı bölümde; iç kontrol sistemi, risk yönetimi sistemi ve iç denetim sistemi konular yer almıştır.

Yetkili kuruluşlar başlıklı bölümde; bağımsız denetim şirketleri, değerlendirme şirketleri, destek hizmeti kuruluşları, sorumluluk sigortası konuları ele alınmıştır.

Finansal raporlama başlıklı bölümde; muhasebe ve raporlama sistemi, finansal raporlar, finansal raporların imzalanması, sunulması, denetimi, yıllık faaliyet raporu, sorumluluk ve belgelerin saklanmasına ilişkin hükümler yer almıştır.

İlkeler;

- 1) Kurumsal değerler ve strateji oluşturulmalı
- 2) Kurumsal yönetimde şeffaflık oluşturulmalı
- 3) Yetki ve sorumluluklar açıkça belirlenmeli ve uygulanmalı
- 4) Yönetim kurulu üyeleri yeterli yetkinlikte olmalı

- 5) Üst yönetim görev ve sorumluluklarının bilincinde olmalı
- 6) Banka müfettiş ve bağımsız denetim raporlarından etkin olarak yararlanılmalı
- 7) Ücret politikası etik değerler , stratejik hedefler ve iç dengeler ile uyum içinde olmalı

1.4.3 Borsa İstanbul ve Kurumsal Yönetim

Dünya çapında yaşanan krizler ve önemli derecedeki şirket iflasları sonucu olarak şirketlerin en iyi şekilde yönetilmediği anlaşılmıştır. Bu manada şirketlerin en iyi kurumsal yönetim uygulamalarını yaygınlaşmasına katkıda bulunmak, şirketleri teşvik etmek, yabancı yatırımcının ilgisini çekmek için BİST nezdinde bir Kurumsal Yatırım Endeksi (XKURY) oluşturulmuştur.

Endekse tabi şirketlerin borçlanma maliyetini düşmesine destek olur, marka değeri ve prestij artışını sağlar. Finansal tabloların güvenilirliğinin önemli bir göstergesini oluşturur.

1.4.3.1 Borsa İstanbul Kurumsal Yönetim Endeksi

“BIST Kurumsal Yönetim Endeksi, payları Borsa İstanbul pazarlarında (Yakın İzleme Pazarı ve C ve D listeleri hariç) işlem gören ve kurumsal yönetim ilkelerine uyum notu 10 üzerinden en az 7, her bir ana başlık itibarıyla 10 üzerinden en az 6,5 olan şirketlerin fiyat ve getiri performansının ölçülmesi amacıyla oluşturulmuştur.

Kurumsal Yönetim İlkelerine uyum notu, SPK tarafından belirlenmiş derecelendirme kuruluşları listesinde bulunan derecelendirme kuruluşlarınca, şirketin tüm kurumsal yönetim ilkelerine uyumuna ilişkin yapılan değerlendirme sonucunda verilmektedir.

Kurumsal Yönetim Endeksi'nin hesaplanmasına 31.08.2007 tarihinde başlanmış olup, endeksin başlangıç değeri 48.082,17'dir” (BIST, 2019) .

Derecelendirme dört ana başlık altında yapılmaktadır:

- Pay sahipleri (%25 ağırlık ile)
- Kamuyu aydınlatma ve şeffaflık (%25 ağırlık ile)
- Menfaat sahipleri (%15 ağırlık ile)
- Yönetim Kurulu (%35 ağırlık ile)

BİST Kurumsal Yönetim Endeksi kapsamındaki şirketlerin derecelendirme notlarına Kamuyu Aydınlatma Platformu (KAP) üzerinden ulaşılabilir. XKURY endeksinde 47 şirket bulunmaktadır.

Tablo 2 Kurumsal Yönetim Endeksinde Yer Alan Şirketler (www.kap.org.tr, 2019)

Sıra	Kod	Şirket Unvanı
1	AGHOL	AG ANADOLU GRUBU HOLDİNG A.Ş.
2	AKSGY	AKİŞ GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.
3	AKMGY	AKMERKEZ GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.
4	AKSA	AKSA AKRİLİK KİMYA SANAYİİ A.Ş.
5	ALBRK	ALBARAKA TÜRK KATILIM BANKASI A.Ş.
6	ANSGR	ANADOLU ANONİM TÜRK SİGORTA ŞİRKETİ
7	AEFES	ANADOLU EFES BİRACILIK VE MALT SANAYİİ A.Ş.
8	ARCLK	ARÇELİK A.Ş.
9	ASELS	ASELSAN ELEKTRONİK SANAYİ VE TİCARET A.Ş.
10	AYGAZ	AYGAZ A.Ş.
11	CCOLA	COCA-COLA İÇECEK A.Ş.
12	CRDFA	CREDITWEST FAKTORİNG A.Ş.
13	DOHOL	DOĞAN ŞİRKETLER GRUBU HOLDİNG A.Ş.
14	DGGYO	DOĞUŞ GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.
15	DOAS	DOĞUŞ OTOMOTİV SERVİS VE TİCARET A.Ş.
16	ENKAI	ENKA İNŞAAT VE SANAYİ A.Ş.
17	EREGL	EREĞLİ DEMİR VE ÇELİK FABRİKALARI T.A.Ş.
18	GARFA	GARANTİ FAKTORİNG A.Ş.
19	GRNYO	GARANTİ YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.
20	GLYHO	GLOBAL YATIRIM HOLDİNG A.Ş.
21	HLGYO	HALK GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.
22	HURGZ	HÜRRİYET GAZETECİLİK VE MATBAACILIK A.Ş.

Sıra	Kod	Şirket Unvanı
23	IHEVA	İHLAS EV ALETLERİ İMALAT SANAYİ VE TİCARET A.Ş.
24	IHLAS	İHLAS HOLDİNG A.Ş.
25	LOGO	LOGO YAZILIM SANAYİ VE TİCARET A.Ş.
26	MGROS	MİGROS TİCARET A.Ş.
27	OTKAR	OTOKAR OTOMOTİV VE SAVUNMA SANAYİ A.Ş.
28	PRKME	PARK ELEKTRİK ÜRETİM MADENCİLİK SANAYİ VE TİCARET A.Ş.
29	PGSUS	PEGASUS HAVA TAŞIMACILIĞI A.Ş.
30	PETUN	PINAR ENTEGRE ET VE UN SANAYİİ A.Ş.
31	PINSU	PINAR SU VE İÇECEK SANAYİ VE TİCARET A.Ş.
32	PNSUT	PINAR SÜT MAMULLERİ SANAYİİ A.Ş.
33	SKBNK	ŞEKERBANK T.A.Ş.
34	TATGD	TAT GIDA SANAYİ A.Ş.
35	TAVHL	TAV HAVALİMANLARI HOLDİNG A.Ş.
36	TOASO	TOFAŞ TÜRK OTOMOBİL FABRİKASI A.Ş.
37	TRCAS	TURCAS PETROL A.Ş.
38	TUPRS	TÜPRAŞ-TÜRKİYE PETROL RAFİNERİLERİ A.Ş.
39	PRKAB	TÜRK PRYSMIAN KABLO VE SİSTEMLERİ A.Ş.
40	TTKOM	TÜRK TELEKOMÜNİKASYON A.Ş.
41	TTRAK	TÜRK TRAKTÖR VE ZİRAAT MAKİNELERİ A.Ş.
42	GARAN	TÜRKİYE GARANTİ BANKASI A.Ş.
43	HALKB	TÜRKİYE HALK BANKASI A.Ş.
44	TSKB	TÜRKİYE SİNAİ KALKINMA BANKASI A.Ş.
45	SISE	TÜRKİYE ŞİŞE VE CAM FABRİKALARI A.Ş.
46	VESTL	VESTEL ELEKTRONİK SANAYİ VE TİCARET A.Ş.
47	YKBNK	YAPI VE KREDİ BANKASI A.Ş.

1.4.3.2 Borsa İstanbul Kurumsal Yönetim Endeksinin Temel Kuralları

BİST pay endeksleri temel kuralları Borsa İstanbul Endeks ve Veri Bölümü Tarafından Kasım 2016 tarihinde bir mevzuat ile açıklamıştır. Mevzuat sekiz ana bölüm ve yetmiş iki alt bölümden oluşmaktadır. Özetle: (www.borsaistanbul.com, 2019) :

- Şirketlerin kurumsal yönetim endeksine tabi olabilmesi için tüm kriterler ortalaması 10 üzerinden 7, her bir kriter en az 6,5 puan olmalıdır.

- Derecelendirme, şirketin talebi ile gerçekleşir ve yıllık olarak güncellenmesi zorunludur
- Birden fazla derecelendirme notu alınmışsa en son alınan not geçerlidir
- Derecelendirme notu, KAP'ta yayımlandığı günü takip eden iş gününde endekse dâhil edilir

1.4.3.3 Kurumsal Yönetim Uyum Derecelendirilmesi

Ülkemizde ve dünyada kurumsal yönetimin önemini artmasıyla birlikte , bu kavramın ölçümlenmesi ve karşılaştırılabilir olmasına gereksinim duyulmuş böylelikle kurumsal yönetim uyum derecelendirilmesi kavramı ortaya çıkmıştır (Sandıkçıoğlu, 2005).

Kurumsal yönetim uyum derecelendirmesi mali derecelendirmeden farklı olarak şirketin kabul edilen kurumsal yönetim ilkeleri çerçevesinde yönetim kalitesini ve paydaşların haklarını gözeten bakış açısına sahip bir niteliksel derecelendirme sistemidir. Niteliksel olması sebebi ile sayısal olarak ölçülmesinden ziyade kavramlarla değerlendirilir.

Değerlendirmede kullanılan dört bölüm vardır:

- Pay sahipleri (%25 ağırlık ile)
- Kamuyu aydınlatma ve şeffaflık (%25 ağırlık ile)
- Menfaat sahipleri (%15 ağırlık ile)
- Yönetim Kurulu (%35 ağırlık ile)

Her bir bölüm için 1-10 arası puanlama yapılır. 1 en düşük, 10 en yüksektir. Tüm bölümlerin ortalamasını en az 7 , her bir bölümün puanını ise 6,5 olması gerekir.

Notların anlamı şu şekilde ifade edilir (Saha Kurumsal Yönetim ve Kredi Derecelendirme A.Ş, 2018):

Tablo 3 Saha , Kurumsal Yönetim Derecelendirmesi Notlarının Anlamı

Not	Anlamı
9 - 10	Şirket 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. BIST Kurumsal Yönetim Endeksi'ne en üst düzeyde dahil edilmek hak edilmiştir.
7 - 8	Şirket 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. BIST Kurumsal Yönetim Endeksi'ne üst düzeyde dahil edilmek hak edilmiştir
6	Şirket 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. 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.

Not	Anlamı
4 - 5	Şirket 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	Şirket 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 şirket kurumsal yönetim ilkelerine duyarlı değildir. Pay sahipleri; menfaat sahipleri; kamuyu aydınlatma ve şeffaflık; ve yönetim kurulu alanlarının hepsinde önemli zaafı vardır. Yatırımcı güveni zedelenebilir ve maddi zararlar oluşabilir.

Türkiye 'deki Kurumsal Yönetim İlkelerine Uyum Derecelendirme Kuruluşları (SPK, www.spk.gov.tr, 2019):

- Saha Kurumsal Yönetim ve Kredi Derecelendirme Hizmetleri A.Ş.
- Kobirate Uluslararası Kredi Derecelendirme ve Kurumsal Yönetim Hizmetleri A.Ş.
- JCR Avrasya Derecelendirme A.Ş.
- DRC Derecelendirme Hizmetleri A.Ş.

1.4.3.4 6102 Sayılı TTK ve Kurumsal Yönetim

1956 yılında 6762 sayılı kanun ile uygulamaya konan Türk Ticaret Kanunu günümüzün ihtiyaçlarına cevap vermediğinden değiştirilmesine ihtiyaç duyulmuştur. Bu kapsamda 1 Temmuz 2012 tarihinde 6102 sayılı kanun ile yeni TTK yürürlüğe girmiştir.

Yeni TTK, SPK'nın oluşturduğu kurumsal yönetim ilkelerini baz alınarak oluşturulmuştur. Yönetim kurulunda sermayedarlar haricinde profesyonellerin olması, bağımsız denetimin zorunlu olmasını ve risk yönetim komitesinin oluşturulması gibi yenilikler getirmiştir. Yeni TTK ile kurumsal uygulamalar sadece halka açık şirketlere değil diğer şirketler içinde uygulanabilir duruma gelmiştir. Böylelikle kurumsal yönetim uygulamaları tüm şirketler için yaygın ve uygulanabilir bir niteliğe kavuşmuştur (Tetik, 2013).

2 FİNANSAL PERFORMANSIN BELİRLENMESİ

Türkçe 'de başarıım anlamına gelen performans kelimesi dilimize İngilizce 'den geçmiştir. Detaylı olarak kelime anlamı; yapılması gereken belli bir iş veya görev bakımından gösterilen başarı derecesi şeklinde tanımlanmaktadır (Büyük Larousse, 1992).

Şirketlerin performanslarını ölçerken 3 yöntemden faydalanılabilir:

- Finansal Performans
- Finansal Olmayan Performans
- Yönetim muhasebesi

Bu üç yöntemden finansal performans ölçütlerinin daha genel geçer şekilde kullanılmasının nedeni daha objektif ve kesin sonuç üretmesinden ötürüdür. Finansal performans ölçütleri işletme için bütünsel değerlendirme imkanı sağlar.

2.1 FİNANSAL ANALİZ

Finansal analiz, çeşitli teknikler yardımı mali tablolardan elde edilecek analiz sonuçlarının işletmenin mali durumunu ve faaliyet sonuçlarını anlamayı sağlar.

Finansal analiz, işletmenin fon yapısını ve fon kullanımını bilanço ve gelir kalemleri arasındaki ilişkileri inceler ve buna göre doğru karar alınmasını sağlar.

Finansal analiz, bir işletmenin mevcut şartlar altında mali durumunu belirlemek ve gelecekte karşısına çıkacak şartlara göre mali durumu tahmin etmek için kullanılır (Olalı, 1977).

Finansal analizi neticesinde şirketlerden aşağıdaki gibi bilgiler elde edilir (Mucuk, 2001):

- Faaliyet sonuçları ölçümlenir
- Finansal performansı değerlendirilir
- Büyümler değerlendirilir
- Kaynak ve varlık ilişkisi ortaya konur
- Kaynak ve varlık bileşim oranı gösterilir
- Nakit akışı değerlendirilir

2.1.1 Yapan Kişi Bakımından Finansal Analiz Türleri

2.1.1.1 İç Analiz

İşletme içinde çalışanlar tarafından yapılan analiz türüdür. Bu kişiler; yöneticiler, muhasebeciler, işletme için denetçiler olabilir. Analizde işletme defterlerinden, kayıtlardan, belgelerden işlet içindeki tüm bilgi ve belgelerden faydalanılabilir (Çetiner, 1996)

2.1.1.2 Dış Analiz

İşletme dışı kişi ve kurumlarca yapılan analiz türüdür. Gerçek kişiler, tedarikçiler, bankalar, yatırımcılar olabilir. Bu analizde analistler işletmenin verdiği bilgi ve belgelerle analiz yapar. Bu nedenle dış analiz iç analize göre daha dar kapsamlıdır (Çetiner, 1996).

2.1.2 Kapsamı Bakımdan Analiz Türleri

Finansal analiz kapsamına göre ikiye ayrılır.

2.1.2.1 Statik Analiz

İşletmenin tek bir hesap dönemine ait finansalları kullanılarak yapılan analiz türüdür. Firma, kısa vadeli borçları karşılama gücünü, varlık yönetim etkinliği, firma karlılığı ,hisse senedi başına ödediği kar payları belli olur.

2.1.2.2 Dinamik Analiz

İşletmenin birden fazla dönemi kapsayan mali tablolar arasındaki ilişkileri karşılıklı olarak incelenmesidir (Çetiner, 1996). Böylelikle işletmeler kendilerini aynı sektördeki diğer firmalar ile karşılaştırarak durum analizi yapabilirler.

2.1.3 Analizin Yapılma Durumuna Göre Türleri

Finansal analiz , işletme ilgisinin gereksinimine göre üç farklı şekilde yapılabilir.

- Yönetim Analizi
- Yatırım Analizi
- Kredi Analizi

2.1.3.1 Yönetim Analizi

Yönetim faaliyetlerinin etkinliğini sağlayabilmek için alınacak kararları desteklemek için işletme yönetimi adına yapılan analizlerdir (Yaslıdağ, 2012).

Yönetim analizinin amaçları;

- İşletme faaliyetlerini değerlendirme
- Alınacak kararlara temel teşkil etme
- Hedeflere ulaşıp ulaşılmadığını değerlendirme

- İşletmenin tamamı veya departmanları için anahtar performans göstergelerini etüde etme

2.1.3.2 Yatırım Analizi

Yatırım analizi mevcut veya potansiyel tüm hissedarlar tarafından yapılabilir. İşletmenin özkaynak ve yabancı kaynakları arasındaki ilişkiyi görmek, karlılığı anlamak ve ileriki dönemlerdeki kazanma gücü, faiz ve borç ödeme yeterliliklerini belirlemek için kullanılır.

2.1.3.3 Kredi Analizi

İşletme yönetimi veya işletmeye kredi sağlayanlar tarafından yapılan, işletmenin likidite veya borç ödeme yeteneğini anlamak için yapılan analiz türüdür. Bilanço ve gelir tablosundan yararlanılarak analiz edilir (Gücenme, 2003).

2.1.4 Finansal Analiz Teknikleri

Finansal analiz, mali tablolardaki bilgilere analiz tekniklerinin uygulanmasıyla finansal analiz sonuçları elde edilip bunları yorumlayarak şirketin mali durumu ve faaliyetleri hakkında tahminlerde bulunulmasıdır.

Analizde aşağıdaki yaklaşımları uygulanmaktadır:

- Karşılaştırmalı Tablolar analizi (Yatay Analiz)
- Dikey Analiz (Yüzde Yöntemi İle Analiz)
- Trend (Eğilim Yüzdeleri) Analizi
- Oran (Rasyo) Analizi

2.1.4.1 Karşılaştırmalı Tablolar analizi (Yatay Analiz)

Bir işletmenin iki veya daha fazla dönemine ait mali tablolarının karşılaştırmalı olarak düzenlenmesi ve bu tablolardaki kalemlerin artış ve azalışlarının değerlendirilmesidir. Dinamik bir hesap türü olmasından ötürü belli bir hesap dönemine ait düzenlenen mali tablolardan daha anlamlıdır (Çetiner, 1996).

Karşılaştırmalı tablolar analizi şirketin mali tablolarını dönemler bazında analiz ettiğinden gelişimi ve performansı daha iyi gösterir. Bu gösterim sadece şirketin kendisi ile ilgilidir. Sonuçların doğru göstergeye sahip olması için aynı periyodlara sahip dönemler, aynı muhasebe ilke ve politikalarına göre incelenmelidir.

Dinamik bir analiz metodu olan bu teknik bir şirketin; varlık yapısı, finansal yapısı, karlılığı ve verimliliği hakkında önemli bilgiler sağlar.

2.1.4.2 Dikey Analiz (Yüzde Yöntemi İle Analiz)

Dikey analiz metodunda bilanço toplamı 100 kabul edilerek diğer kalemler bu değere bölünerek toplam içindeki yüzdesi hesap edilir. Gelir tablosunda ise net satışlar 100 kabul edilerek ve diğer kalemler bu değere bölünerek toplam içindeki yüzdesi hesap edilir (Akgüç, 2002).

Dikey analizin amacı şirketin bir yıllık süre zarfındaki faaliyetlerini etüd etme ve mali durumunu değerlendirmedir. Yatay analiz birden fazla yılın karşılaştırmasını yaptığı için dinamik bir analiz sonucu sağlarken, dikey analiz tek bir yıllla ilgilendiği için statik bir analiz sağlamış olur. Ancak dikey analizi yönteminde elde edilen yüzdesel oranlar diğer yıllarla mukayese edildiğinde zaman dinamik bir nitelik elde etmiş olur.

Dikey analiz yönteminin diğer analiz yöntemlerine göre artı yönleri vardır (Akgüç, 2002):

- Bu metod diğer metodlardan farklı olarak her bir finansal kalemin toplam içindeki görece önemini ifade eder

- Sadece tutarlar dikkate alınarak benzer sektördeki işletmelerin performansını mukayese etmek mümkün değildir. Dikey analiz metodu ile bu karşılaştırma yapılabilir.

Bu metod tek başına yeterli olmayacaktır. Diğer metodlarla birlikte değerlendirildiğinde daha başarılı sonuçlar doğuracaktır.

2.1.4.3 Trend (Eğilim Yüzdeleri Yöntemi) Analizi

Trend analizi, mali tablolarda yer alan bir kalemin zaman içinde göstermiş olduğu performansı tespit edilmesi ve incelenmesidir (Sevilengül, 1993).

Dinamik bir analiz türü olan bu metodla şirketin geçmiş dönemdeki performansları değerlendirilir ve geleceğe yönelik tahminlerde bulunulur. Bu teknikte bir baz yıl seçilir ve diğer yıllar bu yıldaki değere göre artış veya azalışları hesaplanır. Dönemlerin fazla sayıda olması ve enflasyon veya benzeri önemli etkilerden arındırılarak analize konu edilmesi analizin sağlıklı bir şekilde yapılmasını sağlayacaktır.

2.1.4.4 Oran (Rasyo) Analizi

Oran analizi, bir dönem içi hazırlanmış olan mali tablo kalemleri arasındaki ilişkileri matematiksel olarak açıklayan analiz türüdür. Oran analizi, işletmenin faaliyet sonuçlarını anlamada oldukça faydalı olan bir analiz türü olarak bir finans yöneticisinin fon ihtiyacını anlayabilmesine büyük katkı sağlar. İşletmenin oranlar aracılığı ile işletmenin ekonomik ve mali yapısı (finansal durumları, likidite, borç ödeme gücü, karlılık, verimlilik vb) hakkında değerlendirme gücü artar.

Mali tablo kalemleri arasındaki ilişkileri matematiksel olarak göstermek tek başına yeterli olmayacaktır. Önemli olan bu oranları anlamlı bir şekilde değerlendirilip yorumlanmasıdır (Akgüç, 2002).

Finansal analizde kullanılan oranlar hesaplanış şekline göre üçe ayrılır:

- İşletme içi mali oranlar: işletme tarafından yayınlanmış mali tablolardan elde edilen oranlar
- İşletme dışı mali oranlar: İşletme tarafından yayımlanmış veriler ile işletme dışından elde edilen veriler mukayese edilerek bulunan oranlardır.
- Sektör mali oranları: işletmenin aynı sektörde yer aldığı diğer firmaların mali değerleriyle birlikte hesaplanan oranlardır. Sonrasında işletmenin kendi oranları mukayese edilir.

Oran analizi kullanılırken aşağıdaki hususlara dikkat edilmelidir (Çubuk & Lazol, 2002) :

- Oran analizinde gerekli olmayan oranlar kullanılmamalıdır
- Oranlar doğru bir şekilde amacına göre yorumlanmalıdır
- Oranlar üzerinde mevsimlik dalgalanmaların etkisi göz önünde bulundurulmalıdır
- Oranlarda değişikliklerin sebepleri ve işletme için önemi doğru değerlendirilmelidir
- Oranlardaki değişim ek bilgilerle beraber yorumlanmalıdır
- Oranlar değerlendirilirken işletmenin geçmiş değerleri ve sektör ortalamaları da beraber değerlendirilmelidir
- Oranlar ile sadece geçmiş değil , gelecek içinde doğru tahmin edilmeye çalışılmalıdır

2.1.4.4.1 Likidite Oranları

Likidite, bir varlığın en hızlı ve en az maliyetle nakde dönüşünü özelliğini ifade eder (Ceylan & Korkmaz, 2012). Şirketin kısa vadeli borçlarını ödeyebilme ve işletme sermayesinin yeterli olup olmadığının belirlenmesinde kullanılır.

Likidite oranları işletmenin varlık durumun güven derecesini ve işletmenin likidite durumunun ne durumda olduğunu anlatan oranlardır.

Likidite oranları ile birlikte şirket yöneticileri ve işletmeye sermaye sağlayan paydaşlar şirketin kısa vadeli borçlarını ödeyip ödeyemeyeceğini anlayabilirler.

İşletme kısa vadeli borçları ödeyebilmek için yabancı kaynaklarını ve dönen varlıklarını bir denge içerisinde yönetmelidir. Likidite analizleri bu dengeyi anlayabilmek için kullanılır. Dönen varlıklar ile kısa vadeli borçlar arasında fark net işletme sermayesini ifade eder. Diğer bir deyişle, bir işletmenin normal faaliyet döngüsü içerisinde paraya dönüşebilecek varlıkları ile bu süreç içinde bunlarla ilgili ödeyeceği borçları arasındaki farktır.

2.1.4.4.1.1 Cari Oran

Cari oran bir işletmenin kısa vadeli borçlarını karşılama gücünü ifade eder. Bu oran dönen varlıklar ile kısa vadeli yabancı kaynaklar arasındaki ilişkiyi gösterir. İşletmenin her bir birimlik borcuna karşılık kaç birim dönen varlığı olduğunu gösterir (Çetiner, 1996).

$$= \frac{\text{Dönen Varlıklar}}{\text{Kısa Vadeli Yabancı Kaynaklar}}$$

Genel olarak oranın 2 olması yeteri bulunur. İşletmenin dönen varlıklarının kısa vadeli borçlarının 2 katı olduğunu gösterir. Türkiye’de bu oran genel kredi politikası sebebi ile genelde 1,5 ‘a kadar geldiği görülebilir. Nedeni ise genelde kredi kullanımının kısa vadeli olmasıdır. Oranın 2 ‘den büyük olması ödeme gücünün yüksek olduğu anlamına gelebilir. Ancak bu durum işletmenin atıl fonun oluştuğu anlamına da gelebilir (Akdoğan N. , Finansal Tablolar ve Mali Analiz Teknikleri, 2001).

Bu nedenle stokların nakde dönüş hızını dikkate alan ve likiditeyi biraz daha azaltan asit-test oranı da kullanılmaktadır.

2.1.4.4.1.2 Asit -Test Oranı

Firmanın kısa vadeli borçlarını ödeme yeterliliğini anlayabilmek için diğer dönen varlık kalemlerine göre daha uzun sürede likid hale dönüşen stokların çıkarılması gerekecektir. Stoklar nakit ve alacaklara göre daha az likid varlıklardır (Çetiner, 1996).

$$= \frac{\text{Dönen Varlıklar} - \text{Stoklar}}{\text{Kısa Vadeli Yabancı Kaynaklar}}$$

veya

$$= \frac{\text{Dönen Varlıklar} - (\text{Stoklar} + \text{Diğer Dönen Varlıklar})}{\text{Kısa Vadeli Yabancı Kaynaklar}}$$

Bu oranın 1 olması yeterli görülebilir. Stoklar dışında kalan varlıkların kısa vadeli borçların ödeme gücünü gösterir. Bu oranın 1'in altında kalması kısa vadeli borçları ödeme gücünde bir zayıflama olduğunu gösterir. Türkiye'de finansman sağlamak amacıyla alınan krediler genelde kısa vadeli olduğu için bu oranın 0,80 olması ülkemizde normal kabul edilebilir.

2.1.4.4.1.3 Nakit Oranı

İşletmenin beklenmedik durumlarda (ekonomik kriz, durgunluk vb) tahsilatlarda zorlanması ve satışların istenildiği gibi yapılamadığı durumlarda borçlarının ne kadarını ödeyebileceğini gösteren orandır. Nakit ile nakit benzeri menkul kıymetlerin kısa vadeli borçlara oranını ifade eder (Akdoğan N. , Finansal Tablolar ve Mali Analiz Teknikleri, 2001).

İşletmenin alacaklarını tahsil edemediği ve stoklarını paraya çeviremediği durumlarda kısa vadeli borçlarını para ve benzeri değerlerle karşılayabileceğini ifade eder.

$$= \frac{\text{Nakit ve Nakit Benzerleri} + \text{Menkul Kıymetler}}{\text{Kısa Vadeli Yabancı Kaynaklar}}$$

Bu oranın gelişmiş ülkelerde 0,20 'nin altına düşmemesi beklenir. Ancak Türkiye'de kısa vadeli borçlanma oranı yüksek olduğu için bu oran 0,20'nin altında olabilmektedir. Oranın çok altında veya çok üstünde olması fizibil değildir. Oranın 0,20'nin üstünde olması nakit kullanımının iyi planlanmadığını, oranın 0,20'nin altında olması ise işletmenin nakit sıkıntısı içinde olabileceğini gösterir (Akdoğan N. , Finansal Tablolar ve Mali Analiz Teknikleri, 2001).

2.1.4.4.1.4 Stoklar/Dönen Varlıklar Oranı

Bu oran dönen varlıklar içinde stokların hangi oranda yer bulduğunu ifade eder. 0,50 oranında olması beklenir.

$$= \frac{\text{Stoklar}}{\text{Dönen Varlıklar}}$$

2.1.4.4.1.5 Stoklar/Varlık (Aktif) Toplam Oranı

Bu oran toplam aktif varlıklar içinde stokların hangi oranda bulunduğunu ifade eder. Oranı sektöre ve firmaya göre değişkenlik gösterebilir.

$$= \frac{\text{Stoklar}}{\text{Aktif Varlık Toplamı}}$$

2.1.4.4.1.6 Stok Bağımlılık Oranı

İşletme kısa vadeli borçların ödeyebilmek için stoklarını satabiliyor olması gerekir. Bu oran bir işletmenin kısa vadeli borçların ödenmesinde stoğa ne derecede bağlı olduğunu gösterir.

$$= \frac{\text{Kısa Vadeli Borçlar} - (\text{Nakit ve Nakit Benz.} + \text{Fin. Yat.} + \text{Tüm Alacak.})}{\text{Stoklar}}$$

Bu oranın ne olması gerektiği konusunda belli bir standarttan bahsedilemez. Ayrıca bu oran aşağıdaki şekilde de ifade edilebilir.

$$\text{Stokların Net Çalışma Sermayesine Oranı} = \frac{\text{Stoklar}}{\text{Net Çalışma Sermayesi}}$$

2.1.4.4.1.7 Kısa Vad.Alac./Dönen Varlık.Oranı

Bu oran toplam dönen varlık içindeki kısa vadeli alacakların oranını ifade eder. Oranın ne olması gerektiği konusunda belirli bir değer söylemek doğru değildir.

$$= \frac{\text{Kısa Vad. Alac.} + \text{Diğ. Kısa Vad. Alac.}}{\text{Dönen Varlıklar}}$$

2.1.4.4.1.8 Kısa Vad.Alac./Varlık (Aktif) Toplamı Oranı

Bu oran kısa vadeli alacakların toplam aktif varlıklar içindeki oranını ifade eder.

$$= \frac{\text{Kısa Vad. Alac.} + \text{Diğ. Kısa Vad. Alac.}}{\text{Aktif Varlık Toplamı}}$$

2.1.4.4.2 Finansal Yapı Oranları

Bir işletmenin finansal ihtiyaçları özkaynak ve yabancı kaynaklarla sağlanır. Finansal yapı oranları özkaynaklarla yabancı kaynaklar arasındaki ilişkiyi, özkaynak ve yabancı

kaynaklardan yararlanma derecesini gösterir. Bir işletmede özkaynakların yabancı kaynaklardan yüksek olması olumlu, düşük olması ise riskli bir durumdur (Çetiner, 1996).

2.1.4.4.2.1 Yabancı Kay. Top./Varlık (Aktif) Top. Oranı (Kaldıraç Oranı)

Bu oranın 1 olması beklenir. Oranın 1 'den büyük olması işletmeye borç veren kuruluşların sermayedarlara göre daha fazla yük altına girdikleri gösterir. Oranın 1'den küçük olması ise sermayedarların işletmeye borç verenlerden daha fazla yatırım yaptıkları anlamını taşır.

$$= \frac{\text{Kısa Vad. Yab. Kaynaklar} + \text{Uzun Vad. Yab. Kaynaklar}}{\text{Aktif Varlık Toplamı}}$$

2.1.4.4.2.2 Özkaynak/Varlık (Aktif) Toplam Oranı

Bu oran varlıkların ne kadarının özkaynaklarla finanse edildiğini gösterir. Bu oranın %50 civarında olması beklenir. Ancak Türkiye gibi gelişmekte olan ülkelerde %50 nin altında olabilir. Kredi verenler açısından işletmenin riskli olmaması adına yüksek olması beklenir.

$$= \frac{\text{Öz Kaynak}}{\text{Aktif Varlık Toplamı}}$$

2.1.4.4.2.3 Özkaynak/Yabancı Kaynak Toplam Oranı

Finansman oranı olarak da ifade edilen bu oran yabancı kaynakların işletmenin öz kaynağı ile olan ilişkisini gösterir. Eğer toplam yabancı kaynaklar özkaynaklardan büyükse işletmenin yüksek faiz yükü ile karşı karşıya kalabileceği, alacakların tahsil edilememesi

durumunda öz sermayenin eriyeceği ve borç baskısının artacağı söylenebilir. Oranın 1 olması istenir.

$$= \frac{\text{Öz Kaynak}}{\text{Yabancı Kaynak Toplamı}}$$

2.1.4.4.2.4 Kısa Vadeli Yabancı Kaynaklar / Kaynak (Pasif) Toplamı Oranı

Bir işletmenin sermayedar finansmanı (özkaynak) hariç, tüm finansmanın yüzde kaçının kısa vadeli yabancı kaynaklar tarafından finanse edildiğini belirtir. Üretim işletmelerinde %30' dan fazla olmaması istenir. Üretim işletmeleri genel olarak duran varlık ağırlıklı yapıda olduğu için finansmanı uzun vadeli veya öz sermaye ile tamamlaması istenir.

$$= \frac{\text{Kısa Vadeli Yabancı Kaynaklar}}{\text{Toplam Kaynak (Pasif) Toplamı}}$$

Ülkemiz gibi gelişmekte olan ülkeler için bu oran %50 'ye kadar çıkabilir.

2.1.4.4.2.5 Uzun Vadeli Yabancı Kaynaklar/ Kaynak (Pasif) Toplamı Oranı

Özkaynak hariç, bir işletmenin finansmanının ne kadarının uzun vadeli kaynaklar tarafından finanse edildiğini gösterir. Genel olarak %20 seviyesinde olması kabul edilir. Gelişmekte olan ülkeler için bu oran daha düşük kabul edilebilir.

$$= \frac{\text{Uzun Vadeli Yabancı Kaynaklar}}{\text{Toplam Kaynak (Pasif) Toplamı}}$$

2.1.4.4.2.6 Uzun Vadeli Yabancı Kaynaklar/Devamlı Sermaye Oranı

Bu oran devamlı sermaye hesaplamasındaki uzun vadeli yabancı kaynağın ağırlığını gösterir

$$= \frac{\text{Uzun Vadeli Yabancı Kaynaklar}}{\text{Uzun Vadeli Yabancı Kaynaklar} + \text{Öz Sermaye}}$$

2.1.4.4.2.7 Maddi Duran Varlık/Özkaynak Oranı

Bu oran işletmenin öz sermayesi ile maddi duran varlıkları ne oranda finanse ettiğini göstermektedir.

$$= \frac{\text{Maddi Duran Varlık (net)}}{\text{Öz Sermaye}}$$

Bu oran hesaplanırken maddi duran varlıklardan birikmiş amortisman düşülür ve öz sermaye tutarından da maddi olmayan duran varlıklar için varsa aktifleştirilmiş tutar düşülerek kalan tutar hesaba alınır (Akdoğan N. , Finansal Tablolar ve Mali Analiz Teknikleri, 2001).

Oranın yüksek çıkması işletmeye kredi verenlerce olumlu karşılanmaz. Maddi duran varlıkların daha çok uzun vadeli kredilerle finanse edilmesi, öz sermayenin ise işletme sermayesinde kullanılması istenir.

2.1.4.4.2.8 Maddi Duran Varlık/Uzun Vadeli Yabancı Kaynak

Maddi duran varlıkların ne kadarlık bir kısmının uzun vadeli kaynaklarla finanse edildiği ifade eden orandır. Oranın yüksek olması olumludur. Efektif bir finansal yönetim için oranın 1'e yakın çıkması gerekir.

$$= \frac{\text{Maddi Duran Varlıklar}}{\text{Uzun Vadeli Yabancı Kaynaklar}}$$

2.1.4.4.2.9 Duran Varlıklar/Yabancı Kaynaklar Toplam Oranı

Duran varlıkların toplam yabancı kaynaklara oranını ifade eder. Oranın yüksek olması önemlidir. Ancak kısa vadeli yabancı kaynakların ağırlığına da beraber bakmak gerekir.

$$= \frac{\text{Duran Varlıklar}}{\text{Kısa ve Uzun Vadeli Yabancı Kaynaklar}}$$

2.1.4.4.2.10 Duran Varlıklar/Özkaynak

Bu oran aktifteki toplam duran varlıkların öz kaynağa olan oranını ifade eder. Standart bir oranı yoktur

$$= \frac{\text{Duran Varlıklar}}{\text{Öz Kaynak}}$$

2.1.4.4.2.11 Duran Varlıklar/Devamlı Sermaye Oranı

Duran varlıkların ne oranda devamlı sermaye ile finanse ettiğini gösterir. Standart bir oranı yoktur.

$$= \frac{\text{Duran Varlıklar}}{\text{Öz Sermaye} + \text{Uzun Vadeli Yabancı Kaynaklar}}$$

2.1.4.4.2.12 Kısa Vadeli Yabancı Kaynaklar/Yabancı Kaynaklar Toplam Oranı

İşletmenin kısa vadede nakit sıkıntısına girmemesi için bu oranın düşük olması beklenir. İşletmenin faaliyette bulunduğu sektöre göre oran standartı değişkenlik gösterebilir.

$$= \frac{\text{Kısa Vadeli Yabancı Kaynaklar}}{\text{Yabancı Kaynaklar Toplamı}}$$

2.1.4.4.2.13 Banka Kredileri/Varlık (Aktif) Toplamı Oranı

Bu oranın düşük çıkması istenir. İşletmenin varlık edinirken ne kadar kredi kullandığını gösterir.

$$= \frac{\text{Banka Kredileri}}{\text{Aktif Varlık Toplamı}}$$

2.1.4.4.2.14 Kısa Vad.Banka Krd./Kısa Vadeli Yabancı Kaynaklar Oranı

Tüm kısa vadeli kredilerin toplam kısa vadeli yabancı kaynak içindeki oranını gösterir. Kısa vadeli borçlanmanın ne kadarının kredilerle yapıldığını gösterir.

$$= \frac{\text{Kısa Vad.Banka Krd.}}{\text{Kısa Vadeli Yabancı Kaynaklar}}$$

2.1.4.4.2.15 Banka Kredileri/Yabancı Kay. Toplamı Oranı

Bu oran banka kredilerinin toplam yabancı kaynaklar içindeki payını ifade eder.

$$= \frac{\text{Kısa Vad.Banka Kre.+Uz Vad.Kre.Anapara ve Taksit ve Faizleri+Uzun Vad.Banka Kre.}}{\text{Kısa Vad.Yab.Kay.+Uz Vad.Yab.Kay.}}$$

2.1.4.4.2.16 Dönen Varlıklar/Aktif (Varlık) Toplamı Oranı

Bilançonun aktif toplamı toplamı içinde dönen varlıkların oranını ifade eder. Oranın yüksek veya düşük çıkması işletmenin içinde bulunduğu faaliyet kolu ile ilgilidir. Buna göre olumlu veya olumsuz olarak değerlendirilebilir.

$$= \frac{\text{Dönen Varlıklar}}{\text{Varlık (Aktif) Toplamı}}$$

2.1.4.4.2.17 Mad.Duran Var.(Net) / Varlık (Aktif) Toplamı Oranı

Aktif toplam içindeki maddi duran varlık oranını ifade eder. Sanayi şirketleri için oranın yüksek çıkması beklenirken hizmet şirketlerinde oran düşük çıkabilir. Oranın yüksek veya düşük çıkmasının olumlu veya olumsuz oluşu işletmenin içinde bulunduğu sektöre göre değişkenlik gösterebilir.

$$= \frac{\text{Mad. Duran Var. (Net)}}{\text{Varlık (Aktif) Toplamı}}$$

2.1.4.4.3 Faaliyet Oranları

İşletmenin faaliyetlerini yürütürken kullandığı aktif ve pasif varlıkların efektif bir şekilde kullanılıp kullanılmadığını ölçümlemeye yarayan oranlardır.

Bu oranlar genel olarak işletmenin karlılığını ya da likiditesini göstermez. Ancak varlıkların efektif kullanımını ölçümleyerek karlılık ve likidite oranlarının anlaşılmasını kolaylaştıran oranlar olarak işlev görür.

2.1.4.4.3.1 Stok Devir Hızı

Bir işletmenin stoklarının bir yıl içinde kaç defa satılıp nakde dönüştüğünü gösteren orandır. İşletmenin stok politikasını doğru olup olmadığı konusunda fikir verir. Stoklar dönen varlıklar içinde likiditesi en az olan kalemdir. İşletmenin kısa vadeli borçlarını ödeyebilmesinde önemli bir rol oynamaktadır.

veya

$$= \frac{\text{Satışların Maliyeti}}{\text{Ortalama Stoklar}}$$
$$\frac{\text{Net Satışlar}}{\text{Ortalama Stoklar}}$$

Ortalama stok aşağıda şekilde hesaplanır.

$$= \frac{(\text{Dönem Başı Stok} + \text{Dönem Sonu Stok})}{2}$$

360 gün veya 12 ay stok devir hızına bölüldüğünde stoğun gün/ay cinsinden kaç gün satılmadan stokta kaldığını söyleyebiliriz (Çetiner, 1996).

$$\text{Stokta Kalma Süresi} = \frac{360 \text{ gün veya } 12 \text{ ay}}{\text{Stok Devir Hızı}}$$

Stok devir hızı hesaplanırken mevsimsellik, sektör gibi stok devir hızını etkileyen konular göz önünde bulundurulmalıdır.

2.1.4.4.3.2 Alacak Devir Hızı

Bu oran işletmenin kredili satışlarına bağlı tahsilat becerisini ortaya koymaktadır. Oranın yüksek çıkması olumludur. Ancak doğru anlamak için işletmenin geçmiş yılları ve aynı sektördeki ortalamalarına bakmak gerekir.

$$= \frac{\text{Kredili Satışlar}}{\text{Ortalama Ticari Alacaklar}}$$

Ortalama ticari alacaklar;

$$\frac{\text{Dönem Başı Tic. Alacak} + \text{Dönem Sonu Tic. Alacak}}{2}$$

Eğer kredili satışların tespiti zor ise net satışlar tutarı kullanılabilir.

Oranın yüksek çıkması durumunda işletme düşük cari orana sahip olsa bile borçlarını ödeyememe riski ile karşılaşmaz (Çetiner, 1996). Ayrıca oranın yüksek olması işletme sermayesinin daha az bir kısmının alacaklara bağlandığını ve işletmenin daha az finansmana gereksinim duyduğunu gösterir (Akdoğan N. , Finansal Tablolar ve Mali Analiz Teknikleri, 2001).

Alacak tahsil süresi hesaplaması için;

$$= \frac{360 \text{ gün veya } 12 \text{ ay}}{\text{Alacak Devir Hızı}}$$

2.1.4.4.3.3 Çalışma Sermayesi Devir Hızı

İşletmenin bir birimlik dönen varlığı ile kaç birimlik net satış üretebildiğini gösteren orandır. Oranın yüksek çıkması önemlidir. Yüksek oran işletmenin az sermaye ile yüksek hacimli iş yapabildiğini gösterir.

$$= \frac{\text{Net Satışlar}}{\text{Dönen Varlıklar}}$$

2.1.4.4.3.4 Net Çalışma Sermayesi Devir Hızı

İşletmenin bir birimlik net işletme sermayesi ile kaç birimlik satış hacmi yaratabildiğini gösteren orandır. Oranın yüksek olması olumludur.

$$= \frac{\text{Net Satışlar}}{\text{Ortalama Net İşletme Sermayesi}}$$

Net işletme sermayesi;

$$= \text{Dönen Varlıklar} - \text{Kısa Vadeli Yabancı Kaynaklar}$$

Ortalama net işletme sermayesi;

$$= \frac{\text{Dönem Başı NİŞ} + \text{Dönem Sonu NİŞ}}{2}$$

2.1.4.4.3.5 Maddi Duran Varlık Devir Hızı

Bu oran maddi duran varlıkların ne derecede verimli kullanıldığını gösterir. Oranın yüksek olması maddi duran varlıkların efektif kullanıldığını, oranın düşük olması ise maddi duran varlıkların efektif kullanılmadığını gösterir (Çubuk & Lazol, 2002).

$$= \frac{\text{Net Satışlar}}{\text{Maddi Duran Varlıklar (Net)}}$$

Maddi duran varlıklar amortismanı düşüldükten sonra hesaplamaya konu edilmelidir (Çetiner, 1996). Maddi duran varlıklarla ilgili bir değerlendirme, enflasyonla ilgili bir düzeltme yapıp yapılmadığına bakılmalı ve işletmenin o dönemde yatırım dönemi içinde olup olmadığı kontrol edilmelidir (Akdoğan N. , Finansal Tablolar ve Mali Analiz Teknikleri, 2001).

2.1.4.4.3.6 Özkaynak Devir Hızı

İşletmenin net satışlarını özkaynakları ile oranlayarak özkaynak verimliliğini ölçer. Oran yorumlanırken işletmenin geçmiş yıl performansı ve içinde bulunduğu sektör karşılaştırmaları yapılarak değerlendirilmelidir.

$$= \frac{\text{Net Satışlar}}{\text{Ortalama Özkaynak}}$$

Oranın yüksek olması olumludur. İşletmenin özkaynakları ne derece verimli kullanarak ne kadar satış yapabildiğini gösterir. Düşük oran ise yetersiz özkaynak ve yüksek borçlanma belirtisi anlamı taşıyabilir. Diğer oranlarla beraber değerlendirilmesi gerekir (Akdoğan & Tenker, Finansal Tablolar ve Mali Analiz Teknikleri, 2007).

2.1.4.4.3.7 Aktif Devir Hızı

İşletmenin toplam aktifleri ile yarattığı satış hacmini ifade eder. Oranın yüksek çıkması önemlidir. İşletmenin aktiflerini ne derece etkin kullandığını gösterir. Sanayi sektöründeki bir firmanın aktif devir hızı hizmet sektöründeki bir firmaya göre daha düşük çıkacaktır. Bu durum karlılıkta da kendini göstermekte ve aktif devir hızı düşük olan firmaların karlılıkları da düşük olmaktadır (Akgüç, 2002).

$$= \frac{\text{Net Satışlar}}{\text{Ortalama Aktif Toplam}}$$

2.1.4.4.4 Karlılık Oranları

Hissedarlar ve kredi yoluyla işletmeye borç gerçek veya tüzel kişiler işletmelerin kuruluş amacına uygun olarak kar hedefi gütmelerini bekler. İşletmeler karlılığını yüksek tutmak için gider ve maliyetlerini en düşük seviyede, satışlarını ise en yüksek seviyede tutmak ister.

Karlılık oranları, özkaynak, , varlık ve yabancı kaynak ne oranda efektif kullanıldığını ve işletmenin faaliyetleri sonucunda ne derecede karlı çalışıldığını gösterir.

Karlılık oranları aşağıdaki gibidir.

2.1.4.4.4.1 Net Kar / Özkaynak Oranı

Bu oran bir işletmenin bir bakıma başarı ölçüsüdür. İşletme hissedarlarının işletmeye koymuş oldukları fonların ne derece efektif kullanılmış olduğunu gösteren orandır. Mali rantabilite olarak da adlandırılır.

Oran hesaplamasında özkaynağın dönem başı ve dönem sonu değerleri arasında önemli fark yok ise dönem sonu değeri dikkate alınır. Oranın yüksek olması olumludur. Daha doğru hesaplama için kurumlar vergisi ve gelir vergisi oranını hesaplamaya dahil etmeden bakma gerekebilir (Çetiner, 1996).

$$= \frac{\text{Dönem Net Karı}}{\text{Özkaynak}}$$

veya

$$= \frac{\text{Vergi Öncesi Kar}}{\text{Özkaynak}}$$

2.1.4.4.2 Ekonomik Rantabilite

Oranın yüksek olması olumludur.

$$= \frac{\text{Vergiden Önceki Kar} + \text{Finansman Gideri}}{\text{Kaynak (Pasif) Toplam}}$$

2.1.4.4.3 Net Kâr/Varlık (Aktif) Top.Oranı

İşletme aktiflerinin ne derece etkin kullanıldığını gösteren orandır. Ancak aktiflerin ne şekilde finanse edildiğini anlaşılmadığı için tek başına yeteri kadar anlamlı olmayacaktır (Akgüç, 2002).

$$= \frac{\text{Net Kar}}{\text{Aktif Varlık Toplamı}}$$

2.1.4.4.4 Faaliyet Karı/Net Satış Tutarı

Bu oran işletmenin esas faaliyet karını satışa göre ölçmektedir. İş hacmi rantabilitesi olarak da adlandırılır. Bir birim satış başına düşen karı gösterir orandır. Oran yorumlanırken önceki dönem verilerine ve sektör ortalamalarını beraber değerlendirmek gerekir (Akdoğan & Tenker, Finansal Tablolar ve Mali Analiz Teknikleri, 2007).

$$= \frac{\text{Faaliyet Karı}}{\text{Net Satış Tutarı}}$$

2.1.4.4.5 Brüt Satış Karı/Net Satış Oranı

Bir birim net satıştan kaç birim brüt satış karı elde edildiğini gösteren orandır. Oranın yüksek olması brüt satış karlılığının yüksek olduğunu gösterir. Önceki dönem veriler ve sektör ortalamalarıyla beraber değerlendirmek gerekir.

$$= \frac{\text{Brüt Satış Karı}}{\text{Net Satış}}$$

2.1.4.4.6 Net Kar/Net Satış Oranı

Her bir birim satıştan elde edilen net karı gösteren orandır. Oranın yüksek olması şirket verimliliğini göstermektedir. Oranın %20 ve üstü olması iyi olarak yorumlanır. Önceki dönemler ve sektör ortalaması ile mukayese edilmesi daha anlamlı sonuçlar doğuracaktır.

$$= \frac{\text{Net Kar}}{\text{Net Satışlar}}$$

2.1.4.4.4.7 Satılan Malın Maliyeti/ Net Satış Oranı

Oranın düşük olması olumlu sonuç göstergesidir. İşletmenin geçmiş yılları ve sektör ortalamalarıyla beraber değerlendirildiğinde olumlu sonuç verecektir.

$$= \frac{\text{Satılan Malın Maliyeti}}{\text{Net Satışlar}}$$

2.1.4.4.4.8 Faiz ve Vergi Öncesi Kar/Net Satışlar

Bir işletmede net satışların , işletmenin faiz gideri ve vergi öncesi karının karşılama oranını göstermektedir.

$$= \frac{\text{Faiz ve Vergi Öncesi Kar}}{\text{Net Satışlar}}$$

2.1.4.4.4.9 Faaliyet Giderleri/Net Satış Oranı

İşletmenin her bir birimlik satışı karşılığında kaç birim gider ödeyebildiğini gösteren orandır. Oranın sektöre ortalamaları ve firmanın geçmişi ile analiz ettiğimizde anlamlı sonuç çıkacaktır.

$$= \frac{\text{Faaliyet Giderleri}}{\text{Net Satışlar}}$$

2.1.4.4.10 Finansman Gideri/Net Satış Oranı

İşletmenin faiz giderini ödeyebilme gücünü gösterir. Düşük olması istenir. Yatırım döneminde yüksek çıkabilir. Değerlendirme yapılırken salt değerleri değil işletme ile ilgili diğer bilgileri de gözetmek gerekir.

$$= \frac{\text{Finansman Gideri}}{\text{Net Satışlar}}$$

2.1.4.4.5 Borsa Performans Oranları

Borsa performans oranları uygulama bakımında kolay ve borsaya kote şirketlerin kendi kendine ve mukayeseli analizini kolaylaştırdığı için tercih edilmektedir. Muhasebe ve muhasebe dışında elde edilen veriler ile ölçülmektedir.

2.1.4.4.5.1 Fiyat/Kazanç Oranı

Fiyat /kazanç oranı hesaplanması kolay ve etkin bir piyasada sonucunun doğru olması sebebi ile tercih edilen bir yöntemdir. Bir hisse senedi fiyatının hisse senedi kazancının kaç katı olduğunu gösteren orandır. Yatırımcının bir hisse başına ne kadar sermaye ödediğine karşılık ne kadar kazandığını gösteren orandır.

$$= \frac{\text{Hisse Senedi Piyasa Fiyatı}}{\text{Hisse Senedi Başına Kar}}$$

Fiyat/kazanç oranı; Etki bir piyasada gerçeğe yakın sonuç verir, hesaplanırken gerçek veriler kullanılır, hesaplaması kolaydır, kar eden tüm firmalarda kullanılabilir.

Oranın yüksek ya da düşük olmasının oransal standartı yoktur. Firmanın kendi mali verileri ve sektörüne göre farklı yorumlar kazanabilir.

2.1.4.4.5.2 Kar Payı Verimi Oranı

Bir hisse senedi için ödenen tutarın karşılığında bir hisse senedi için dağıtılan karın hesaplamasında kullanılır.

$$= \frac{\text{Hisse Senedi Başına Düşen Kar Payı}}{\text{Hisse Senedi Borsa Fiyatı}}$$

2.1.4.4.5.3 Piyasa Değer/Defter Değeri Oranı

Oranın düşük ya da yüksek olmasının neticesi yorumlamak durumsallık gerektirir. Düşük veya yüksek olması tek başına anlam ifade etmez. Sektör ortalamalarını incelemek ve diğer mali verileri ile birlikte analiz ederek bir sonuç çıkarmak gerekir (Akdoğan N. , Finansal Tablolar ve Mali Analiz Teknikleri, 2001).

$$= \frac{\text{Hisse Senedi Piyasa Fiyatı}}{\text{Hisse Başına Defter Değeri}}$$

2.1.4.4.5.4 Hisse Başına Kar Oranı

İşletmenin sermayedarlarının yaptıkları yatırımların yeterli geliri sağlayıp sağlamadığı bu oran ile anlaşılır. Her bir hisse senedi başına düşen kar tutarı oran ile gösterilir (Çetiner, 1996).

$$= \frac{\text{Dönem Net Karı}}{\text{Hisse Senedi Sayısı}}$$

3 TOPSİS METODU VE PANEL VERİ

3.1 TOPSİS METODU

TOPSİS (Technique for Order Preference by Similarity to Ideal Solution) metodu Ching-Lai Hwang ve Yoon tarafından 1981’de araştırılmaya başlanan, Yoon’un tarafından 1987 yılında daha da geliştirdiği çok kriterli bir karar analiz yöntemidir. 1992 yılında ortaya konulmuştur (Eleren & Karagül, 2008).

TOPSİS metodu çok amaçlı karar verme yöntemlerinden biridir. Bu yöntem kar , maliyet, üretim, işgücü gibi işletme konularında kullanılabileceği gibi özellikle performans analizinde de kullanılabilir (Köse & Bülbül, 2011).

Bu yöntem “pozitif ideal çözümden en kısa mesafe ve negatif ideal çözümden en uzak mesafe alternatiflerinin seçilmesine dayanmaktadır. Pozitif-ideal çözüm; ulaşılabilir bütün en iyi kriterlerin bileşimidir. Negatif-ideal çözüm ise ulaşılabilir en kötü ölçüt değerlerinden oluşur. Bu yöntemdeki tek varsayım, her ölçütün ya monoton artan ya da monoton azalan tek yönlü bir faydası olduğu varsayımdır” (Köse & Bülbül, 2011). İdeal çözüme ulaşamaz ise , ideal çözüme en yakın nokta seçilir.

Uygulama aşamaları aşağıdaki gibidir.

1. Adım: Karar Matrisi Oluşturularak Normalize Edilmiş Değerlerin Hesaplanması

“Önce satırlarında üstünlükleri sıralanmak istenen karar noktaları, sütunlarında ise karar vermede kullanılacak değerlendirme faktörlerinin yer aldığı A başlangıç matrisi oluşturulur” (Köse & Bülbül, 2011).

$$A_{ij} = \begin{bmatrix} a_{11} & a_{12} & \cdots & a_{1n} \\ a_{21} & a_{22} & \cdots & a_{2n} \\ \vdots & \vdots & \ddots & \vdots \\ a_{m1} & a_{m2} & \cdots & a_{mn} \end{bmatrix}$$

Matriste m alternatif sayısını n kriter sayısını göstermektedir. A matrisinin elemanlarından faydalanılarak ve aşağıdaki formül kullanılarak normalize edilmiş değerler hesaplanır.

$$r_{ij} = \frac{a_{ij}}{\sqrt{\sum_{i=1}^m a_{ij}^2}} \quad i = 1, \dots, m \quad j = 1, \dots, n$$

$$R_{ij} = \begin{bmatrix} r_{11} & r_{12} & \cdots & r_{1n} \\ r_{21} & r_{22} & \cdots & r_{2n} \\ \vdots & \vdots & \ddots & \vdots \\ r_{m1} & r_{m2} & \cdots & r_{mn} \end{bmatrix}$$

2. Adım : Ağırlıklandırılmış Normalize Edilmiş Karar Matrisinin Hesaplanması

Önce değerlendirme faktörlerine ilişkin ağırlık dereceleri (W_j) belirlenir. Daha sonra bir önceki aşamada hesaplanan normalize edilmiş değerler, W_j değerleri ile çarpılarak ağırlıklandırılmış normalize edilmiş değerler bulunur.

$$V_{ij} = W_j r_{ij}, \quad i = 1, 2, \dots, m \quad j = 1, 2, \dots, n$$

3. Adım: Pozitif-İdeal Çözümün ve Negatif-İdeal Çözümün Belirlenmesi

Ağırlıklı normal değerlere göre pozitif-ideal çözüm ($+A$) ve negatif-ideal çözüm ($-A$) değerleri bulunur. $+A$ ve $-A$ ağırlıklandırılmış normalize edilmiş değerler cinsinden tanımlanır.

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

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

Formüllerde J_1 fayda (maksimizasyonu), J_2 ise kayıp (minimizasyonu) değerini gösterir. Burada, V_j^+ , bütün mümkün alternatifler arasında j 'inci değer için en iyi değer, V_j^- ise bütün alternatifler arasında j 'inci ölçüt için en kötü değerdir.

4. Adım: Alternatifler Arasındaki Mesafe Ölçülerinin Hesaplanması

Alternatifler arasındaki mesafe, n boyutlu Öklit (Euclidean) uzaklık metodundan faydalanılarak bulunur. Her alternatifin negatif ideal çözüme göre olan mesafesi (S_i^-) ve her alternatifin pozitif ideal çözüme göre olan mesafesi (S_i^+) aşağıdaki formüllerle gösterilir.

$$S_i^+ = \sqrt{\sum_{j=1}^n (V_{ij} - V_j^+)^2}, \quad i = 1, 2, \dots, m$$

$$S_i^- = \sqrt{\sum_{j=1}^n (V_{ij} - V_j^-)^2}, \quad i = 1, 2, \dots, m$$

Bu formüllerle hesaplanan S_i^+ ve S_i^- sayısı karar noktası sayısı kadardır.

5. Adım: İdeal Çözüme Göreli Yakınlığın Hesaplanması

Bütün karar noktalarının ideal çözüme göre yakınlığı (C_i^+) aşağıdaki formülle hesaplanır.

$$C_i^+ = \frac{S_i^-}{S_i^- + S_i^+}, \quad i = 1, 2, \dots, m$$

C_i^+ değeri $0 \leq C_i^+ \leq$ aralığında değer alır. $A_i=A^+$ olduğu zaman $C_i^+=1$ olur ve ilgili karar noktasının pozitif ideal çözüme , $A_i=A^-$ olduğu zaman $C_i^+=0$ olur ve ilgili karar noktasının negatif ideal çözüme mutlak yakınlığını gösterir.

6. Adım: Her Bir Alternatifin Göreceli Sıralamasının ve Puanının Bulunması

Alternatifler C_i^+ ye göre azalan sırada sıralanır ve tercih sırası belirlenir. En yüksek C_i^+ sahip alternatif seçilir. (Köse & Bülbül, 2011)

3.2 PANEL VERİ

Panel veri analizi en geniş anlamıyla bir zaman boyutuna sahip yatay kesit serilerinin kullanılarak ekonomik yönden ilişkilerin test edilmesini sağlayan bir methoddur. Panel veri analizi bireyler ülkeler, firmalar, gibi birimlere ait ya da yatay kesit gözlem verilerinin belli bir zaman dilimi için bir araya getirilmesiyle oluşturulur (Yerdelen Tatoğlu, 2017). Buradaki amaç; bir zaman dilimine ait olan seriler ile birlikte yatay kesit serilerinin bir araya getirilerek veri setinin oluşturulmasıdır (Greene, 2003).

Panel veri kullanmanın faydaları aşağıdaki gibidir;

- Heterojenliği kontrol eder.
- Trend etkisini azaltarak, zaman serisi ve yatay kesit analizi ile kıyaslandığından daha geniş bir veri seti hazır eder.
- Panel veri, zaman serisi ve yatay kesit verisinden daha karmaşık davranış modellerini test etmeyi sağlar.

- Yatay kesit verilerinin davranışlarını etkileyen çok sayıda ölçülemeyen açıklayıcı değişken vardır. Bunların dışlanması tahminlerin sapmasına neden olur. Panel veri bu sapmaların giderilmesini sağlar.
- Kısa zaman serileri ya da yetersiz kesit gözlemlerin olduğu noktada ekonometrik analizlerin yapılmasına olanak sağlar.
- Zaman serisi ya da yatay kesit serilerinin tek başına yeterli olmadığı konularda analizin yapılmasını sağlar.



4 UYGULAMA ÖRNEĞİ

4.1 LİTERATÜR TARAMASI

2015 yılında Yavuz'un yaptığı çalışmaya göre 2012-2013 yıllarındaki BİST kurumsal yönetim endeksinde yer alan 11 şirketin kurumsal yönetim endeksine alınmadan 10 gün önceki ve alındıktan sonraki 10 günlük süre zarfında içerisindeki getirileri incelenmiştir. Buna göre buradan elde edilen verilerden anlamlı çıkarım sağlanamamıştır.

2014 yılında Kula ve Baykut BİST XKURY endeksindeki 47 firma üzerine yaptığı çalışmada 2013 yılının 3.çeyrek verileriyle yapmış olduğu çalışmada yatay kesit regresyon modelini kullanmıştır. Çalışmaya göre kurumsal yönetim notu, karlılık, sektörel ayrımla birlikte şirketlerin piyasa değeri arasında pozitif anlamlı ilişki vardır. (Kula & Baykut, 2014)

2011 yılında Ersoy ve diğerlerinin yaptığı çalışmada BİST tabi 51 firmanın 1998-2007 döneminde ait verilerini panel regresyon yöntemi ile incelemiştir. Çalışmaya göre yönetim kurulu yapısı, şirket sermaye dağılımı ve CEO ikiliği şirket performansını olumlu yönde etkilemektedir.

2013 yılında Karan'ın çalışmasına göre BİST kurumsal yönetim endeksinde işlem gören şirketlerin finansal performansları ele alınmıştır. Çalışmaya göre endekse tabi olduğu açıklanan firmaların hisse senedi getirileri bu durumdan nötr olarak etkilenmiştir.

2011 yılında Sakarya 'nın yaptığı çalışmada BİST 'e tabi ve ilk kez XKURY giren firmaların ilan tarihi ve sonrasındaki hisse senedi getirileri ilişkisi incelenmiştir.11 firma incelenmiştir. Buna göre XKURY endeksine girdikten sonra hisse getirileri ilişki olduğu görülmüş, piyasanın yarı güçlü formda dahi etkin olmadığı anlaşılmıştır.

2009 yılında Karamustafa 'nın yaptığı çalışmada 2007 Eylül ve 2010 Eylül dönemleri için BİST'e tabi kurumsal yönetim notuna sahip şirketler performansları araştırılmıştır.

Jensen, Sharpe, Treynor oranları bakımından veriler ele alınmıştır. Kurumsal yönetim uygulamalarının şirket performansına olumlu etki yaptığı görülmüştür.

2015 yılında Okur BİST'e tabi üretim işletmeleri üzerine yaptığı çalışmada kurumsal yönetim uygulamalarının hisse senedi performansına pozitif bir etki ettiğine dair bulguya rastlamamıştır.

2003 yılında Schillhofer, Drobetz ve Zimmermann, Almanya'da faaliyette bulunan şirketlerden tespit ettikleri kriterler doğrultusunda yönetim derecelendirme notları oluşturmuş ve buna göre kurumsal yönetim notları ile şirketlerin mali performansları konusunda pozitif yönlü ilişki olduğu sonucuna varmışlardır.

2003 yılında Bauer ve Guenster Avrupa FTSE Eurotop 300 için yaptığı çalışmada kurumsal yönetim notları yüksek olan firmaların kurumsal yönetim notları düşük olan firmalara yıllık getirilerinin %2,97 daha yüksek olduğunu kanıtlamışlardır. Ayrıca kurumsal yönetim notlarındaki her %1 lik artışın şirketin piyasa değerinde %0,14 lük bir artışa tekabül ettiğini görülmüştür.

2013 yılında Aggarwal S&P CNX Nifty 50 üzerinde 20 firma için yaptığı 2010 -2012 yıllarını kapsayan çalışmada t testi, f testi, korelasyon ve regresyon analizlerini kullanarak kurumsal yönetim ile şirket performansı arasında olumlu sonuç çıktığını göstermiştir.

2013 yılında Jia ve Lian Çin borsasında 114 firma üzerine 2006-2007 yıllarını kapsayan dönemde yaptıkları çalışmada kurumsal yönetim alanında yapılan çalışmaların şirket performansına olumlu etki yaptığını ispatlamışlardır.

2015 yılında Ueng'in yaptığı çalışmada kurumsal yönetim uygulamalarını takip eden firmaların firma performanslarının daha iyi olduğunu göstermiştir.

2003 yılında Metrick, Ishii, Gompers 1990 yıllarda 1500 şirket için yaptığı çalışmada kurumsal yönetim notları yüksek olan şirketlerin, kurumsal yönetim notları düşük olan

şirketlere göre %8,5 daha fazla getiri kazandırdığı hesaplamışlardır. Bununla beraber kurumsal yönetim düzeyi yüksek olan şirketler daha yüksek kar ve büyüme oranına sahip oldukları görülmüştür. (Gompers, Ishii, & Metrick, 2003)

2011 yılında Gompel yaptığı çalışmada 1998-2002 tarihleri arasında finansal sıkıntıların yaşandığı dönemde kurumsal yönetim uygulamalarını iyi şekilde icra eden şirketlerle notları düşük olan şirketler arasında yatırım getirisi anlamında anlamlı istatistiki veri ortaya çıkmamıştır.

2006 yılında Lim, Bae ve Wei 14.000'e yakın firma üzerinde yaptıkları çalışmada kurumsal yönetim uygulamalarını doğru olarak uygulamayan işletmelerde hisse senedi getirisi negatif doğrultu da seyir izlemiştir. (Kee-Hong, Lim, & John Wei, 2006)

4.2 ARAŞTIRMANIN AMACI

Bu çalışmanın amacı kurumsal yönetim endeksi (XKURY) tabi olan işletmelerin belirli bir zaman dilimi içinde kurumsal yönetim ilkelerine (pay sahipleri, kamuyu aydınlatma ve şeffaflık, menfaat sahipleri, yönetim kurulu) göre edindiği notların ile yine bu işletmelerin aynı dönem içinde göstermiş olduğu mali performanslara etkisinin olup olmadığı anlamaktır.

4.3 ARAŞTIRMANIN ÖNEMİ

Bu araştırma ile kurumsal yönetim anlayışının ortaya koyduğu ilkelerin şirket performanslarına olan etkisi ölçümlenirken, tek tek tüm kurumsal yönetim ilkeleri notları tek bir not olarak dikkate alınmış ve mali açıdan değerlendirmede kullanılan 9 mali kriter yine tek bir değer olarak hesaplanmıştır. Hesaplanan iki değer arasında ilişki kurulmaya çalışılmıştır. Yapılan çalışma ile mali performansın ve kurumsal yönetim ilkelerinin birbirlerinden ne derece etkilendiği anlaşılmaya çalışılmıştır.

4.4 ARAŞTIRMANIN KAPSAMI

Bu araştırmada BİST kurumsal yönetim endeksine tabi şirketlerden herhangi bir sektör, ekonomik büyüklük vb ayırt edici kriterler ayrımı yapılmadan on sekiz şirketin verisi kullanılmıştır. Veriler 2012-2017 yılları arasından seçilmiştir. Bu tez çalışması yapıldığında henüz 2018 yılı mali verileri açıklanmadığı için 2018 yılı mali verisine yer verilmemiştir.

4.5 ARAŞTIRMANIN SINIRLILIKLARI

BİST kurumsal yönetim endeksine tabi şirketler içinden analizin regresyon ve duyarlılığını azaltabilmek için veri seti 2012-2017 yılları arasında not almış, endekse tabi on sekiz şirket seçilmiştir. Bu şirketler seçilirken şirketlerin kurumsal yönetim endeksi notu devamlılığı ve finansallar oranları çeşitli sebeplerle önemli derecede düşüren nedenlerin (tasfiye, bölünme, vb) olmadığı şirketler ve yıllar dikkat edilmiştir.

4.6 ARAŞTIRMANIN VERİ SETİ VE DEĞİŞKENLERİ

Araştırma BİST kurumsal yönetim endeksinde (XKURY) 2012-2017 yılları arasındaki on sekiz firmanın kurumsal yönetim ve finansal performans göstergesi niteliğindeki dokuz finansal analiz oranını içermektedir.

Çalışmada kullanılan mali veriler Kamu Aydınlatma Platformu'nun resmi internet sitesi olan www.kap.org.tr internet sitesinden, kurumsal yönetim notları ise Türkiye Kurumsal Yönetim Derneği'nin internet sitesi olan <http://www.tkyd.org> internet sitesinden alınmıştır.

Araştırmaya konu olan şirketlerin listesi aşağıdaki tabloda gösterilmiştir.

Tablo 4 BİST XKURY Endeksinde bulunan araştırmaya konu şirketler

No	Şirket Unvanı	Kod
1	Anadolu Efes Biracılık ve Malt Sanayi A.Ş.	AEFES
2	Arçelik A.Ş.	ARCLK

No	Şirket Unvanı	Kod
3	Aygaz A.Ş.	AYGAZ
4	Coca-Cola İçecek A.Ş.	CCOLA
5	Doğan Şirketler Grubu Holding A.Ş.	DOHOL
6	Doğuş Otomotiv Servis ve Ticaret A.Ş.	DOAS
7	Hürriyet Gazetecilik ve Matbaacılık A.Ş.	HURGZ
8	İhlas Holding A.Ş.	IHLAS
9	Logo Yazılım Sanayi ve Ticaret A.Ş.	LOGO
10	Otokar Otomotiv ve Savunma Sanayi A.Ş.	OTKAR
11	Pinar Süt Mamulleri Sanayi A.Ş.	PNSUT
12	TAV Havalimanları Holding	TAVHL
13	Tofaş Turk Otomobil Fabrikası A.Ş.	TOASO
14	Türkiye Petrol Rafinerileri A.Ş.	TUPRS
15	Turk Prysmian Kablo ve Sistemleri A.Ş.	PRKAB
16	Turk Telekomünikasyon A.Ş.	TTKOM
17	Turk Traktör ve Ziraat Makineleri A.Ş.	TTRAK
18	Vestel Elektronik Sanayi ve Ticaret A.Ş.	VESTL

Tablo 5 Finansal Analizde Kullanılan Oranlar

Oran Türü	Oran Adı	Hesaplama
Borsa Performans Oranlar	Piyasa Değ./Defter Değ. Oranı	Piyasa Değ./Defter Değ.
Borsa Performans Oranlar	Fiyat/Kazanç Oranı	Hisse Senedi Piyasa Fiyatı/Hisse Senedi Başına Kar
Borsa Performans Oranları	Hisse Başına Kar Oranı	Dönem Net Karı/Hisse Senedi Sayısı
Karlılık Oranları	Brüt Kar Marjı Oranı	Brüt Satış Karı/Net Satış

Oran Türü	Oran Adı	Hesaplama
Karlılık Oranları	Faaliyet Kar Marjı Oranı	Faaliyet Karı/Net Satış Tutarı
Karlılık Oranları	Net Kar Marjı Oranı	Net Kar/Net Satışlar
Karlılık Oranları	Özkaynak Karlılığı Oranı	Dönem Net Karı/Özkaynak
Karlılık Oranları	Aktif Karlılığı Oranı	Net Kar/Aktif Varlık Toplamı
Karlılık Oranları	Faiz ve Vergi Öncesi Karlılığı Oranı	Faiz ve Vergi Öncesi Kar/Net Satışlar

TOPSIS methodu ile elde edilen veriler ve firmaların kurumsal yönetim notları aşağıdaki gibidir. TOPSIS skoru firmaların oran analizi sonucunda elde ettiği oranların tek bir değer olarak ifade edildiği skoru göstermektedir.

Tablo 6 2012 Yılı TOPSIS Skoru

Sıra No	Firma Adı	TOPSIS SKOR
1	Türk Telekomunikasyon AS	0,6253
2	Anadolu Efes Biracılık ve Malt Sanayi AS	0,6015
3	Türk Traktor ve Ziraat Makineleri AS	0,5841
4	Coca-Cola İçecek AS	0,5738
5	TAV Havalimanları Holding	0,5554
6	Logo Yazılım Sanayi ve Ticaret AS	0,5043
7	Otokar Otomotiv ve Savunma Sanayi AS	0,4841
8	Hürriyet Gazetecilik ve Matbaacılık AS	0,4743
9	Arcelik AS	0,4202
10	Tofaş Türk Otomobil Fabrikası AS	0,4172
11	Pınar Süt Mamulleri Sanayi AS	0,4076

Sıra No	Firma Adı	TOPSIS SKOR
12	Dogan Sirketler Grubu Holding AS	0,3979
13	Turkiye Petrol Rafinerileri AS	0,3906
14	Dogus Otomotiv Servis ve Ticaret AS	0,3765
15	Turk Prysmian Kablo ve Sistemleri AS	0,3623
16	Aygaz AS	0,3526
17	Ihlas Holding AS	0,2823
18	Vestel Elektronik Sanayi ve Ticaret AS	0,1739

Tablo 7 2012 Yılı KY Notu

Sıra No	Firma Adı	KY Notu
1	TAV Havalimanlari Holding	92,44
2	Arcelik AS	91,07
3	Turkiye Petrol Rafinerileri AS	91
4	Hurriyet Gazetecilik ve Matbaacilik AS	90,9
5	Dogan Sirketler Grubu Holding AS	90,31
6	Tofas Turk Otomobil Fabrikasi AS	90,25
7	Aygaz AS	89,57
8	Anadolu Efes Biracilik ve Malt Sanayi AS	89,39
9	Turk Traktor ve Ziraat Makineleri AS	89,02
10	Coca-Cola Icecek AS	88,81
11	Pinar Sut Mamulleri Sanayi AS	88,67
12	Vestel Elektronik Sanayi ve Ticaret AS	88,32
13	Turk Telekomunikasyon AS	88,01
14	Otokar Otomotiv ve Savunma Sanayi AS	86,8
15	Dogus Otomotiv Servis ve Ticaret AS	86,3
16	Logo Yazilim Sanayi ve Ticaret AS	85,97
17	Turk Prysmian Kablo ve Sistemleri AS	84,39
18	Ihlas Holding AS	80,94

Tablo 8 2013 Yılı TOPSIS skoru

Sıra No	Firma Adı	TOPSIS SKOR
1	Anadolu Efes Biracilik ve Malt Sanayi AS	0,70413
2	Turk Telekomunikasyon AS	0,63858

Sıra No	Firma Adı	TOPSIS SKOR
3	Turk Traktor ve Ziraat Makineleri AS	0,63713
4	TAV Havalimanlari Holding	0,62762
5	Coca-Cola Icecek AS	0,60975
6	Logo Yazilim Sanayi ve Ticaret AS	0,55862
7	Otokar Otomotiv ve Savunma Sanayi AS	0,54040
8	Arcelik AS	0,53205
9	Tofas Turk Otomobil Fabrikasi AS	0,45295
10	Pinar Sut Mamulleri Sanayi AS	0,45270
11	Turkiye Petrol Rafinerileri AS	0,41262
12	Dogus Otomotiv Servis ve Ticaret AS	0,40778
13	Aygaz AS	0,38073
14	Turk Prysmian Kablo ve Sistemleri AS	0,36218
15	Dogan Sirketler Grubu Holding AS	0,30346
16	Vestel Elektronik Sanayi ve Ticaret AS	0,28180
17	Hurriyet Gazetecilik ve Matbaacilik AS	0,22882
18	Ihlas Holding AS	0,08430

Tablo 9 2013 Yılı KY Notu

Sıra No	Firma Adı	KY Notu
1	TAV Havalimanlari Holding	93,97
2	Turkiye Petrol Rafinerileri AS	93,43
3	Anadolu Efes Biracilik ve Malt Sanayi AS	93,3
4	Arcelik AS	92,8
5	Aygaz AS	92,71
6	Coca-Cola Icecek AS	92,01
7	Dogan Sirketler Grubu Holding AS	91,81
8	Pinar Sut Mamulleri Sanayi AS	91,49
9	Tofas Turk Otomobil Fabrikasi AS	91,39
10	Turk Traktor ve Ziraat Makineleri AS	91,04
11	Otokar Otomotiv ve Savunma Sanayi AS	91,03
12	Vestel Elektronik Sanayi ve Ticaret AS	90,94
13	Hurriyet Gazetecilik ve Matbaacilik AS	90,9
14	Dogus Otomotiv Servis ve Ticaret AS	90,05
15	Logo Yazilim Sanayi ve Ticaret AS	89,12

Sıra No	Firma Adı	KY Notu
16	Turk Telekomunikasyon AS	88,02
17	Turk Prysmian Kablo ve Sistemleri AS	86,55
18	Ihlas Holding AS	81,48

Tablo 10 2014 Yılı TOPSIS Skor

Sıra No	Firma Adı	TOPSIS SKOR
1	Logo Yazılım Sanayi ve Ticaret AS	0,8435
2	TAV Havalimanlari Holding	0,7375
3	Turk Telekomunikasyon AS	0,7326
4	Turk Traktor ve Ziraat Makineleri AS	0,6320
5	Coca-Cola Icecek AS	0,6252
6	Otokar Otomotiv ve Savunma Sanayi AS	0,6185
7	Arcelik AS	0,5797
8	Tofas Turk Otomobil Fabrikasi AS	0,5569
9	Pinar Sut Mamulleri Sanayi AS	0,5564
10	Dogus Otomotiv Servis ve Ticaret AS	0,5229
11	Vestel Elektronik Sanayi ve Ticaret AS	0,5171
12	Turkiye Petrol Rafinerileri AS	0,5164
13	Aygaz AS	0,4924
14	Turk Prysmian Kablo ve Sistemleri AS	0,4739
15	Ihlas Holding AS	0,3990
16	Dogan Sirketler Grubu Holding AS	0,3927
17	Anadolu Efes Biracilik ve Malt Sanayi AS	0,3227
18	Hurriyet Gazetecilik ve Matbaacilik AS	0,2970

Tablo 11 2014 Yılı KY Notu

Sıra No	Firma Adı	KY Notu
1	Anadolu Efes Biracilik ve Malt Sanayi AS	94,2
2	TAV Havalimanlari Holding	94,15
3	Arcelik AS	94,11
4	Dogan Sirketler Grubu Holding AS	93,53

Sıra No	Firma Adı	KY Notu
5	Turkiye Petrol Rafinerileri AS	93,1
6	Hurriyet Gazetecilik ve Matbaacilik AS	92,96
7	Aygaz AS	92,93
8	Dogus Otomotiv Servis ve Ticaret AS	92,5
9	Coca-Cola Icecek AS	92,47
10	Otokar Otomotiv ve Savunma Sanayi AS	91,99
11	Pinar Sut Mamulleri Sanayi AS	90,93
12	Turk Prysmian Kablo ve Sistemleri AS	90,62
13	Turk Traktor ve Ziraat Makineleri AS	90,46
14	Logo Yazilim Sanayi ve Ticaret AS	90,29
15	Tofas Turk Otomobil Fabrikasi AS	90,09
16	Vestel Elektronik Sanayi ve Ticaret AS	89,45
17	Turk Telekomunikasyon AS	87,24
18	Ihlas Holding AS	78,4

Tablo 12 2015 Yılı TOPSIS Skor

Sıra No	Firma Adı	TOPSIS SKOR
1	Logo Yazilim Sanayi ve Ticaret AS	0,8031
2	TAV Havalimanlari Holding	0,6783
3	Turk Telekomunikasyon AS	0,5829
4	Turk Traktor ve Ziraat Makineleri AS	0,5533
5	Coca-Cola Icecek AS	0,5265
6	Otokar Otomotiv ve Savunma Sanayi AS	0,5225
7	Tofas Turk Otomobil Fabrikasi AS	0,5100
8	Turkiye Petrol Rafinerileri AS	0,5004
9	Arcelik AS	0,4991
10	Aygaz AS	0,4642
11	Vestel Elektronik Sanayi ve Ticaret AS	0,4601
12	Pinar Sut Mamulleri Sanayi AS	0,4458
13	Dogus Otomotiv Servis ve Ticaret AS	0,4321
14	Turk Prysmian Kablo ve Sistemleri AS	0,4085
15	Dogan Sirketler Grubu Holding AS	0,3662
16	Hurriyet Gazetecilik ve Matbaacilik AS	0,3352
17	Anadolu Efes Biracilik ve Malt Sanayi AS	0,3055
18	Ihlas Holding AS	0,3039

Tablo 13 2015 Yılı KY Notu

Sıra No	Firma Adı	KY Notu
1	Anadolu Efes Biracılık ve Malt Sanayi AS	95,49
2	TAV Havalimanlari Holding	95,19
3	Arcelik AS	94,8
4	Turkiye Petrol Rafinerileri AS	94,41
5	Dogus Otomotiv Servis ve Ticaret AS	94,2
6	Coca-Cola Icecek AS	94,02
7	Aygaz AS	93,58
8	Hurriyet Gazetecilik ve Matbaacilik AS	93,58
9	Dogan Sirketler Grubu Holding AS	93,56
10	Otokar Otomotiv ve Savunma Sanayi AS	92,81
11	Pinar Sut Mamulleri Sanayi AS	91,78
12	Vestel Elektronik Sanayi ve Ticaret AS	91,24
13	Turk Prysmian Kablo ve Sistemleri AS	90,9
14	Turk Traktor ve Ziraat Makineleri AS	90,85
15	Logo Yazilim Sanayi ve Ticaret AS	90,76
16	Tofas Turk Otomobil Fabrikasi AS	90,61
17	Turk Telekomunikasyon AS	89,08
18	Ihlas Holding AS	80,38

Tablo 14 2016 Yılı TOPSIS Skor

Sıra No	Firma Adı	TOPSIS SKOR
1	Logo Yazilim Sanayi ve Ticaret AS	0,7004
2	TAV Havalimanlari Holding	0,5852
3	Turk Traktor ve Ziraat Makineleri AS	0,5684
4	Coca-Cola Icecek AS	0,5269
5	Otokar Otomotiv ve Savunma Sanayi AS	0,5146
6	Arcelik AS	0,5072
7	Tofas Turk Otomobil Fabrikasi AS	0,4897
8	Turkiye Petrol Rafinerileri AS	0,4604
9	Ihlas Holding AS	0,4580
10	Aygaz AS	0,4526

Sıra No	Firma Adı	TOPSIS SKOR
11	Vestel Elektronik Sanayi ve Ticaret AS	0,4421
12	Pinar Sut Mamulleri Sanayi AS	0,4362
13	Turk Telekomunikasyon AS	0,4296
14	Anadolu Efes Biracilik ve Malt Sanayi AS	0,4196
15	Dogus Otomotiv Servis ve Ticaret AS	0,4157
16	Turk Prysmian Kablo ve Sistemleri AS	0,3972
17	Dogan Sirketler Grubu Holding AS	0,3479
18	Hurriyet Gazetecilik ve Matbaacilik AS	0,2925

Tablo 15 2016 Yılı KY Notu

Sıra No	Firma Adı	KY Notu
1	Anadolu Efes Biracilik ve Malt Sanayi AS	95,77
2	TAV Havalimanlari Holding	95,38
3	Arcelik AS	95,23
4	Dogus Otomotiv Servis ve Ticaret AS	95,1
5	Coca-Cola Icecek AS	94,48
6	Turkiye Petrol Rafinerileri AS	94,15
7	Dogan Sirketler Grubu Holding AS	93,98
8	Aygaz AS	93,61
9	Vestel Elektronik Sanayi ve Ticaret AS	93,6
10	Otokar Otomotiv ve Savunma Sanayi AS	93,19
11	Hurriyet Gazetecilik ve Matbaacilik AS	92,79
12	Pinar Sut Mamulleri Sanayi AS	92,37
13	Turk Traktor ve Ziraat Makineleri AS	91,49
14	Tofas Turk Otomobil Fabrikasi AS	91,38
15	Logo Yazilim Sanayi ve Ticaret AS	91,24
16	Turk Prysmian Kablo ve Sistemleri AS	90,92
17	Turk Telekomunikasyon AS	90,24
18	Ihlas Holding AS	80,46

Tablo 16 2017 Yılı TOPSIS Skor

Sıra No	Firma Adı	TOPSIS SKOR
1	Logo Yazılım Sanayi ve Ticaret AS	0,7277
2	Anadolu Efes Biracılık ve Malt Sanayi AS	0,6962
3	TAV Havalimanları Holding	0,6910
4	Türk Telekomünikasyon AS	0,6657
5	Otokar Otomotiv ve Savunma Sanayi AS	0,6504
6	Türk Traktor ve Ziraat Makineleri AS	0,6402
7	Türkiye Petrol Rafinerileri AS	0,6326
8	Tofas Türk Otomobil Fabrikası AS	0,6159
9	Arcelik AS	0,6099
10	Coca-Cola İçecek AS	0,6026
11	Aygaz AS	0,5767
12	Vestel Elektronik Sanayi ve Ticaret AS	0,5714
13	İhlas Holding AS	0,5684
14	Pınar Süt Mamulleri Sanayi AS	0,5450
15	Doğuş Otomotiv Servis ve Ticaret AS	0,5361
16	Türk Prysmian Kablo ve Sistemleri AS	0,5289
17	Doğan Şirketler Grubu Holding AS	0,4585
18	Hürriyet Gazetecilik ve Matbaacılık AS	0,0801

Tablo 17 2017 Yılı KY Notu

Sıra No	Firma Adı	KY Notu
1	Doğuş Otomotiv Servis ve Ticaret AS	96,3
2	TAV Havalimanları Holding	96,17
3	Anadolu Efes Biracılık ve Malt Sanayi AS	95,77
4	Arcelik AS	95,23
5	Vestel Elektronik Sanayi ve Ticaret AS	94,86
6	Türkiye Petrol Rafinerileri AS	94,67
7	Coca-Cola İçecek AS	94,52
8	Doğan Şirketler Grubu Holding AS	94,06
9	Aygaz AS	93,64
10	Otokar Otomotiv ve Savunma Sanayi AS	93,32
11	Pınar Süt Mamulleri Sanayi AS	92,62
12	Türk Traktor ve Ziraat Makineleri AS	92,13

Sıra No	Firma Adı	KY Notu
13	Turk Telekomunikasyon AS	91,75
14	Tofas Turk Otomobil Fabrikasi AS	91,48
15	Hurriyet Gazetecilik ve Matbaacilik AS	91,27
16	Turk Prysmian Kablo ve Sistemleri AS	91,13
17	Logo Yazilim Sanayi ve Ticaret AS	90,83
18	Ihlas Holding AS	81,45

4.7 SONUÇ

Veriler yıllık frekansta olup 2012-2017 yıllarını kapsamakta 18 şirkete ait dengeli panel verisi oluşturulmuştur.

Tablo 18 TOPSIS Skoru ve Kurumsal Yönetim Notu Veri Açıklaması

Veri	Açıklama	Kaynak
TS	Topsis Skoru	KAP'tan alınan yıllık mali verilerden oran analizi ile oluşturulan değerler TOPSIS metodu ile çalışılarak üretilmiştir
KYN	Kurumsal Yönetim Notu	www.tkyd.org

Öncelikle serilerin durağanlığı araştırılmıştır. Bunu için birim kök testleri yapılmıştır.

Birinci kuşak testler birimler arası korelasyon olmadığını, ikinci kuşak testler ise birimler arasında korelasyon olduğunu varsaymaktadır.

Birinci kuşak 1. Grup testler homojen olup, ro birimden birime değişmemektedir. 2.grup testler ise ro birimden birime değişiyor varsayımını kullanmaktadır. 1.grup testler sadece dengeli panellere uygulanabiliyorken, 2.grup testler hem dengeli hem dengesiz panellere uygulanabilir.

İlk olarak birinci kuşak birim kök testlerinden olan Levin-Lin-Chu birim kök testi ile serilerin durağanlığı sınanmıştır. Seriler hem trendli hem de trendsiz olarak sınanmış, uygun gecikme uzunluğu Akaike bilgi kriterine göre seçilmiştir.

Levin-Lin-Chu birim kök testlerine göre hipotezler aşağıdaki gibidir;

H0: Birimler birim kök içermektedir.

H1: Birimler durağandır.

Topsis (TS) skoru serisi hem trendli hem de trendsiz seviye değerinde durağanlaşmıştır. Kurumsal yönetim notu (KYN) serisi ise hem trendli hem de trendsiz olarak seviye değerinde durağanlaşmıştır. Bu serileri aynı zamanda Im-Pesaran-Shin birim kök testleri ile de sınanmışlardır.

Bu teste göre hipotezler aşağıdaki gibi sınanmaktadır;

H0: Tüm birimler birim kök içermektedir

H1: Bazı birimler durağandır

Bu testte seriler hem trendli hem trendsiz olarak analiz edilmiş her iki serinin de seviye değerinde durağan olduğu tespit edilmiştir. Daha sonra 1.kuşak 2.grup panel birim kök testlerinden olan Hadri test yapılmış bu test sonucu da diğer testlerdeki sonuçları teyit etmiştir. Bu testin diğerlerinden farkı ortak bir oto korelasyon katsayısı yerine her biri birimin kendi oto korelasyon katsayısı olması izin vermesidir. Başka bir ifade ile oto korelasyon katsayısı birimlere göre değer almaktadır. Bu test dengesiz paneller için de kullanılabilse de mevcut çalışmada veriler dengeli panel olup her bir seri toplam 108 gözlemden oluşmaktadır.

Hadri birim kök testleri için hipotezler genel olarak aşağıdaki gibidir;

H0: Hiçbir birim durağan değildir.

H1: Birimlerden en az biri durağandır.

Tablo 19 Birim Kök Testleri

Seriler	Topsis Skoru		Kurumsal Yönetim Notu	
	trendsiz	trendli	trendsiz	trendli
	prob	prob	prob	prob
Levin, Lin & Chu	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000
Im, Peseran & Shin	0.0000	0.4400	0.0000	0.0000
Hadri	-	0.0000	-	0.0000

Panel Eş Bütünleşme Testleri

Durağan olmayan değişkenlerin doğrusal birleşimleri durağan olabilmektedir. Bu durumda ilgili değişkenler uzun dönemde ilişkili olmaktadır.

Pedroni Eş Bütünleşme Testi

Pedroni testi temel hipotezi ;

H0: Panelin tüm birimleri için eş bütünleşme yoktur şeklinde önerilmektedir.

Burada yedi adet panel eş bütünleşme testi yapılmaktadır. Bunlardan dördü panel, üçü ise grup test istatistiği önermektedir. Bu testlerin bir kısmı parametrik, bir kısmı ise parametrik olmayan yapıdadır.

H1 : Panelin birimleri arasında eş bütünleşme ilişkisi vardır.

Tablo 20 Eş Bütünleşme Test Sonuçları-No Deterministic Trend

No Deterministic Trend			
	Prob	Weighted Stat	Prob
Panel v-Statistic	-0.420120	-0.467670	0.6800
Panel rho-Statistic	0.992640	0.905626	0.8174
Panel PP-Statistic	-2.526301	-2.601287	0.0046
Panel ADF-Statistic	1.463449	1.212656	0.8874
Group rho-Statistic	2.853969		0.9978
Group PP-Statistic	-2.871661		0.0020
Group ADF-Statistic	3.423139		0.9997

Sonuçlara göre beş parametre birimler arasında eş bütünleşme yoktur. Hipotezini reddedememektedir. İki parametreye göre ise birimler arasında eş bütünleşme ilişkisi bulunmaktadır. Parametrelerin çoğu H0 hipotezi reddedememekte, dolayısıyla mevcut yapıda birimler arasında eş bütünleşme ilişkisi bulunmamaktadır.

Tablo 21 Eş Bütünleşme Test Sonuçları-No Deterministic Intercept Or Trend

No Deterministic Intercept Or Trend			
	Prob	Weighted Stat	Prob
Panel v-Statistic	-3.216744	-3.217108	0.9994
Panel rho-Statistic	-1.155475	-1.518511	0.0644
Panel PP-Statistic	-2.083397	-2.444802	0.0072
Panel ADF-Statistic	-2.253317	-1.794702	0.0364
Group rho-Statistic	1.529089		0.9369
Group PP-Statistic	-2.578882		0.0050
Group ADF-Statistic	-6.645482		0.0000

Sonuçlara göre üç parametre birimler arasında eş bütünleşme yoktur. Hipotezini reddedememektedir. Dört parametreye göre ise birimler arasında eş bütünleşme ilişkisi

bulunmaktadır. Parametrelerin çoğu H0 hipotezi reddetmekte, dolayısıyla mevcut yapıda birimler arasında eş bütünleşme ilişkisi bulunmaktadır.

Tablo 22 Eş Bütünleşme Test Sonuçları-No Deterministic Intercept And Trend

<i>No deterministic intercept and trend</i>			
	Prob	Weighted Stat	Prob
Panel v-Statistic	4.684173	3.298757	0.0005
Panel rho-Statistic	2.346210	2.241430	0.9875
Panel PP-Statistic	-3.372620	-4.378711	0.0000
Panel ADF-Statistic	NA	NA	NA
Group rho-Statistic	3.713338		0.9999
Group PP-Statistic	-6.394063		0.0000
Group ADF-Statistic	NA		NA

Sonuçlara göre iki parametre birimler arasında eş bütünleşme yoktur. Hipotezini reddedememektedir. Üç parametreye göre ise birimler arasında eş bütünleşme ilişkisi bulunmaktadır. Parametrelerin çoğu H0 hipotezi reddetmekte, dolayısıyla mevcut yapıda birimler arasında eş bütünleşme ilişkisi bulunmaktadır.

Tablo 23 Pairwise Granger Nedensellik Testi

Hipotez	F İstatistik	Prob
LTS LKY nin Granger nedeni değildir	4.53259	0.0142
LKY LTS nin Granger nedeni değildir	1.78267	0.1761

H0 : hipotezi X Y'nin Granger nedeni değildir.

H1: X Y'nin Granger nedenidir.

Prob < 0,05 olduğu zaman H0 hipotezi reddedilmekte, alternatif hipotez kabul edilmektedir.

Panel korelasyon sonucuna göre şirketleri incelediğimizde ;

Panel korelasyon kurumsal yönetim notu tablosunu incelediğimizde (+) pozitif yönlü en kuvvetli ilişkinin Otokar Otomotiv ile Anadolu Efes şirketleri arasında 0,997153 ile görmekteyiz. İhlas Holding ile Hürriyet Gazetecilik arasında ise (-) negatif yönlü orta kuvvetli ilişkinin -0,667366 ile olduğunu görmekteyiz.



Tablo 24 Panel Korelasyon Kurumsal Yönetim Notu Tablosu

	Anadolu Efes Biracilik ve Malt Sanayi AS	Arcelik AS	Aygaz AS	Coca-Cola Icecek AS	Dogan Sirketler Grubu Holding AS	Dogus Otomotiv Servis ve Ticaret AS	Hurriyet Gazetecilik ve Matbaacilik AS	Ihlas Holding AS	Logo Yazilim Sanayi ve Ticaret AS	Otokar Otomotiv ve Savunma Sanayi AS	Pinar Sut Mamulleri Sanayi AS	TAV Havalimanlari Holding	Tofas Turk Otomobil Fabrikasi AS	Turkiye Petrol Rafinerileri AS	Turk Prysmian Kablo ve Sistemleri AS	Turk Telekomunikasyon AS	Turk Traktor ve Ziraat Makineleri AS	Vestel Elektronik Sanayi ve Ticaret AS
Anadolu Efes Biracilik ve Malt Sanayi AS	1,000000	0,980368	0,986919	0,993539	0,963809	0,971452	0,585652	- 0,123733	0,992642	0,997153	0,960384	0,946970	0,509709	0,938239	0,578644	0,895829	0,972718	0,790502
Arcelik AS	0,980368	1,000000	0,937975	0,981733	0,989374	0,992603	0,622011	- 0,177931	0,974563	0,970949	0,914563	0,954417	0,439554	0,974680	0,638202	0,855055	0,930404	0,798621
Aygaz AS	0,986919	0,937975	1,000000	0,969154	0,925697	0,926309	0,548811	- 0,124106	0,984196	0,992882	0,962414	0,905003	0,522760	0,893336	0,487566	0,896315	0,969082	0,742963
Coca-Cola Icecek AS	0,993539	0,981733	0,969154	1,000000	0,952346	0,980438	0,542523	- 0,035830	0,975900	0,984717	0,969492	0,970855	0,569615	0,922110	0,661170	0,915003	0,978655	0,846156
Dogan Sirketler Grubu Holding AS	0,963809	0,989374	0,925697	0,952346	1,000000	0,977081	0,647325	- 0,298783	0,971729	0,961971	0,876871	0,917310	0,348196	0,991274	0,561417	0,817513	0,890430	0,734882
Dogus Otomotiv Servis ve Ticaret AS	0,971452	0,992603	0,926309	0,980438	0,977081	1,000000	0,534603	- 0,093439	0,954563	0,962144	0,927120	0,980310	0,495291	0,956122	0,709218	0,890864	0,940651	0,849242
Hurriyet Gazetecilik ve Matbaacilik AS	0,585652	0,622011	0,548811	0,542523	0,647325	0,534603	1,000000	- 0,667366	0,634059	0,565407	0,355111	0,397816	- 0,293585	0,719744	- 0,041843	0,166508	0,450136	0,074180
Ihlas Holding AS	- 0,123733	- 0,177931	- 0,124106	- 0,035830	- 0,298783	- 0,093439	- 0,667366	1,000000	- 0,228657	- 0,148507	0,113861	0,100055	0,691041	- 0,371708	0,509339	0,227196	0,082391	0,391130
Logo Yazilim Sanayi ve Ticaret AS	0,992642	0,974563	0,984196	0,975900	0,971729	0,954563	0,634059	- 0,228657	1,000000	0,994545	0,935355	0,908517	0,446454	0,949150	0,499683	0,860222	0,940660	0,734600
Otokar Otomotiv ve Savunma Sanayi AS	0,997153	0,970949	0,992882	0,984717	0,961971	0,962144	0,565407	- 0,148507	0,994545	1,000000	0,961217	0,934265	0,506326	0,932982	0,545852	0,901477	0,966659	0,775871
Pinar Sut Mamulleri Sanayi AS	0,960384	0,914563	0,962414	0,969492	0,876871	0,927120	0,355111	0,113861	0,935355	0,961217	1,000000	0,948519	0,722468	0,819205	0,666768	0,976389	0,978873	0,886589
TAV Havaliman	0,946970	0,954417	0,905003	0,970855	0,917310	0,980310	0,397816	0,100055	0,908517	0,934265	0,948519	1,000000	0,620808	0,883556	0,800075	0,936336	0,960460	0,917657

	Anadolu Efes Biracilik ve Malt Sanayi AS	Arcelik AS	Aygaz AS	Coca-Cola Icecek AS	Dogan Sirketler Grubu Holding AS	Dogus Otomotiv Servis ve Ticaret AS	Hurriyet Gazetecilik ve Matbaacilik AS	Ihlas Holding AS	Logo Yazilim Sanayi ve Ticaret AS	Otokar Otomotiv ve Savunma Sanayi AS	Pinar Sut Mamulleri Sanayi AS	TAV Havalimanlari Holding	Tofas Turk Otomobil Fabrikasi AS	Turkiye Petrol Rafinerileri AS	Turk Prysmian Kablo ve Sistemleri AS	Turk Telekomunikasyon AS	Turk Traktor ve Ziraat Makineleri AS	Vestel Elektronik Sanayi ve Ticaret AS
Iari Holding																		
Tofas Turk Otomobil Fabrikasi AS	0,509709	0,439554	0,522760	0,569615	0,348196	0,495291	-0,293585	0,691041	0,446454	0,506326	0,722468	0,620808	1,000000	0,235380	0,716501	0,797282	0,625154	0,839247
Turkiye Petrol Rafinerileri AS	0,938239	0,974680	0,893336	0,922110	0,991274	0,956122	0,719744	-0,371708	0,949150	0,932982	0,819205	0,883556	0,235380	1,000000	0,511114	0,744773	0,855098	0,662572
Turk Prysmian Kablo ve Sistemleri AS	0,578644	0,638202	0,487566	0,661170	0,561417	0,709218	-0,041843	0,509339	0,499683	0,545852	0,666768	0,800075	0,716501	0,511114	1,000000	0,742525	0,648376	0,922521
Turk Telekomunikasyon AS	0,895829	0,855055	0,896315	0,915003	0,817513	0,890864	0,166508	0,227196	0,860222	0,901477	0,976389	0,936336	0,797282	0,744773	0,742525	1,000000	0,934827	0,934114
Turk Traktor ve Ziraat Makineleri AS	0,972718	0,930404	0,969082	0,978655	0,890430	0,940651	0,450136	0,082391	0,940660	0,966659	0,978873	0,960460	0,625154	0,855098	0,648376	0,934827	1,000000	0,839559
Vestel Elektronik Sanayi ve Ticaret AS	0,790502	0,798621	0,742963	0,846156	0,734882	0,849242	0,074180	0,391130	0,734600	0,775871	0,886589	0,917657	0,839247	0,662572	0,922521	0,934114	0,839559	1,000000

Panel korelasyon TOPSIS skoru tablosunu incelediğimizde (+) pozitif yönlü en kuvvetli ilişkinin TOFAŞ ile Aygaz şirketleri arasında 0,986131 ile görmekteyiz. Arçelik ile Hürriyet Gazetecilik arasında ise (-) negatif yönlü en kuvvetli ilişkinin -0,797420 ile olduğunu görmekteyiz.

Tablo 25 Panel Korelasyon TOPSIS Skor Tablosu

	Anadolu Efes Biracilik ve Malt Sanayi AS	Arcelik AS	Aygaz AS	Coca-Cola Icecek AS	Dogan Sirketler Grubu Holding AS	Dogus Otomotiv Servis ve Ticaret AS	Hurriyet Gazetecilik ve Matbaacilik AS	Ihlas Holding AS	Logo Yazilim Sanayi ve Ticaret AS	Otokar Otomotiv ve Savunma Sanayi AS	Pinar Sut Mamulleri Sanayi AS	TAV Havalimanlari Holding	Tofas Turk Otomobil Fabrikasi AS	Turkiye Petrol Rafinerileri AS	Turk Prysmian Kablo ve Sistemleri AS	Turk Telekomunikasyon AS	Turk Traktor ve Ziraat Makineleri AS	Vestel Elektronik Sanayi ve Ticaret AS
Anadolu Efes Biracilik ve Malt Sanayi AS	1,000000	0,004960	0,230421	0,408017	0,035977	0,161066	0,464118	0,343015	0,732375	0,056897	0,102275	0,400632	0,188911	0,112358	0,145679	0,529128	0,134385	0,430872
Arcelik AS	0,004960	1,000000	0,827747	0,492858	0,246176	0,897950	0,797420	0,239271	0,644803	0,935944	0,909750	0,814060	0,883019	0,811635	0,335776	0,659201	0,809443	0,835123
Aygaz AS	0,230421	0,827747	1,000000	0,100510	0,595785	0,905275	0,735709	0,690056	0,813443	0,830058	0,806550	0,744486	0,986131	0,945226	0,126896	0,254073	0,984092	0,937129
Coca-Cola Icecek AS	0,408017	0,492858	0,100510	1,000000	0,180025	0,487115	0,373543	0,232015	0,090790	0,635180	0,638786	0,429088	0,254882	0,350308	0,826940	0,947010	0,163377	0,006126
Dogan Sirketler Grubu Holding AS	0,035977	0,246176	0,595785	0,180025	1,000000	0,596464	0,431013	0,795885	0,290878	0,520442	0,496860	0,307724	0,595759	0,750215	0,353032	0,158777	0,668979	0,308825
Dogus Otomotiv Servis ve Ticaret AS	0,161066	0,897950	0,905275	0,487115	0,596464	1,000000	0,697231	0,532947	0,740090	0,968941	0,978332	0,873460	0,959656	0,966230	0,480339	0,561690	0,909208	0,826452
Hurriyet Gazetecilik ve Matbaacilik AS	0,464118	0,797420	0,735709	0,373543	0,431013	0,697231	1,000000	0,259855	0,258825	0,793517	0,659256	0,455867	0,758443	0,735278	0,222358	0,611580	0,785000	0,585377
Ihlas Holding AS	0,343015	0,239271	0,690056	0,232015	0,795885	0,532947	0,259855	1,000000	0,562564	0,366905	0,388930	0,235899	0,615732	0,691798	0,161572	0,194627	0,656763	0,551522
Logo Yazilim Sanayi ve Ticaret AS	0,732375	0,644803	0,813443	0,090790	0,290878	0,740090	0,258825	0,562564	1,000000	0,581872	0,660539	0,813554	0,796053	0,702013	0,058300	0,049869	0,744322	0,918233
Otokar Otomotiv ve Savunma Sanayi AS	0,056897	0,935944	0,830058	0,635180	0,520442	0,968941	0,793517	0,366905	0,581872	1,000000	0,979937	0,826483	0,906391	0,915576	0,552558	0,734638	0,851608	0,734120
Pinar Sut Mamulleri Sanayi AS	0,102275	0,909750	0,806550	0,638786	0,496860	0,978332	0,659256	0,388930	0,660539	0,979937	1,000000	0,877118	0,888453	0,901231	0,578180	0,692001	0,810565	0,744945

	Anadolu Efes Biracilik ve Malt Sanayi AS	Arcelik AS	Aygaz AS	Coca-Cola Icecek AS	Dogan Sirketler Grubu Holding AS	Dogus Otomotiv Servis ve Ticaret AS	Hurriyet Gazetecilik ve Matbaacilik AS	Ihlas Holding AS	Logo Yazilim Sanayi ve Ticaret AS	Otokar Otomotiv ve Savunma Sanayi AS	Pinar Sut Mamulleri Sanayi AS	TAV Havalimanlari Holding	Tofas Turk Otomobil Fabrikasi AS	Turkiye Petrol Rafinerileri AS	Turk Prysmian Kablo ve Sistemleri AS	Turk Telekomunikasyon AS	Turk Traktor ve Ziraat Makineleri AS	Vestel Elektronik Sanayi ve Ticaret AS
TAV Havalimanlari Holding	- 0,400632	0,814060	0,744486	0,429088	0,307724	0,873460	- 0,455867	0,235899	0,813554	0,826483	0,877118	1,000000	0,819668	0,761896	0,580472	0,434594	0,750150	0,779628
Tofas Turk Otomobil Fabrikasi AS	- 0,188911	0,883019	0,986131	0,254882	0,595759	0,959656	- 0,758443	0,615732	0,796053	0,906391	0,888453	0,819668	1,000000	0,970203	0,277411	0,387463	0,982708	0,915843
Turkiye Petrol Rafinerileri AS	- 0,112358	0,811635	0,945226	0,350308	0,750215	0,966230	- 0,735278	0,691798	0,702013	0,915576	0,901231	0,761896	0,970203	1,000000	0,376345	0,442864	0,960683	0,807790
Turk Prysmian Kablo ve Sistemleri AS	0,145679	0,335776	0,126896	0,826940	0,353032	0,480339	- 0,222358	- 0,161572	0,058300	0,552558	0,578180	0,580472	0,277411	0,376345	1,000000	0,678045	0,239715	- 0,007026
Turk Telekomunikasyon AS	0,529128	0,659201	0,254073	0,947010	0,158777	0,561690	- 0,611580	- 0,194627	- 0,049869	0,734638	0,692001	0,434594	0,387463	0,442864	0,678045	1,000000	0,305479	0,150205
Turk Traktor ve Ziraat Makineleri AS	- 0,134385	0,809443	0,984092	0,163377	0,668979	0,909208	- 0,785000	0,656763	0,744322	0,851608	0,810565	0,750150	0,982708	0,960683	0,239715	0,305479	1,000000	0,875491
Vestel Elektronik Sanayi ve Ticaret AS	- 0,430872	0,835123	0,937129	- 0,006126	0,308825	0,826452	- 0,585377	0,551522	0,918233	0,734120	0,744945	0,779628	0,915843	0,807790	- 0,007026	0,150205	0,875491	1,000000

SONUÇ

Kurumsal yönetim anlayışı 2000’li yılların başından itibaren ekonominin çok daha hızlı büyümesi, ekonomik gelişmelerin çok daha hızlı yaşanması ve yaşanan önemli ekonomik skandallar sebebi ile şirketler zarar etmemek veya karlılığını arttırabilmek için kurumsal yönetime daha çok yönelmeye başlamıştır.

Firmanın içinde ve firmanın ekosisteminde bulunan tüm gerçek ve tüzel kişilerin çıkarlarını koruyan, firmaların denetlendiği ve daha şeffaf yönetildiği bir ortam oluşturan kurumsal yönetim, firmaları ulusal ve uluslararası ortamda daha başarılı kılmaktadır.

Literatürde kurumsal yönetim ile finansal performans arasındaki ilişkiyi ölçümleyen çok sayıda çalışma bulunmaktadır. Literatürdeki çalışmalar kurumsal yönetim notu ile finansal oranlar arasındaki ilişkiyi birebir incelerken, bu çalışma ile finansal oranlar ve kurumsal yönetim notu arasındaki ilişkiyi değerlendirmek için bütüncül bir yaklaşım benimsenmiştir. Bu çalışmada kurumsal yönetim endeksinde yer alan firmaların finansal performansları ve kurumsal yönetim notları arasındaki ilişkiyi ortaya çıkarmak amaçlanmıştır. Çalışmayı yapabilmek için Borsa İstanbul Kurumsal Yönetim endeksinde (BİST XKURY) tabi 18 firmanın 2012-2017 yılları arasındaki verileri yıllık frekansla incelenmiştir. BIST XKURY 2007 yılından itibaren işlem görmeye başlayan bu endekse tabi olan hisse senetleri zaman içinde değişim göstermiş, hem firma sayılarında hem de firmaların endeks değerindeki ağırlıklarında değişiklikler kaydedilmiştir. Hem endeksin değerini hem de endekse tabi olan firmaların sayısının geçen süre zarfında artması Türkiye’de kurumsal yönetim alanında yaşanan gelişmelere paralellik arz etmektedir. Hem analizin sağlıklı bir şekilde yapılabilmesi hem de konjonktüre ışık tutabilmesi açısından çalışma için kullanılacak verilerin devamlılık göstermesi önem arz etmektedir. Bu nedenle 9 finansal kriter için değerlendirilecek şirketler KAP’a devamlı veri sunan firmalardan seçilmiştir. BIST XKURY endeksinden bu kriterleri karşılayan 18 şirket analize dahil edilmiştir. Analiz dönemi olarak ise 2012-2017 yıllarını kapsayan 6 yıllık periyod seçilmiştir. Analiz için bu periyodun seçilmesinin nedeni o yıllarda Türkiye’de kurumsal yönetim alanında yaşanan olumlu gelişmelerdir. Bu yıllarda maksimum sayıda şirket tarafından KAP’a raporlar sunulmuş ve bu raporlar çalışmada dengeli panel analizi verisi

hazırlamaya olanak sağlamıştır. Özetlemek gerekirse çalışmada 9 finansal kriter ve 1 kurumsal yönetim notu kullanılmıştır.

Bu kriterlere göre seçilmiş veriler ile diğer çalışmalardan farklı olarak hem TOPSIS metodu hem de panel veri analizi metodu uygulanmıştır. Bu 9 finansal kriter ;Piyasa Değ./Defter Değ. Oranı, Fiyat/Kazanç Oranı, Hisse Başına Kar Oranı, Brüt Kar Marjı Oranı, Faaliyet Kar Marjı Oranı, Net Kar Marjı Oranı, Özkaynak Karlılığı Oranı, Aktif Karlılığı Oranı, Faiz ve Vergi Öncesi Karlılığı Oranıdır. TOPSIS skoru başlığı altında tek bir seri haline getirilmiş ve kurumsal yönetim notu serisi ile birlikte analize dahil edilmiştir. Böylece kurumsal yönetim ile finansal performans arasındaki ilişki daha detaylı ve derinlemesine incelenmiştir.

Panel veri analizi aynı anda aynı zaman dilimi için hem seriler arasında hem de panele dahil edilen birimler arasında ekonometrik ilişkileri incelemeye olanak tanımaktadır. TOPSIS skoru ve kurumsal yönetim notu serileri arasındaki ilişkileri araştırmak için öncelikle serilerin durağanlıkları analiz edilmiştir. Durağanlığın araştırılmasındaki amaç verilerin yaşanacak şoklar karşısındaki uzun vadedeki tepkilerini ölçmektedir. Durağan zaman serileri için şoklar geçici olmaktadır. Bu şokların etkisi zamanla kaybolmakta ve seriler uzun dönemde ortalama seviyelerine geri dönmektedir. Mevcut çalışmada verilerin durağanlığı hem birinci grup hem de ikinci grup birim kök testleri ile analiz edilmiştir. Birinci grup testler birimler arası korelasyonu göz ardı ederken, ikinci grup panel birim kök testleri hem birimler arası hem de birimin kendisinin oto korelasyon katsayısı olmasına izin vermektedir. Kısacası ikinci grup testlerde oto korelasyon kat sayısı birimlere göre değer almaktadır. Birinci grup panel birim kök testleri sadece dengeli panellere uygulanabiliyorken ikinci grup panel birim kök testleri hem dengeli hem de dengesiz panel veriler için uygulanabilmektedir.

Bu çalışmada Levin-Lin-Chu, Im-Pesaran-Shin ve Hadri birim kök testleri yardımıyla durağanlık sınaması yapılmıştır. Her üç testin sonucuna göre de seriler seviye değerlerinde durağanlaşmaktadır. Durağanlık sınamasına takiben serilerin uzun vadede birlikte hareket edip etmediklerini ölçmek için eş bütünleşme testleri yapılmıştır. Bu amaçla

Pedroni eş bütünleşme testleri yapılmıştır. Pedroni testleri sonuçlarına göre serilerin eş bütünleşik olduğuna yani uzun vadede birlikte hareket ettiklerine karar verilmiştir.

Çalışmada incelenen bir diğer test ise Pairwise Granger nedensellik sınaması olmuştur. Bu testin sonuçlarına göre de TOPSIS skorunun kurumsal yönetimin Granger nedeni olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

Şirketlerin kurumsal yönetim notu tablosu panel korelasyon matrisi ile incelendiğinde en kuvvetli ve pozitif yönlü ilişkinin en kuvvetli ilişkinin Otokar Otomotiv ile Anadolu Efes şirketleri arasında 0,997153 ile görmekteyiz. İhlas Holding ile Hürriyet Gazetecilik arasında ise (-) negatif yönlü orta kuvvetli ilişkinin -0,667366 ile olduğunu görmekteyiz.

Şirketlerin TOPSIS skoru tablosu panel korelasyon matrisi ile incelendiğinde en kuvvetli ve pozitif yönlü ilişkinin en kuvvetli ilişkinin TOFAŞ ile Aygaz şirketleri arasında 0,986131 ile görmekteyiz. Arçelik ile Hürriyet Gazetecilik arasında ise (-) negatif yönlü en kuvvetli ilişkinin -0,797420 ile olduğunu görmekteyiz.

Bu çalışmada genel olarak; TOPSIS skoru değişkeninden kurumsal yönetim notu değişkenine doğru nedensellik ilişkisi bulunmaktadır. Yani TOPSIS skorunda meydana gelen değişiklikler kurumsal yönetim notunda meydana gelecek değişikliklere neden olmaktadır. Diğer bir ifade ile kurumsal yönetim notunda meydana gelen değişikliklerin nedeni TOPSIS skorundan kaynaklanmaktadır.

KAYNAKÇA

- (2019, 4 16). www.kap.org.tr: <https://www.kap.org.tr/tr/Endeksler> adresinden alındı
- (2019, 03 20). www.borsaistanbul.com: <https://www.borsaistanbul.com/docs/default-source/endeksler/bist-pay-endeksleri-temel-kurallari.pdf?sfvrsn=6> adresinden alındı
- Acar, D., Aktürk, A., & Coşkun, A. (2012). Gönüllüden Zorunlu Bağımsız Denetime Geçişin Aile İşletmelerinde Kurumsal Yönetime Etkileri. *Dumlupınar Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*.
- Aggarwal, P. (2013). Impact of Corporate Governance on Corporate Financial Performance. *IOSR Journal of Business and Management*.
- Akdoğan, M. U., & Akdoğan, N. (2011). Türk Ticaret Kanunu'nun Kurumsal Yönetim İlkelerine İlişkin Düzenlemelerinin Sermaye Kurulu Piyasası Tarafından Yayımlanan Kurumsal Yönetim İlkelerine Uyumunun Karşılaştırmalı Olarak Analizi. *Muhasebe ve Denetime Bakış Dergisi*, 35.
- Akdoğan, N. (2001). *Finansal Tablolar ve Mali Analiz Teknikleri*.
- Akdoğan, N., & Tenker, N. (2007). *Finansal Tablolar ve Mali Analiz Teknikleri*.
- Akgüç, Ö. (2002). *Mali Tablolar Analiz*.
- Aksoy, M. A. (2013). Türk kurumsal yönetim düzenlemeleri kapsamında anonim şirket yönetim kurulu. *Gazi Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi*.
- Aktan, C. C. (2013). Kurumsal Şirket Yönetimi. *Sermaye Piyasası Kurulu Kurumsal Araştırmalar Serisi*.
- Aktan, C. C. (2018, 03 01). <http://www.canaktan.org/>: <http://www.canaktan.org/yonetim/kurumsal-yonetim/aktan-kurumsal.pdf> adresinden alındı
- Alp, A., & Kılıç, S. (2014). *Kurumsal Yönetim Nasıl Yönetilmeli*.
- Ararat, M., & Uğur, M. (2003). *Corporate Governance in Turkey : an Overview and Some Policy Recommendations*.
- Arın, T., Kesmez, N., & Gören, İ. (2000). *Devlet reformu: Parlamento ve sayıştay denetimi*.

- BDDK. (2006). Bankaların Kurumsal Yönetim İlkelerine İlişkin Yönetmelik .
- BIST. (2019, 02 20). www.borsaistanbul.com. <https://www.borsaistanbul.com/endeksler/bist-pay-endeksleri/kurumsal-yonetim-endeksi> adresinden alındı
- Black, B. (2001). The Corporate Governance Behavior and Market Value of Russian Firms Emerging Markets Review.
- Büyük Larousse, S. (1992).
- Cengiz, S. (2013). İşletmelerde Kurumsal Yönetim Kapsamında İç Denetimin Yeri ve Önemi: Borsa İstanbul'da Bir Araştırma. *Afyon Kocatepe Üniversitesi İİBF Dergisi*.
- Ceylan, A., & Korkmaz, T. (2012). *Meslek Yüksekokulları için İşletmelerde Finansal Yönetim*.
- Çatıkkaş, Ö., Okur, M., & Balkan, İ. (2012). *Bankalarda Denetim Komitesi Uygulması*.
- Çetiner, E. (1996). *İşletmelerde Mali Analiz*.
- Çiftçi, U. (2011). Örgüt Teorilerinde Yöneticinin Yeniden Konumlandırılması İçin Bir Araç Olarak Sosyal Ağlar.
- Çıtak, L. (2006). Kurumsal Yönetim Sistemlerinde Yakınsama. *İstanbul Üniversitesi Siyasal Bilgiler Fakültesi Dergisi*.
- Çubuk, A., & Lazol, İ. (2002). *Mali Tablolar Analizi*.
- Dağlı, H. (2009). *Sermaye Piyasası ve Portföy Analizi*. Trabzon: Derya Kitapevi.
- Deloitte. (2006). Nedir Bu Kurumsal Yönetim. *Deloitte Kurumsal Yönetim Serisi*.
- Demirbaş, M., & Uyar, S. (2006). *Kurumsal Yönetim İlkeleri ve Denetim Komitesi*. İstanbul.
- Doğan, M. (2007). *Kurumsal yönetim*.
- Donaldson, T., & Lee E., P. (1995). The Stakeholder Theory of the Corporation: Concepts, Evidence and. *Academy of Management Review*.

- Eleren, A., & Karagül, M. (2008). 1986-2006 Türkiye Ekonomisi Performans Değerlendirmesi. *Celal BAYAR Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Yönetim ve Ekonomi Dergisi*.
- Ergyun, S. (2013). Stratejik İşbirliklerinde Kurumsal Yönetimin Önemi Ve Bir Araştırma.
- Freeman, E. (2010). *Strategic Management: A Stakeholder Approach*.
- Gompers, P., Ishii, J., & Metrick, A. (2003). Corporate Governance and Equity Prices. *Quarterly Journal of Economics*.
- Greene, W. (2003). *Econometric Analysis*.
- Gücenme, Ü. (2003). *Mali Tablolar Analizi ve Enflasyon Muhasebesi*.
- Güçlü, H. (2010). Kurumsal Yönetim Uyum Derecelendirmesi. *İstanbul Menkul Kıymetler Borsası*.
- Harrison, J., & Freeman, R. (1999). Stakeholders, Social Responsibility, and Performance: Empirical Evidence and Theoretical. *The Academy of Management Journal*.
- Jensen, M., & Meckling, W. (1976). *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*.
- Kalaycıoğlu, O. (2011). Kurumsal Yönetim Bağlamında Yönetim Kurulu Yapılarının İhracat Performansına Türkiye Örneği.
- Karamustafa, O., Varıcı, İ., & Er, B. (2009). Kurumsal Yönetim ve Firma Performansı: İMKB Kurumsal Yönetim Endeksi Kapsamındaki Firmalar Üzerinde Bir Uygulama. *Kocaeli Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*.
- Karan, M. B. (2013). *Finansal Yönetim*.
- Karan, M., Temiz, H., & Acar, M. (2013). BİST Kurumsal Yönetim Endeksinde Yer Alan Şirketlerin Getiri ve Performans Analizi. *Finans Sempozyumu*. Muğla.
- Keasey, K., Thompson, S., & Wright, M. (1997). *Corporate Governance: Economic, Management and Financial Issues*.

- Kee-Hong, B., Lim, C., & John Wei, K. (2006). Corporate Governance and Conditional Skewness in The World's Stock Markets. *Journal of Business*.
- Kıyılar, M., & Belen, M. (2005). Kurumsal Yönetim Kavramı ve İlkeleri: Bir Kurumsal Yönetim Formu Olarak Türkiye'de Holding Yapılanma Biçimlerinin Değerlendirilmesi. *İSMMM 1. Uluslararası Muhasebe Denetimi ve VII. Türkiye Muhasebe Denetimi Sempozyumu*. Antalya.
- Koçel, T. (2014). *İşletme Yöneticiliği*.
- Köse, A., & Bülbül, S. (2011). TÜRK GIDA ŞİRKETLERİNİN FİNANSAL PERFORMANSININ ÇOK AMAÇLI KARAR VERME YÖNTEMLERİYLE DEĞERLENDİRİLMESİ. *Atatürk Ü. İİBF Dergisi*.
- Kula, V., & Baykut, E. (2014). Kurumsal Yönetim Derecelendirme Notu ile Piyasa Değeri Arasındaki İlişki: BİST XKURY Şirketleri Üzerine Bir Araştırma. *U.Ü. Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*.
- Küçüksözen, C., & Küçükkocaoğlu, G. (2005). Kurumsal Şirket Yönetiminde Finansal. *Muhasebe ve Denetim Bakış Dergisi*.
- Liu, Q., Tian, G., & Wang, X. (2011). The Effect of Ownership Structure on Leverage Decision: New Evidence From Chinese Listed Firms. *Journal of the Asia Pacific Economy*.
- Manisalı, G. D. (2006). *Kurumsal Yönetim, Yönetim Kurulunun Sorumlulukları ve Şirket Değeri*.
- Metiner, B. (2006). Kurumsal Yönetim İlkeleri Doğrultusunda Halka Açık Şirketlerde İdeal Yönetim Kurulunun Yapılanması. *Yüksek Lisans Tezi Marmara Üniversitesi*.
- Mizruchi, M. S. (1993). Who Controls Whom? An Examination of The Relation Between Management and Boards of Directors In Large American Corporations. *Academy of Management Review*.
- Mucuk, İ. (2001). *Modern İşletmecilik*.
- Olalı, H. (1977). *Teşebbüs Finansmanı ve Teşebbüslerin Finansal Yönetimi*.
- Oliver, R. (2004). *What Is Transparency*.
- Özdemir, L. (2004). *Küçük ve Orta Ölçekli İşletmelerde Kurumsal Yönetişim Sürecinin Önemi*.

- Saha Kurumsal Yönetim ve Kredi Derecelendirme A.Ş. (2018). *Kurumsa Yönetim Derecelendirmesi Raporu*. İstanbul.
- Saint, D. K. (2005). *The Firm as a Nexus of Relationships: Toward a New Story of Corporate Purpose*.
- Saldanlı, A. (2012). Kurumsal yönetim endeks performansının analizi. *AİBÜ-İİBF Ekonomik*.
- Sandıkçıoğlu, A. (2005). *Kurumsal Yönetim Uyum Derecelendirmesi*. Ankara: SPK.
- Sarı, A. (2013). İşletmelerde Kurumsal Yönetim Açısından İç Kontrol ve İç Denetimin Önemi.
- Selahattin, Y., Yıldırım, S., & Elmas, B. (2015). Kurumsal Yönetim Endeksi İle Şirket Hisse Senedi Getiri İlişkisi BİST’de Bir Uygulama. *Erzincan Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*.
- Sermaye Piyasası Kurulu. (2005). Kurumsal Yönetim İlkeleri.
- Sermaye Piyasası Kurulu. (2011). Kurumsal Yönetim İlkelerinin Belirlenmesine ve Uygulanmasına İlişkin Tebliğ.
- Sevilengül, O. (1993). *Bankalarda Kredi Müşterilerinin Finansal Tablolarının Analizi ve Türkiye Uygulamasının Değerlendirilmesi*.
- Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1997). A survey of corporate governance. *The journal of finance*.
- SPK. (2019, 03 20). [www.spk.gov.tr: http://www.spk.gov.tr/sayfa/index/6/10/1](http://www.spk.gov.tr/sayfa/index/6/10/1) adresinden alındı
- SPK. (2019, 04 12). [www.spk.gov.tr. http://mevzuat.spk.gov.tr/MevzuatGoster.aspx?nid=123171](http://mevzuat.spk.gov.tr/MevzuatGoster.aspx?nid=123171) adresinden alındı
- Şengür, E. D., & Özbek Püskül, S. (2011). Kurumsal Yönetim Endeksindeki Şirketlerin Yönetim Kurulu Yapısı ve İşletme Performansının Değerlendirilmesi.
- Tetik, N. (2013). Kurumsal yönetim ilkeleri ve yeni Türk Ticaret Kanunu düzenlemelerinin işletmelerin finansal yönetimi üzerinde etkileri. *İnönü Üniversitesi Uluslararası Sosyal Bilimler Dergisi*.
- TKYD. (2011). *Ekonomi Gazeteciliği İçin Kurumsal Yönetim Kitabı*.
- Tokgöz, N. (2013). *Yönetim ve Organizasyon*.

- Toraman, C., & Abdioğlu, H. (2008). İMKB Kurumsal Yönetim Endeksinde Yer Alan Şirketlerin Kurumsal Yönetim Uygulamalarında Zayıf ve Güçlü Yanları. *Muhasebe ve Finansman Dergisi*.
- TÜSİAD. (2002). Kurumsal Yönetim En İyi Uygulama Kodu: Yönetim Kurulunun Yapısı ve İşleyişi.
- Ülgen, H., & Mirze, S. K. (2016). İşletmelerde stratejik yönetim.
- Wolfgang, D., Schillofer, A., & Zimmerman, H. (2003). *Corporate Governance And Expected Stock Returns: Evidence From Germany*.
- Yaslıdağ, B. (2012). *Finanal Yönetim ve Finansal Analiz*.
- Yerdelen Tatoğlu, F. (2017). *Panel Zaman Serileri Analizi*.
- Yoshikawa, T., & Phan, P. H. (2005). The effects of ownership and capital structure on board composition and strategic diversification in Japanese corporations. *Corporate Governance: An International Review. Research Collection Lee Kong Chian School Of Business*.
- Zahra, S., & Pearce, J. (1989). Boards of Directors and Corporate Financial Performance: A Review and Integrative Model. *Journal of Management*.