

T.C.
KARABÜK ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İŞLETME ANABİLİM DALI

**KURUMSAL YÖNETİM VE FİNANSAL PERFORMANS ARASINDAKİ
İLİŞKİNİN ENTROPİ AĞIRLIKLANDIRMALI TOPSIS YÖNTEMİ İLE
İNCELENMESİ; BIST’TE FAALİYET GÖSTEREN GIDA VE İÇECEK
ŞİRKETLERİ ÜZERİNE BİR UYGULAMA**

YÜKSEK LİSANS TEZİ

Hazırlayan
Rafet GEMİCİ

Tez Danışmanı
Doç. Dr. Murat YILDIRIM

Karabük
Aralık - 2017

İÇİNDEKİLER

İÇİNDEKİLER	1
TEZ ONAY SAYFASI.....	4
DOĞRULUK BEYANI	5
ÖNSÖZ	6
ÖZ	7
ABSTRACT.....	8
ARŞİV KAYIT BİLGİLERİ.....	9
ARCHIVE RECORD INFORMATION	10
KISALTMALAR	11
ARAŞTIRMANIN KONUSU	12
ARAŞTIRMANIN AMACI	13
ARAŞTIRMANIN YÖNTEMİ.....	13
ARAŞTIRMANIN HİPOTEZLERİ	18
ARAŞTIRMANIN ÖRNEKLEMİ.....	19
KAPSAM VE SINIRLILIKLAR/KARŞILAŞILAN GÜÇLÜKLER	19
1.1. Kurumsal Yönetim Kavramı ve Temel İlkeleri	20
1.2. Kurumsal Yönetimin Ortaya Çıkışı ve Kurumsal Yönetim Yaklaşımları.....	23
1.2.1. Mülkiyet Kapitalizmi Yaklaşımı.....	25
1.2.2. İdari Kapitalizm Yaklaşımı.....	25
1.2.3. Hissedar Kapitalizmi Yaklaşımı	26
1.2.4. Paydaş Kapitalizmi Yaklaşımı	26
1.2.5. Miyop Piyasa Yaklaşımı	27
1.2.6. Kaynak Bağımlılığı Yaklaşımı	27
1.3. Kurumsal Yönetimin Önemi, Amaç ve Yararları	27
1.4. Türkiye’de Kurumsal Yönetimin Gelişimi.....	30
1.4.1.BIST (XKURY) Kurumsal Yönetim Endeksi	32




1.4.1.1. Endeksten Çıkarma ve Yeniden Alınma.....	33
1.4.1.2. Birleşme-Devir Alma	34
1.4.1.3. Endeks Hesaplama	35
1.4.1.4. Uluslararası Örnekler	35
1.4.1.5. Kurumsal Yönetim Endeksi'nde Yer Almanın Avantajları	35
1.4.2. Sermaye Piyasası Kurulu	36
1.4.3. Kurumsal Yönetim Derecelendirme Kuruluşları	38
1.4.4. Türkiye Kurumsal Yönetim Derneği	40
1.5. Türk Hukuk Sisteminde Kurumsal Yönetime İlişkin Yapısal Çalışmalar	41
1.6. Kurumsal Yönetime İlişkin Dünyadaki Yapısal Gelişmeler	43
1.6.1. G20/OECD Kurumsal Yönetim İlkeleri	43
1.6.2. Avrupa Birliği'nde Kurumsal Yönetim Uygulamaları.....	44
1.6.3. Amerika Birleşik Devletleri'nde Kurumsal Yönetim Uygulamaları	45
1.7. Kurumsal Yönetim ve Finansal Performans İlişkisi	46
2.1. İşletmelerde Performans Kavramı.....	49
2.2. Finansal Performans Değerlendirme Yöntemleri.....	51
2.2.1. Kapsamına Göre Finansal Analiz Türleri	52
2.2.1.1. Statik Analiz	52
2.2.1.2. Dinamik Analiz.....	52
2.2.2. Amacına Göre Finansal Analiz Türleri.....	52
2.2.2.1. Yönetim Analizleri	53
2.2.2.2. Kredi Analizleri.....	53
2.2.2.3. Yatırım Analizleri	53
2.2.3. Analizi Yapanın Durumuna Göre Finansal Analiz Türleri	54
2.2.3.1. İç Analiz	54
2.2.3.2. Dış Analiz	54
2.3. Finansal Analiz Teknikleri.....	54
2.3.1. Karşılaştırmalı Tablolar Analizi (Yatay Analiz).....	55
2.3.2. Eğilim Yüzdeleri Tekniği ile Analiz (Trend Analizi).....	55
2.3.3. Yüzde Yöntemi ile Analiz (Dikey Analiz)	57
2.3.4. Oran Analizi (Rasyo Analizi)	57
2.4. Finansal Performans Analizinde Kullanılan Oranlar	58
2.4.1. Likidite Oranları.....	60

2.4.1.1. Cari Oran.....	60
2.4.1.2. Asit Test Oranı	61
2.4.1.3. Nakit Oranı.....	62
2.4.2. Faaliyet Oranları (Devir Hızları).....	63
2.4.2.1. Alacak Devir Hızı	63
2.4.2.2. Stok Devir Hızı	64
2.4.2.3. Aktif (Dönen Varlık) Devir Hızı	65
2.4.3. Finansal (Mali) Yapı Oranları.....	65
2.4.3.1. Kaldıraç Oranı	66
2.4.3.2. Özkaynakların Aktiflere Oranı	66
2.4.3.3. Kısa Vadeli Borçların Öz Sermayeye Oranı.....	67
2.4.3.4. Finansman Oranı	67
2.4.4. Kârlılık Oranları.....	68
2.4.4.1. Net Kâr Marjı.....	68
2.4.4.2. Aktiflerin Kârlılığı Oranı	69
2.4.4.3. Öz Sermaye Kârlılığı Oranı	69
2.4.5. Değerleme Oranları	70
2.4.5.1. Piyasa Değeri / Defter Değeri Oranı.....	71
2.4.5.2. Fiyat/Kazanç Oranı.....	71
2.4.5.3. Hisse Senedi Başına Kâr Oranı.....	72
2.4.5.4. Tobin'in Q Oranı.....	73
2.4.5.5. Temettü (Kâr Payı) Verimi	74
2.4.5.6. Faaliyet Kaldıraç Oranı.....	74
3.1. Araştırma Konusunda Yapılmış Çalışmalar.....	76
3.2. Araştırma Verilerinin Analizi ve Bulguları	79
SONUÇ	90
KAYNAKÇA	92
TABLolar LİSTESİ	99
ŞEKİLLER LİSTESİ	100
EKLER	101
ÖZGEÇMİŞ	107

TEZ ONAY SAYFASI

Karabük Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Müdürlüğü'ne

Rafet GEMİCİ'ye ait "Kurumsal Yönetim ve Finansal Performans Arasındaki İlişkinin Entropy Ağırlıklandırılmış TOPSIS Yöntemi ile İncelenmesi; BIST'te Faaliyet Gösteren Gıda ve İçecek Şirketleri Üzerine Bir Uygulama" adlı bu tez çalışması Tez Kurulumuz tarafından İşletme Yüksek Lisans programı tezi olarak oybirliği / oyçokluğu ile kabul edilmiştir.

	Akademik Unvanı, Adı ve Soyadı	İmza
Tez Kurulu Başkanı	: Prof. Dr. Abdullah KARAKAYA	
Danışman Üye	: Doç. Dr. Murat YILDIRIM	
Üye	: Yrd. Doç. Dr. Mehmet Fatih BAYRAMOĞLU	

Tez Sınavı Tarihi: 11.12.2017

DOĞRULUK BEYANI

Yüksek lisans tezi olarak sunduğum bu çalışmayı bilimsel ahlak ve geleneklere aykırı herhangi bir yola tevessül etmeden yazdığımı, araştırmamı yaparken hangi tür alıntıların intihal kusuru sayılacağını bildiğimi, intihal kusuru sayılabilecek herhangi bir bölüme araştırmamda yer vermediğimi, yararlandığım eserlerin kaynakçada gösterilenlerden oluştuğunu ve bu eserlere metin içerisinde uygun şekilde atıf yapıldığını beyan ederim.

Enstitü tarafından belli bir zamana bağlı olmaksızın, tezimle ilgili yaptığım bu beyana aykırı bir durumun saptanması durumunda, ortaya çıkacak ahlaki ve hukuki tüm sonuçlara katlanmayı kabul ederim.

11/12/2017

Rafet GEMİCİ

ÖNSÖZ

Borsa İstanbul A.Ş.'de finansal faaliyetlerini sürdüren Kurumsal Yönetim Endeksi'ndeki gıda ve içecek sanayi sektörünü kapsayan bu araştırmanın temel amacı; ilgili şirketlerin 2013-2016 yılları arasında Entropi Ağırlıklandırılmış TOPSIS yöntemini kullanarak kurumsal yönetim notları ile finansal performansları arasındaki ilişkinin incelenmesidir.

Tez çalışmam sürecinde desteğini esirgemeyen değerli danışman hocam Sayın Doç. Dr. Murat YILDIRIM'a, çalışmam boyunca bana destek olan hocam İnci Merve ALTAN'a ve değerli dostum Adem KARAKAVUZ' a teşekkürlerimi sunuyorum.

Rafet GEMİCİ

ÖZ

Kurumsal yönetim ile finansal performans arasındaki ilişki açık ve yalın olarak görülmesine rağmen, bu ilişkinin sayısal olarak ortaya konulması halen merak duyulan bir çalışma alanıdır. Bu çalışmada, 2013-2016 yıllarında Borsa İstanbul A.Ş. (BIST) Kurumsal Yönetim Endeksi (XKURY)'nde işlem gören 5 adet gıda ve içecek şirketinin finansal tablolarından elde edilen verileri Entropi Ağırlıklandırılmış TOPSIS yöntemi ile analiz edip, ilgili yıllardaki kurumsal yönetim notları ile karşılaştırarak değerlendirmek amaçlanmıştır. Entropi Ağırlıklandırılmış yönteminin TOPSIS yöntemine entegre edilmesiyle analizin daha nesnel şekilde yapılmasına çalışılmıştır. İncelenen dönemler itibariyle finansal performansın ölçümü için 9 finansal oran karar kriteri ve 5 şirket alternatif olarak ele alınmıştır. Yapılan analiz sonucunda seçilen şirketlerin kurumsal yönetim notları ile finansal performans notları arasında sürekli ve anlamlı ilişkinin bulunmadığı görülmektedir. Bu doğrultuda şirketlerin finansal açıdan başarısız olduğu söylenemez; yalnızca analiz dahilinde, şirketlerin kurumsal yönetim başarılarının finansal performans başarılarına aynı şekilde etki etmediği sonucuna ulaşılmıştır.

ABSTRACT

The relationship between the corporate governance and financial performance is seen clearly and plainly, and due to this, it is still a field of study which is wondered about the numerical introduction. In this study, Borsa Istanbul A.Ş. (BIST) Corporate Governance Index (XKURY) by using the Entropy Weighted TOPSIS method and comparing the data obtained from the financial statements of the five food and beverage companies with the corporate governance grades of the related years. By integrating the entropy weighted method into the TOPSIS method, it has been attempted to make the analysis more objective. Nine financial rate decision criteria and five companies were considered as alternatives for the measurement of financial performance in the periods examined. Because of the analysis made, it is seen that the selected companies do not have a continuous and meaningful relationship between the corporate governance grades and the financial performance grades. In this direction, it cannot be said that the companies fail in financial terms; only in the analysis has been achieved that companies' corporate governance successes have not had the same effect on financial performance.

ARŞİV KAYIT BİLGİLERİ

Tezin Adı	Kurumsal Yönetim ile Finansal Performans Arasındaki İlişkinin Entropi Ağırlıklandırılmış TOPSIS Yöntemi ile Değerlendirilmesi; BIST’te Faaliyet Gösteren Gıda ve İçecek Şirketlerinde Uygulama
Tezin Yazarı	Rafet GEMİCİ
Tezin Danışmanı	Doç. Dr. Murat YILDIRIM
Tezin Derecesi	Yüksek Lisans
Tezin Tarihi	11/12/2017
Tezin Alanı	İşletme
Tezin Yeri	KBÜSBE-KARABÜK
Tezin Sayfa Sayısı	107
Anahtar Kelimeler	Finansal Performans, Kurumsal Yönetim, Kurumsal Yönetim Notu, Entropi Ağırlıklandırılmış TOPSIS Yöntemi, BIST XKURY

ARCHIVE RECORD INFORMATION

Name of the Thesis	Evaluation of the Relationship Between Corporate Governance and Financial Performance by Entropy Based Topsis Method: Application in Food and Beverage Companies Activity in the BIST
Author of the Thesis	Rafet GEMİCİ
Advisor of the Thesis	Assoc. Prof. Murat YILDIRIM
Status of the Thesis	Master
Date of the Thesis	11/12/2017
Field of the Thesis	Business Administration
Place of the Thesis	Karabuk University Institute of Social Sciences
Total Page Number	107
Keywords	Financial Performance, Corporate Governance, Corporate Governance Rating, Entropy Based TOPSIS Method, BIST XKURY

KISALTMALAR

A.Ş.	: Anonim Şirket
AB	: Avrupa Birliği
ABD	: Amerika Birleşik Devletleri
BCG	: Boston Consulting Group (Danışmanlık Firması)
BIST	: Borsa İstanbul A.Ş.
CCİ	: Coca-Cola İçecek A.Ş.
ÇKKV	: Çok Kriterli Karar Verme
G20	: Group 20 (Gelişmiş ülkelerden oluşturduğu 20 üyeli platform)
İMKB	: İstanbul Menkul Kıymetler Borsası
KAP	: Kamuyu Aydınlatma Platformu
KVYK	: Kısa Vadeli Yabancı Kaynak
NACE	: AB Ekonomik Faaliyetlerin İstatistiksel Sınıflandırılması
OECD	: Ekonomik İşbirliği ve Kalkınma Örgütü
SEC	: Menkul Kıymetler ve Borsa Komisyonu
SOX	: Sarbanes-Oxley Kanunu
SPK	: Sermaye Piyasası Kurulu
SPL	: Sermaye Piyasası Lisanslama Sicil ve Eğitim Kuruluşu
TCCC	: The Coca-Cola Company
TCMB	: Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası
TKYD	: Türkiye Kurumsal Yönetim Derneği
TOPSIS	: Technique for Order Preference by Similarity to Ideal Solution
TÜSİAD	: Türkiye Sanayiciler ve İşadamları Derneği
UVYK	: Uzun Vadeli Yabancı Kaynak
XKURY	: Kurumsal Yönetim Endeksi

ARAŞTIRMANIN KONUSU

İŞletmeler, günümüz rekabet ortamlarında üretim faktörlerini bir plan dahilinde ve sistematik bir yapıda bir araya getirip, mal veya hizmet üretirken ayrıca kârlılık, topluma hizmet ve yaŐamını devam ettirme gibi amaçlarını da optimum düzeyde tutma gayreti içindedirler. İŞletme faaliyetlerinin başarı ile sürdürülebilmesi için günümüz aėdaŐ yönetim anlayıŐlarından biri olan kurumsal yönetim anlayışının işletmenin her kademesinde gerçek anlamıyla yerleŐmiŐ olması gerekir.

Kurumsal yönetim ilkelerinin zamanla benimsenmesiyle Şirketler, sadece finansal tablolarını değil geleceğe ait temel amaçlarını, politikalarını ve uygulamalarını da kamuya açıklayarak finansal performanslarının daha doğru ölçülmesini sağlayarak ulusal ve uluslararası piyasalarda rekabet avantajı elde etmiştir. Açıktır ki iyi bir kurumsal yönetim, Şirketlerin piyasa değerini artırmada doğrudan etkilidir. Yapılan ampirik araştırmalar iyi kurumsal yönetim uygulamalarının Şirketler ve yatırımcılar açısından çok yararlı olduğunu ve uluslararası yatırımcıların, Őirketlerdeki kurumsal yönetim uygulamalarını en az finansal performansları kadar önemsediklerini ortaya çıkar mıŐtır (Sakarya, 2011; 148). Kurumsal yönetim ile Şirket performansı arasındaki ilişki ilk bakışta yalın ve açık bir ilişki olarak görülmektedir. Şirket yönetiminde kurumsal yönetim uygulamalarına önem verilmesi Şirket performansına olumlu katkı sağlayacaktır (IŞık ve Saygılı, 2006; 163). Şirketlerin kurumsal yönetim anlayışı ile finansal performans baŐarisının aynı doğrultuda olması literatürde kabul gören bir durumken; bu iki değişken arasındaki ilişkinin açık bir Şekilde ortaya konulması halen merak duyulan bir çalışma alanıdır.

İŞletmelerin finansal performanslarının ölçümünde çoklu ve genellikle birbirinden bağımsız kriterler söz konusu olduğunda, çok kriterli karar verme yöntemi olan TOPSIS yönteminden yararlanılabilir. Çok kriterli karar verme problemlerinde her kriterin önem düzeyi aynı olmayabileceğinden, önem düzeylerini ölçmek adına her bir kriterin ağırlıkları tespit edilmelidir. Ağırlıklandırma, bilirkiŐilerce yapılabileceği gibi Entropi yöntemi ile yapılması durumunda sonuçların sıralamasının güvenilirliği artmaktadır (akır ve Perçin, 2013: 79; Alp, ztel ve Köse, 2015: 78).

Çalışmanın birinci bölümünde kurumsal yönetim kavramı, kurumsal yönetimin Türkiye’de gelişimine ilişkin bilgi verildikten sonra kurumsal yönetim ve finansal performans arasındaki ilişkiye yer verilmiştir. İkinci bölümde şirketlerin finansal performansının analiz boyutuna, finansal analiz tekniklerine değinilmiş ve finansal performans analizinde kullanılan oranlar açıklanmıştır.

Çalışmanın uygulama bölümü olan üçüncü bölümde öncelikle kurumsal yönetim anlayışı ile finansal performans başarısı arasındaki ilişki çerçevesinde literatür taramasına yer verilmiştir. Devamında BIST XKURY endeksinde işlem gören 5 adet gıda ve içecek şirketinin 2013-2016 yıllarına ait kurumsal yönetim notları ile finansal performansları arasındaki ilişki Entropi Ağırlıklandırılmalı TOPSIS Yöntemi ile incelenmeye çalışılmıştır.

ARAŞTIRMANIN AMACI

Çalışmada, Borsa İstanbul Kurumsal Yönetim Endeksinde (BIST-XKURY) işlem gören 5 adet gıda ve içecek şirketinin 2013-2016 yılları arasındaki finansal performanslarının analizinde 9 adet finansal oran kullanılmıştır. Şirketlerin finansal oranları için bir standart karar matrisi oluşturularak Entropi Ağırlıklandırılmalı TOPSIS yöntemi ile analiz edilip tek bir değeri ifade eden sayılara ulaşılmış ve şirketlerin finansal performans sıralaması yapılmıştır. Daha sonra finansal performans sıralaması ile şirketlerin kurumsal yönetim notlarından oluşan sıralama karşılaştırılarak birlikte değerlendirilmesi amaçlanmıştır.

ARAŞTIRMANIN YÖNTEMİ

Nesnel ve sayısal veriler, analiz yapan kişiye daha objektif veriler sunmaktadır. Bu yüzden çalışmada Entropi Ağırlıklandırılmalı TOPSIS yöntemi kullanılmıştır. Çalışmanın bu bölümünde Entropi Ağırlıklandırılmalı TOPSIS yöntemi açıklanmaya çalışılmıştır.

Finansal oran analizinde farklı sektörler için doğru oranların seçimi analizin güvenilirliği için oldukça önemlidir. Belirlenen finansal oranlar yapılan literatür

taraması baz alınarak oluşturulmuştur. Çalışmada daha etkin sonuçlar almak adına şirketlerin finansal performansını negatif ve pozitif yönde en çok etkileyen cari oran, asit test oranı, alacak devir hızı, kaldıraç oranı, net kâr marjı, aktiflerin kârlılığı, özsermaye kârlılığı, piyasa değeri defter değeri oranı, fiyat kazanç oranları kullanılmıştır.

Entropi Ağırlıklandırılmalı TOPSIS yönteminde, pozitif ideal çözüme en yakın ve negatif ideal çözüme en uzak alternatifin tercih edilmesi hedeflenmektedir. Pozitif ideal çözüm fayda maksimizasyonu sağlarken maliyeti minimum seviyeye getirmektedir. Negatif ideal çözüm ise fayda minimizasyonu yaratırken maliyet maksimizasyonu oluşturur (Çakır ve Perçin, 2013: 84). Çok kriterli karar verme yöntemlerinden birisi olan TOPSIS yöntemi 1981 yılında Hwang ve Yoon tarafından ortaya atılan “alternatif çözüm noktasının pozitif ideal çözüme en kısa mesafe ve negatif ideal çözüme en uzak mesafede olacağı” temeline dayanır. İlerleyen zamanlarda bu fikir Zelenly (1982) ve Hall (1989) tarafından çalışılmış ve Yoon (1987) ve Hwang, Lai ve Liu (1994) tarafından da ilerletilmiştir (Eleren ve Karagül, 2008; 7).

Pozitif ideal çözüm, oluşan faydanın en yüksek, maliyetin en düşük olduğu çözüm noktası iken negatif ideal çözüm faydanın en düşük, maliyetin ise en yüksek olduğu çözüm noktasını ifade etmektedir (Ömürbek ve Mercan, 2014: 241; Çakır ve Perçin, 2013: 452). Entropi Ağırlıklandırılmalı TOPSIS yönteminde aşağıdaki adımlar takip edilmektedir (Ömürbek ve Mercan, 2014: 242):

Adım 1: Karar Matrisinin Oluşturulması

n kriterli m alternatifli karar matrisi $m \times n$ tipinde bir matristir. Buradaki a_{ij} terimleri j . kriter açısından i . alternatifin değerini belirtir. Bu durumda A karar matrisi aşağıdaki gibidir.

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

Adım 2: Karar Matrisinin Normalleştirilmesi

Normalleştirilme işlemi yapılırken karar matrisinde bulunan değerlerin her biri yer aldığı sütunun değerlerinin kareleri toplamının kareköklerine bölünmesi suretiyle matrisin normalleştirilmesi yapılır (Ömürbek ve Mercan, 2014: 242). $R = [r_{ij}]$ normalleştirilmiş karar matrisinin terimleri aşağıdaki formül yardımıyla elde edilir.

$$r_{ij} = \frac{a_{ij}}{\sqrt{\sum_{i=1}^m a_{ij}^2}}$$

Adım 3: Normalleştirilen Karar Matrislerinin Ağırlıklandırılması (Entropi Yöntemi)

Bu yöntem Shannon (1949)'nun belirsizliğin ölçüsü şeklinde ifade edilen Entropi kavramı temel alınarak oluşturulmuştur. Bilgi teorisinde Entropi; ayrık olasılık dağılımı ile verilen belirsizliğin miktarının bir ölçüsüdür ki, oldukça yüksek değerlere sahip olanların belirsizliği daha fazladır. Alternatifler hakkında belirli oranda verileri bulduran karar matrisi oluşturulduğunda, Entropi yöntemi kriterlerin önemine göre hangi sırada olduğunu yani ağırlık değerlerini tespit etmek amacıyla yararlanılabilecek bir enstrümandır (Apan, Öztel ve İslamoğlu, 2015: 481). Bu açıdan Entropi Ağırlıklandırma yöntemi mevcut bilginin gösterdiği faydalı verinin miktarını hesaplamakta yararlanılmaktadır. Sosyal bilimler ile ilgili çalışmalarda Entropi Ağırlıklandırma yönteminden sıklıkla indeks ağırlıklarının hesaplanmasında yararlanıldığı bilinmektedir (Çakır ve Perçin, 2013: 82).

Entropi Ağırlıklandırma yöntemi, karar verici durumundakilerin öznel yargılarına göre indeks ağırlıklarının oluşturulduğu AHP ve Delphi gibi istatistiki yöntemlerin tersine, mevcut verilere göre hesaplama değeri bulan nesnel bir ağırlık belirleme yöntemidir (Gerşil ve Palamutçuoğlu, 2016: 63). Entropi Ağırlıklandırma yönteminde, karar matrisinin nitelik önemine dair veriyi kriterlerin kendi içinde olduğu kabul edilmektedir. Entropi Ağırlıklandırma yönteminin esas düşüncesi ulaşılmak istenen ağırlık değerinin veri kümelerinin kendi aralarındaki zıtlıktan meydana geldiği aksindedir. Buradan, kriterlerin objektif ağırlık değerleri, alternatiflerin tek tek kriterlere göre sonuçlarının (performans puanlarının) ne derece farklı ya da ayrılmış olacağı kısaca “karşıtlığının yoğunluğu” ile bulunur. Karşıtlık durumunun fazlalığına

göre ilgili kriterce ilişkilendirilen ve aktarılan bilgi de fazla gerçekleşir. Örnek verilecek olursa, bir kriter için alternatiflerin hepsinin benzerliği yüksek oranda çıktıya ulaşırsa, bu kriter için karar verme aşamasında önemli bir işleve sahip olamayacağı düşünülür (C.L. Hwang, & K. Yoon, 1981). Shannon ve Weaver (1948) tarafından Entropi, bilginin içerisindeki belirsizliğin ölçülmesi şeklinde ifade edilmiştir. Shannon'un (1948) ifade ettiği bu kavram, ilerleyen zamanlarda Wang ve Lee (2009) tarafından ağırlık hesaplamalarında kullanılmak üzere geliştirilmiştir.

Ağırlıklandırma için normalleştirilmiş matrisindeki her bir değer, bulunduğu sütuna ait ilgili kriterinin ağırlık katsayısı ile çarpılması gerekir. Ağırlıklandırma işlemi TOPSIS yönteminin nesnel tarafını göz önüne çıkarır. Çünkü ağırlıklandırma kriterlerin önem derecesine göre gerçekleştirilir. Ancak şu unutulmamalıdır ki, w_j değerleri toplamının 1'e eşit olması gerekir (Gerşil ve Palamutçuoğlu, 2016: 62). Böylece kişisel değerlendirme ve kanaatlerden uzak bir ağırlıklandırılma yapılmış olur.

Kriterlere verilen ağırlıkların toplamları 1 olacak şekilde araştırmanın niteliğine göre Entropi yöntemi ile nesnel olarak belirlenebileceği gibi öznel (uzman görüşüne veya araştırmaya bağlı) olarak düzenlenebilir. Ancak Entropi yönteminin uygulanması sonuçların sıralamasının güvenilirliğini artırmaktadır. Entropi yöntemi ile ağırlık matrisi $R = [r_{ij}]$ normalleştirilmiş karar matrisi olmak üzere aşağıdaki formül yardımıyla hesaplanır.

$$e_j = -\frac{1}{\ln(m)} \sum_{i=1}^n r_{ij} \ln r_{ij}, \quad j = \overline{1, n}$$

ifadesi her bir kriterin Entropi değeri olup burada e_j , j . kriterin ağırlık değerini göstermektedir (Öztel vd., 2015; 6).

$$w_j = \frac{1 - e_j}{\sum_{p=1}^n (1 - e_p)}, j = \overline{1, n}$$

ifadesi için $W = [w_{ij}]$ ağırlık vektörü olmak üzere $\sum_{i=1}^n w_i = 1$ dir. Ağırlıklar belirlendikten sonra bir önceki adımda bulunan normalleştirilmiş matris W ağırlık vektörü ile çarpma işlemi yapılarak V matrisi oluşturulur. Yani,

$$V = [V_{ij}] = \begin{bmatrix} w_1 r_{11} & w_2 r_{12} & \dots & w_n r_{1n} \\ w_1 r_{21} & w_2 r_{22} & \dots & w_n r_{2n} \\ \vdots & \vdots & \ddots & \vdots \\ w_1 r_{m1} & w_2 r_{m2} & \dots & w_n r_{mn} \end{bmatrix}$$

matrisi elde edilir.

Adım 4: İdeal ve Negatif İdeal Çözümlerin Oluşturulması

Bu adımda ağırlıklı normal değerlere göre pozitif-ideal çözüm (A^+) ve negatif ideal çözüm (A^-) değerleri hesaplanır. (A^+) ve (A^-) ağırlıklandırılmış normalleştirilmiş değerler olarak ifade edilir. İdeal çözümler aşağıdaki formüller göre bulunabilmektedir. (J) fayda kriterlerinin, (J') de maliyet kriterlerinin indeksi olmak üzere ideal çözümler

$$A^+ = \left\{ \left(\max_{i=1,2,\dots,m} V_{ij} \mid j \in J \right), \left(\min_{i=1,2,\dots,m} V_{ij} \mid j \in J' \right) \right\} = \{V_i^+ \mid i = 1, 2, \dots, n\}$$

$$A^- = \left\{ \left(\min_{i=1,2,\dots,m} V_{ij} \mid j \in J \right), \left(\max_{i=1,2,\dots,m} V_{ij} \mid j \in J' \right) \right\} = \{V_i^- \mid i = 1, 2, \dots, n\}$$

ile belirlidir (Akyüz vd., 2011; 79). Hesaplanan en iyi kriter değerlerinin birleşimi pozitif-ideal çözümdür. Hesaplanan en kötü kriter ise negatif-ideal çözümdür (Bülbül ve Köse, 2011; 80).

Adım 5: Uzaklık Değerlerinin Hesaplanması

Pozitif ve negatif ideal alternatiflere göre tek tek Öklidiyen uzaklıklar bulunur (Bülbül ve Köse, 2011; 80).

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

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

Adım 6: İdeal Çözüme Göre Görelî Yakınlığın Hesaplanması

İdeal çözüme göre yakınlık değeri aşağıdaki formül kullanılarak hesaplanabilir (Ömürbek ve Mercan, 2014; 244):

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

Burada C_i^* değeri için $0 \leq C_i^* \leq 1$ aralığında değer bulunur ve $C_i^* = 1$ bu alternatifin pozitif ideal çözüm konumunda olduğunu, $C_i^* = 0$ ise bu alternatifin negatif ideal çözüm konumunda olduğunu ifade etmektedir.

Bütün aşamalar sıra ile yerine getirildikten sonra alternatifler negatif ideal konumundan görelî uzaklıklarına göre büyükten küçüğe doğru sıraya konur. Bu şekilde alternatiflerin önemlilik sıralamaları yapılmış olur. En büyük değere sahip alternatif diğerler alternatiflere göre en iyi olanıdır (Ömürbek ve Mercan, 2014; 244).

ARAŞTIRMANIN HİPOTEZLERİ

İyi bir kurumsal yönetim yapısına sahip bir işletmenin, finansal performansının da iyi olacağı bu çalışmanın temel varsayımdır. Buna yönelik kabul görmüş ileri istatistik yöntemleri ile yapılan çalışmada bu varsayım doğrulanmaya veya aksi durumu ispatlanmaya çalışılmıştır. Konuyla ilgili geliştirilen hipotezler aşağıdaki gibidir;

$H_0 =$ Kurumsal yönetim notu ile finansal performans puanı arasında doğrusal ilişki yoktur.

$H_1 =$ Kurumsal yönetim notu ile finansal performans puanı arasında doğrusal ilişki vardır.

ARAŞTIRMANIN ÖRNEKLEMİ

Kurumsal yönetim notları ile finansal performans arasındaki ilişkinin araştırılmasında örneklem olarak BIST (XKURY) gıda ve içecek sanayi şirketleri seçilmiştir. Finansal krizler ve ekonomik çalkantılardan en az etkilenen sektör olması; insanların olası her durumda temel tüketim ihtiyaçlarından, diğer lüks ihtiyaçlarına göre daha az vazgeçmesi, çalışmada bu sektörün seçilmesinin temel nedeni olmuştur.

2013-2016 döneminde Borsa İstanbul'da (BIST) Kurumsal Yönetim Endeksi'nde (XKURY) faaliyet gösteren 5 gıda ve içecek sanayi şirketi ve bu şirketlerin finansal tablolarından oluşturulan finansal verilerden oluşmaktadır. Çalışmada yararlanılan bilgiler, BIST, Türkiye Kurumsal Yönetim Derneği (TKYD), Kamuyu Aydınlatma Platformu (KAP) ve şirketlerin internet sitelerinden temin edilmiştir.

Kamuyu Aydınlatma Platformu (KAP)'ndaki gıda ve içecek sanayi şirketleri ile BIST (XKURY)'deki gıda, içecek ve tütün sektöründeki şirketler karşılaştırıldığında çalışmada kullanılmak için 5 şirket ortaya çıkmaktadır. Bu şirketler;

- (AEFES) Anadolu Efes Biracılık ve Malt Sanayi A.Ş
- (COLA) Coca Cola İçecek A.Ş.
- (PETUN) Pınar Entegre Et ve Un Sanayi A.Ş.
- (PINSU) Pınar Su Sanayi ve Ticaret A.Ş.
- (PNSUT) Pınar Süt Mamulleri Sanayi A.Ş.'den oluşmaktadır.

KAPSAM VE SINIRLILIKLAR/KARŞILAŞILAN GÜÇLÜKLER

Borsa İstanbul Kurumsal Yönetim Endeksi'nde işlem gören, farklı sektörlerde 50 şirket bulunmaktadır. Araştırma için en çok seçenek imalat sektöründedir. Ancak örneklemin daha tutarlı sonuçlar vermesi ve yıllar itibariyle inceleme yapılacağından bir alt sektör olan gıda, içki ve tütün sektörü seçilmiştir. Bu sektör içinde de gıda ve içecek şirketleri bulunmaktadır ki bunların sayısı da yalnızca beş şirket ile sınırlıdır. Çalışmanın en önemli kısıtı buradan kaynaklanmaktadır.

BİRİNCİ BÖLÜM

KURUMSAL YÖNETİM VE TÜRKİYE'DEKİ GELİŞİMİ

1.1.Kurumsal Yönetim Kavramı ve Temel İlkeleri

Kurumsal yönetim, işletmelerin yönetimi ile paydaşları arasındaki (pay sahipleri, yönetim kurulu, komiteler, idareciler ve diğer menfaat sahipleri) ilişkileri organize eden ve işletme içerisindeki bütün öğeleri özellikle pay sahiplerinin haklarını gözetmeye yönelik olan yönetim kuralları bütünüdür (Meydan ve Basım, 2007: 49). Dünya Bankası, kurumsal yönetim kavramının, aktif kamu hizmeti, bağımsız mahkemeler, çağdaş hukuk düzeni, kamu kaynaklarından doğru yararlanılması istikametinde etkin kontrol ve hesap verebilirlik sistemi, yasama organı nezdinde sorumluluğu olan bağımsız denetçiler, hukuk devleti düzenine ve temel insan hak ve özgürlüklerine saygı duyan kamu hizmet yönetimi, hür basın ve katılımcı bir kurumsal yapı gibi unsurlardan meydana geldiğini açıklamıştır (Sanal, 2002: 48).

Kurumsal yönetim ile ilgili uluslararası alanda ilk olarak 1999 yılında Ekonomik İşbirliği ve Kalkınma Örgütü (OECD) Konseyi'nin liderliğinde ulusal hükümetler, ilgili küresel organizasyonlar ve resmi olmayan kuruluşlar ile işbirliğinde oluşturulan Kurumsal Yönetim İlkeleri paylaşılmıştır. İlkeler, genellikle kabul görmüş standart ve yönlendirici prensipleri kapsarken, bu ilkelere bağlayıcılık şartı bulunmamaktaydı. İlkeler, hükümetler ve işletmeler için mevcut yönetim algılarını revize etmeleri ve oluşturulan kriterleri kullanabilmeleri açısından önemli bir yol gösterici şekilde kabullenilmektedir (Karakoç, Tayyar ve Genç, 2016: 1328)

OECD'nin yaptığı tanımına göre ise: "Kurumsal yönetim, makroekonomik kararlardan, mamül ve etki ettiği pazarlarındaki rekabet seviyesine kadar, işletmelerin çalışmalarını şekillendiren bir takım öğelerden oluşmuş olan, oldukça büyük ölçekli bir iktisadi sistemin içerisinde bulunmaktadır. Kurumsal yönetim kavramının etik alanı, ayrıca mevzuat, organize edici ve kurumsal etmenleri kapsar." (SPL, 2017: 63).

Kurumsal yönetim, işletme literatüründe farklı şekillerde ve farklı bakış açılarından tanımlanmıştır. Bazı yazarlar kurumsal yönetimi düzenleyici yönden tanımlarken bazıları da paydaşlar ve kavramla ilgili kısıtlar yönünden ele almışlardır. Yapılan tanımlamalardan bazıları şunlardır (Cavlak, 2015: 4):

- Kurumsal yönetim, işletmelerin yönetilip ve kontrol edildiği sistematik bir yapıdır.
- Kurumsal yönetim, bir işletmeye finansman sağlayan yatırımcıların, bu yatırımlarından bir kazanç sağlama konusunda kendilerini güvende hissetmelerine yarayan yöntemdir.
- Kurumsal yönetim, büyük oranda, işletme dışındaki yatırımcıların işletmenin içindekiler tarafından mülksüzleştirilmelerini engellemek amacıyla kullandıkları mekanizmalar bütünüdür. Diğer bir ifadeyle, kurumsal yönetim, bir işletmenin, kendi çıkarlarını gözetenlerinin (işletmenin nasıl yönetileceği hakkında karar verenlerin) işletmenin hissedarları için işletme değerinin maksimizasyonu açısından yönetsel kararlar alınmasına yönlendiren kurumsal ve sektör tabanlı araçların olduğu bir sistemdir.
- Kurumsal yönetim, yatırımcı güveninin kazanılmasının yanında ekonomik verimliliği ve büyümeyi artırmanın temel unsurlarından biridir. Bunun yanında kurumsal yönetim, işletmenin yöneticileri ile yönetim kurulu, sermayedarlar ve öteki paydaşları ile olan münasebetlerini de kapsamaktadır.
- Kurumsal yönetim, bir organizasyonun nitelikli personel ve mali kaynakları kendisine yöneltmesine, etkin ve verimli iş yapmasına ve böylelikle ait olduğu toplumsal çevrenin değer yargılarına saygı göstererek uzun vadede hissedarlarına iktisadi katma değer oluşturmaya zemin sağlayan bütün yasa, kod, ilke ve uygulama aşamalarını açıklamaktadır.
- Kurumsal yönetim işletmelerin; sermayenin yanında insan kaynaklarını kendisine ilgi duyan duruma getirmesine, etkin performans sergilemesine, belirlediği göstergeler seviyesine yükselmesine, yasal gereklilikleri ve sosyal sorumlulukları gerçekleştirme yönünde yasal, organizasyonel ve katılımcı özel sanayi organizasyonlarını içine almaktadır.

- Yaşanan ekonomik krizler sonrasında, günümüzde hem işletmelerin hem de ülkelerin finansal sistemlerinin istikrarını korumak için gerekli yöntemlerden biri olarak tanımlanabilir.

Kurumsal yönetimin uluslararası kabul gören ve geçerli sayılan temel ilkeleri: adillik, hesap verebilirlik, şeffaflık ve sorumluluktur (SPL, 2017: 65):

Adillik (Fairness), işletme yöneticilerinin tüm hak sahiplerine yönelik eşitlik esasına göre işlemde bulunmasını açıklamaktadır. Bu ilke, küçük pay sahipleri ve yabancı ortakları da kapsayacak şekilde tüm pay sahiplerinin haklarının gözetilmesini izah eder. Bu ilkeye gereğince; kurumsal yönetim uygulamalarının kapsamı, hisse sahiplerinin hakkını gözetmeli ve bu haklardan yararlanabilmesini basitleştirmelidir. Kurumsal yönetim ile pay sahiplerine eşitlik esasına göre işlem ve hizmet kalitesinde bulunulması garantisi sağlanmalıdır. Bütün pay sahiplerinin hak kaybı durumunda yeteri kadar tazmin ve telafi edilmesi mümkün olabilmelidir.

Hesap Verebilirlik (Accountability), yönetim kurulu üyelerinin temel olarak anonim işletme tüzel kişiliğine ve bundan ötürü hissedarlarına yönelik hesap verme yükümlülüğünü anlatmaktadır. Şeffaflık ilkesinin tersine, hesap verebilirlik ilkesi yalnızca faaliyetlerden sonraki kısmı kapsamaktadır.

Şeffaflık (Transparency), ticari sır kapsamındaki ve kamuoyuna paylaşılmamış bilgiler haricinde, işletme hakkındaki finansal ve finansal olmayan verilerin, anlık, doğru, bütünüyle, anlaşılır, yorumlama yapılabilir, az maliyetle çabuk ulaşılabilir bir biçimde kamuoyu ile paylaşılması kavramıdır. Bu ilke, faaliyetlerden önceki, faaliyet sürecini ve faaliyetlerden sonraki dönemi içine almaktadır.

Sorumluluk (Responsibility), işletme yönetiminin tüzel kişiliği sıfatıyla gerçekleştirdiği bütün faaliyetlerinden dolayı ilgili kanunlara, ana sözleşmeye, işletme içindeki organizasyonlara, sosyal ve ahlaki kabullere ters düşmediğini ve bu durumun kontrol edilmesini açıklamaktadır. Kurumsal yönetim ile işletmeler ve pay sahipleri arasında etkin ve finansal durumu destekleyici bir koordinenin oluşturulmasına katkı sağlanmalıdır.

1.2. Kurumsal Yönetimin Ortaya Çıkışı ve Kurumsal Yönetim Yaklaşımları

Adolf Berle ve Gardiner Means'in 1932 senesinde hazırladığı "The Modern Corporation and Private Property" (Modern Şirket ve Özel Mülkiyet) adlı kitabında, işletmelerde mülkiyet ile denetim işlevlerinin aynı yöneticide olmasının yaratabileceği tehlikeler üzerinde durulmuş ve bu iki işlevin ayrı birimler halinde yapılması gerektiği belirtilmiştir. Yakın zamanda küresel çapta arka arkaya ortaya çıkan, Enron ve WorldCom (ABD), Parmalat (İtalya), Ahold (Hollanda) ve Yanguangxia (Çin) gibi şirket skandalları, "kurumsal yönetim" olgusunu, iş dünyası ve ülkelerin en önemli konusu haline getirmiştir (SPL, 2017: 60)

Şirketlerde yönetim ve mülkiyetin ayrı olması ve yönetimin uzman kişilerce yapılması ile beraberinde şirketin performans durumunun hangi kişilerce, ne şekilde ve ne derecede kontrolünün yapılacağı önemli bir sorun haline gelmiştir. "Vekalet veren", birtakım kontrol ve teşvik edici önlemler alarak, vekalet verdiği kişinin belirlenen hedefler için çalışıp çalışmadığının denetimini yapmayı arzu eder. Bu sorun durumunun ne şekilde çözümleneceği vekalet yaklaşımının ilgilendiği konular kapsamındadır. Vekilin, işlemler ve faaliyetler konusunda vekalet verenden daha çok bilgisi vardır. Bu şekilde "bilgi asimetrisi" denilen kavram ortaya çıkar. Bilgi asimetrisi, bir işlem ile ilgili taraflar arasındaki bilgi farklılığıdır ki, bu genelde vekil'in lehine olur. Bilgi asimetrisi ile ilgili başka bir önemli husus da "kişisel çıkar" kavramıdır. Bu durumda vekalet ilişkisindeki tarafları güdüleyen şey kendilerinin çıkarıdır. Her iki tarafta en çok çıkar elde etmek amacıyla hareket edeceklerdir (Koçel, 2014: 418). Bu durum meşhur şirket skandallarının önünü açan bir etken olmuştur.

1980'li yılların sonundan itibaren İngiltere'de meydana gelen iflaslar ve ekonomik yolsuzluklar, kurumsal yönetime ilişkin çalışmalarının başlatılmasına neden olmuştur. Kurumsal yönetimi tanımlamaya çalışan ilk girişimler, 1992'de Cadbury Raporu "Kurumsal Yönetimin Finansal Boyutu" (İngiltere) ve King Raporu (Güney Afrika) olarak kabul edilmektedir (Cavlak, 2015: 17).

Klasik yönetim anlayışında, işletme faaliyetlerini kontrol işlevi direkt işletme sahibi ve yönetim kurulunun görevlendirdiği işletme içi denetleme birimlerince yapılır.

Kurumsal yönetim kültüründe de menfaat sahiplerinin işletme yöneticilerini denetim hakkı ve yetkisi mevcuttur. Kurumsal yönetimi klasik yönetim anlayışından ayırıştıran en bariz farklılık budur. Kurumsal yönetim anlayışında yönetici ve yetkililer tarafından “hesap verme sorumluluğu” veya “hesap verme yükümlülüğü”; pay ve menfaat sahipleri yönünden de “hesap sorma hakkı” mevcuttur (Aktan, 2006: 6).

Kurumsal yönetim anlayışında, yönetim kavramının dışında, hiyerarşik ilişki yerine heterarşik ilişki öne çıkmaktadır. Bu kapsamda heterarşi; karşılıklı ilişki ve bağımlılık şeklindeki faaliyetlerin entegrasyonunu ve kendiliğinden örgütlenebilmeyi anlatmaktadır. Bu özelliği sayesinde heterarşi, kendiliğinden örgütlenebilen şahıslar arasındaki ağları, organizasyonlar arasındaki entegrasyonu, merkeze bağılı olmadan, belli bir kapsam içindeki sistemler arası döngüyü anlatmaktadır. Heterarşik organizasyonda; mütakabiliyet esaslı bağımlılık ilişkileri halinde olan, fonksiyonel açıdan otonom haldeki organizasyonların, kuruluşların ve öteki faktörlerin kendiliğinden örgütlenebilmesi gerçeği vardır (Sanal, 2002: 47). Bu da öğrenen örgütler yaklaşımını hatırlatmaktadır. Çünkü öğrenen örgüt; etrafındaki değişimleri eş zamanlı öğrenerek kendiliğinden içselleştiren, devamlı gelişim ve öğrenme halinde olan, her durumdan ders alabilen, sorun çözebilme kabiliyetini sürekli artıran ve böylelikle yeniliklere ayak uydurup yoluna devam eden ve bütün bu işlemlerini kurumsallaştıran örgüt yapısıdır (Öneren, 2008: 166).

İktisadi ve ticari sistemin sürekli değişmesi sonucunda işletme yönetimine yeni bakış açıları ve uygulamalar eklenmektedir. İşletmeler yaşamlarını ve büyümelerini sürdürmek, beraberinde de finansal performanslarını ve firma değerlerini maksimum kılmak için literatürdeki bu değişim ve yeniliklere ayak uydurup yeniden yapılanma çabası içerisine girmektedirler. Literatürdeki mevcut teorileri ise mülkiyet kapitalizmi, idari kapitalizm, hissedar kapitalizmi, paydaş kapitalizmi, miyop piyasa yaklaşımı ve kaynak bağımlılığı yaklaşımı başlıkları şeklinde açıklanabilir.

1.2.1. Mülkiyet Kapitalizmi Yaklaşımı

Mülkiyet kapitalizmi teorisi kurumsal yönetim kavramının asıl hali şeklinde açıklanabilir. Mülkiyet kapitalizmi kavramında işletme paylarının işletmeyi denetleyici kısmı birkaç belirli isime aittir. Yönetim işlevi ise genel olarak ikincil statüde ücret karşılığı uzman yönetim personeli istihdam eden işletme sahiplerince yerine getirilir. Mülkiyet kapitalizminin kurumsal yönetimin ilk şekli olması iki sebep ile açıklanabilir. İlki, teorik ya da pratik olarak bakıldığında birçok firma yaşamlarına sahiplerinin yönetimi altında küçük bir şirket olarak başlamıştır. İkincisi ise, tarihsel açıdan bakıldığında bu küçük ölçekli şirketler herhangi bir ülkenin endüstrileşmesinin ilk aşamasında ulusun ekonomi sahnesine hakim olmuşlardır (Öztürk, 2013: 18)

Hisse senetlerinin belirli bir zümrenin hakimiyetinde olması mutlak sahiplik şeklinde açıklanır. İşletme sahibi işletmeyi yöneten ve denetleyendir. İşletmede güçler birliği prensibi kabul edilir. İşletme sahibi ve yönetici yükümlülüklerinin yasal kapsamı yeteri kadar belirlenmemiştir. İşletme sahipleri şahsi irade ve kanaatlerine göre aldıkları kararlarla işletmeyi yönetirler. Yöneticiler görevlerini sahiplerin gerisinde gerçekleştirmektedirler. Yöneticiler yalnızca işletme sahiplerine hesap verirler. İşletme sahibi tarafından hiç kimseye hesap verme zorunluluğu bulunmamaktadır (Beycan, 2013: 19).

1.2.2. İdari Kapitalizm Yaklaşımı

İdari kapitalizm, mülkiyet kapitalizmine eleştiri maksadıyla ortaya çıkmıştır. İdari kapitalizmde tek bir şahıs veya kuruluşun işletme üzerinde denetleyici hakkının bulunamayacağı düşüncesi vardır. Bu kapitalizm de çoğunluk pay sahiplerinin yönetim süreçlerinde etkin olmasını engellemiştir. Tepe yöneticiler ise işletmedeki mülkiyetleri açısından değil, sadece yönetim kabiliyeti ve deneyimlerinden ötürü işe alınmaktadır (Öztürk, 2013: 19). Bu kapitalizm türünde yöneticiler işletmenin yapısı konusunda yeteri kadar bilgi sahibi ise ve bu bilgilerinden işletme kazanımları açısından en iyi biçimde istifade edilirse, işletme, teoride en yüksek performansı sergileyecektir. İyi performans sergileyen işletme yönetimine pay sahiplerinin veya yönetim kurulu üyelerinin müdahalede bulunmaları için bir sebep bulunmayacaktır. Ancak burada en

önemli sorun yöneticilerin kontrol edilmemesi halinde meydana çıkacaktır. Yeterince kontrol edilmeyen yöneticiler, bilgi asimetrisinden istifade ederek işletme imkanlarını şahsi menfaatleri yönünde kullanabilmektedirler. Bu husus genel olarak “acente problemi” veyahut “temsil problemi” şeklinde açıklanmaktadır (Yıldırım, 2007: 6).

1.2.3. Hissedar Kapitalizmi Yaklaşımı

Hissedar kapitalizmi, idari kapitalizmin özellikle “acente problemi” sebebiyle 1970 ila 1980’li dönemler arası Amerika Birleşik Devletleri’nde ve 90’lı yılların sonlarında Japonya’da pay sahiplerinin yöneticilere karşı tepkilerinin bir sonucu şeklinde ortaya çıkmıştır. Hissedar kapitalizmi teorisinde; her bir işletme, pay sahiplerince sahiplenilmeli ve denetlenmelidir. Fakat pay sahiplerince büyük işletmelerin denetlenmesi oldukça büyük bir sorundur. Ayrıca hissedar kapitalizminde de idari kapitalizmdeki şekliyle bilgi asimetrisi mevcuttur. Teoride pay sahipleri işletme hakkındaki bilgileri özellikle muhasebe ve finansman konusundakileri ilgili departmanlardan edinebilmekte iken; stratejik bilgilerin temini gayet güç bir durumdur (Yıldırım, 2007: 7).

1.2.4. Paydaş Kapitalizmi Yaklaşımı

Paydaş kapitalizmi, hissedar kapitalizmine yönelik bir eleştiri şeklinde ortaya çıkmıştır. Paydaş kapitalizmine göre işletme, sadece hissedarlara ait değildir. Aynı zamanda işletme, çalışanları, işletme ile iş yapan diğer firmalar, hükümet, toplum ve diğer paydaş gruplarının da üstünde hak sahibi olduğu sosyal bir varlıktır. Paydaş teorisine göre işletmeler yalnızca bütün çıkar sahiplerinin kazancını en üst düzeyde kılmayı hedeflediklerinde, pay sahiplerinin refahlarını da maksimum seviyeye çıkaracaktır. Bu teori bir anlamda herkesin refahını en yüksek dereceye çıkarmak gerektiğini iddia etse de pratikte ve de gerçekte, her bir menfaat sahibinin kazancını maksimuma çıkarmak basit bir durum olamamaktadır. Bu durumun sebebi, her bir menfaat sahibinin genellikle çelişen ayrı ayrı çıkarları olmasıdır (Öztürk, 2013: 21).

1.2.5. Miyop Piyasa Yaklaşımı

Miyop piyasa yaklaşımına göre, piyasanın kısa vadeli kazançlara olan aşırı ilgisi, kurumsal yönetim başarısızlıklarına neden olmaktadır. Yöneticiler, kendi performansları piyasada kısa vadeye bakılarak değerlendirildiğinden, oldukça rekabetçi bir işgücü piyasasında varlıklarını sürdürebilmek için yüksek getiri getiren veyahut kısa sürede geri dönüş sağlayan projelere yatırım yapmaktadırlar. Piyasa bu projelere göre şirketleri analiz ettiğinden, kısa vadede yüksek getiri sağlayan bu projeler nedeniyle şirket hisselerinin fiyatları yükselmektedir. Oysa aslında uzun vadeli refah artışından ödün verilmiş olmaktadır. Kurumsal yönetim sorunları, bu şekilde uzun vadeli refah artışından ödün verilerek kısa süreli getirilere yönelme sonucunda ortaya çıkmaktadır (Alp ve Kılıç, 2014: 45).

1.2.6. Kaynak Bağımlılığı Yaklaşımı

Kaynak bağımlılığı yaklaşımının temel önermesi, şirket ile dış kaynaklar arasındaki çevresel bağlantı ihtiyacının varlığıdır. Bu yaklaşıma göre, çevresel kaynakların büyük çoğunluğunun doğrudan veya dolaylı olarak devlet tarafından kontrol edildiği varsayıldığında, devletin karar alma süreçlerini bilen ve hükümet yetkilileriyle irtibatı bulunan kişilerin yönetim kurullarına atanması, şirketin hayatta kalması için önemli bir strateji olarak görülmektedir. Zira bu kişilerin devletteki etkinliği ve iş konusundaki bilgisi, şirketlerin gerekli kaynakları elde etmesine yardımcı olmaktadır (Alp ve Kılıç, 2014: 46).

1.3. Kurumsal Yönetimin Önemi, Amaç ve Yararları

Kurumsal yönetim sayesinde işletme yönetiminde şeffaflık ve hesap verme sorumluluğu artacağından dolayı yolsuzluklar azalacak ve işletmede güç ve yetki istismarı engellenecektir. Bu durum bütün ilgili paydaşların çıkarlarına doğrudan ve dolaylı hizmet edileceği için, işletme ile paydaşlar arasındaki etkileşimin ve iletişimin artmasına katkısı olur. Buna paralel olarak da işletmenin faaliyetlerinde uzun vadeli istikrar sağlanır ve işletmenin rekabet gücü ve kârlılığı artırılabilir (Batı, 2010: 10)

Dünya çapında kurumsal yönetimin hızlı bir şekilde kabul görmesinin birden çok gerekçesi vardır. Kurumsal yönetim, temel olarak modern işletmeler tarafından kabul edilen sahiplik ve denetimin ayrı olduğu esas ve bu karşılığın tezahürü yöneticiler, yatırımcılar, kreditorler arasındaki menfaat ayrışması ve bilgi asimetrisi neticesinde ortaya çıkan birlikte faaliyette bulunabilme sorunu ve bu sorunun neden olduğu maliyetleri (işlem ve bilgi maliyetleri) düşürmeyi hedeflemektedir. Ayrıca kurumsal yönetimin belli başlı hedefleri şu şekilde ifade edilebilir (Yıldırım, 2007: 15):

- İşletmenin tepe yöneticilerinin elindeki yetki ve gücün kötüye kullanılmasının önüne geçilmesi; ya da tepe yöneticilerin yetki ve güçlerinden olumsuz yönde istifade ederek kişisel menfaatler elde etmelerinin önlenmesi,
- Yatırımcı hak ve kazançlarının korunması,
- İşletmede hissesi bulunanların eşit hizmet görme imkanının oluşturulması,
- İşletme ile doğrudan ilişki içinde bulunan paydaş gruplarının haklarının korunması ve güvende olması,
- İşletme faaliyetleri ve mali pozisyonu ile alakalı kamunun aydınlatılması ve şeffaf bir yapının oluşturulması, bu kapsamda pay senetleri borsada işlem gören işletmelerin şeffaflığı ve kurumsallaşmış yatırımcılar ve öteki paydaşlar açısından önemli olan veriyi istenilen anda ve tam olarak kamuoyu ile paylaşmaları,
- Yönetim kurulunun sorumluluklarının anlaşılır olması,
- İşletme tepe yöneticilerinin karar ve işlemlerinden dolayı pay sahiplerine ve öteki paydaşlarına hesap verme yükümlülüğünün garanti altına alınması,
- Vekâlet maliyetlerinin düşürülmesi,
- İşletme kârının hissedarlara ve bütün paydaş gruplarına payları oranında paylaşımının temin edilmesi,
- Çoğunluk hisse sahiplerinin küçük hisselerle el koyma riskinin ortadan kaldırılması,
- Uzun dönemli yatırımda bulunan kurumsal yatırımcılar yönünden güvenilir ortamın oluşturulması ve fonlama maliyetinin azaltılması, işletme pay senedi ihracı sayesinde finansman olanaklarına rahat ulaşım olanaklarının artırılması,

- Risk altındaki yatırımcı ile karar verici uzman yöneticilerin menfaat çatışmalarının kurallı bir hale getirilerek denetim altında tutulması,

Kurumsal yönetim ilkelerinin etkin, verimli ve sistematik işlemesi öncelikle ekonominin yapısı ve ülkelerin diğer ülkeler nezdindeki güvenilirliğinin tesisinde etkili olacaktır. Ayrıca doğru uygulanan kurumsal yönetim ilkeleri sayesinde yönetim ile çalışanlar arasındaki ilişkilerin düzenli, etkin ve verimli olması sağlanacaktır (Alacahan,vd., 2013: 4).

Kurumsal yönetimin önemi hakkında Dünya Bankası eski başkanlarından Wolfensohn'un 1999 yılında "Dünya ekonomik büyümesi için işletmelerin kurumsal yönetimi, devletlerin idaresinden daha önemlidir." cümlesini ifade etmiştir. Bu açıdan bakıldığında devletlerin iyi yönetilmelerinden ziyade işletmelerin iyi yönetilmelerinin dünya ekonomisine ve ekonomik refaha daha fazla katkı sağlayacağı ifade edilebilir. Diğer bir bakışla, gelişmekte olan ülkeler açısından da önemi büyük olan kurumsal yönetim, iyi işletme yönetiminden başlayıp ilgili tüm paydaşlarını çıkarlarını gözeterek yüksek işletme değeri oluşturması ve sonuçta ülke ekonomisinin gelişmesini sağlaması bakımından önem arz etmektedir. Kurumsal yönetimin hem gelişmekte olan hem de gelişmiş ülkeler ve işletmeler açısından ne kadar önemli olduğu, ülkenin içinde bulunduğu ekonomik, siyasi ve hukuksal sisteme, toplumsal ve kültürel yapıya, gelişmişlik düzeyine, işletmelerin ortaklık yapısına, rekabet ortamına, faaliyette bulunulan alana, işgücüne, eğitim düzeyine, çevresel faktörlere, işletmenin iç dinamiklerine göre ülkeden ülkeye, sektörden sektöre ve hatta işletmeden işletmeye farklılık gösterebilmektedir (Cavlak, 2015: 9)

İyi bir kurumsal yönetim, sektörde güvenilir olmayı, süreklilik kazanımı ve uzun dönemde küresel yatırımcıların teşvik edilmesi açısından oldukça önemli bir yere sahiptir. Ticari şirketler, özellikle halka açık anonim şirketler, toplumsal kazancın temin edilmesinin lokomotifidirler. Bu açıdan iktisadi hareketliliğin artırılması ve finansal performansın yükseltilmesinde kurumsal yönetimin önemi manidardır (Beycan, 2013: 44).

Kurumsal yönetim uygulamalarının işletmelere sağlayacağı yararlar ise aşağıdaki gibi sıralanabilir (Karakaya ve Akbulut, 2010: 22):

- İşletmelerin fon kaynaklarından kolayca finansman elde etmesini mümkün hale getirir.
- İyi yönetim şekilleri yaygınlaştırılarak sermaye maliyetleri de düşer.
- Yerli ve yabancı yatırım sahipleri için güvenli ortam oluşturulur ve bu şekilde uzun dönemli sermaye girişi hızlanır.
- Finansal krizlerin kolay atlatılmasını sağlar.
- İşletme aktiflerinin değeri artar.
- İyi yönetim ile varlık kazancı yükselir ve işletme değer kazanır.
- Yöneticilerde oluşacak olan şeffaflık ve hesap verme sorumluluğu, haksız kazancı minimize eder.
- İşletmede makam ve mevki suiistimalini önlemekle birlikte şahsi yönetici kararlarını önler.
- Bütün çıkar sahiplerinin menfaatlerine katkı sağlayacağından işletme ve menfaat sahipleri ile olan etkileşim ve iletişimi artırır.
- İşletme faaliyetlerinde uzun vadeli kararlılık temin eder.

1.4. Türkiye’de Kurumsal Yönetimin Gelişimi

Kurumsal yönetim uygulamaları Türkiye’de ilk defa 2002 yılında Türkiye Sanayiciler ve İşadamları Derneği (TÜSİAD) aracılığıyla iş dünyasına girmiştir. Sadece yönetim kurulu ile kısıtlı olan bir saha çalışmasıyla, Türkiye’de kurumsal yönetim tartışmalarının temeli atılmıştır. Kurumsal Yönetim İlkeleri ise 2003’den sonra Türkiye Sermaye Piyasası Kurulu (SPK) sayesinde mevzuata dahil olmuştur. ‘Uygula veya açıkla’ düsturunu esas kabul eden ilkeler halka açık işletmeler açısından zorunluluk taşımamakla birlikte 4 temel kısım ve bunlarla alakalı alt kısımlardan oluşmaktadır <http://tokkder.org/tokkder-dergi/3234> (05 Kasım 2016):

- Hissedarlar,
- Kamuyu Aydınlatma ve Şeffaflık,
- Menfaat Sahipleri,
- Yönetim Kurulu

Kurumsal yönetim ilkelerinin, hisseleri İMKB'de işlem gören şirketlerce uygulanmasını desteklemek ve bu hususta kamuoyunda duyarlılık oluşturmak maksadıyla SPK tarafından bazı yapılanmalar gerçekleştirilmiştir. Kurumsal yönetim ilkelerine uyum raporlarının taslaklarının oluşturularak bu raporların kullanılmasının mecburi olması ve İMKB'de kurumsal yönetim ilkelerine uyum derecesini temel kabul eden farklı bir endeks kurulması, bu yapısal hazırlıklardan bazılarıdır. Bütün bu faaliyetlerin hedefi, iyi kurumsal yönetim uygulamalarının şirketlere ve sermaye piyasalarına getireceği katkıdan en yakın zamanda yararlanılabilmesini sağlamaktır (spk.gov.tr). 2012 yılında (BIST) Borsa İstanbul A.Ş.'nin kurulmasıyla İMKB'deki bu işlemler BIST'de XKURY endeksinde yürütülmeye devam edilmiştir.

Dünya genelinde yaşanan skandallar ve ülkelerin birtakım önlemler alma ihtiyacı duyması ile ortaya çıkan kurumsal yönetim kavramı, Türkiye'de de benzer örneklerin yaşanması, firmaların uzun ömürlü olmaması, yatırımcıların ve menfaat sahiplerinin haklarını tam olarak koruyacak kanunların eksikliği, yerli/yabancı sermayeye duyulan ihtiyaç vb. ortak nedenlerle iyi yönetime odaklanılması ve kurumsal yönetim ilkelerinin Türkiye'de değerlendirilmesi ve uygulanması ihtiyacını doğurmuştur. Öte yandan Türkiye'ye 1990'lı yıllarda doğrudan yabancı sermaye yatırımlarının az olması ve şeffaflık, pay sahiplerinin hakları ve yolsuzluk konusunda uluslararası kurumlardan alınan düşük notlar, kurumsal yönetim kavramının önemini daha fazla ortaya koymuştur. Temelde kamu kurumlarının, ekonomik sistem içerisinde de finansal kurumların etkin yönetilemeyişi ve mevcut ekonomik sistemin ürettiği verimsizlik, atıl yatırımlar ve yolsuzluk sorunlarının süreklilik arz etmesi, kurumsal yönetim kavramının hızlı bir şekilde yönetim kademelerine entegrasyonunu, transferini ve kabulünü destekleyecek bir bağlam oluşturmuştur. Türkiye'nin de dünyada yaşanan yolsuzluk skandallarından ötürü oluşan ekonomik krizlerden eş zamanlı olarak etkilendiği bahsedilebilir. Ayrıca aynı dönemde hız kazanan Avrupa Birliği (AB) üyelik süreci de hükümetlerin konuyla ilgili yasal düzenlemeler yapmasına yol açmış

ve AB süreci kurumsal yönetim yaklaşımının yayılımında temel katalizörlerden biri olmuştur (Batı, 2010: 25).

1.4.1. BIST (XKURY) Kurumsal Yönetim Endeksi

İşletmeler, kendileri için hesaplanan kurumsal yönetim derecelendirme notu sayesinde paydaşlarına karşı daha anlaşılabilir ve saydam olmayı istemektedirler. Bu sayede pay ve menfaat sahiplerine verdikleri önem, kamuyu zamanında ve doğru aydınlatma faaliyetleri, yönetim kurulu faaliyetleri gibi konularda daha sağlıklı bilgi verebilmektedirler. Ayrıca iyi kurumsal yönetim uygulamaları sayesinde sağlıklı ve etkin bir finansal yapı oluşturularak, ulusal ve uluslararası sermayenin demirleyebileceği güvenli limanların alt yapısı meydana gelecektir (Kayacan ve Yazgan, 2008: 42). Bu düşüncelerden hareketle ihtiyacı tamamlamak için sermaye piyasalarında kurumsal yönetim ile ilgili bir endeks oluşturulması görüşü ortaya çıkmıştır.

BIST (XKURY) Kurumsal Yönetim Endeksi, Borsa İstanbul A.Ş. pazarlarında işlem gören ve belirli bir en düşük kurumsal yönetim derecelendirme notuna sahip işletmelerin hisselerinden meydana gelir. BIST Kurumsal Yönetim Endeksi'nin oluşturulma amacı, hisseleri Borsa İstanbul pazarlarında (Yakın İzleme Pazarı ve C ve D listeleri hariç) işlem gören ve kurumsal yönetim ilkelerine uyum puanı 10 üzerinden minimum 7, her bir ana başlık itibarıyla 10 üzerinden minimum 6,5 puanı bulunan işletmelerin fiyat ve getiri performansının ölçülmesidir. Kurumsal Yönetim İlkelerine uyum puanı, Sermaye Piyasası Kurulu'na izin verilmiş derecelendirme firmaları listesindeki derecelendirme firmalarınca, işletmenin bütün kurumsal yönetim ilkelerine uyum durumuna yönelik gerçekleştirilen analiz neticesinde takdir edilmektedir. Kurumsal Yönetim Endeksi tespit ve değerlendirme işlemine 31.08.2007 tarihi itibarıyla başlanılarak, endeks başlama değeri 48.082,17 TL olarak belirlenmiştir (www.borsaistanbul.com). Türkiye'de şu anda bu endekste 50 şirket bulunmaktadır. Bu şirketlerin kurumsal yönetim notlarının hesaplanmasıyla ilgili metodoloji aşağıdaki gibidir;

- İşletmelerin hisselerinin Kurumsal Yönetim Endeksi'ne dahil edilebilmesi için gerekli en küçük Kurumsal Yönetim Derecelendirme Notu 10 üzerinden 7, ana başlıkların her biri için 10 üzerinden 6,5 olacak şekilde kararlaştırılmıştır.
- Derecelendirme notunun derecelendirme işlemi görecek işletmenin isteği nedeniyle hesaplanması ve her yıl güncellenmesi zorunludur.
- İki veya daha çok derecelendirme firması tarafından verilen derecelendirme notlarından en son hesaplanan derecelendirme notuna itibar edilir. Bu derecelendirme firmalarından bir tanesinin işletme ile olan derecelendirme anlaşması feshedildiğinde ya da derecelendirme firmasının SPK kararıyla "Derecelendirme Kuruluşları Listesi"nden kaldırılması durumunda öteki derecelendirme firmasınınca hesaplanan nota itibar edilir.
- Minimum derecelendirme notuna sahip olma durumuna haiz işletmelerin hisseleri, derecelendirme notunun KAP'ta yayınlandığı günün ertesi iş gününde endekse dahil edilir. (KAP'ta yarım günlerde saat 12:00'den, diğer günlerde saat 16:30'dan sonra yayınlanan bildirimler ise bir sonraki iş günü yayınlanmış olarak değerlendirilir.)

Sermaye Piyasası Kurulu'nun 2013 tarihli kararlarına göre Kurumsal Yönetim İlkelerine Uyum derecelendirmesinde yararlanılacak yüzdeler aşağıda listelenmiştir (kobirate.com.tr):

- **Pay Sahipleri** : %25
- **Kamuyu Aydınlatma ve Şeffaflık** : %25
- **Menfaat Sahipleri** : %15
- **Yönetim Kurulu** : %35

1.4.1.1. Endeksten Çıkarma ve Yeniden Alınma

BIST Kurumsal Yönetim Endeksi'nin temel kurallarına göre endekse alınma ve çıkarma işlemleri aşağıdaki gibi olmaktadır (www.borsaistanbul.com);

- Kamuyu Aydınlatma Platformu (KAP)'nda yayınlanan güncel derecelendirme notunun en düşük kabul edilen derecelendirme notundan daha az çıkması,
- Derecelendirme anlaşmasının herhangi bir sebeple sonlandığının KAP'ta yayınlanması,
- Derecelendirme firmasının SPK'nın "Derecelendirme Kuruluşları Listesi'nden çıkarıldığında KAP'ta yayınlanmış olması,
- Derecelendirme firmasının bağımsız olma durumunun sonlandığının KAP'ta yayınlanması, gibi durumlarda ilgili bildirim KAP'ta yayınlandığı günü,
- Derecelendirme notunun, hesaplandığı tarihten sonraki bir yıllık dönem sonuna kadar güncellendiğine dair bildirim KAP'ta yayınlanmamış olması,
- Derecelendirme anlaşmasının güncellendiğine dair bildirim, bahsi geçen anlaşmanın süresinin bitiş tarihine kadar KAP'ta yayınlanmaması, gibi durumlarda bir yıllık dönemin bittiği günü veya derecelendirme anlaşmasının sona erme tarihini takip eden iş günü geçerli olacak şekilde endeks kapsamından çıkarılır. Bahsi geçen durumların geçerliliğini yitirmesiyle beraber KAP'ta yayınlanan yeni derecelendirme notu en düşük kabul edilen derecelendirme notundan fazla çıkarsa, güncel notun KAP'ta yayınlandığı günün ertesi iş günü geçerli olacak şekilde bahsi geçen hisseler endeks kapsamına dahil edilir.

1.4.1.2. Birleşme-Devir Alma

Borsa İstanbul A.Ş. Endeks ve Veri Direktörlüğü tarafından Kasım-2016'da güncellenen BIST Pay Endeksleri Temel Kurallarına göre (www.borsaistanbul.com), (XKURY) endeksinde yer alan şirketlerin birleşme ve devir işlemleri aşağıdaki gibi olmaktadır:

- Hisseleri BIST Kurumsal Yönetim Endeksi'nde işlem gören bir işletme diğer bir işletme veya işletmeleri devralırsa endekste işlem görmeyi sürdürür.
- Hisseleri BIST Kurumsal Yönetim Endeksi'nde işlem gören bir işletme, endekste bulunmayan bir işletme tarafından devralırsa, devir olan işletme hissedarlarına hisselerin paylaşılmasına başlandığı gün geçerli olacak şekilde endeks kapsamının dışına alınır.

1.4.1.3. Endeks Hesaplama

Endekslerin hesaplanmasında kayıtlı güncel fiyatlardan yararlanılır. Endeksler, kapsamalarında olan hisselerin fiili dolaşımdaki bölümünün piyasa değerleri ile ağırlıklandırılarak hesaplama yapılır (www.borsaistanbul.com).

1.4.1.4. Uluslararası Örnekler

Çeşitli ülkelerdeki kurumsal yönetim endeksi uygulamalarına örnek olarak; Sao Paulo Borsası Brezilya “Bovespa Corporate Sustainability Index”, Johannesburg Borsası Güney Afrika “Socially Responsible Investing Index”, Milano Borsası “Milano Indice Borsa”, Kore Borsası “Korea Corporate Governance Stock Price Index”, Sao Paola Borsası Brezilya “Special Corporate Governance Stock Index gösterilebilir (Çonkar, Elitaş ve Atar, 2011: 94).

1.4.1.5. Kurumsal Yönetim Endeksi’nde Yer Almanın Avantajları

Kurumsal yönetim kavramının işletmelerin yönetiminde öneminin artmasıyla beraber, birikimlerini değerlendirmek isteyen yatırımcıların büyük bir çoğunluğunun yatırım kararlarını belirlerken işletmelerin finansal performansıyla beraber kurumsal yönetim uygulamalarını da incelediği bilinmektedir. Nitekim 2000 yılında Mc Kinsey tarafından 200 uluslararası kurumsal yatırımcı üzerinde yapılan bir araştırmada, kurumsal yatırımcıların iyi yönetilen işletmeler için önemli tutarda ekstra bir prim ödemeyi kabul ettikleri tespit edilmiştir. Bununla birlikte yatırımcıların bazı pazarlarda yatırım yapmamasının sebepleri arasında zayıf kurumsal yönetim uygulamalarının varlığı da kabul edilmektedir (Sandıkçioğlu, 2005: 25).

Kurumsal yönetimin işletmeler için performans artırıcı, ekonomik kazanç ve istikrar sağlayıcı olduğu ön plana çıkmaktadır. Şirketler kurumsal yönetimin kontrol sistemine iyi bir şekilde uyduğu sürece performansları artarak, iyi yönetilen ve paydaşlarına maksimum faydayı sağlayan şirketlere dönüşeceklerdir. Şirketlerin kurumsal yönetim kaliteleri ekonomik faaliyetlerini olumlu yönde etkilemekte ve bu olumlu gelişmeler etkin piyasa koşullarıyla bir araya geldiğinde hisse senetleri

fiyatlarına yansımaktadır. Kurumsal yönetim uygulamalarının yaygınlaşmasıyla birlikte işletmeler yüksek performanslı, rekabet yapısı güçlü, iyi yönetilen, hissedar ve paydaşlarına maksimum değer katan kuruluşlar zümresine dahil olacaktırlar (Aksu ve Aytekin, 2015: 203).

1.4.2. Sermaye Piyasası Kurulu

Sermaye Piyasası Kurulu'nun kurumsal yönetime yönelik hazırladığı “Kurumsal Yönetim İlkeleri Rehberi”, Türkiye'deki özellikle halka açık şirketler için kurumsal yönetim ilkelerini oluşturmak açısından önemli bir kaynaktır. Bu rehber, halka arz edilmiş hisseleri olan şirketlerden başlayarak en iyi kabul edilen kurumsal yönetim uygulamalarının faaliyete geçirilmesi, bu nedenle kurumsal yönetim ilkelerinin oluşturulmasının ve uygulamanın takip edilmesinin çağımızın bir gerekliliği olduğu kanısıyla oluşturulmuştur. Rehberin hazırlanması için çeşitli ülke uygulamaları analiz edilmiş, öncelikle 1999 yılında yayınlanmış olan “OECD Kurumsal Yönetim İlkeleri” olmak üzere, uluslararası alanda kabul görmüş ve öneri niteliğindeki genel ilkeler dikkate alınmıştır (Öztürk, 2013: 38)

6362 Sayılı yeni Sermaye Piyasası Kanunu ve 2014 yılında yayınlanan Kurumsal Yönetim Tebliği kurumsal yönetim uygulamalarının alt yapısını güçlendirmiştir. Tablo 1'de Sermaye Piyasası Kurulu (SPK)'nce oluşturulan kurumsal yönetim ilkeleri ve kriterler verilmiştir.

Tablo 1: Sermaye Piyasası Kurulu Kurumsal Yönetim İlkeleri

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

Kaynak: <http://www.spk.gov.tr/apps/Mevzuat/MevzuatGoster.aspx?nid=123171> Erişim: (18.04.2017)

Tablo 1’de görüleceği üzere SPK Kurumsal Yönetim İlkeleri Rehberi’nde pay sahiplerine ilişkin kısımda hissedarların hakları ve eşit muamele görmeleri konusundaki ilkeler bulunmaktadır. Bu kısımda, pay sahiplerinin bilgiyi edinme ve araştırma, genel kurul toplantılarına ve oylamalara katılma, hissesi oranında kâr payı alabilme ve azınlık haklarından detaylı bir şekilde bahsedilmiştir.

Rehberin ikinci kısmında kamunun aydınlatılması ve şeffaflık konuları ile alakalı ilkelerden bahsedilmiş. İşletmelerin hissedarlara yönelik bilgi paylaşımı politikası kurallarını belirlemeleri ve bahsi geçen kuralların tümüne tabi kalınarak kamuyu aydınlatmalarına yönelik ilkeler oluşturulmuş, bununla birlikte mali tablo ve raporlarda bulunması gereken veriler için bir standart belirlenmiş ve işlevsellik ön

plana alınarak detaylara yer verilmiştir. Bunun için işletmelerin internet siteleri ve Kamuyu Aydınlatma Platformu gibi veri kaynakları kullanılmaktadır.

Rehberin üçüncü kısmında, menfaat veya paydaş grupları ile ilgili olarak hazırlanmıştır. Menfaat sahibi, şirketin amaçlarını gerçekleştirmesinde ve ilgili çalışmalarında herhangi bir alakası bulunan bir kişi, kuruluş veyahut menfaat gurubu şeklinde ifade edilmiştir. İşletmeyle alakalı menfaat sahipleri; hissedarlar ile beraberinde personeli, alacaklıları, alıcıları, tedarik zincirini, sendikaları, farklı sivil toplum örgütlerini, siyasi otoriteyi ve bununla beraber işletmeye yatırım yapabilecek olan muhtemel yatırımcıları da kapsamaktadır. Bu bölümde işletmenin, menfaat sahipleri ile olan ilişkilerin düzenlenmesi konusundaki ilkeler bulunmaktadır.

Rehberin dördüncü kısmında da yönetim kurulunun fonksiyonları, görevleri ve yükümlülükleri, teşkilatlanması ile yönetim kurulu üyelerine tanınan mali haklar ve yönetim kurulunun çalışmalarında destek olması için kurulabilecek komiteler ile yöneticilere ilişkin ilkelere yer verilmiştir. İlkelerde işletmenin icra başkanı/genel müdür, genel koordinatör dahilinde bu birimlerin asistanları, işletmenin teşkilatında bulunan temel birimlerdeki yönetici çalışanlar ve bu birimlerin asistanları, ayrıca karar verici pozisyondaki yönetim kurulu başkanına veya icra başkanı/genel müdüre direkt tabi olacak şekilde işgören çalışanlar ile beraberinde danışman gibi öteki çalışanlar da “yönetici” sıfatıyla anılmaktadır. Riskin erken saptanması, denetim ve kurumsal yönetim komitelerinin oluşturulması buna örnek gösterilebilir.

1.4.3. Kurumsal Yönetim Derecelendirme Kuruluşları

Kurumsal yönetim derecelendirme notu, Sermaye Piyasası Kurulu'nun “Sermaye Piyasasında Derecelendirme Faaliyeti ve Derecelendirme Kuruluşlarına İlişkin Esaslar Tebliği” çerçevesinde, SPK tarafından yetkilendirilmiş derecelendirme firmaları listesinde yer alan derecelendirme kuruluşlarınca, ilgili şirket için verilmiş olan kurumsal yönetim ilkelerine uyum notunu ifade eder. (<http://www.borsaistanbul.com/docs/default-source/endeksler/bist-pay-endeksleritemel-kurallari.pdf?sfvrsn=6>) (13 Ekim 2016).

Kurumsal yönetim derecelendirme notu, işletmelerin pay sahiplerinin haklarına gösterdikleri hassasiyetin, kamuyu aydınlatma çalışmalarının, menfaat sahipleri ve paydaşları ile olan etkileşimin ve yönetim kurullarının genel değerlendirmesi konusunda bir değer biçme işlemidir. (<http://www.saharating.com/~saharati/kurumsal-yonetim-derecelendirmesi/kurumsal-yonetim-derecelendirmesi-nedir/>)(13 Ekim 2016). Bu notu verecek kuruluşların objektifliği de, notun muhatapları açısından oldukça önemlidir.

Kurumsal yönetim ilkelerine uyum derecelendirmesini, geleneksel kredi derecelendirmesi dışında işletmelerin finansal performansları haricinde yönetim kalitelerini inceleyen ve hissedarların haklarını koruyan bir bakış açısına sahip derecelendirme süreci şeklinde tanımlanabilir. Bunun nedeni ise kurumsal yönetim kavramının niteliği konu alması, sayısal olmayıp bunun yerine uygulama tarzlarıyla ifade edilmesidir. Kurumsal yönetim ilkelerine uyum derecesinin ölçülmesinde bir bütünlük halinde ilkelerin tümüne uyum ile pay sahipleri, kamuyu aydınlatma ve şeffaflık, menfaat sahipleri ile yönetim kurulu temel kısımları şeklinde ayrı başlıklar halinde değerlendirilmesi için 1-10 arası ölçüm puanı hesaplanır. İlkelerin bütününe uyumun sağlanması ve her bir kısım için hesaplanan not, 1 (bir) en düşük görünüşü, 10 (on) en kuvvetli görünüşü gösterecek şekilde hesaplanır. BIST Kurumsal Yönetim Endeksi'nde işlem görebilmek için işletmelerin bütünüyle ilkelerin hepsine uyumluluk açısından en az 7 (yedi) notu ile derece almış olmalıdır. Kısımların her biri hakkında ayrı ayrı hesaplanan notlar kamuoyu ile paylaşılır (Cavlak, 2015: 58).

Kurumsal yönetim ilkelerine uyumun derecelendirmesini, işletmelerin Sermaye Piyasası Kurulu tarafından tespit edilen ve ilan edilen, Kurumsal Yönetim İlkeleri'ne uyumlarının derecelendirme kuruluşları eliyle hiçbir kişi veya kurumun etkisinde kalmadan, yansız ve adaletli bir şekilde değerlendirilmesi ve tasnif işlemidir. Sermaye Piyasası Kurulu'nun, Seri:VIII, No:51 Tebliği'nin "Derecelendirme Faaliyetinde Bulunabilecek Kuruluşlar" başlıklı 7. maddesinde derecelendirme işleminin, Türkiye'de kurulmuş olan ve derecelendirme faaliyeti yapmak için SPK tarafından yetki verilen derecelendirme firmaları ile Türkiye'de derecelendirme işlemlerini yapması SPK'ca uygun görülen küresel derecelendirme firmaları eliyle yapılacağı düzenlenmiştir (spk.gov.tr).

SPK tarafından yetki verilmiş olan Kurumsal Yönetim İlkelerine Uyum Derecelendirmesi faaliyetine haiz firmalar;

- Saha Kurumsal Yönetim ve Kredi Derecelendirme Hizmetleri A.Ş. (<http://www.saharating.com/>)
- Kobirate Uluslararası Kredi Derecelendirme ve Kurumsal Yönetim Hizmetleri A.Ş. (<http://www.kobirate.com.tr/>)
- JCR Avrasya Derecelendirme A.Ş. (<http://www.jcravrsyarating.com/>)

1.4.4. Türkiye Kurumsal Yönetim Derneği

Türkiye Kurumsal Yönetim Derneği (TKYD), Türkiye'deki şirketlerin küresel seviyede, yüksek performans ilkelerine göre rekabette bulunabilmesi, adil, şeffaf, sorumluluklarının bilincinde ve hesap verebilir bir şekilde yönetilmelerini sağlamak amacıyla Kurumsal Yönetim İlkelerini en iyi bir biçimde uygulamak gayesiyle, 2003 yılında Türk Sanayicileri ve İşadamları Derneği (TÜSİAD)'nin liderliğinde oluşturulmuştur. TKYD, kurumsal yönetim ile alakalı, yerel ve küresel alandaki araştırmaları izleyerek kamuoyuna beyan etmektedir. Dernek, 2005 yılında, küresel bir danışmanlık firması olan Boston Consulting Group (BCG) ile Türkiye Kurumsal Yönetim Haritası analiz çalışması yayınlamışlardır. Bu çalışmanın hedefi, Türkiye'deki kurumsal yönetim faaliyetleriyle alakalı bir analiz oluşturmak ve kurumsal yönetim ilkelerinin işletme performanslarına olan uzun dönemli yansımalarının tespit edilmesidir. Yönetim kurulları tarafından genellikle icrai nitelikte çalışmalar yapılması ve şeffaflık konusundaki olumsuz algılama, çalışmanın ana sonuçları olarak gözükmektedir. İstanbul Bilgi Üniversitesi işbirliğinde 2006 yılında araştırma tekrar gözden geçirilmiştir. Bir başka araştırmaları da; OECD Kurumsal Yönetim İlkelerinin Türkçe tercümesi, İstanbul Bilgi Üniversitesi ile TKYD ortaklığında hazırlanan yönetim kurulu üyeliği uzmanlık eğitimleri, bu eğitimlerin Türkiye'nin birçok yerindeki işletmelere hizmet şeklinde sunulduğu Anadolu programlarıdır (Yenigün, 2008: 48).

1.5. Türk Hukuk Sisteminde Kurumsal Yönetime İlişkin Yapısal Çalışmalar

Kurumsal yönetim uygulamalarından iyi sonuçlar alınabilmesi için sermaye piyasalarının etkin bir yapıda olması önemlidir. Bununla beraber hukuk sistemi tarafından sağlanan korumaların, mevzuat uygulamalarının, muhasebe standartlarının güvenilirliğinin ve sosyokültürel değerlerin, kurumsal yönetim uygulamalarından elde edilecek sonuçlara olumlu katkısı olacağı görüştü ortadadır.

Türkiye’de 6102 Sayılı Türk Ticaret Kanunu’nun yürürlüğe girmesi, kurumsal yönetim ilkelerinin etki alanının artması açısından önemli bir adım olmuştur. 6102 Sayılı Kanun, Türkiye’deki şirketlerin “sürdürülebilir” ve “küresel olarak rekabet edebilir” halde olmasına yoğunlaşarak ve şeffaflık ve kurumsal yönetim ilkeleri temelde olacak şekilde oluşturulmuştur. 6102 Sayılı TTK’nin kurumsal yönetim konusundaki en büyük katkısı, düzenleyici ve denetleyici mekanizmaların yetkili olduğu alanların artırılmasıdır. Bundan dolayı ilgili kurumların işlevlerine yenileri eklenecektir. ABD’deki Sarbenes Oxley Yasası’ndaki yeni yaklaşımlar, 6102 Sayılı TTK’nin kurumsal yönetim anlayışının temellerini oluşturur. 6102 Sayılı TTK’nin, kurumsal yönetim ile ilgili bölümleri genel olarak Anglo Sakson Hukuk Sistemi kapsamında yapılan düzenlemelere yöneliktir. Bu şekilde olmasının sebebi, yasanın gerekçesinde belirtilen Cadbury Raporu’nun, yasanın oluşturulmasında dikkate alınmış olmasındandır. 6102 Sayılı TTK iyi bir şekilde analiz edildiğinde, kurumsal yönetim ilkeleri açısından en fazla şeffaflık kavramının önde olduğu anlaşılmaktadır. Türkiye’de şirketlerin kurumsal yönetim ilkelerine uyum seviyesinin yükselmesiyle, sermaye piyasalarında da kayda değer gelişmeler olacağı açıktır. Yatırımcılar için en fazla önem verilen konulardan biri de, şirketlerin kurumsal yönetim uyum ve derecelendirme raporlarındaki göstergelerdir. Yatırımcılar haklı olarak, yeni bir yatırım kararı alırken kamuyu aydınlatma ve şeffaflık düzeyi yüksek olan şirketleri tercih edeceklerdir. Dolayısıyla bu durum, hem şirketlerin güçlü bir yapıya kavuşmasını, hem de Türkiye’nin sermaye piyasasında olumlu gelişmelerin olmasını sağlayacaktır (Karadeniz, 2015: 320).

İşletmelerin uluslararası pazarlarda rekabet edebilme potansiyelini arttırmak, sermaye piyasalarında etkinliğini yükseltmek ve sürdürülebilirliğini sağlamak gibi

amaçlarla yürürlüğe giren Türk Ticaret Kanunu'nun özünde kurumsal yönetim anlayışı bulunmaktadır. Buradan hareketle şeffaflık, hesap verebilirlik, adillik ve sorumluluk gibi kurumsal yönetim ilkelerinin önemli olduğu bir kez daha anlaşılmıştır. İlkeler kapsamında özetle şu şekilde sıralanabilir (Gönen ve Yürekli, 2016: 138):

- Şeffaflık ilkesi ile kamunun aydınlatılması ve pay sahiplerinin bilgilendirilmesi sağlanmıştır.
- Adillik ilkesi ile pay sahiplerinin şirkete borçlanması yasaklanmış ve pay sahipleri arasında imtiyazlı paya sahip olunması sınırlandırılmıştır.
- Hesap verebilirlik ilkesi, azınlık haklarının korunması, riskin erken teşhis komitesinin oluşturulması sağlanmıştır.
- Sorumluluk ilkesi, yönetim kurullarının yetki ve sorumluluklarının tanımlanması; yönetim kurulları işleyiş süreçlerinin belirlenmesi, iç kontrol, iç denetim, denetim komitesi ve riskin erken saptanması gibi konularla ilişkilidir.

İlk kez 2003 yılında Türk sermaye piyasaların giren kavram 2012 yılına kadar gönüllülük esasına göre uygulanmıştır. Özellikle yerli tasarrufların az olduğu Türk sermaye piyasalarına yabancı yatırımcıların ilgisinin de artırılması için 2012 yılında yürürlüğe giren Türk Ticaret Kanunu ve Yeni Sermaye Piyasası Kanunu, kurumsal yönetimin hukuki alt yapısını önemli ölçüde genişletmiş ve tanımlamıştır. Hatta 2014 yılında Kurumsal Yönetim Tebliği'nin yayınlanmasıyla tebliğe uyum borsa şirketlerine zorunlu hale gelmiştir. Bu tarihten sonra borsa şirketleri için kurumsal yönetim ilkelerine gönüllülük esasına göre uyumun yerini zorunlu uygulamalar almıştır (Kılıç, 2014: 6).

Ortaya çıkan sonuçlara göre firmaların kurumsal yönetim ilkeleri konusunda farkındalığı vardır ancak yapısal eksiklikleri mevcuttur. Daha sonraki yıllarda yapılan araştırmalarda ise gelişen ve dünya ile uyumlu hale gelmeye çalışan, önceki durumlarına göre oldukça ilerleme kaydetmiş bir kurumsal yönetim anlayışının oluştuğu anlaşılmaktadır.

1.6. Kurumsal Yönetime İlişkin Dünyadaki Yapısal Gelişmeler

Kurumsal yönetim düzenlemelerinde çeşitli yaklaşımlar bulunmaktadır. Herhangi bir ülkede uygulanacak kurumsal yönetim sisteminin belirlenmesinde mülkiyet yapısı, ekonominin durumu, yasal sistem, hükümet politikaları, kültür tarihi gibi pek çok faktör etkili olmaktadır. Bununla birlikte sermaye akımlarının boyutu, küresel ekonomik iklim, uluslararası yatırımcılar gibi dışsal faktörler de belirleyici niteliktedir. Ülkelerin kurumsal yönetim uygulama ve ilkelerinin tamamen birbirlerinden farklı olduğu söylenemez. Ülkeler arasında farklı yasal düzenlemeler bulunsa da düzenlemelerin birçoğu birbirine benzer özellikler taşımaktadır. Yönetim kurullarının oluşturulması, uygulamaları, kurulun sorumlulukları bu özelliklerden sadece bazılarıdır (Yıldırım, 2007; 52). Aşağıda kurumsal yönetime ilişkin dünyadaki yapısal gelişmelere genel olarak değinilmiştir.

1.6.1. G20/OECD Kurumsal Yönetim İlkeleri

OECD Konseyi'nin 2015 yılında onayladığı İlkeler, G20 Bakanlar ve Merkez Bankası Başkanları düzeyinde, 4-5/09/2015 tarihinde Ankara'da yapılan toplantılarda, G20/OECD Kurumsal Yönetim İlkeleri şeklinde tasdiklenmiştir. Bu ilkeler sonrasında 2015 yılı G20 Liderler Zirvesi'nde de onaylanmıştır (SPL, 2017: 84).

İlkeler, kurumsal yönetim ile ilgili rehberliğini, altı bölüm halinde oluşan tavsiye ve açıklamalar vasıtasıyla yerine getirmektedir (Alp ve Kılıç, 2014: 89):

- Etkin kurumsal yönetimin kapsamının zemininin oluşturulması: Kurumsal yönetim kapsamı, şeffaf ve etkin piyasaları destekleyici olurken, kanunlara aykırı olmamalı ve farklı denetim, düzenleme ve yürütme mekanizmaları arasında sorumluluk paylaşımını anlaşılır şekilde gerçekleştirmelidir.
- Hissedarların hakları ve önemli görevleri: Kurumsal yönetim kapsamı, hissedarlık haklarını güvence altına almalı ve hakların kullanılabilmesini basitleştirmelidir.
- Hissedarların adil işlem görmesi: Kurumsal yönetim kapsamı, azınlık ve yabancı hissedarlar da dahil, hissedarların hepsine eşit işlem uygulanmasını

temin etmelidir. Hissedarların tümünün haklarının ihlal edilmesi halinde yeterli bir telafi ya da tazminat hakkı imkanı bulunmalıdır.

- Kurumsal yönetimde paydaşların rolü: Kurumsal yönetim kapsamı, menfaat sahiplerinin haklarını kanunlarda veya ikili anlaşmalarda açıklandığı şekliyle tanımlar, kazanç ve yeni iş imkanları oluşturmada şirketler ile paydaşlar arasında etkin işbirliğini ve finansal açıdan güçlü şirketlerin faaliyetlerini devam ettirmesini teşvikte bulunmalıdır.
- Kamuya açıklama yapma ve şeffaflık: Kurumsal yönetim kapsamı, şirketin finansal durumu, performansı, mülkiyeti ve yönetimi dahil olmak üzere şirket ile ilgili tüm maddi konularda doğru ve zamanında paylaşım yapılmasını sağlamalıdır.
- Yönetim kurulunun sorumlulukları: Kurumsal yönetim kapsamı, şirketin stratejik rehberliğini, yönetim kurulu tarafından yönetimin etkin denetimini ve yönetim kurulunun, şirkete ve hissedarlara karşı hesap verme yükümlülüğü taşımasını sağlamalıdır. Bununla birlikte, yönetim kurul ve komitelerinin eğitilmesi ve değerlendirilmesini öneren bir kural ile ücretlendirme, kontrol ve riskin erken tespiti hususlarında deneyimli yönetim kurulu komitelerinin oluşturulmasına yönelik bir öneri bulunmaktadır.

1.6.2. Avrupa Birliği'nde Kurumsal Yönetim Uygulamaları

1980'li yılların sonundan itibaren İngiltere'de meydana gelen iflaslar ve ekonomik yolsuzluklar, kurumsal yönetime ilişkin çalışmalarının başlatılmasını sağlamıştır. 1992 yılına ise kurumsal yönetim alanındaki ilk geniş kapsamlı düzenleme sayılan ve bir kilometre taşı olarak kabul edilen "Kurumsal Yönetimin Finansal Boyutu" (Cadbury Raporu) başlıklı rapor yayımlanmıştır. Kurumsal yönetimi tanımlamaya çalışan ilk girişimler, Cadbury Raporu (İngiltere) ve King Raporu (Güney Afrika) olarak kabul edilmektedir (Cavlak, 2015: 17). Avrupa Birliği'nde "uygula, uygulamıyorsan açıkla – comply or explain" ilkesi egemendir. Kurumsal yönetim alanında birçok araştırma yapan İngiltere'de son olarak 2014 yılında Financial Reporting Council tarafından kurumsal yönetim kodu revize edilerek kabul edilmiştir. İngiltere'deki çalışmalara ek olarak, Avrupa Birliği'nin diğer büyük ülkelerinden

Almanya’da Cromme Commission Code (2001) ve German Corporate Governance Code (2007), Fransa’da Bouton Raporu (2003), Recommendations sur le gouvernement d’entreprise (2004), AFEF-MEDEF Corporate Governance Code (2008) kabul edilen diğ er önemli kodlardan olup, hepside ilerleyen zamanlarda tekrar revize edilmiştir (SPL, 2017: 79).

2008 yılı finansal krizinden sonra Avrupa Birliği’nde, finans kuruluşlarının kurumsal yönetim yapılarını düzenleyen yeş il kitap 2010 yılında yayınlanarak 2011 yılında da revize edilmiştir. Buna istinaden 2011 yılında sermayenin yeterliliğine ilişkin (Capital Requirements Regulation and Directive – CRD VI package) talimatlar çerçevesinde, finansal kuruluşlar için sert kurumsal yönetim uygulamaları yürürlüğe girmiştir. 2012 yılında yayınlanan “Şirketler Hukuku ve Kurumsal Yönetim Faaliyet Planı – Action Plan on Company Law and Corporate Governance” Avrupa’da iş hukuku kapsamının modernizasyonu, hisse sahiplerinin daha etkin rol almaları ve şirketlerin sürdürülebilir olmasında bir takım inisiyatifler sunmaktadır (SPL, 2017: 80).

Devam eden yıllarda, İnternational Finance Corporation tarafından 2014 yılında yayımlanan rapora göre, iyi kurumsal yönetim uygulamalarının öncelikli olarak şirketin sorumluluğ unda oldu ğ u açıklanarak, hem Avrupa Birliği genelinde hem de üye devletler yönünden gereken yasal alt yapılarının kabul edilebilir oldu ğ u belirtilmiştir. Avrupa Birliği’nde halka açık şirketler, Avrupa Parlamentosu ve Konseyi’nin 2013 yılında onayladı ğ ı talimatlara göre, yıllık finansal tablolarını ve konsolide finansal tablolarını yayınladıkları faaliyet raporlarında kurumsal yönetim uyum beyanlarını da paylaşmaktadırlar (SPL, 2017: 83).

1.6.3. Amerika Birleş ik Devletleri’nde Kurumsal Yönetim Uygulamaları

Enron ile WolrdCom gibi büyük ölçekli şirketlerin iflası ve diğ er şirket krizlerinden sonra ABD’de 2002 yılında, Amerika’daki en sert kanunlarından biri olarak anılan Sarbanes-Oxley (SOX) Kanunu yürürlüğe konulmuştur. Bu kanun 1934 yılında yürürlüğe giren “Securities Exchange Act” (Menkul Kıymetler Borsası Kanunu) düzenlemesinden sonra ABD’de yasalaş an en önemli finansal mevzuattır. ABD “Securities and Exchange Commission” (SEC-Menkul Kıymetler ve Borsa Komisyonu) kurumuna kaydı olan bütün şirketler (ABD’de borsada iş lem gören

yabancı şirketler dâhil) SOX Kanunu kapsamında değerlendirilmiştir. Peş peşe ortaya çıkan şirket skandalları ve birçok muhasebe hilelerinin ortaya çıkması, denetim kuruluşlarının ve muhasebecilerin yakın takip edilmesi gerekliliğini meydana getirmiştir (SPL, 2017: 77). Bunun için Kamu Gözetimi Muhasebe Kurulu'nun kurulması, denetim komitelerinin oluşturulması ve bağımsızlığı, denetçilerin denetim dışı işlerde (danışmanlık vs.) bulunmasının yasaklanması, yöneticilerin şirketten kişisel borç almalarının yasaklanması ve yöneticilere ağır sorumluluklar yüklenmesi gibi uygulamalar örnek gösterilebilir.

Delaware Genel Şirketler Kanunu ile şirketlerin esas sözleşmelerinde yer verecekleri bir hüküm ile elektronik medyanın yönetim kurulu ve genel kurul toplantılarında kullanılabilmesine; yönetim kurulu üye seçiminde birikimli oya izin verilmesine; belli yönetim kurulu üyelerine diğerlerine göre ilave veya farklı oy hakları tanınmasına; vekaleten oy kullanımına ve hissedarların bu kapsamdaki harcamalarını karşılanabilmesine; yöneticilerin tazminat haklarına açıklık getirilmesine ilişkin değişiklikler yapılmıştır. Bunun dışında ayrıca 2010 tarihli Dodd-Frank Wall Street Reformu ve Müşterinin Korunması Kanunu ile kurumsal yönetime ve şirket yöneticilerinin ücret, prim ve tazminatlarına ilişkin çeşitli hükümler içeren düzenlemeler de yapılmıştır (Alp ve Kılıç, 2014:100).

1.7. Kurumsal Yönetim ve Finansal Performans İlişkisi

Kurumsal yönetim ilkelerine uyumu sağlayan işletmelerin risk seviyeleri düşmekte, sermaye maliyeti küçülmekte ve küresel pazarlarda işletmeler rekabet avantajı elde edebilmektedirler. Bu sayede işletmelerin pazarda itibarı ve piyasa değeri olumlu yönde yükselmektedir. Türkiye'de kurumsal yönetim ilkelerinin işletmeler nezdinde benimsenerek uygulanması ile ekonomik yapının temel kısıtı olan yabancı kaynağın, ülkeye girişinin ve iktisadi kalkınmanın önü açılacaktır. Çünkü kurumsal yönetim kavramı, menfaat sahiplerinin isteklerini dengeli bir biçimde karşılayıp işletme performansının devamlılığını teminat altına almakta ve uluslararası mali yapı içerisinde yatırımcılar tarafından talep edilen kazanç oranının yükselmesini destekleyerek, arzu edilen bir yatırım ortamı sağlamaktadır (Toraman ve Abdioğlu, 2008: 98).

Kurumsal yönetim, işletme performansının sürdürülebilirliğinin teminatı olarak görülebilir. Çünkü kurumsal yönetim kavramı, işletmenin yönetim ve kontrol mekanizmalarının şeffaf, hesap verebilen, adil, sorumlu ve güvenilen yapıda bulunmasını kapsar. Bu ilkelerin hayata geçirilmesi sayesinde işletme performansının sürdürülebilirliği sağlanmış olur. Çünkü bu ilkelerin işletme yapısına uyarlanması sayesinde kazanılan finansal kazanımlar sürdürülebilir değer oluşturabilmenin teminatıdır. Bu sebeple, kurumsal yönetim ayrıca firma değerinin maksimizasyonunu amaçlayan, diğer bir ifadeyle de işletmeye değer sağlamayı hedefleyen bir yönetim olgusudur (Karamustafa, Varıcı ve Er, 2009: 105)

Kurumsal yönetim ile işletme performansı arasındaki ilişki ilk bakışta yalın ve açık bir ilişki olarak görülmektedir. Kurumsal yönetim gibi şirket faaliyetlerinin genel olarak olumlu özellikler taşıması şirket performansını da yükseltmesi beklenebilir. Buna rağmen kurumsal yönetim ile şirket performansı arasındaki ilişkinin saptanması ve özellikle sayısal olarak ifade edilmesi oldukça güç olmaktadır. Bunun nedeni kurumsal yönetimin birkaç yalın değişkene indirgeyerek farklı çerçevelerde basitçe ifade edilip hesaplanabilecek türde bir kavram olmayıp, ülkelere ve hatta farklı piyasalara göre değişim göstermesi ve kurallar, yasal çerçeve gibi boyutlarının bulunmasıdır (Yıldırım, 2007: 94)

Birçok ülkede ve Türkiye’de kurumsal yönetim ve işletme performansı arasındaki etkileşimi konu alan araştırmalarda; kurumsal yönetim ilkelerini diğerlerine göre etkin bir şekilde gerçekleştiren firmaların borsa kazanımlarının, bunu yeteri kadar gerçekleştiremeyen işletmeler nazarında oldukça verimli olabildiği, kurumsal yönetim ilkelerini üst seviyede gerçekleştiren işletmelerin özkaynak getirisinin genel olarak yüksek olduğu, halka açıklık derecesi diğerlerine göre çok bulunan işletmelerin kurumsal yönetim ilkelerini üst seviyede gerçekleştirdikleri, daha iyi yönetim yapısına sahip işletmelerin fon sağlayıcılara tatminkar güven ortamı sağladıkları ve bu sayede yabancı kaynaklardan fon temininden yüksek seviyede yararlandıkları ortaya çıkmıştır. Kurumsal yönetim ilkelerini titizlikle ve özenli bir şekilde gerçekleştiren, böylelikle kurumsal olarak oldukça iyi yönetim yapısına sahip işletmelerin hem borçlanıp hem de yeni pay senedi satarak yabancı fon kaynaklarına oldukça rahat ulaşabilmeleri mümkündür (Aktan, 2006: 18).

Özetle şirketler açısından iyi kurumsal yönetim; dış finansmana erişim kolaylığı, sermaye maliyetinin azaltılması, operasyonel verimliliğin artırılması, şirket değerinin dolayısıyla hisse performansının yükselmesini, şirket marka değerinin artmasını ve şirket krizlerinin batma skandallarının önüne geçmesini sağlayabilmektedir.



İKİNCİ BÖLÜM

ŞİRKETLERİN FİNANSAL PERFORMANSLARININ ANALİZ BOYUTU

2.1.İşletmelerde Performans Kavramı

Önceden belirlenmiş bir amaç ve amaca yönelik planlanmış faaliyetler sonucunda ulaşılan durumları, nicelik ve nitelik bakımından tanımlayan bir ifade şeklinde açıklanan performans, mutlak veya göreceli olarak ifade edilebilmektedir (Uygurtürk ve Korkmaz, 2012: 96). Performansın belirlenebilmesi için öncelikle ölçülmesi gerekmektedir. Performans ölçümü ise, bir kurumun belirlenmiş amaçlara ve hedeflere göre oluşan mamülleri, hizmetleri ve/veya sonuçları birarada değerlendirilmesi doğrultusunda analitik bir süreci ifade eder (Sayıştay, 2003: 9). Bu süreçte işletmeler, sağlıklı bir şekilde büyümek, gelişmek ve firma değerinin maksimizasyonu için yararlandıkları performans hesaplama tekniklerinde de öncelikle değer yaratılmasını amaçlamışlardır (Öztürk, 2004: 353). Bu amacı gerçekleştirmek için bilimsel yeni yöntemler ve bilgisayar destekli yazılımlar kullanılmaktadır. Literatürde de bu konuya yardımcı olacak birçok çalışma yer almaktadır.

Performans kelimesinin, Türk Dil Kurumu sözlüğüne göre karşılığı ise “başarım”dır. Belirli bir zaman aralığında elde edilen ürün veya hizmet miktarı ile ölçülebilen değerlere, performans denilmektedir. Performans kavramı ayrıca, "etkinlik", "verim", "çıktı" kavramlarıyla ilişkili olarak bir kişinin yetenek ve motivasyon durumu arasındaki olumlu etkileşimin bir sonucu şeklinde de ifade edilebilmektedir. Dilimizdeki karşılığı, “iş başarımı” diye ifade edilen performans, bir işte eşik değer ve o eşik değer üstü elde edilen başarımın derecesidir (Şentürk ve Çarıkçı, 2016: 2).

Performans hesaplanması kavramı daha teknik bir açıklamayla, bir kurumun kullanımındaki kaynaklarını, imal ettiği mamülleri ve hizmetlerini, ulaştığı hedefleri izlemesi amacıyla düzen içinde ve sistematik biçimde veri toplaması, bu verileri analize tabi tutması ve raporlaması periyodu şeklinde ifade edilebilir. Uygulayıcılar

bakımından düşünülduğünde de, bir kuruluş tarafından ya da bir program dahilinde icra edilen etkinliklerin sayısal bir ifadeyle gösterimi manasını taşımaktadır (Sayıstay, 2003: 17). Buradan da anlaşılacağı üzere kısıtlı bir süreç içerisindeki bütün faaliyetlerin analizi olarak ortaya çıkan performans ölçümü, karar vericiler açısından sistemin varlığı ve devamı için oldukça önemlidir.

Performans ölçümü yapmadan önce ölçülecek kriterlerin belirlenmesi gerekir. İşletme literatürüne bakıldığında kabul görmüş bir tasnif işlemine göre performans kavramını inceleyen 7 farklı performans kriteri vardır. Bu kriterler şu şekildedir (Karaman, 2009: 414):

- Etkinlik
- Verim ve kaynaklardan istifade
- Verimlilik
- Kalite
- Yenilik
- İş hayatının kalitesi
- Kârlılık ve bütçeye uygunluk

Yukarıdakilerin haricinde başkaca performans kriterleri daha vardır. Bu kriterlerden en çok kullanılanları çalışanların davranışı, pazarın yapısı, ürün liderliği ve kamusal sorumluluktur. Bunlardan en çok kullanılanları ise kamusal sorumluluk (sosyal sorumluluk) ve ürün liderliğidir.

Performans ölçümünü, şirketler açısından daha teknik bir anlatımla ifade etmek gerekirse, bir şirketin yararlandığı kaynaklar, ürettiği mamül ve hizmetler ile elde ettiği sonuçları izlemesi için düzenli ve sistematik olarak veri toplaması, analiz etmesi ve raporlama süreci olarak tanımlanabilir. Dolayısıyla finansal performans, şirketlerin parasal politikalarının ve faaliyet sonuçlarının ölçülmesi şeklinde açıklanabilir. Finansal performans ile işletmelerin finansal pozisyonu, yatırımlarının verimliliği ve şirketin risk derecesi tespit edilebilmektedir. Ayrıca finansal performans, geçmişin sağlıklı bir biçimde değerlendirilmesi, gelecek için yatırım ve finansman kararlarının alınması ve kaynak kullanımı gibi konularda şirket yöneticilerine önemli bilgiler

sağlamaktadır (Uygurtürk ve Korkmaz, 2012: 96).

2.2. Finansal Performans Değerlendirme Yöntemleri

Finansal performansın ölçülmesi için, finansal analiz yapılması gerekmektedir. Finansal analiz, bir ticari birimin finansal performansının ve gelişiminin kabul edilebilir ve sürdürülebilir niteliklere sahip olup olmadığını tespit etmek amacıyla, dönemler itibarıyla finansal verilerindeki artış ve azalışların tespit edilmesi işlemidir. Ayrıca istenildiğinde belirli muhasebe ilke ve piyasa değerleriyle mukayese edilerek anlamlı hale getirilmesi işlemlerini de kapsamaktadır.

Finansal başarımın hesaplanmasında en önemli amaç, karar vericilere ve paydaşlara işletmenin finansal yapısı hakkında veriler paylaşmaktır. Finansal analizler, şirket yönetiminin gelecek dönemlere yönelik karar vermelerine destek olmasının yanında yatırımcılara da şirket ile ilgili bilgi sağlamakta ve kredi kuruluşlarının şirket ile alakalı kredi kararları almalarına katkıda bulunmaktadır (Yükçü ve Atağan, 2010: 28). Yatırım kararları açısından bu analiz sonuçları son derece anlamlıdır. Finansal analizler, işletmelerle ilgili olarak aşağıdaki bilgileri sağlamaktır (Ceylan, 1993: 18):

- İşletmenin likidite durumu,
- Aktiflerin kullanım durumu,
- İşletmenin kârlılık durumu,
- İşletme hakkında önemli trendler,
- Sermaye yapısı.

Finansal analiz; analizin kapsamı, amacı ve analizi yapanın durumuna göre sınıflandırılabilir. Bu açılarından konuya baktığımızda finansal analiz üç farklı şekilde sınıflandırılabilir (Yalkın, 1981: 45):

- Kapsamına göre finansal analiz
- Amacına göre finansal analiz
- Analizi yapanın durumuna göre finansal analiz

2.2.1. Kapsamına Göre Finansal Analiz Türleri

Yapılacak çalışma dönemleri itibariyle iki çeşittir. Bunlar statik ve dinamik analiz olmak üzere ikiye ayrılır:

2.2.1.1. Statik Analiz

İşletmenin yalnızca belirli bir dönemini kapsayan finansal tablolarının analiz edilme işlemidir. Cari işlem döneminde işletmenin finansal performansını ve faaliyetlerinin durumunu ortaya çıkarır, ileride gerçekleştirilecek olan daha geniş çerçeveli bir çalışmanın verilerini ihtiva eder. Rasyolar, dikey yüzdeler ve çeşitli çözümlenmeli yöntemlerden istifade edilir. Statik analizde bir önceki yılın aynı ayını veya aynı dönemini baz alarak karşılaştırma yapılır. Sektör veya diğer değişkenler dikkate alınmaz. Bu yüzden sınırlı ama nesnel veriler sunmaktadır (Yalkın, 1981: 48).

2.2.1.2. Dinamik Analiz

İşletmelerin ardışık dönemlerine içeren finansal tablolarındaki verilerin mukayese edilmesi ve yönelimlerinin tespit edilmesidir. Dinamik analiz işleminde işletmelerin çalışılan yıldaki verileri önceki yıllardaki işlem dönemleri verileriyle, işletme tarafından tahmin edilen hedeflerle, piyasa ortalamaları, kapasite kullanım oranları veyahut aynı sektördeki diğer işyerleri ve kabul görmüş ilkelerle mukayese edilir. Analizde finansal tablolar, dikey ve yatay yüzdeler ve finansal rasyolardan istifade edilir (Yalkın, 1981: 49).

2.2.2. Amacına Göre Finansal Analiz Türleri

Amacına göre finansal analiz türleri ise yönetim, kredi ve yatırım analizleri olacak şekilde üç kısımda incelenebilir.

2.2.2.1. Yönetim Analizleri

Yöneticilerin alacağı kararlara kanıt oluşturmak için gerçekleştirilen analizdir. Alınan kararların hayata geçirilmesinde düzenlenecek finansal tablolar yardımı ile yolunda gitmeyen durumlar saptanabilmekte ve gerektiğinde alınan kararların revize edilmesi suretiyle, yönetimin her evresinde doğru, yerinde ve düzeltici kararlar alma imkanı oluşmaktadır. Bütün finansal tablo ve raporlardan istifade edilerek, önceki dönem ve cari yıl mukayese edilerek performans analizi gerçekleştirilir, yani statik ve dinamik analiz yöntemlerinden istifade edilir (Yalkın, 1981: 50).

2.2.2.2. Kredi Analizleri

İşletme için borç finansmanı sağlayan kuruluşlara veri oluşturmak amacıyla gerçekleştirilir. İşletmenin kısa dönemli borçlanabilme yeterliliğini ortaya çıkarmak amacıyla gerçekleştirilen bir analiz türüdür. Bu amaçla dönen varlıklarla kısa vadeli yabancı kaynaklar arasındaki etkileşimi inceleyen yöntemlerden yararlanılır. Likidite oranları burada belirleyicidir. Bununla birlikte işletmenin dönen varlık mevcudu, öz sermaye yeterliliği, öz sermaye ile dış kaynak dengesi, duran varlık mevcudu ve kredibilite yöntemleri de büyük önemdedir. Bunların yanında gelir tablosu kalemlerinden de istifade edilerek işletmenin kârlılık durumu, stok ve alacakların devir hızları incelenir. Ayrıca yönetim kurulu ve firmanın niteliği ve saygınlığı, finansal performansı, firma değeri, piyasa değeri ve sektördeki gelişmeler de dikkate alınır (Yalkın, 1981: 52).

2.2.2.3. Yatırım Analizleri

İşletmenin hissedarları ve ortaklık kurmayı düşünenler ile işletmeye uzun dönemli finansman desteği sağlayabilecek olan kuruluşlar tarafından yapılan bir analizdir. İşletmenin paydaşları, hissedarları ve ilerde paydaş olmayı planlayanlar, işletmenin devamlılığı, sürdürülebilirliği, istikrarı, yatırım güvencesi ve kârlılık durumuna dikkat ederler. Hisse senetlerindeki artış ve azalışlar, temettü politikası, sermaye piyasalarında zamanla meydana gelen değişimler, alım satım işlemleriyle ilgili iniş çıkış seyri ve bütün bu etmenlerin belirli bir süreçteki yönelimi de dikkate

alınır. İşletmenin uzun dönemli sermaye tedarikçileri de işletmenin borçlarını ödeyebilme kapasitesine dikkate ederler. Ayrıca işletmenin sermaye teşkili ve kaynak bulma durumlarıyla da ilgilidirler (Yalkın, 1981: 53).

2.2.3. Analizi Yapanın Durumuna Göre Finansal Analiz Türleri

Analizi yapanın durumuna göre finansal analiz türleri ise iç ve dış olacak şekilde ikiye ayrılabilir.

2.2.3.1. İç Analiz

İşletme bünyesindeki yönetici, iç kontrol, mali müşavir ve muhasebeciler gibi çalışanlar tarafından gerçekleştirilen bir analizdir. Şeffaflık gereği ilgililerin de ulaşabileceği platformlarda yayınlanan bilanço ve gelir tablosundan ve işletme içinde oluşturulan bütün bilgi ve verilerden istifade edilir. Bundan dolayı kârlılık, verimlilik ve finansal durum ayrıntılı verilerden alınır. Bütün analiz yöntemlerinin yanında, çalışma süresi ve malzemenin verimli kullanılması, sektöre göre pazarın dağılım sonuçları, Üretimde bir mal elde edilinceye değin harcanan değerlerin toplam ve kârlılığın incelenmesi, kapasitenin verimli çalıştırılması, personel devir hızı, tüketici memnuniyeti, birim ve bütün hesap denetimleri gibi başarımlar seviyesinin ölçülmesine yönelik yöntemler kullanılır (Çabuk, 2013: 50).

2.2.3.2. Dış Analiz

İşletmenin dış çevresindeki kuruluşların gerçekleştirdikleri analiz çeşididir. Bu kuruluşlar işletmelerin paylaştığı finansal tablolar, denetim raporları ve bunların dip notlarını kullanırlar (Çabuk, 2013: 50).

2.3. Finansal Analiz Teknikleri

Finansal analiz, analiz tekniklerini muhasebe verilerine uygulanma neticesinde elde edilecek analiz sonuçlarına bakarak işletmenin finansal performansını ve faaliyet sonuçlarını daha anlamlı kılmak amacıyla yorumlama faaliyetidir. Finansal analiz ile

paydaşlar, işletmenin likidite, kârlılık, kaynak ve aktiflerini kullanabilme durumları konusunda açıkça bilgi edinirler. Finansal analizde kullanılan başlıca teknikler şunlardır (Çabuk, 2013: 51):

- Karşılaştırmalı Tablolar Analizi (Yatay Analiz)
- Eğilim Yüzdeleri Tekniği ile Analiz (Trend Analizi)
- Yüzde Yöntemi ile Analiz (Dikey Analiz)
- Oranlar Yöntemi ile Analiz (Oran Analizi)

2.3.1. Karşılaştırmalı Tablolar Analizi (Yatay Analiz)

Karşılaştırmalı tablolar analizi başka bir ifadeyle yatay analiz bir işletmenin birbirini takip eden en az iki veya daha çok faaliyet dönemini yansıtan finansal tablolarını karşılaştırmak amacıyla yapılır. Buna göre oluşturulan tablolar, işletmenin önceki dönemlerdeki ve cari dönemdeki finansal performansını tespit etmeye ve cari dönemdeki finansal performansının önceki dönemlere göre değişimini (artış ve azalışları) ölçmeye olanak sağlar. Bu şekilde işletmenin önümüzdeki dönemlerdeki finansal performansı konusunda da öngörüler yapılabilir (Özyürek ve Erdoğan, 2011: 231). Karşılaştırmalı analiz, değişik zamanlarda oluşturulmuş finansal tablolardaki kalemlerde görülen değişikliklerin araştırılması ve bu değişimlerin değerlendirilmesidir. Karşılaştırmalı analiz işletmenin gidişatı konusunda bilgi verir (Gerşil ve Palamutçuoğlu, 2016: 58). Karşılaştırmalı tablolar analizinde kullanılan göstergeler hem yüzde hem de tutar olarak hesaplanmalıdır. Sadece yüzde oranları ya da sadece tutarlara bakılırsa, farklılığın firma için, olduğundan çok önemli veya olduğundan çok önemsiz gibi gözükmesine sebep olabilir. Bu ayrıma okuyucuların dikkat etmesi gerekir.

2.3.2. Eğilim Yüzdeleri Tekniği ile Analiz (Trend Analizi)

Finansal tabloların analizinde yararlanılan tekniklerden bir diğeri de eğilim yüzdeleri ile analizdir. Eğilim yüzdeleri tekniği, belli dönemler arası finansal tablo

kalemlerindeki artış veya azalışların, temel alınan dönem ile karşılaştırma yapıp göz önüne çıkartılması suretiyle oluşturulan dinamik bir analiz tekniği şeklinde kabul görmektedir (Özyürek ve Erdoğan, 2011: 232). Karşılaştırmalı tablolar analizi tekniğine göre avantajı, daha uzun yıllar itibariyle dönemleri inceleme fırsatı vermektedir.

Bu teknikte, birbirini takip eden dönemlere ait finansal tablolardaki kalemlerin temel alınan finansal tablo kalemlerine göre sergilediği eğilim yüzde şeklinde bulunur. Böylelikle işletmenin finansal tablolarında bulunan her bir kalemin temel kabul edilen yıla göre yüzde olarak gelişme trendi hesaplanır. Temel yıl olarak, finansal tabloların ilk yılı baz alınır. Temel yıla bakılarak bulunan yüzdeler belirli tarih veya dönemler arasındaki finansal performansı ve faaliyet sonuçlarında oluşan değişim durumlarını açık olarak gösterir. Böylece karşılaştırmalı finansal tablolara ait bilgilerin yatay olarak değerlendirilmesine imkân sağlar. Finansal analizi yapan, finansal tablo kalemlerindeki artış ve azalış eğilimlerinin olumlu veya olumsuz olduğunu tespit ederken, aralarında anlamlı ilişkiler kurulabilecek kalemleri beraber inceler (Çabuk, 2013: 54).

Trend analizinden edinilen faydanın artırılması amacıyla aralarında ilişki bulunan kalemlerin karşılaştırılması gerekmektedir. Bunlardan bazıları aşağıdadır (Savsar, 2012: 11):

- Ticari Alacaklar – Net Satışlar
- Stoklar – Ticari Borçlar
- Stoklar – Net Satışlar
- Dönen Varlıklar – Net Satışlar
- Dönen Varlıklar – Kısa Vadeli Yabancı Kaynaklar
- Maddi Duran Varlıklar – Öz Kaynaklar
- Maddi Duran Varlıklar – Net Satışlar
- Yabancı Kaynaklar – Öz Kaynaklar
- Brüt Satış Karı – Faaliyet Giderleri

- Brüt Satışlar – Net Satışlar
- Brüt Satış Karı – Faaliyet Giderleri
- Ticari Borçlar – Alışlar

2.3.3. Yüzde Yöntemi ile Analiz (Dikey Analiz)

Yüzde yöntemi ile analiz tekniğinde, finansal tablolardaki her kalem, mevcut tablodaki bulunan belirlenmiş bir kaleme ya da toplam miktarına kıyaslanmakta ve tespit edilen yüzdeler şeklinde açıklanmaktadır. Diğer bir şekliyle de finansal tablolarda bulunan kalemin grup toplamı içerisindeki oranı hesaplanabilmektedir. Bilançoların yüzde tekniği ile analiz edilmesinde, bilançonun toplam tutarı 100 kabul edilip her bir kalemin toplama oranı tespit edilmektedir. Her kalemin ait olduğu grup içerisindeki oranı da ölçülebilir. Ayrıca gelir tablosunun yüzde tekniği ile analiz edilmesinde de net satışlar 100 kabul edilip ve gelir tablosundaki verilerin net satışlara oranı hesaplanır (Özyürek ve Erdoğan, 2011: 231). Bir işletmenin finansal performansı ve faaliyet sonuçları ile ilgili net bir fikir edinmek amacıyla, işletmenin faaliyette bulunduğu sektördeki diğer işletmelerle de karşılaştırılması gerekebilir. Farklı yıllara ait verilerle oluşturulan karşılaştırmalı tablolar bu imkânı sağlamaz. İşletmeler arası karşılaştırılabilmesi için finansal tabloların müşterek esasa indirgenmesi, diğer bir deyişle, finansal tablo kalemlerinin yüzdelerle açıklanması gereklidir. Yüzde yöntemi ile analiz tekniğinde, her tablo kalemi yüzde ile ifade edildiğinden tabloların anlatılması ve anlaşılması daha basit olur. Çünkü mutlak rakamların okunması ve karşılaştırılması zordur. Farklı işletmelerde aynı mutlak rakama sahip bir tablo kaleminin toplam içindeki payı değişik ise taşıdığı anlam da değişecektir (Savsar, 2012: 11).

2.3.4. Oran Analizi (Rasyo Analizi)

Finansal analiz işleminin ana tekniklerinden biri de “Oran Analizi”dir. Genel olarak bir tanımlama yapılırsa, finansal tabloda bulunan iki kalem arası ilişkinin temel matematiksel gösterimine finansal oran (rasyo – ratio) denir. Oranlar iki sonuç arasındaki bağlantıyı ifade eder. Oran şeklinde tespit edilen bu bağlantılar; bilanço

veya gelir tablosundaki kalemlerinin birbirleri içinde olabileceği gibi, bilanço ve gelir tablosu kalemleri arasında da olacak şekilde hesaplanabilir. Böylece kendi başına çok bir değer ifade etmeyen tutarlar, bu oranlamalar sayesinde daha anlamlı bir şekilde dönüşür. Finansal tablolarda bulunan kalemler arasındaki temel sayısal bağları hesaplamak (oran bulmak) sadece bir amaç olamaz. Buradaki önemli husus bulunan oranları yorumlamak ve değerlendirmektir. Oranlar işletme ile ilgili anlamlı sorunlara cevap vermelidir (SPL, 2014: 123).

Oran analizinin işletme ile ilgili yanıtlayacağı sorulara örnek olarak, faaliyetlerinin etkinliği ve başarısını ölçmek, yükümlülüklerini yerine getirip getiremeyeceğini tespit etmek, hedeflerine ulaşıp ulaşmadığını saptamak ve başarısızlık nedenlerini saptamak, geleceğe yönelik tahminlerde bulunmak gibi aranan cevaplar gösterilebilir. Oran analizi kullanılarak finansal tablolardaki hesap veya hesap grupları arasındaki sayısal bağlar oluşturularak, firmanın iktisadi ve mali durumu ile kârlılığı, mevcut performansı konusunda bir kanıya varmaya çalışılmaktadır (Ömürbek ve Kınay, 2013: 350).

2.4. Finansal Performans Analizinde Kullanılan Oranlar

Finansal analizde en çok kullanılan yöntem oran analizidir. Oranlar, işletmenin faaliyet çıktıları ile finansal durumunu değerlendirmek için kullanıma amaçlarına göre beş kategoride tasnif edilir (Gerşil ve Palamutçuoğlu, 2016: 59):

- Likidite oranları
- Faaliyet Oranları
- Finansal Yapı Oranları
- Kârlılık Oranları
- Değerleme Oranları

İşletmelerin finansal oranlarını analiz edebilmek için işletmelerin yayınlanan bilanço ve gelir tablolarından yararlanır. Finansal performansı ölçmek ve

değerlendirmek için finansal tablolardan veri olarak kullanabileceğimiz finansal kalemler değerlendirilir. Bu oranlarla işletmelerin finansal göstergelerini analiz etmek, yorumlamak ve geri bildirim sonucunda işletmelerde düzeltici düzenleyici girişimlerde bulunmak oran analizleri için işlevsel bir amaçtır (Kabakçı, 2014: 51).

Yatırım ve kredi kararlarında, hangi bilgilere ihtiyaç duyulacağı ve en uygun analitik tekniğin kullanımı, karar vericinin (yatırımcı ya da kredi veren) zaman ufkuna bağlıdır. Kısa süreli borç veren banka ve ticari firmalar özellikle işletmenin kısa süreli borç ödeme gücüne yani likiditesine bakarlar. Uzun süreli borç veren kreditorler ise uzun süreli borç ödeme gücü ile ilgili oranlarla daha çok ilgilenirler (White, Sondhi ve Fried, 2003: 111)

Oranların gösterdiği bu ilişkilerin hesaplanmasından çok yorumlanması önemlidir. Bu bakımdan oranlarında diğer analiz teknikleri gibi bir araç olduğunu, analitik değerleri ne ölçüde fazla olursa olsun, geçerli bir yargılamanın yerini hiç bir şekilde alamayacaklarını söylemek gerekir. Finansal tablolarda yer alan kalemler arasındaki ilişkileri gösteren birçok oran hesaplanabilir. Oran analizinin çok sayıda oran ile yapılması, analizi oldukça ayrıntılı bir hale koyacağından önemli ilişkiler analistin gözünden kaçabilir. Bu bakımdan oranların anlamlı ve faydalı ilişkileri göstermesi tercih edilmelidir (Yalkın, 1981: 101). Oran analizinden gerektiği şekilde yararlanılabilmek amacıyla kullanılan oranların iyi bir biçimde yorumlanabilmesi, bazı ölçütlerin bu yorumlamada kullanılması gerekir. Yorumlamada dikkat edilmesi gereken ölçüt veya standartlar aşağıda belirtilmiştir (Çabuk, 2013: 63):

- Analistin kişisel deneyim ve gözlemleriyle oluşturduğu karar becerisi,
- Şirketin önceki faaliyet dönemleriyle ilgili olarak hesaplanan oranlar,
- Rakip ve başarılı şirketlerin oranları,
- Bütçelenmiş bilgilere dayanarak hesaplanan oranlar,
- Şirketin faaliyette gösterdiği sektöre ait oran veya standartlar,
- Genel standartlar.

Oran analizleri yoluyla şirketin ekonomik ve finansal yapısı, kârlılığı, verimliliği, ekonomik varlıklarının etkin kullanımı, likidite durumu vb. hususlarda önemli ve anlamlı bilgilere ulaşılır. Ulaşılan bu bilgiler şirketin amaçları da dikkate alınarak iyi bir şekilde yorumlandığı zaman bir değer kazanır.

2.4.1. Likidite Oranları

Likidite oranları, şirketlerin kısa vadeli borcunu ifa etme durumunu tespit etmek, başka bir ifade ile likidite risk durumunu değerlendirmek, net çalışma sermayesinin faaliyetleri için yeterli olup olmadığını tespit etmek amacıyla hesaplanmaktadır (Meydan, Yıldırım ve Senger, 2016: 152). Yani işletmenin elindeki varlıkların paraya dönüşebilme derecesi olarak da anlaşılabilir. Analizlerde en çok kullanılan oranlar sırasıyla aşağıdaki gibidir:

- Cari Oran
- Asit Test Oranı
- Nakit Oran

2.4.1.1. Cari Oran

Finansal performans analizinde en çok istifade edilen yöntemlerden biri olan cari oran, dönen varlıkları kısa vadeli kaynaklara bölerek hesaplanır. Diğer bir ifadeyle cari oran, stoklar, nakit ve çeşitli alacaklardan oluşan cari varlıkların; kredi geri ödemeleri, diğer borçlar, ödenecek vergiler, anapara geri ödemeleri ve kira borçlarından oluşan kısa vadeli borçlara oranıdır. Şirketin kısa vadeli borçlarını ödeyebilme gücünü, ya da paraya çevrilebilir varlıkların cari borçları ne ölçüde karşılayabileceğini gösterir (Acar, 2003: 27). Oran aşağıdaki gibi formüle edilebilir;

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

Cari oran, şirketin likiditesinin genel durumu hakkında bilgi vererek, şirketin net çalışma sermayesinin yeterliliği hakkında bilgi edinilmesini sağlar. Bu yüzden cari oran için, çalışma sermayesi oranı ifadesi de kullanılmaktadır(Savsar, 2012: 15). Modern ülkelerde bu oranın 2 puan değerinde bulunması makul kabul edilirken; gelişen ülkelerde bu oranın 1,5 olması yeterli kabul edilir. Fakat bu durumun her zaman geçerli olacağını ifade etmek doğru olmayabilir. Nitekim sektörlere göre yapılan analizlerde o sektörün ortalama değerlerine dikkat etmek daha doğru olur. Çünkü bazen sektöre göre cari oranın 2 çıkması yeterli görülmemekte; bazen de sektörde cari oranın 2 çıkması gayet iyi bir seviye olarak kabul edilmektedir (Civan, 2009: 2). Örneğin ülkemiz geliştirmekte olan ülkeler kategorisinde olduğundan, politik riskler ve belirsizliklerden dolayı işletmeler daha çok kısa vadeli finansman kaynaklarına yönelmektedir. Bu da oranın daha düşük çıkmasına neden olmaktadır.

Cari orana hissedarlar açısından bakıldığında, yüksek cari oran; şirketin sahip olduğu paranın, fazla nakit, satılabilir menkul kıymet ve stok gibi varlıklara bağlandığı ve bunun verimsizliğe sebep olduğu anlamına gelir (Düzer, 2008: 14). Yani atıl durumdaki para ve kaynaklar şeklinde anlaşılır.

2.4.1.2. Asit Test Oranı

Likidite durumunu ölçümünde yararlanılan oranlardan biride asit-test oranıdır. Bu oran cari oranı tamamlayarak onu daha anlamlı hale getirir. Asit-test oranı; şirketin her 1 TL için ne kadar hızlı paraya çevrilebilir likit dönen varlığı olduğunu gösterir. Dönen varlıklar kalemlerinden olan stokların paraya çevrilmesi, stok devir hızına bağlı olmakla birlikte, genel olarak diğer dönen varlık kalemleri itibariyle paraya çevrilmesi daha uzun bir zamanı gerektirir. Bu yüzden likidite durumunun analizlerinde dönen varlık toplamından çıkartılması kabul görmektedir (Savsar, 2012: 15). Burada dikkat edilmesi gereken husus, işletmenin faaliyette bulunduğu sektöre göre nakit ihtiyacının ve elindeki nakit dengesinin makul olup olmadığıdır. Eğer işletme elinde gereksiz nakit ve benzeri değer tutarsa bu atıl bir değer demektir ki, bu da varlıkların optimum kullanımı ihtimalini zayıflatır. İşletme, sektörüne ve öngördüğü risklere göre en uygun nakit dengesini sağlamalıdır. Oran aşağıdaki şekilde formüle edilebilir;

$$\text{Asit – Test Oranı} = \frac{\text{Dönen Varlıklar} - (\text{Stoklar} + \text{Gelecek Aylara Ait Giderler} + \text{Diğer Dönen Varlıklar})}{\text{Kısa Vadeli Yabancı Kaynaklar}}$$

Cari oranın payında yer alan aktiflerin hepsinin likidite derecesi aynı değildir. Stoklar gibi likidite derecesi nispeten daha düşük kalemler yer alır. Bu sebeple likiditeyi daha hassas ölçecek bir orana ihtiyaç vardır. Bu oran asit-test oranıdır ve cari oranın tamamlayıcısıdır. Asit-test oranının cari orandan tek farkı, kesrin payında stoklara yer verilmemesidir. Bunun nedeni, stokların satış işlemine konu olmalarının zaman alması veya satışı takiben paranın işletmeye dönmesinin, borçların vadesine oranla daha fazla zaman alabileceği düşüncesidir. İşletmenin vadesi gelen veya gelecek borçlarını ödeyebilme gücüne sahip olup olmadığı araştırıldığına göre, stoklar gibi nispeten nakde dönüşümü biraz gecikecek olan varlıkları çıkarmak, finansal analiz açısından önem taşımaktadır (Düzer, 2008: 15).

2.4.1.3. Nakit Oranı

Nakit oranı, para ve para benzeri dönen varlık kalemlerini, kısa vadeli yabancı kaynaklara bölerek bulunur. Oran ile şirketin elindeki mevcut hazır değerlerle kısa vadeli yabancı kaynakların ne kadarının karşılanabildiği belirlenir. Diğer likidite oranlarına göre daha hassas ölçüm yapmaktadır. Aşağıdaki formül yardımıyla hesaplanır;

$$\text{Nakit Oranı} = \frac{\text{Hazır Değerler} + \text{Menkul Kıymetler}}{\text{Kısa Vadeli Yabancı Kaynaklar}}$$

Oranın 0,20 değerinin üstünde olması genelde istenir. Oranın 0,20 altına düşmesi durumunda, şirket yeni krediler bulma zorunluluğu ile yüz yüze kalır. Bu oran şirketin satış yapamaz hale gelmesi ve alacaklarının da tahsil edilemez duruma gelmesinde, şirketin kısa vadeli borçlarının ne ölçüdeki kısmını karşılayabileceğini ifade eder (Çabuk, 2013: 65).

2.4.2. Faaliyet Oranları (Devir Hızları)

Faaliyet oranları, işletmenin elindeki varlıklarını nasıl verimli ve etkin yönetebildiğini ortaya çıkarmaktadır. Faaliyet oranları sayesinde müşterilerin borçlarını ödemelerinde vadeleri aksatıp aksatmadıkları, işletmenin yatırım kapasitesinin ne kadarının faal olduğunu ve stoklara yapılan yatırımların doğruluğu gibi merak edilen sonuçlara açıklık getirilmekte ve likidite oranları tarafından açıklanamayan sorular cevaplanmaktadır (Meydan, Yıldırım ve Senger, 2016: 152). Analizlerde en çok kullanılan oranlar sırasıyla aşağıdaki gibidir:

- Alacak Devir Hızı
- Stok Devir Hızı
- Aktif (Dönen Varlık) Devir Hızı

2.4.2.1. Alacak Devir Hızı

Bu oran, bir işletmenin alacaklarının tahsilatını yapabilme kabiliyetini göstermektedir. Net satışların, yılsonundaki ticari alacaklar toplamına bölünmesiyle ölçülmektedir. Bu oran ne ölçüde büyük çıkarsa, işletme o seviyede alacaklarını etkin bir şekilde tahsil edebiliyor anlamı taşımaktadır (Civan, 2009: 4). Alacak devir hızı, stok ve aktif devir hızlarına göre daha çok bağımlı bir değişken olduğu için işletmenin o yıl ki finansal performansını ölçmede daha belirleyicidir. Çünkü işletme yönetiminin alacaklarını tahsil kabiliyetini gösterir. Aşağıdaki şekilde formüle edilebilir;

$$\text{Alacak Devir Hızı} = \frac{\text{Net Satışlar}}{(\text{Kısa Vadeli Ticari Alacaklar} + \text{Uzun Vadeli Ticari Alacaklar})}$$

Alacak devir hızının yüksekliği, alacaklara az yatırım yapıldığını, maliyetin düştüğünü, firmanın likit olduğunu, borç ödeme gücünün arttığını, karların yükseldiğini gösterir. Ayrıca firmanın peşin ve düşük vadeli satışlara yöneldiğini, pazarda iyi konumda olduğu anlaşılır. Oran aşırı yüksekse firmanın sermaye ve nakit yönünden sıkıntılı bulunduğu kredili satışta yeterince bulunamadığı ifade eder. Bu

sınırın ne olduğunun analizci tarafından bilinmesi gerekir (Kabakçı, 2014: 58). İşletme yöneticilerinin buradaki rolü büyüktür. Çünkü finansal yönetimin sağlıklı olması için etkin ve verimli bir karar verme mekanizmasının ve yetkin karar vericilerin olması gerekmektedir.

Bir işletmenin alacak devir hızının yavaş olması aşağıdaki sebeplerden kaynaklanıyor olabilir (Düzer, 2008: 18):

- İşletmenin alacaklarının tahsilinde zorluklarla karşılaşılması
- Rekabet edebilme kapasitesinin düşüklüğü
- Etkili bir tahsilat politikasının bulunmaması
- Müşteri tercihleri ve müşterilere sunulacak imkanlar hususunda gerekli özenin gösterilmemesi.

2.4.2.2. Stok Devir Hızı

Bir şirketteki stokların paraya çevrilebilme hızını gösteren bir orandır. Stok devir hızı ayrıca bir şirketteki stokların dönem içerisinde kaç kez yenilendiğini de göstermektedir. Aşağıdaki şekilde formüle edilebilir;

$$\text{Stok Devir Hızı} = \frac{\text{Net Satışlar veya Satılan Ticari Malların Maliyeti}}{\text{Ortalama Ticari Mallar}}$$

Stok devir hızı oranları, stok kalemlerinin ne kadarlık bir sürede üretim faaliyetlerinde harcandığını veya satış hasılatı unsuruna dönüştüğünü bulmak için kullanılan oranlardır. Stoklar grubunda yer alan kalemler, şirketin imalat veya ticaret şirketi olmasına göre değişiklik gösterir. Bu yüzden stok devir hızı oranları ticaret şirketlerinde ve imalat şirketlerinde farklı hesaplanmaktadır (Çabuk, 2013: 69). Ticari şirketlerde genelde sadece ticari mal stokları mevcutken, imalat şirketlerinde ilk madde ve malzeme, yarı mamul ve mamul stokları bulunur.

2.4.2.3. Aktif (Dönen Varlık) Devir Hızı

Aktif devir hızı aşağıdaki şekilde formüle edilebilir;

$$\text{Dönen Varlık Devir Hızı} = \frac{\text{Net Satışlar}}{\text{Ortalama Dönen Varlıklar}}$$

Dönen varlıkların devir hızı, dönen varlıkların kaç katı kadar satış hasılatı elde edildiğini gösterir. Devir hızının yüksek olması verimliliğin veya dönen varlıkların yetersiz olduğunu gösterir. Ters bir durumda şirketin dönen varlıklarından verimli bir şekilde yararlanmadığı veya gereğinden çok dönen varlığı elinde tuttuğu akla gelebilir. Bu durum da şirketin kârlılığını olumsuz etkiler (Çabuk, 2013: 69).

2.4.3. Finansal (Mali) Yapı Oranları

Bu gruptaki ölçülen oranlar, şirketin kaynak yapısını ve uzun dönemli borç ödeme kapasitesini hesaplar. Diğer bir deyişle işletmenin öz kaynak kapasitesinin yeterliliğini, finansman yapısı içerisindeki borç ve öz kaynak dengesi ve öz kaynak olarak oluşturulan fonların ne tür varlıkların yatırımı için istifade edildiğinin tespitinde yararlanan oranlardır (Meydan, Yıldırım ve Senger, 2016: 153). Toplam borçların toplam varlıklara oranı, özkaynağın aktiflere oranı, toplam borcun özkaynaklara oranı, kısa vadeli borçların toplam pasif veya toplam borca oranı, uzun vadeli borçların toplam pasife oranı gibi sektörün ihtiyacına göre değişik oran türleri vardır. Analizlerde en çok kullanılan oranlar sırasıyla aşağıdaki gibidir:

- Kaldıraç Oranı
- Özkaynakların Aktiflere Oranı
- Kısa Vadeli Borçların Öz Sermayeye Oranı
- Finansman Oranı

2.4.3.1. Kaldıraç Oranı

Bu oran, işletmenin hareket etme yeteneğini, elindeki bütün varlıklarının satışı durumunda şirketin üzerindeki finansal yükümlülüklerinin ne kadarını karşılayabileceğini, başka bir ifadeyle aktiflerin yüzde kaçının borçlarla finanse edilebileceğini göstermektedir. İşletmenin öz sermaye kârlılığını ortaya çıkaran temel etmenlerden bir tanesidir. İşletme bu oranı değiştirerek öz sermaye kârlılığını yükseltebilir (Bülbül ve Köse, 2011: 77). Bu orana ait formül, aşağıdaki şekilde ifade edilebilir:

$$\text{Kaldıraç Oranı} = \frac{\text{Toplam Borçlar}}{\text{Aktif Toplamı}}$$

İşletmenin borç oranı arttıkça finansal risklerinin yükseldiği inancı hakimdir. Bu oranın piyasa ortalamasının altında olması önerilir. Borç oranının işletmeye kredi sağlayanlar açısından az seviyede tercih edilmesinin sebebi; muhtemel bir nakit dar boğazında kayıpları minimize etme isteğidir (Tayyar vd., 2014: 26). Kaldıraç oranının %50'nin üstünde olması tehlike işareti olarak kabul edilir. Olağanüstü durumlarda oranın yüksekliği işletme açısından olumsuzluklar meydana getirebilir. Ancak gelişmekte olan ülkelerde, şirketlerin finans kurumlarına olan bağılıklarını artırmaktadır. Bu nedenle bu oranın %50'den fazla olması normal karşılanabilir (Düzer, 2008: 16)

2.4.3.2. Özkaynakların Aktiflere Oranı

Özkaynakların aktif toplamına oranı, varlıkların yüzde kaçının şirket sahip veya sahiplerince finanse edildiğini göstermektedir. Bu oranın yüksek olması şirketin karşılayacağı faiz yükünün yabancı kaynak ağırlıklı iş yapan şirkete göre nispeten daha az olacağını ve uzun vadeli borçları ödeyememesinden dolayı zor durumda kalma ihtimalinin nispeten az olduğunu ifade etmektedir (Çabuk, 2013: 67). Bu orana ilişkin formül aşağıdaki şekildedir:

$$\text{Özkaynakların Aktif Toplamına Oranı} = \frac{\text{Öz Sermaye}}{\text{Aktif Toplamı}}$$

2.4.3.3. Kısa Vadeli Borçların Öz Sermayeye Oranı

Kısa vadeli borçlar, her işletmede yer alırlar. Sadece işletmenin ait olduğu sanayi kolunun karakteristiklerine uygun olarak da günden güne farklı bir durum gösterirler. Bazı işletmelerde öz sermaye az olduğundan uzun vadeli borçlar kolayca sağlanamaz. Bu durumda geniş ölçüde kısa vadeli borçlanmaya giderler. Kısa zamanda kendilerini mali güçlükler içinde bulurlar. Bu bakımdan oran, kısa vadeli borçlarla öz kaynakların karşılaştırma ölçüsü olarak çok anlamlıdır (Yalkın, 1981: 110). Bu orana ilişkin formül aşağıdaki şekildedir:

$$\text{Kısa Vadeli Borçların Öz Sermayeye Oranı} = \frac{\text{Kısa Vadeli Borçlar}}{\text{Öz Sermaye}}$$

2.4.3.4. Finansman Oranı

Oranın hesaplanması, özkaynakların, kısa ve uzun vadeli yabancı kaynaklar toplamına bölünerek ile yapılır. Şirketin finansal bağımsızlık derecesini gösteren oran, ödeme gücü katsayısı, borçlanma katsayısı veya finansman oranı adları ile de ifade edilmektedir. Şirketin finansal yeterliliğinin değerlendirilmesine imkan sağlayan oran aşağıdaki şekilde gösterilebilir;

$$\text{Finansman Oranı} = \frac{\text{Özkaynak}}{\text{KVYK} + \text{UVYK}}$$

Bu oran, şirketin öz kaynakları ile yabancı kaynakları arasındaki durumu görmemizi sağlar. Oranın minimum %50 olması istenir. Finansman oranının yüksek olması, şirket üzerindeki alacaklıların baskısını azaltır. Oranın 1'den küçük olması ise, şirkete kredi verenlerin, şirket sahip ve ortaklarından daha fazla şirkete yatırım yaptıklarını gösterir. Bu durum, alacakların güvencesini azaltmakta ayrıca ekonomik durgunluk dönemlerinde, ağır faiz yükü, şirketin finansal olanaklarının tükenerek, finansal riskin artması sonucunda işletmeyi borçlarını ödeyememe durumunda

bırakabilmektedir (Savsar, 2012: 20).

2.4.4. Kârlılık Oranları

Bu gruptaki oranlar, firmaların fon temin etme kararlarının ve faaliyetlerinden doğan sonuçların net durumunu gösterir. Kârlılık oranları ile firmanın önceki dönemlerdeki finansal başarısı ve faaliyetlerindeki etkinlik ve verimlilik oranı ölçülür (Meydan, Yıldırım ve Senger, 2016: 153). Kâr amacı güden işletmeler için bu durum çok önemlidir. Tayyar vd.(2014)'ne göre kârlılık oranları, firmanın bir faaliyet döneminde kâr elde etme yönünden ne kadar etkin olduğunu ortaya çıkarır. Kârlılık oranları firmanın faaliyet performansını, ne kadar risk altında olduğunu ve finansal kaldıraçın etkilerini göz önüne çıkarır. Kârlılık oranlarının ne kadar etkin olduğu, satışlara oranla veya gerçekleştirilen yatırıma göre hesaplanabilir. Analizlerde en çok kullanılan oranlar sırasıyla aşağıdaki gibidir:

- Net Kâr Marjı Oranı
- Aktif Kârlılığı Oranı
- Özsermaye Kârlılığı Oranı

Özsermaye kârlılığı oranı, firma hissedarlarının yaptıkları yatırımın verim oranını gösterir. Aktif kârlılığı oranı, işletme varlıklarının kâr sağlamada ne kadar etkili olduğunu gösterir. Satışların kârlılığı oranı ya da net kâr marjı, şirketin toplam başarısını gösterir. Oran, ne kadar pozitif ise şirket o kadar kârlıdır denilebilir (Mc Canon ve French, 2010:1).

2.4.4.1. Net Kâr Marjı

Firmaya yatırımda bulunan hissedarların yatırımlarının verimliliğini ölçmektedir. Satışların her bir lirasının ne kadar kâr sağladığını gösterir. Bu oranın yüksek olması şirketin verimlilik derecesini ifade eder. Genelde %20 ve üzerindeki oranlar tercih edilir.

Net dönem kârı, şirketlerin tüm faaliyetlerinin neticelerini yansıtan bir değerdir. Net kâr marjı, hesaplanırken şirketlerin diğer gelir ve giderlerine dikkat edildiğinden, şirketlerin bütün faaliyet, yatırım ve finansman politikaları hakkında bu oran ile bir kanaate varılabilir. Net kâr marjının aynı sektördeki şirketlerle ve şirketin önceki dönemleriyle karşılaştırılması anlamlı sonuçlar verir. Böylelikle karşılaştırma yaparaktan faaliyet sonuçları ve şirketlerin ilerlemesi konusunda yargıya varabiliriz. Dağıtılacak kâr payı tutarları net dönem kârı üzerinden hesaplanarak ve ödendiğinden, yatırımcılar için net kâr marjındaki değişimlerin ayrı bir önemi vardır (İlgaz, 2010: 19). Bu orana ait formül, aşağıdaki şekilde ifade edilebilir:

$$\text{Net Kâr Marjı Oranı} = \frac{\text{Net Kâr}}{\text{Net Satışlar}}$$

2.4.4.2. Aktiflerin Kârlılığı Oranı

İşletmenin belli bir dönemdeki toplam yatırımlardan elde edilen verimliliği ifade etmektedir. Ayrıca benzer işkolunda faaliyette bulunan değişik ölçekteki firmaların kârlılık açısından mukayesesine imkân verir (Acar, 2003: 28). Oran, firmadaki toplam yatırımların verim derecesini gösterir. Bazı yazarlar yatırımların hem özkaynaklardan, hem de yabancı kaynaklardan yapıldığını ileri sürerek oranın pay kısmında yer alan net kar tutarına faizlerinde eklenmesini önermektedir (Savsar, 2012: 25). Bu orana ait formül, aşağıdaki şekilde ifade edilebilir:

$$\text{Aktiflerin Kârlılığı Oranı} = \frac{\text{Net Kâr}}{\text{Aktif Toplamı}}$$

2.4.4.3. Öz Sermaye Kârlılığı Oranı

Satışların her bir lirasından ne kadar kâr elde edildiğini gösterir. Bu oran, ortaklar tarafından işletmenin kullanımına verilmiş kaynakların hangi oranda etkin ve verimli istifade edildiğini belirlemeye yarar. İşletmelerin yönetimindeki performansı ile kârlılığın incelenmesinde, bu oran manidar bir veri kaynağı olmaktadır. Bir birim varlık değeri için işletmenin ne ölçüde kâr edildiğini ve işletmenin varlıklarından ne oranda verimli bir şekilde yararlandığı tespit edilmektedir. Benzer pazarlarda işlem

yapan değişik ölçekteki firmaların kârlılık durumlarının mukayese edilmesi sağlanmaktadır (Ömürbek ve Kınay, 2013: 351). Bu orana ait formül, aşığıdaki şekilde ifade edilebilir:

$$\text{Özsermaye Kârlılığı Oranı} = \frac{\text{Net Kâr}}{\text{Özsermaye}}$$

2.4.5. Değerleme Oranları

Piyasa yaklaşımına göre, piyasada faaliyette bulunan yatırımcıların varlıklar hakkında karar verdikleri kıymetlendirme, o varlık için piyasa değeri anlamına gelir. Bu durumun oluşabilmesi de etkin bir piyasanın ve varlıkların mübadelesinin gerçekleşmesi şeklinde olur. Piyasa değeri hesaplanacak işletmeye benzer olan diğer işletmelerin piyasa fiyatı belirli ise, piyasa yaklaşımı kullanışlı bir parametre niteliğindedir. Piyasa çarpanları veya diğer bir ifadeyle işletme göstergeleri denilen yöntem sayesinde, hisseleri ikincil piyasalarda işleme tabi olan işletmelerin beraberinde halka açık olmayan işletmelerin değerlemesi de yapılabilir. Buradaki işlem, belirlenen bir katsayı kullanılarak işletmenin olması gereken değerini hesaplayabilmektir (SPL, 2014: 213).

Halka açık şirketlerde ortaklar tarafından, yatırımlarının sonucundaki kazançlarını bilmek ve gelecekteki olası kazançlarını tahmin etmek, hisse senetlerinin piyasa fiyatlarının gerçekçiliğini ölçmek amacıyla kullanılan oranlardır (İlgaz, 2010: 22). Şirket sahiplerine ve hissedarlara ölçülü ve yeterli bir gelirin sağlanıp sağlanmadığının belirlenmesinde, özellikle anonim şirketlerde, piyasa değer analizi oranları önem taşımaktadır (Savsar, 2012: 27). Piyasa performansının belirlenmesinde faydalanılan başlıca oranlar şunlardır:

- Piyasa Değeri / Defter Değeri Oranı
- Fiyat / Kazanç Oranı
- Hisse Senedi Başına Kâr Oranı
- Tobin'in "q" Değeri

- Temettü (Kâr Payı) Verimi
- Faaliyet Kaldıraç Oranı

2.4.5.1. Piyasa Değeri / Defter Değeri Oranı

Bu yöntemden yararlanırken, şirketlerin varlıklarından en ideal biçimde istifade edecekleri kabul edilerek hareket edilir. Fakat, bu oranla gerçekleştirilen değerlendirme hesaplamaları da, diğer piyasa oranlarındaki gibi, bilinmesi gereken dezavantajları vardır. Bu yöntemdeki zayıf nokta, her işletmenin kendine has yapısının bulunması ve her işletmenin varlıklarından benzer şekilde istifade edememesidir. Bunun yanında, PD/DD oranının ilgili piyasada işlem yapan öteki işletmelere oranla büyük çıkması, fiyat şişkinliğinin bir ibaresi şeklinde kabul edilebilir.

Bu hesaplamada işletmelerin PD/DD oranının, benzer piyasada işlem yapan işletmeler için aynı olacağı kanısından yola çıkılarak işletme değeri bulunmaktadır. İşletme değerinin hesaplanmasında, PD/DD oranının, işletme hisselerinin nominal değeri ile değil, işletme hisseleri başına düşen defter değeri (öz sermaye) ile çarpılması gerekir (SPL, 2014: 214).

$$\text{PD/DD Oranı} = \frac{\text{Hisse Senedi Piyasa Fiyatı}}{\text{Hisse Başına Düşen Defter Değeri (Öz sermaye)}}$$

Öz sermaye Değeri = Seçili Sektörün veya Piyasanın Ortalama PD/DD Oranı X İşletmenin Defter Değeri (Öz sermaye)

2.4.5.2. Fiyat/Kazanç Oranı

Oranın yükseliş yönlü olması, hisse senedi fiyatının yüksek değer kazandığının, düşük yönlü olması da satın almak için uygun bir fırsat olduğunu gösterir. Yatırımcıların işletmeye duydukları güven düzeyine paralel olarak, hisse senedi için ödemeye razı oldukları fiyatın diğer bir deyişle fiyat/kazanç oranının yükselmesi mümkün olmakla birlikte, genel olarak, yüksek bir oran değeri hisse senedinin fiyatının fazla yükselmiş olduğunu, düşük bir oran değeri ise hisselerin ucuz kalmış

olduğunun göstergesi olarak kabul edilebilir. Çarpan olarak da tanımlanan bu oranın temel belirleyicileri, şirketin kazançlarındaki büyüme oranı ve risk göstergesidir. Oran, şirketin risk durumu ile ters, kârdaki büyüme ile doğru orantılıdır. Bununla birlikte, oranın büyüklüğü ya da küçüklüğü, şirketin dağıtabileceği kâr payı ödemelerine, dolayısıyla gelecek dönemlerdeki kârının piyasa tarafından algılanmasıyla ilgili olabilir (Savsar, 2012: 27). F/K oranı tekniğinin tercih edilme nedenleri aşağıdaki şekildedir (SPL, 2014: 194):

- Etkin sermaye piyasası varsayımı sebebiyle, piyasa değerinin işletmenin gerçek değerini gösterdiğini ve duruma öznellik dahil olmadığından, pazardaki değerler değerlendirme yapan kuruluşlara göre daha etkin belirlenebildiği kabul edilmektedir,
- F/K oranı halka açık olmayan işletmelere de hesaplanabilecektir. Eğer, işletmenin pay senetlerinin fiyatı belirsiz ise, işletmenin faaliyet gösterdiği piyasadaki F/K oranından istifade edilerek işletmenin hisselerinin değeri hesaplanabilmektedir.

F/K tekniğinde işletme değeri aşağıdaki şekilde tespit edilmektedir:

$$\text{F/K Oranı} = \frac{\text{Hisse Senedi Piyasa Fiyatı}}{\text{Hisse Başına Net Kâr}}$$

Özsermaye Değeri = Seçilen Sektör veya Piyasa Ortalama F/K Oranı x İşletme Net Kârı

2.4.5.3. Hisse Senedi Başına Kâr Oranı

Şirketin hisse senedi değerinin ölçülmesinde yatırımcılarca oldukça dikkat edilen ve sık yararlanılan bir orandır. Yatırımcının elindeki her bir hisse senedi için ne kadar kâr getirisi olduğunu gösterir. Oran, şirket kârlılığının analizde ve yatırım kararları alınacağı zaman diğer şirketler ile getiri karşılaştırması yapılmasını sağlar(piyasarehberi.org/sozluk/hisse-basina-kar, Erişim: 06.09. 2017). Oran aşağıdaki şekilde hesaplanmaktadır;

$$\text{Hisse Senedi Başına Kâr Oranı} = \frac{\text{Net Kâr}}{\text{Hisse Senedi Sayısı}}$$

Anonim şirketlerde, her bir hisse senedi başına düşen kâr payını gösteren bu oran, imtiyazlı ve adi hisse senetleri için tek tek hesaplanmaktadır. İmtiyazlı hisse senedi başına düşen kâr oranı aşağıdaki şekilde hesaplanır;

$$\text{İmtiyazlı Hisse Senedi Basına Kâr Oranı} = \frac{\text{Dönem Net Kârı}}{\text{İmt. Hisse Senedi Sayısı}}$$

Adi hisse senedi için kâr oranının hesaplanması ise aşağıdaki şekildedir;

$$\text{Adi Hisse Senedi Başına Kâr Oranı} = \frac{\text{Dönem Net Kârı}}{\text{Adi Hisse Senedi Sayısı}}$$

Adi hisse senedi sahiplerinin alacağı kâr payını hesaplamak için, dönem net kârından, imtiyazlı hisse senedi sahiplerinin alacağı kâr payı düşülmelidir (Savsar, 2012: 30).

2.4.5.4. Tobin'in Q Oranı

Finansal göstergelerden olan Tobin Q, şirket yönetimi tarafından oluşturulan gerçek değer bir ölçüsü olarak kullanılmaktadır. Daha yüksek Q oranı, daha yüksek şirket değerini ifade etmektedir. Tobin Q oranı işletmenin maddi varlıklarının maliyet değerinde daha fazla değer ifade ettiğini göstermektedir. Teoriye göre eğer Tobin Q oranı 1 den büyük ise ve aynı zamanda rakip şirketlerin Q'larından da daha büyük ise şirketin benzer şirketlere göre daha fazla kâr elde etme yeteneği bulunmaktadır. Q değeri olağan dışı yüksek kârlar elde etme gücünün bir ölçümüdür (Yıldırım, 2007: 106).

Tobin Q oranı, piyasa değerlemesi ve iç değer arasındaki ilişkiyi ifade eder. Başka bir deyişle, belirli bir işin veya piyasanın aşırı değerlendirilip değerlendirilmediğini ya

da değer kaybetmediğini tahmin etmenin bir aracıdır (investopedia.com, 2017). Oranının hesaplanması ise aşağıdaki şekildedir;

$$\text{Tobin Q Oranı} = \frac{\text{Piyasa Değeri}}{\text{Toplam Aktif Değeri}}$$

Bu oran, Piyasa-Defter değeri oranına benzer, fakat birçok önemli farkı vardır. Oranın payı, sadece hisse senetlerini değil, firmanın tüm borç ve özkaynak menkul kıymetlerini kapsar. Payda ise firmanın sadece öz kaynaklarını değil, tüm varlıkları içerir. Ayrıca bu varlıklar, firmanın defterlerinde gösterildiği gibi ilk maliyet bedeliyle değil, yerine koyma maliyetiyle yer almıştır (Brealey, Myers ve Markus, 2001: 479).

2.4.5.5. Temettü (Kâr Payı) Verimi

Bir şirketin temettü kârının yüzde kaçının ortaklara dağıtıldığını gösteren bu oran pay başına dağıtılan kâr payının, pay başına düşen kâra bölünmesi ile hesaplanır. Kâr payı ödeme oranı, özellikle halka açık anonim şirketlerde önemle incelenmesi gereken bir orandır. Daha çok halka açık şirketlerin temettü ödeme politikalarını değerlendirmek için elde edilen net kârın hangi oranda kâr payı olarak hissedarlara dağıtıldığını belirlemeye yönelik bir orandır (Savsar, 2012: 32).

Oranının hesaplanması ise aşağıdaki şekildedir;

$$\text{Temettü Ödeme Oranı} = \frac{\text{Hisse Başına Dağıtılan Temettü Oranı}}{\text{Hisse Başına Kazanç}}$$

2.4.5.6. Faaliyet Kaldıraç Oranı

Bu oran, kârdaki oransal değişimin miktardaki oransal değişmeye bölünmesi ile elde edilir.

$$\text{Faaliyet Kaldıraç Oranı} = \frac{(\text{Kârdaki Değişme} / \text{Kâr})}{(\text{Satış Miktarındaki Değişme} / \text{Miktar})}$$

Bu oran, satışlardaki bir birimlik değişimin, kârda kaç birimlik bir değişme meydana getireceğini ölçer. Satış miktarının, kâr üzerindeki esneklik derecesi olarak da ifade edilebilecek olan faaliyet kaldıraç oranı, ekonominin içinde bulunduğu duruma göre işletmeleri etkileyecektir. Ekonominin resesyona girdiği dönemlerde, faaliyet kaldıraç oranı yüksek olan işletmelerin satışlardaki düşüşleri, faaliyet kaldıraç oranı düşük olan işletmelere oranla, kârlarda daha fazla oranda düşüşlere yol açacaktır. Ekonominin genişlediği dönemlerde ise, faaliyet kaldıraç yüksek olan işletmelerin satışlardaki artışı, faaliyet kaldıraç düşük olan işletmelere göre kârlarda daha fazla oranda bir artış meydana getirecektir (Savsar, 2012: 33).

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

BIST’TE FAALİYET GÖSTEREN GIDA VE İÇECEK ŞİRKETLERİ ÜZERİNE BİR UYGULAMA

3.1. Araştırma Konusunda Yapılmış Çalışmalar

İki veya daha fazla alternatif içinden, birden çok kritere bakarak performansı en yüksek çıkan alternatifin tercih edilmesi sürecinde çok kriterli karar verme yöntemlerinden yararlanılmaktadır. Bu gibi yöntemler karar verecek kişiye performans etkinliği kıstası olacak iki veya daha fazla kriter belirleme imkanı tanıyan ve birçok alanda uygulanabilen kullanışlı yöntemlerdir. TOPSIS yöntemi finansal performans analizlerinde değişik çerçevelerde, farklı karar kriterleri ve kriterlere yönelik farklı önem derecesi hesaplama yaklaşımları altında uygulamaları olan işlevsel bir karar verme yöntemidir (Temizel ve Bayçelebi, 2016: 272).

Akkaya (2004), bir havayolu işletmesinin performansını belirlemek için Gri İlişki Analizi ve TOPSIS yöntemleri kullanılarak 13 finansal ve finansal olmayan oran belirlenmiştir. Bu şekilde bir değerlendirme modeli geliştirilmeye çalışılmıştır. Gerçekleştirilen vaka analiziyle tespit edilen 13 oran sektörün öncü işletmesine uygulanarak performans değerlendirilmesi yapılmıştır.

Akyüz, Bozdoğan ve Handekin (2011), İMKB’de seramik sanayindeki bir işletme için 1999-2008 dönemindeki finansal tabloları ve 19 adet oran kullanılarak TOPSIS yardımıyla analiz edilmiştir. Bu sayede işletmenin yıllar itibariyle başarı sıralaması yapılmış ve yüzde olarak analiz edilmiştir.

Bülbül ve Köse (2011), 2005-2008 dönemi için 19 tane gıda işletmesi ve 8 adet finansal oran kullanılmıştır. TOPSIS ve ELECTRE yöntemlerine göre finansal performans sıralaması yapılmıştır. İşletmelerin sıralamalarına bakıldığında, kullanılan iki yöntemde de yakın sonuçlar elde edildiği anlaşılmıştır.

Çonkar, Elitaş ve Atar (2011), 2007 ve 2008 yılları için İMKB’de (XKURY) kurumsal yönetim endeksinde işlem gören 10 adet işletme ve 8 adet finansal oran

belirlenmiştir. Firmaların finansal performansı belirlenen oranları için TOPSIS yöntemi ile incelenmiş ve hesaplanan performans puanları Kurumsal Yönetim Notları ile karşılaştırılmıştır. TOPSIS puanlaması ve kurumsal yönetim sıralamasında son sıralarda olan işletmeler olumsuz ya da başarısız şekilde tanımlanmamıştır. Asıl amaç kurumsal yönetim endeksindeki işletmelerin finansal performansını ölçüp sıralama yapabilmektir. Kurumsal yönetim endeksinde işlem gören işletmeler farklı derecelendirme firmalarından farklı kriterlere göre değerlendirildiğinden dolayı tek bir not üzerinden aynı kriterlere göre değerlendirilmiş gibi analiz yapmak, analizi yetersiz kılmakta ve birtakım yorumlamalara varmak için anlamlı olamamaktadır.

Demireli (2010), üç adet kamu bankasının 6 yıllık finansal performansları 10 adet finansal oran ile TOPSIS yöntemi ile sıralanmıştır. Bu çalışmada bankaların yurt dışı verilere göre performanslarında dalgalanmalar olduğu ve krizlere karşı kırılgan oldukları tespit edilmiştir.

Dumanoğlu ve Ergül (2010), 2006-2009 dönemi için İMKB'deki 11 teknoloji firması için 8 adet oran kullanarak finansal performansı TOPSIS yöntemiyle analiz edilmiştir. Teknoloji işletmelerinin finansal performansları için yapılan analiz sonuçlarının temel analiz sonuçlarını teyit eder durumda olmasından dolayı, TOPSIS yönteminin başarılı olduğu görülmüştür.

Ege, Topaloğlu ve Özyamanoğlu (2013), 2009-2011 döneminde Kurumsal Yönetim Endeksi'nde işlem gören 18 işletme ve 9 oran kullanılmıştır. TOPSIS yöntemi ile incelenen yıllar için performans sıralaması yapılmış ve kurumsal yönetim notları ile karşılaştırılmıştır. Analiz çıktılarına göre işletmelerin finansal performansları için oluşturulan başarı sıralamaları ile kurumsal yönetim notları kullanılarak yapılan endeks sıralamalarının farklı doğrultuda olduğu tespit edilmiştir. Bununla beraber işletmelerin finansal performanslarının kurumsal yönetim notları ile pozitif yönlü olmadığı ve işletmelerin kurumsal yönetim başarılarının finansal performanslarına tam anlamıyla etki etmediği anlaşılmıştır.

Eleren ve Karagül (2008), 1986-2006 döneminde Türkiye'nin ekonomik açıdan performansının analiz edilmesi işlemi, 7 adet ekonomik gösterge ve TOPSIS

yöntemiyle sıralama oluşturularak yapılmıştır. Ekonomik performansın en iyi olduğu yıl 1986 iken en kötü yıl ise 1999 yılı olacak şekilde bir skala çıkarılmıştır.

Ergül (2014), 2005-2012 yılları arasında Borsa İstanbul'da 7 adet Turizm sektöründe faaliyet gösteren firma ve 11 oran kullanılmıştır. TOPSIS ve ELECTRE yöntemleri ile finansal performans sıralamaları yapılmıştır. İşletmelerin finansal performanslarının değerlendirilmesi amacıyla tespit edilen analiz sonuçlarının temel analiz sonuçlarını teyit etmesi, en yüksek performanslı işletmenin belirlenmesinde ELECTRE ve TOPSIS yöntemlerinin karar vermeyi kolaylaştırıcı başarılı yöntemler olduğu anlaşılmıştır.

İç, Tekin, Pamukoğlu ve Yıldırım (2015), Türkiye'deki 24 farklı sektördeki kurumsal işletmenin finansal performanslarını değerlendirmeye yönelik bir yazılım geliştirilmiştir. Yazılımda finansal oranların TOPSIS yöntemiyle kullanımının diğer yöntemlere (Vikor, Gri İlişkisel Analiz, Moora) göre daha uygun sıralama yaptığı tespit edilmiştir.

Ömürbek ve Kınay (2013), 2012 yılı mali verileri ile BIST'te işlem gören bir havayolu işletmesi ile Frankfurt Menkul Kıymetler Borsası'nda işlem gören bir havayolu işletmesi ele alınarak, 8 farklı oran kullanılarak belirli bir yıl için TOPSIS tekniği yardımıyla analiz edilmiştir. Analiz sonucunda BIST'te işlem gören havayolu işletmesinin performansı diğer işletmeye göre daha yüksek çıkmıştır.

Soba ve Eren (2011), bir ulaşım firmasının geçmiş 4 yıla ait finansal ve finans dışı oranları TOPSIS tekniğiyle analiz edilmiştir. Bu çalışmada önemli nokta çalışmanın 2007-2010 yılları arasında yapılarak firmanın 2008 mali krizi öncesi ve sonrasındaki durumunu inceleme fırsatı vermiş olmasıdır. İşletme kriz öncesi daha başarılıdır.

Yılmaz Türkmen ve Çağal (2012), 2007-2010 yıllarında hisseleri İMKB'de kote olan 12 bilişim şirketi ve 8 adet finansal oran kullanılmıştır. TOPSIS yöntemine göre incelenmiştir. Yıllar itibarıyla yapılan sıralamada sürecin başında başarılı olan işletmenin ilerleyen yıllarda da istikrarlı bir yol takip ettiği anlaşılmıştır. Diğerlerinde

ise düşüş görülmüştür.

Yurdakul ve İç (2003), beş farklı otomotiv firması için 4 farklı yıla ait yıllık mali verileri ve hisse senetleri değerleri, 7 adet finansal oran ile TOPSIS yönteminde karşılaştırılarak değerlendirilmiştir. İlgili dönemler için belirlenen performans puanları işletmelerin o döneme ait hisse senetleri değerleri ile karşılaştırılmıştır. Bu uygulama ile önemli ölçüde başarı sağlanmıştır.

Yükçü ve Atağan (2010), 3 adet otel işletmesi için bir yıla ait finansal tablolardan alınan 4 adet kârlılık oranı kullanılmıştır. TOPSIS yöntemi ile incelenen dönemlerin performans sıralaması yapılarak finansal performansı en yüksek olan otel işletmesi tespit edilmiştir.

Görüldüğü üzere TOPSIS yöntemi birçok alanda kullanılan ve kabul görmüş bir yöntem olarak araştırmacılar tarafından istifade edilmiştir.

3.2. Araştırma Verilerinin Analizi ve Bulguları

İşletmelerin finansal performansının değerlendirilmesinde işletmenin likiditesi, kârlılığı, borçlanabilme gibi durumları konusunda bilgi sağlayan ve finansal tablo kalemleri arasında göreceli bağ oluşturularak analiz yapılmasına imkan sağlayan finansal oranlar kullanılmaktadır. Finansal performansın analizinde değişik sektörlerdeki farklı büyüklükteki işletmeler için doğru oran tercih edilmesi analizin güvenilirliği açısından mahiyeti büyüktür. Analiz için en yararlısı, çok miktarda oran kullanmaktansa, az miktarda fakat anlamlı oranlar ile hesaplayabilmektir. Gereğinden çok fazla oran kullanmak, meselenin anlaşılmasındaki karmaşıklık artırmakta ve zihin bulandırabilmektedir (Ömürbek ve Kınay, 2013: 356).

Araştırmada, 2013-2016 yılları arasında kurumsal yönetim endeksinde yer alan 5 adet gıda ve içecek şirketinin performans değerlendirmesi amacıyla Entropi Ağırlıklandırılmış TOPSIS çok kriterli karar verme yönteminden yararlanılmıştır. Bu yöntemde işletme performans puanlarının ölçülmesinde 9 adet finansal oran

kullanılmıştır. Kurumsal yönetim ile işletme performansı arası ilişkinin incelenmesi için kullanılan bu finansal oranlar, kaynak taramasına göre belirlenmiştir. Buna göre araştırmada cari, asit-test, alacak devir hızı, kaldıraç, satışların kârlılığı, aktiflerin kârlılığı, öz sermaye kârlılığı, piyasa değeri/defter değeri ve fiyat/kazanç oranları kullanılmıştır. Analizler Microsoft Office Excel 2013 programı kullanılarak gerçekleştirilmiştir. Finansal analizde kullanılan oranlar Tablo 2’de gösterilmiştir.

Tablo 2: Finansal Analizde Kullanılan Oranlar

Oran Türü	Oran Adı	Hesaplama	Sembol	İdeal Değer
Likidite	Cari Oran	Dönen Varlıklar / Kısa Vadeli Yabancı Kaynaklar	CO	Maximum
	Asit-Test Oranı	(Dönen Varlıklar - (Stoklar + Gelecek Aylara Ait Giderler + Diğer Dönen Varlıklar)) / Kısa Vadeli Yabancı Kaynaklar	ATO	Maximum
Devir Hızı	Alacak Devir Hızı	Net Satış / (Kısa Vadeli Ticari Alacaklar + Uzun Vadeli Ticari Alacaklar)	ADH	Maximum
Finansal Yapı	Kaldıraç Oranı	(Kısa Vadeli Yabancı Kaynaklar + Uzun Vadeli Yabancı Kaynaklar) / Aktif Toplam	KO	Maximum
Kârlılık	Satışların Kârlılığı	Net Kâr / Net Satışlar	ROS	Maximum
	Aktif Kârlılığı	Net Kâr / Aktif Toplam	ROA	Maximum
	Öz Sermaye Kârlılığı	Net Kâr / Öz Kaynaklar	ROE	Maximum
Değerleme	PD/DD	Piyasa Değeri / Defter Değeri	PD/DD	Maximum
	F/K	Hisse Fiyatı / Hisse Başına Kâr	F/K	Maximum

Kaynak: <http://www.tcmb.gov.tr/>

Finansal oranlar Entropi Ağırlıklandırılmalı TOPSIS yönteminden istifade edilerek genel işletme performans durumunu ifade eden tek bir değere dönüştürülmüştür. Böylece işletmelerin puan sıralaması gerçekleştirilerek finansal performans derecelendirmeleri yapılmış olmaktadır. En son olarak çalışmamızın konusunu oluşturan kurumsal yönetim derecelendirme notları ile yıllar itibariyle karşılaştırmalı tablolar hazırlanarak yorumlanmıştır. Kurumsal yönetim notları ile finansal performans arasındaki ilişki açıklanmaya çalışılmıştır.

Standart Karar Matrislerinin Düzenlenmesi

Çalışmada kullanılan Entropi Ağırlıklandırılmalı TOPSIS yönetimindeki ilk aşama bir karar matrisini oluşturmaktır. Karar matrisinin satırlarında, birbirlerinden üstünlükleri sıralanmaya çalışılan alternatifler, karar birimleri; sütunlarında ise karar almada kullanılacak kriterler bulunmaktadır. 5 alternatif karar birimi (işletmeler) ve 9 karar kriteri (finansal performans oranları) yer almaktadır. İlk önce Entropi Ağırlıklandırılmalı TOPSIS Yöntemi için Standart Karar Matrisi oluşturulmuştur. Araştırma 2013, 2014, 2015 ve 2016 yıllarını kapsamaktadır ve çalışmanın bundan sonraki aşamalarında 2016 yılına ait Entropi Ağırlıklandırılmalı TOPSIS uygulamasına yer verilmiştir. 2016 yılındaki standart karar matrisi aşağıda Tablo 3'de gösterilmektedir.

Tablo 3: 2016 Yılı Standart Karar Matrisi

İşletmeler	CO	ATO	ADH	KO	ROS	ROA	ROE	PD/DD	F/K
AEFES	2,2367	1,7593	9,1333	0,4219	-0,0068	-0,0028	-0,0048	1,2418	30,1985
CCOLA	2,0919	1,5847	11,6659	0,5221	-0,0040	-0,0027	-0,0057	2,0902	25,0600
PETUN	1,6671	1,1919	6,3136	0,2341	0,0936	0,1091	0,1425	1,1111	6,3277
PINSU	0,8155	0,4328	7,6370	0,6893	-0,1307	-0,1040	-0,3348	1,0989	0,0000
PNSUT	1,2340	0,7505	5,8008	0,3645	0,0562	0,0643	0,1012	1,2158	8,9597

Normalleştirilmiş Karar Matrislerinin Düzenlenmesi

Bütün yıllar itibariyle normalize edilmiş karar matrisleri, karar matrisinin sütunlarındaki her bir değer için ilgili sütundaki değerlerin kareleri toplamının kareköküne bölünüp tek paydaya indirgenmesi yoluyla hesaplanır. 2016 yılı için oluşturulan matris aşağıda Tablo 4'da gösterilmiştir.

Tablo 4: 2016 Yılı Normalleştirilmiş Karar Matrisi

İşletmeler	CO	ATO	ADH	KO	ROS	ROA	ROE	PD/DD	F/K
AEFES	0,5905	0,6308	0,4873	0,3998	-0,0399	-0,0168	-0,0126	0,3960	0,7411
CCOLA	0,5523	0,5682	0,6224	0,4948	-0,0236	-0,0166	-0,0150	0,6666	0,6150
PETUN	0,4401	0,4274	0,3368	0,2219	0,5492	0,6656	0,3772	0,3544	0,1553
PINSU	0,2153	0,1552	0,4074	0,6533	-0,7665	-0,6345	-0,8863	0,3505	0,0000
PNSUT	0,3258	0,2691	0,3095	0,3454	0,3297	0,3921	0,2678	0,3878	0,2199

Entropi Ağırlıklandırılmalı Standart Karar Matrislerinin Düzenlenmesi

Çalışmanın bu bölümünde kriterleri ağırlıklandırırken, öncelikle Entropi ağırlık değerleri bulunur. Bunun için standart karar matrisindeki her alternatif, kendisi ile beraber ilgili kriterin diğer alternatifler için belirlenen kriter toplamına bölünür. Daha sonra her kriterin doğal logaritması bulunur. Bu doğal logaritmik sayılar ile kriterler için ağırlık vektörleri hesaplanır. Ağırlık vektörlerinin 1'e eşit olmasına dikkat edilir. Analiz dönemi için çalışmada kullanılan kriterler ve bu kriterlerin Entropi yöntemi ile bilimsel olarak hesaplanan 2016 yılı ağırlık değerleri Tablo 5'da gösterilmiştir.

Tablo 5: 2016 Yılı Hesaplanan Ağırlık Vektör Değerleri

Kriterler	Oranlar	Ağırlık Vektörleri
CO	Cari Oran	0,0049
ATO	Asit Test Oranı	0,0088
ADH	Alacak Devir Hızı	0,0028
KO	Kaldıraç Oranı	0,0051
ROS	Satışların Kârlılığı Oranı	0,4092
ROA	Aktiflerin Kârlılığı Oranı	0,1723
ROE	Özsermaye Kârlılığı Oranı	0,0030
PD/DD	PD/DD Oranı	0,0344
F/K	Fiyat Kazanç Oranı	0,3594

Buradan da normalize edilmiş standart karar matrisindeki kriter değeri ile Entropi ağırlık değerleri çarpılarak ağırlıklandırılmış normalize edilmiş karar matrisi oluşturulur. 2016 yılına ait Ağırlıklandırılmış Normalleştirilmiş Karar Matrisi Tablo 6'de gösterilmiştir.

Tablo 6: 2016 Yılı Ağırlıklandırılmış Normalleştirilmiş Karar Matrisi

İşletmeler	CO	ATO	ADH	KO	ROS	ROA	ROE	PD/DD	F/K
AEFES	0,0023	0,0044	0,0011	0,0016	-0,0112	-0,0023	-0,0041	0,0012	0,0255
CCOLA	0,0021	0,0039	0,0014	0,0020	-0,0067	-0,0022	-0,0048	0,0020	0,0211
PETUN	0,0017	0,0030	0,0008	0,0009	0,1549	0,0900	0,1211	0,0010	0,0053
PINSU	0,0008	0,0011	0,0009	0,0026	-0,2162	-0,0858	-0,2846	0,0010	0,0000
PNSUT	0,0013	0,0019	0,0007	0,0014	0,0930	0,0530	0,0860	0,0011	0,0076

İdeal ve Negatif İdeal Çözümlerin Düzenlenmesi

Alternatif i 'nin pozitif ideal çözüme olan uzaklığını ifade eden d_i^+ ve alternatif i 'nin negatif ideal çözüme olan uzaklığını ifade eden d_i^- puanları aşağıdaki Tablo 7'deki gibi hesaplanmaktadır.

Tablo 7: 2016 Yılı Pozitif İdeal ve Negatif İdeal Çözüm Değerleri

	CO	ATO	ADH	KO	ROS	ROA	ROE	PD/DD	F/K
d_i^+ (Maks)	0,0029	0,0056	0,0018	0,0033	0,1974	0,1147	0,1544	0,0020	0,0255
d_i^- (Min)	0,0011	0,0014	0,0009	0,0011	-0,2755	-0,1094	-0,3627	0,0010	0,0000

İdeal Çözüme Göre Yakınlığın Tespit Edilmesi

Bütün alternatiflerin öneme göre sıralanmasının yapılması amacıyla yakınlık katsayısını bulabilmek için alternatiflerin ağırlıklı negatif ve pozitif uzaklık değerleri hesaplaması Tablo 8'de gösterilmiştir.

Tablo 8: Yıllar İtibariyle Pozitif ve Negatif İdeal Çözüme Olan Mesafeler

İşletmeler	2013		2014		2015		2016	
	S^+	S^-	S^+	S^-	S^+	S^-	S^+	S^-
AEFES	0,1215	0,3976	0,4198	0,0086	0,4157	0,1913	0,2900	0,4561
CCOLA	0,1612	0,3048	0,1272	0,3285	0,3008	0,3112	0,2864	0,4585
PETUN	0,2051	0,2527	0,1886	0,3136	0,1307	0,5710	0,0204	0,7357
PINSU	0,4243	0,0038	0,3168	0,1415	0,5830	0,0233	0,7361	0,0022
PNSUT	0,1886	0,2742	0,1691	0,3527	0,1985	0,4250	0,1039	0,6400

Tablo 8'de görüleceği gibi ilgili yıllar itibariyle alternatiflerin ağırlıklı negatif ve pozitif uzaklık değerleri hesaplaması yapılmıştır. Daha sonra analiz tablosunun oluşturulması için $(d^-)/((d^+) + (d^-))$ hesaplaması yapılarak C_i puanlaması elde edilir. Bu şekilde belirlenen kriterler ve alternatifler arasında tek bir puana dönüştürülen derecelendirme notu bulunmuş olur. Yapılan bu sıralama çalışmanın konusu olan kurumsal yönetim notları ile karşılaştırılabilmek için aynı tabloda verilmiştir. 2013 yılı ideal çözüme göreli yakınlık değeri ve kurumsal yönetim notları sıralaması Tablo 9'daki şekilde hesaplanmıştır.

Tablo 9: 2013 Yılı İdeal Çözümüne Göreli Yakınlık Değeri ve Kurumsal Yönetim Notları Sıralaması

2013	C_i	XKURY	Sıralama (C_i)	Sıralama (XKURY)
AEFES	0,7660	93,30	1	2
CCOLA	0,6541	92,01	2	3
PETUN	0,5521	91,59	4	4
PINSU	0,0089	93,41	5	1
PNSUT	0,5924	91,49	3	5

Tablo 9’u incelediğimizde, 2013 yılı değerlendirmesinde belirlenen kriterler ile alternatifleri arasında Entropi Ağırlıklılandırılmalı TOPSIS yöntemiyle finansal performans hesaplamasında, C_i (0,7660) değeri ile 1. sıradaki işletme (AEFES) Anadolu Efes Biracılık ve Malt Sanayi A.Ş.’dir. Ancak (AEFES) kurumsal yönetim notları sıralamasında 93,30 puanla 2. sırada yer almıştır. Finansal performans sıralamasında 2. işletme ise C_i (0,6541) değeri ile (CCOLA) Coca-Cola İçecek A.Ş.’dir. Ancak (CCOLA) kurumsal yönetim notları sıralamasında 92,01 puanla 3. sırada yer almıştır. Finansal performans sıralamasında 3. işletme C_i (0,5924) değeri ile (PNSUT) Pınar Süt Mamulleri Sanayi A.Ş., kurumsal yönetim sıralamasında 91,49 puanla 5. sıradadır. Finansal performans sıralamasında 4. işletme C_i (0,5521) değeri ile (PETUN) Pınar Entegre Et ve Un Sanayi A.Ş., kurumsal yönetim sıralamasında 91,59 puanla 4. sıradadır. Finansal performans sıralamasında 5. işletme C_i (0,0089) değeri ile (PINSU) Pınar Su Sanayi ve Ticaret A.Ş., kurumsal yönetim sıralamasında 93,41 puanla 1. sıradadır.

2014 yılı ideal çözüme göreli yakınlık değeri ve kurumsal yönetim notları sıralaması Tablo 10’daki şekilde hesaplanmıştır.

Tablo 10: 2014 Yılı İdeal Çözüme Göreli Yakınlık Değeri ve Kurumsal Yönetim Notları Sıralaması

2014	C_i	XKURY	Sıralama (C_i)	Sıralama (XKURY)
AEFES	0,0201	94,20	5	1
CCOLA	0,7210	92,47	1	3
PETUN	0,6244	91,13	3	4
PINSU	0,3087	92,77	4	2
PNSUT	0,6759	90,93	2	5

Tablo 10’u incelediğimizde, 2014 yılı değerlendirmesinde belirlenen kriterler ile alternatifleri arasında Entropi Ağırlıklılandırılmalı TOPSIS yöntemiyle finansal performans hesaplamasında, C_i (0,7210) değeri ile 1. sıradaki işletme (CCOLA) Coca-Cola İçecek A.Ş.’dir. Ancak (CCOLA) kurumsal yönetim notları sıralamasında 92,47 puanla 3. sırada yer almıştır. Finansal performans sıralamasında 2. işletme C_i (0,6759) değeri ile (PNSUT) Pınar Süt Mamulleri Sanayi A.Ş., kurumsal yönetim sıralamasında 90,93 puanla 5. sıradadır. Finansal performans sıralamasında 3. işletme C_i (0,6244) değeri ile (PETUN) Pınar Entegre Et ve Un Sanayi A.Ş., kurumsal yönetim sıralamasında 91,13 puanla 4. sıradadır. Finansal performans sıralamasında 4. işletme C_i (0,3087) değeri ile (PINSU) Pınar Su Sanayi ve Ticaret A.Ş., kurumsal yönetim sıralamasında 92,77 puanla 2. sıradadır. Finansal performans sıralamasında 5. işletme ise C_i (0,0201) değeri ile (AEFES) Anadolu Efes Biracılık ve Malt Sanayi A.Ş.’dir. Ancak (AEFES) kurumsal yönetim notları sıralamasında 94,20 puanla 1. sırada yer almıştır.

2015 yılı ideal çözüme göreli yakınlık değeri ve kurumsal yönetim notları sıralaması Tablo 11’deki şekilde hesaplanmıştır.

Tablo 11: 2015 Yılı İdeal Çözüme Göreli Yakınlık Değeri ve Kurumsal Yönetim Notları Sıralaması

2015	C_i	XKURY	Sıralama (C_i)	Sıralama (XKURY)
AEFES	0,3152	95,49	4	1
CCOLA	0,5085	94,02	3	2
PETUN	0,8138	92,00	1	4
PINSU	0,0385	93,71	5	3
PNSUT	0,6816	91,78	2	5

Tablo 11'i incelediğimizde, 2015 yılı değerlendirmesinde belirlenen kriterler ile alternatifleri arasında Entropi Ağırlıklılandırılmalı TOPSIS yöntemiyle finansal performans hesaplamasında, C_i (0,8138) değeri ile 1. sıradaki işletme (PETUN) Pınar Entegre Et ve Un Sanayi A.Ş.'dir. Ancak (PETUN) kurumsal yönetim notları sıralamasında 92,00 puanla 4. sırada yer almıştır. Finansal performans sıralamasında 2. işletme C_i (0,6816) değeri ile (PNSUT) Pınar Süt Mamulleri Sanayi A.Ş., kurumsal yönetim sıralamasında 91,78 puanla 5. sıradadır. Finansal performans sıralamasında 3. işletme C_i (0,5085) değeri ile (CCOLA) Coca-Cola İçecek A.Ş., kurumsal yönetim sıralamasında 94,02 puanla 2. sıradadır. Finansal performans sıralamasında 4. işletme C_i (0,3152) değeri ile (AEFES) Anadolu Efes Biracılık ve Malt Sanayi A.Ş., kurumsal yönetim sıralamasında 95,49 puanla 1. sıradadır. Finansal performans sıralamasında 5. işletme ise C_i (0,0385) değeri (PINSU) Pınar Su Sanayi ve Ticaret A.Ş.'dir. Ancak (PINSU) kurumsal yönetim notları sıralamasında 93,71 puanla 3. sırada yer almıştır.

2016 yılı ideal çözüme göreli yakınlık değeri ve kurumsal yönetim notları sıralaması Tablo 12'deki şekilde hesaplanmıştır.

Tablo 12: 2016 Yılı İdeal Çözümüne Göreli Yakınlık Değeri ve Kurumsal Yönetim Notları Sıralaması

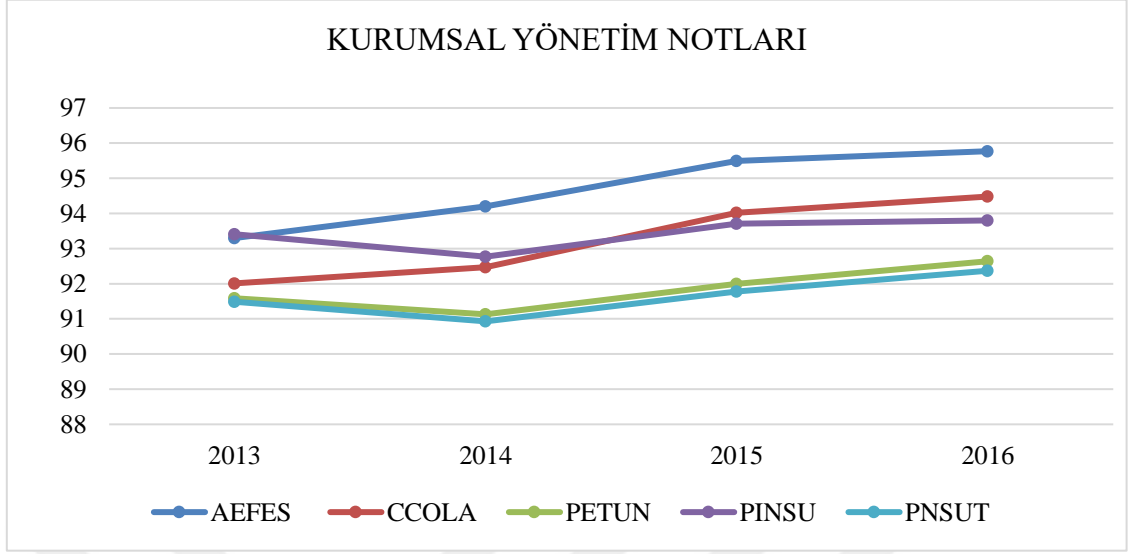
2016	C_i	XKURY	Sıralama (C_i)	Sıralama (XKURY)
AEFES	0,6113	95,77	4	1
CCOLA	0,6156	94,48	3	2
PETUN	0,9730	92,64	1	4
PINSU	0,0030	93,80	5	3
PNSUT	0,8604	92,37	2	5

Son olarak Tablo 12’yi incelediğimizde, 2016 yılı değerlendirmesinde belirlenen kriterler ile alternatifleri arasında Entropi Ağırlıklandırılmış TOPSIS yöntemiyle finansal performans hesaplamasında, C_i (0,9730) değeri ile 1. sıradaki işletme (PETUN) Pınar Entegre Et ve Un Sanayi A.Ş.’dir. Ancak (PETUN) kurumsal yönetim notları sıralamasında 92,64 puanla 4. sırada yer almıştır. Finansal performans sıralamasında 2. işletme C_i (0,8604) değeri ile (PNSUT) Pınar Süt Mamulleri Sanayi A.Ş., kurumsal yönetim sıralamasında 92,37 puanla 5. sıradadır. Finansal performans sıralamasında 3. işletme C_i (0,6156) değeri ile (CCOLA) Coca-Cola İçecek A.Ş., kurumsal yönetim sıralamasında 94,48 puanla 2. sıradadır. Finansal performans sıralamasında 4. işletme C_i (0,6113) değeri ile (AEFES) Anadolu Efes Biracılık ve Malt Sanayi A.Ş., kurumsal yönetim sıralamasında 95,77 puanla 1. sıradadır. Finansal performans sıralamasında 5. işletme ise C_i (0,0030) değeri (PINSU) Pınar Su Sanayi ve Ticaret A.Ş.’dir. Ancak (PINSU) kurumsal yönetim notları sıralamasında 93,80 puanla 3. sırada yer almıştır.

2016 yılı, 2015 yılının benzeri olarak sıralamalarda hiçbir değişiklik olmamıştır. Her işletme sayısal olarak skorları değişmesine rağmen her bir kriterde aynı sıralamada kalmışlardır.

Şekil 1’de ilgili şirketlerin yıllar itibarıyla kurumsal yönetim notlarının değişimi gösterilmektedir.

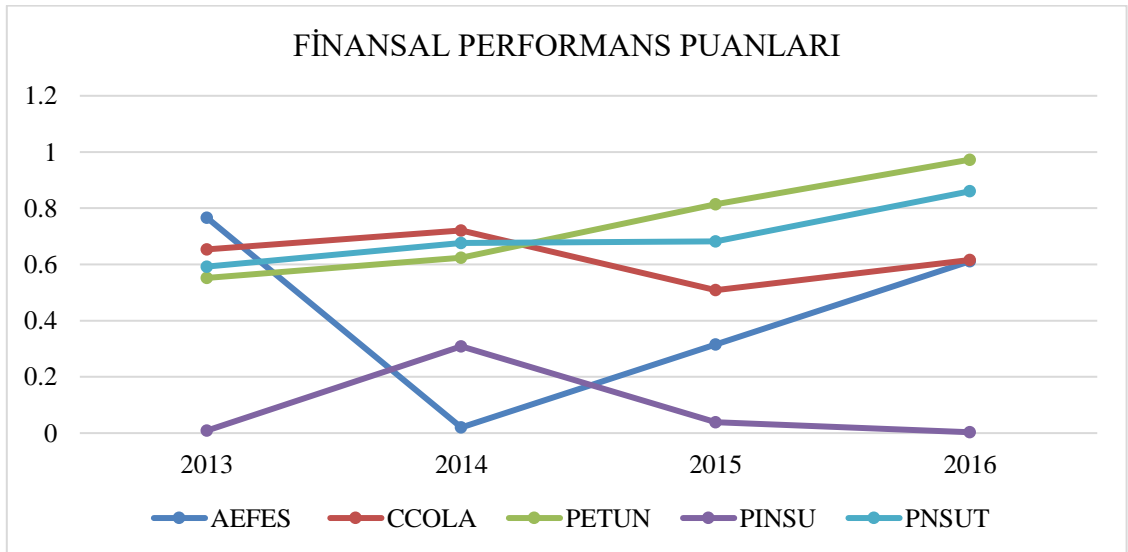
Şekil 1: Yıllar İtibariyle Kurumsal Yönetim Notları



Şekil 1’de görüleceği üzere; 2013, 2014, 2015 ve 2016 yılları itibariyle seçili şirketlerin kurumsal yönetim notları yükseliş eğilimlidir. Ancak sadece 2014 yılında (PETUN) Pınar Entegre Et ve Un Sanayi A.Ş., (PINSU) Pınar Su Sanayi ve Ticaret A.Ş. ve (PNSUT) Pınar Süt Mamulleri Sanayi A.Ş.’nin notlarında düşüş görülmektedir. Diğer yıllarda yükseliş artarak devam etmektedir.

Şekil 2’de ilgili şirketlerin yıllar itibariyle finansal performans puanları verilmiştir.

Şekil 2: Yıllar İtibariyle Finansal Performans Puanları



Şekil 2’de ilgili şirketlerin finansal performans puanları 2013, 2014, 2015 ve 2016 yılları itibariyle incelendiğinde (AEFES) Anadolu Efes Biracılık ve Malt Sanayi A.Ş.’nin 2014 yılındaki düşüş eğiliminden sonra 2015 ve 2016 yıllarında tekrar yükseliş yönlü olduğu görülmektedir. (PINSU) Pınar Su Sanayi ve Ticaret A.Ş.’de ise bunun tersi durum şeklinde yani, 2014 yılında bir yükseliş daha sonra düşüş eğilimi görülmektedir. (PETUN) Pınar Entegre Et ve Un Sanayi A.Ş. ve (PNSUT) Pınar Süt Mamulleri Sanayi A.Ş. ise sürekli yükseliş yönlüdür. Ancak (CCOLA) Coca-Cola İçecek A.Ş. ise sürekli dalgalı bir seyir gösterdiği görülmektedir.



SONUÇ

Gelişen dış ticaret ve dış pazarlarda yüksek getiri beklentisi işletmelerin yönetim sistemlerinde entegrasyon ihtiyacını daha da artırmıştır. Uluslararası sermayenin rahat yatırım yapmasını sağlamak için yönetim sistemlerinin organizasyonu önemlidir. Yaşanan şirket skandallarından sonra sermaye piyasalarında hissedarların ve menfaat sahiplerinin mevcut veya olası haklarını en yüksek seviyede gözetmek için güvenilir mekanizmaların hayata geçirilmesi gerekliliği ortaya çıkmıştır. Bu yüzden yönetim sistemleri belirlenirken uluslararası standart, yöntem ve ilkeler tercih edilmektedir. Kurumsal yönetim kavramı bu tercih ihtiyacından dolayı oluşmuştur.

Kurumsal yönetim uygulamaları, işletmelerin finansal sermaye ve nitelikli beşeri kaynaklarını, gerçekleştirmek istediği amaçlarına yönelik olarak etkin ve verimli kullanmasına, yasal düzenlemeleri ve sosyal sorumluluklarını yerine getirmesine yönelik geniş çerçevedeki uygulamalardan oluşmaktadır. Bu uygulamaları hayata geçiren işletmeler iç ve dış pazarlarda rekabet avantajını elinde bulundurmaktadır. Avantajlı durumun devamı için de işletmelerin finansal performanslarının tespit edilmesi ve karar vericilere yön gösterici bir şekilde analiz edilmesi büyük önem taşımaktadır.

Çalışmanın amacı; Entropi Ağırlıklandırılmalı TOPSIS yöntemi ile BIST XKURY kurumsal yönetim endeksinde işlem gören gıda ve içecek sektöründeki şirketlerin finansal performansını ölçmek/sıralamak ve bağımsız derecelendirme kuruluşlarının bu şirketler için tespit ettiği kurumsal yönetim puanı sıralaması ile karşılaştırmaktır. Borsa İstanbul A.Ş.'de Kurumsal Yönetim Endeksi'nde işlem gören gıda ve içecek sektöründeki 5 şirket, homojen bir örneklem olması ve bu sektörün arzda bulunduğu piyasanın, her türlü iktisadi dalgalanmada tüketimden en az vazgeçecek ya da en az etkilenecek bir yapıda olmasından dolayı tercih edilmiştir. 2013-2016 yıllarını kapsayan analiz sonucunda, bu şirketlerin kurumsal yönetim notları ile finansal performansları arasında sürekli ve anlamlı bir ilişki olmadığı görülmüştür. Bu şirketlerin bazı yıllarda finansal performansı yüksek iken ilgili yılda

kurumsal yönetim notlarının düşük olduğu, bazı yıllarda ise şirketlerde bu durumun tam tersi olduğu görülmüştür. Kurumsal yönetim notu yüksek olan şirketlerin bu durumu finansal performanslarına yansıtamadığı görülmektedir. Ulaşılan bu sonuçlar Çonkar vd. (2011), Ege vd. (2013), Esendemirli ve Acar (2016) tarafından ulaşılan sonuçlar ile uyumludur.

Elde edilen sonuçlara bakıldığında, bu şirketlerin yıllar itibariyle oldukça yüksek notları hak eden kurumsal yönetim uygulamalarına sahip oldukları görülmektedir. İncelenen yıllar itibariyle küçük değişimler yaşansa da bu şirketlerin kurumsal yönetim notlarının ortalaması 92,61 olarak gerçekleşmiştir. Araştırmada örneklem büyüklüğünün düşük olması kurumsal yönetim notları ile finansal performans arasında ilişki görülememesinin esas nedeni olarak görülebilir. Bununla birlikte Türk hukuk sisteminde yapılan kurumsal yönetime yönelik düzenlemelerin 2014 yılında zorunluluk haline gelmesi zaten kurumsal ve finansal açıdan yüksek standartlara sahip borsa şirketlerinin kurumsal yönetime vermiş oldukları önemi daha da arttırmıştır. Bu sürece kısa zamanda uyum gösteren şirketler, kurumsal yönetim uygulamalarına yasal zorunluluk olarak bakmaktadır.

Bununla birlikte kurumsal yönetim uygulamalarını ve kültürünü tüm faaliyetlerine yansıtan ve sürdürülebilir değer oluşturan şirketlerin finansal performanslarında gözle görülebilir bir farklılık yaşanabileceği değerlendirilmektedir.

Kurumsal yönetim ve finansal performans arasındaki ilişki Topsis yöntemi ile daha önceden çalışma yapılmış alanlardır. Bu çalışmada nesneliği ve güvenilirliği artırmak adına Topsis yöntemine, Entropi Ağırlıklandırma tekniği entegre edilerek uygulanmıştır. Bunun sonucunda da daha önceki çalışmalar ile uyumlu sonuçlar alınmıştır. Bu da uygulanan Entropi Ağırlıklandırma tekniğinin geçerli olduğunu göstermektedir. Topsis yöntemi ile yapılacak olan sonraki çalışmalarda Entropi Ağırlıklandırma tekniği uygulanırken mümkün olduğunca örneklemin büyük seçilmesinin ve dönem aralığının geniş tutulmasının sonraki çalışmalara olumlu katkısı olacağı düşünülmektedir.

KAYNAKÇA

- Acar, M. (2003) “*Tarımsal İşletmelerde Finansal Performans Analizi*” Erciyes Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi, 20: 21-37.
- Akkaya, C. (2004) “*Finansal Rasyolar Yardımıyla Havayolları İşletmelerinin Performansının Değerlendirilmesi*” Dokuz Eylül Üniversitesi İ.İ.B.F. Dergisi, 19 (1): 15-29.
- Aksu, M. ve Aytekin, S. (2015) “*Kurumsal Yönetim İlkelerine Uyum Notu İle Hisse Senedi Getirisi İlişkisi: BIST Kurumsal Yönetim Endeksi (XKURY) Üzerine Bir Uygulama*” Gümüşhane Üniversitesi Sosyal Bilimler Elektronik Dergisi, 13: 201-219.
- Aktan, C. C. (2006) *Kurumsal Şirket Yönetimi*, Ankara: SPK Yayınları
- Akyüz, Y., Bozdoğan, T. ve Hantekin, E. (2011) “*TOPSIS Yöntemiyle Finansal Performansın Değerlendirilmesi ve Bir Uygulama*” Afyon Kocatepe Üniversitesi İ.İ.B.F. Dergisi, 13 (1): 73-92.
- Alacahan, N. D., Korkmaz, M. ve Taştan, S. (2013) “*Sermaye Piyasalarında Yönetim Kavramı ve Türk Bankacılık Sisteminde Kurumsal Yönetim Düzenlemeleri ve Uygulaması*” Akademik Bakış Dergisi, 35:1- 21.
- Alp, A. ve Kılıç, S. (2014) “*Kurumsal Yönetim – Nasıl Yönetilmeli?*”, İstanbul: Doğan Kitap 1. Baskı.
- Alp, İ., Öztel, A. ve Köse, M. S. (2015) “*Entropi Tabanlı Maut Yöntemi ile Kurumsal Sürdürülebilirlik Performansı Ölçümü: Bir Vaka Çalışması*”, Ekonomik ve Sosyal Araştırmalar Dergisi, 11 (2): 65-81.
- Apan, M., Öztel, A. ve İslamoğlu, M. (2015) “*Teknoloji Sektörünün Entropi Ağırlıklı Uzlaşık Programlama (CP) İle Finansal Performans Analizi: Bist’te Bir Uygulama*” Hitit Üniversitesi 19. Finans Sempozyumu-Çorum, 477-486.
- Batı, B. (2010) “*Türkiye’de Aile Şirketleri’nde Kurumsal Yönetim ve Uygulamaları*” Yüksek Lisans Tezi, Hacettepe Üniversitesi.
- Beycan, M. (2013) “*Kurumsal Yönetim ve Türk Bankacılık Sektörü Üzerine Etkileri*” Doktora Tezi, Dokuz Eylül Üniversitesi.
- Brealey, R. A., Steward C. M. ve Alan J. M. (2001) “*İşletme Finansının Temelleri*” Çeviri; Ünal Bozkurt, Türkan Arıkan, Hatice Doğukanlı, İstanbul: Literatür

Yayınları,

- Bülbül, S. ve Köse, A., (2011) “*Türk Gıda Şirketlerinin Finansal Performansının Çok Amaçlı Karar Verme Yöntemleriyle Değerlendirilmesi*” Atatürk Üniversitesi İİBF Dergisi, 10. Ekonometri ve İstatistik Sempozyumu Özel Sayısı, 71-97.
- Cavlak, H. (2015) “*Uluslararası Finansal Raporlama Standartları ve Kurumsal Yönetim İlişkisi: Kurumsal Yönetim Endeksi'ne Tabi Şirketlerde Bir Anket Çalışması*” Yüksek Lisans Tezi, Marmara Üniversitesi.
- Ceylan, A. (1993) “*İşletmelerde Finansal Yönetim*”, Bursa: Ekin Kitabevi.
- Civan, M. (2009) “*Finansal Tablolar Analizi ve Örnek Uygulamalar*” ABİGEM Eğitimi, Trabzon.
- Çabuk, A., (2013) “*Finansal Tablolar Analizi*” Anadolu Üniversitesi Yayınları, Yayın No: 2996 ISBN 978-975-06-1657-0.
- Çakır, S. ve Perçin, S., (2013) “*AB Ülkeleri'nde Bütünleşik Entropi Ağırlık-TOPSIS Yöntemiyle Ar-Ge Performansının Ölçülmesi*” Uludağ Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi. 32 (1): 77-95.
- Çakır, S. ve Perçin, S., (2013) “*Çok Kriterli Karar Verme Teknikleriyle Lojistik Firmalarında Performans Ölçümü*”, Ege Akademik Bakış Dergisi, 13 (4): 449-459.
- Çonkar, M. K. Elitaş, C. ve Atar, G. (2011) “*İMKB Kurumsal Yönetim Endeksi'ndeki Firmaların Finansal Performanslarının TOPSIS Yöntemi İle Ölçümü ve Kurumsal Yönetim Notu İle Analizi*” İstanbul Üniversitesi İktisat Fakültesi Mecmuası, 61(1): 81-115.
- Demireli, E. (2010) “*TOPSIS Çok Kriterli Karar Verme Sistemi: Türkiye'deki Kamu Bankaları Üzerine bir Uygulama*” Girişimcilik ve Kalkınma Dergisi, 5 (1): 101-112.
- Dumanoğlu, S. ve Ergül, N. (2010) “*İMKB'de İşlem Gören Teknoloji Şirketlerinin Mali Performans Ölçümü*” Muhasebe ve Finansman Dergisi, 48: 101-111.
- Düzer, M. (2008) “*Finansal Analizde Kullanılan Oranlar ve Firma Değeri İlişkisi, İMKB'de Bir Uygulama*” Yüksek Lisans Tezi, Sakarya Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Ege, İ., Topaloğlu, E. ve Özyamanoğlu, M. (2013) “*Finansal Performans İle Kurumsal Yönetim Notları Arasındaki İlişki: BIST Üzerine Bir Uygulama*” Akademik Çalışmalar Dergisi, 5 (9): 100-117.

- Eleren, A. ve Karagül, M. (2008) “1986- 2006 Türkiye Ekonomisinin Performans Değerlendirmesi” Celal Bayar Üniversitesi, Yönetim ve Ekonomi Dergisi, 15 (1): 1-14.
- Ergül, N. (2014) “BIST Turizm Sektöründeki Şirketlerin Finansal Performans Analizi” Çankırı Karatekin Üniversitesi İİBF Dergisi, 4 (1), 325-340.
- Esendemirli, E. ve Erdener Acar, E. (2016) “Finansal Performans ve Kurumsal Yönetim Derecelendirme Notları: Borsa İstanbul Kurumsal Yönetim Endeksi 2013-2014 Yılları Karşılaştırması” Muhasebe Bilim Dünyası Dergisi, 18(1): 625- 671.
- Gerşil, M. ve Palamutçuoğlu, T., (2016) “Hisseleri Bist’de İşlem Gören Teknoloji Şirketlerinin Finansal Performanslarının Değerlendirilmesinde TOPSIS Çok Kriterli Karar Verme Yöntemi ve Ağırlıklandırma Yöntemlerinin Karşılaştırılması” İzmir SMMMO Dayanışma Dergisi, 124: 57-71.
- Gönen, S. ve Yürekli, E., (2016) “6102 Sayılı Türk Ticaret Kanunu Açısından Kurumsal Yönetim İlkelerinin Değerlendirilmesi”, Journal of Accounting, Finance And Auditing Studies, 2 (4), 129-141
http://jafas.org/articles/2016-2-4/7_Kurumsal_Yonetim_FULL_TEXT.pdf
Erişim: 22/08/2017
- Hwang, C.L. ve Yoon, K., (1981) “Multiple Attribute Decision Making: Methods and Applications” Springer-Verlag, Berlin/Hiedelberg.
- Ilgaz, B. (2010) “Oran Analizleri” (www.bilgaz.net/dosyalar/OranAnalizi.pdf)
- Işık, Y. ve Saygılı, S. (2006) “Kurumsal Şirket Yönetimi-Performans İlişkisi ve Geliştirme Perspektifi” Kurumsal Şirket Yönetimi, Ankara: SPK Yayınları, 155-170
- İç, Y. T., Tekin, M., Pamukoğlu, F. Z. ve Yıldırım, S. E. (2015) “Kurumsal Firmalar İçin Bir Finansal Performans Karşılaştırma Modelinin Geliştirilmesi” Gazi Üniversitesi Mühendislik Mimarlık Fakültesi Dergisi, 30 (1): 71-85.
- Kabakçı, C.Ç. (2014) “Tarıma Dayalı Sanayi İşletmelerinde TOPSIS Yöntemiyle Finansal Performans Analizi” Yüksek Lisans Tezi, Dokuz Eylül Üniversitesi.
- Karadeniz, Y., (2015) “6102 Sayılı TTK Kapsamında Türkiye’de Bağımsız Denetim ve Kurumsal Yönetim Uygulamalarının Değerlendirilmesi: Nitel Bir Araştırma” İşletme Araştırmaları Dergisi, 7 (4): 313-335
http://isarder.org/2015/vol.7_issue.4_article015_full_text.pdf. Erişim tarihi:

22/08/2017

- Karakaya, A. ve Akbulut, H. (2010) “*Safranbolu’deki Turizm İşletmelerinde Kurumsal Yönetimin Uygulanabilirliğine Yönelik Bir Araştırma*” ZKÜ Sosyal Bilimler Dergisi, 6 (11): 17-32.
- Karakoç, M., Tayyar, N. ve Genç, E. (2016) “*Gri İlişkisel Analiz Yöntemiyle Kurumsal Yönetim Endeksinde Yer Alan Şirketlerin Finansal Performanslarının Ölçümü ve Kurumsal Derecelendirme Notları İlişkisi*” Elektronik Sosyal Bilimler Dergisi, 15 (59): 1327-1338.
- Karamustafa, O., Varıcı, İ. ve Er, B. (2009) “*Kurumsal Yönetim ve Firma Performansı: İMKB Kurumsal Yönetim Endeksi Kapsamındaki Firmalar Üzerinde Bir Uygulama*” Kocaeli Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi, 1 (17): 100 – 119.
- Karaman, R., (2009) “*İşletmelerde Performans Ölçümünün Önemi ve Modern Bir Performans Ölçme Aracı Olarak Balanced Scorecard*” Selçuk Üniversitesi Sosyal ve Ekonomik Araştırmalar Dergisi, 16: 411-427
- Kayacan, M., Yazgan, E. (2008) “*Gelişmekte Olan Ünelere Yönelik Uluslararası Sermaye Hareketlerini Etkileyen Unsurlar: Kurumsal Yönetim ve İç Denetim*” <http://www.denetimnet.net/Pages/Akademik-Makaleler-Kurumsal-Yonetim.aspx> (Erişim: 20/08/2017)
- Kılıç, S. (2014) “*Kurumsal Yönetimin Artan Önemi*” TUYİD Hissedar Dergisi. 14: 4-8
- Koçel, T. (2014) “*İşletme Yöneticiliği*” İstanbul Kültür Üniversitesi, Beta Yayınları 15. Baskı
- McCannon, J. C. ve French, F. M. (2010) “*Keeping Your Business On Track, Ratio Analysis*” Extension Proffessor Emeritus, The Univercity of Maine Cooperative Extension. (www.umext.maine.edu/onlinepubs/PDFpubs/3002.pdf)
- Meydan, C.H. ve Basım, H.N., (2007) “*Kurumsal Yönetim-Şirket Performansı İlişkisi: Kuramsal Bir Analiz*” Kara Harp Okulu Savunma Bilimleri Dergisi, 6 (2): 48-67.
- Meydan, C., Yıldırım, B. F., ve Senger, Ö., (2016) “*BIST’te İşlem Gören Gıda İşletmelerinin Finansal Performanslarının Gri İlişkisel Analiz Yöntemi Kullanılarak Değerlendirilmesi*” Muhasebe ve Finansman Dergisi, 69: 147-165.
- Ömürbek, V. ve Kınay, B. (2013) “*Havayolu Taşımacılığı Sektöründe TOPSIS Yöntemiyle Finansal Performans Değerlendirmesi*” Süleyman Demirel Üniversitesi İİBF Dergisi, 18 (3): 343-363

- Ömürbek, N., Mercan, Y. (2014) “*İmalat Alt Sektörlerinin Finansal Performanslarının Topsis ve Electre Yöntemleriyle Belirlenmesi*” Çankırı Karatekin İİBF Dergisi, 4 (1): 237-266
- Öneren, M. (2008) “*İşletmelerde Öğrenen Örgütler Yaklaşımı*” ZKÜ Sosyal Bilimler Dergisi, 4 (7): 163-178
- Öztürk, M. B. (2004) “*Finansal Performansın Ölçülmesinde Alternatif Bir Yöntem "Ekonomik Katma Değer"*, Niğde Üniversitesi İİBF Dergisi, 18: 3-4.
- Öztürk, S. (2013) “*Küçük ve Orta Büyüklükteki İşletmelerde Kurumsal Yönetim Uygulamaları: Karabük İlinde Bir Araştırma*” Yüksek Lisans Tezi, Karabük Üniversitesi.
- Özyürek, H. ve Erdoğan, E., (2011) “*Finansal Kurumlarda Mali Analiz ve Bir Uygulama*” Ekonomi Bilimleri Dergisi, 3 (2): 229-238.
- Sakarya, Ş. (2011) “*İMKB Kurumsal Yönetim Endeksi Kapsamındaki Şirketlerin Kurumsal Yönetim Derecelendirme Notu ve Hisse Senedi Getirileri Arasındaki İlişkinin Olay Çalışması (Event Study) Yöntemi ile Analizi*” ZKÜ Sosyal Bilimler Dergisi, 7 (13): 147-163.
- Sanal, R. (2002) “*Kurumsal Yönetim (Corporate Governance) Kavramı ve Türk Kamu Yönetimi Açısından Önemi*” Türk İdare Dergisi, 435: 41-73.
- Sandıkçioğlu, A. (2005) “*Kurumsal Yönetim Uyum Derecelendirmesi*” SPK Ortaklıklar Finansmanı Dairesi, Yeterlilik Etüdü.
- Savsar, A., (2012) “*Finansal Oranlarla Firma Değeri Arasındaki İlişki ve İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nda Bir Uygulama*” Yüksek Lisans Tezi, Gaziosmanpaşa Üniversitesi.
- Sayıştay Başkanlığı, (2003) *Sayıştay'ın Performans Ölçümüne İlişkin Ön Araştırma Raporu.*
- Sermaye Piyasası Lisanslama Sicil ve Eğitim Kuruluşu, (2014) “*Temel Finans Matematiği ve Değerleme Yöntemleri*”, Ders kodu: 1007 ve 1009.
- Sermaye Piyasası Lisanslama Sicil ve Eğitim Kuruluşu, (2017) *Kurumsal Yönetim*, Ders kodu:1018.
- Shannon, C.E. (1948) “*A Mathematical Theory of Communication*” The Bell System Technical Journal, 27: 379-423.
- Soba, M. ve Eren, K. (2011) “*TOPSIS Yöntemini Kullanarak Finansal ve Finansal Olmayan Oranlara Göre Performans Değerlendirilmesi; Şehirlerarası Otobüs*

- Sektöründe bir Uygulama” Selçuk Üniversitesi Sosyal ve Ekonomik Araştırmalar Dergisi, 21: 23-40.*
- Şentürk, A. ve Çarıkçı, B., (2016) “*Yerel Yönetimlerde Mükemmellik Yolculuğunda Performans Yönetimi: Kocaeli Büyükşehir Belediyesi Uygulaması*” Press Academia Procedia, ISSN: 2459-0762.
- Tayyar, N., Akcanlı, F., Genç, E., Erem, I. (2014) “*BIST’e Kayıtlı Bilişim ve Teknoloji Alanında Faaliyet Gösteren İşletmelerin Finansal Performanslarının Analitik Hiyerarşi Prosesi (AHP) ve Gri İlişkisel Analiz (GİA) Yöntemiyle Değerlendirilmesi*” Muhasebe ve Finansman Dergisi, 61: 19-40.
- T.C. Bilim Sanayi ve Teknoloji Bakanlığı (2013) *Gıda ve İçecek Sektörü Raporu*, Sanayi Genel Müdürlüğü, Sektörel Raporlar ve Analizler Serisi (2013/1-2).
- T.C. Kalkınma Bakanlığı (2014) *Gıda Ürünleri ve Güvenirliği, Özel İhtisas Komisyonu Raporu*, Onuncu Kalkınma Planı 2014-2018, Ankara.
- Temizel, F. ve Bayçelebi, B., (2016) “*BIST 30 Endeksinde Yer Alan İşletmelerin Finansal Performans Değerlemesinde TOPSIS Yaklaşımı*” TİSK Akademi, 11 (22): 270-286.
- Toraman, C. ve Abdioğlu, H. (2008) “*İMKB Kurumsal Yönetim Endeksinde Yer Alan Şirketlerin Kurumsal Yönetim Uygulamalarında Zayıf ve Güçlü Yanları: Derecelendirme Raporlarının İncelenmesi*” Muhasebe ve Finansman Dergisi, 40: 96-109.
- Uygurtürk, H. ve Korkmaz, T., (2012) “*Finansal Performansın TOPSIS Çok Kriterli Karar Verme Yöntemi İle Belirlenmesi: Ana Metal Sanayi İşletmeleri Üzerine Bir Uygulama*” Eskişehir Osmangazi Üniversitesi İİBF Dergisi, 7(2): 95-115
- White, G. I., Sondhi, A. C., Fried, D. (2003) “*The Analysis and Use of Financial Statements*” John Wiley & Sons Inc, USA/Danvers.
- Yalkın, K. Y., (1981) “*İşletmelerde Mali Analiz Teknikleri*” Ankara Üniversitesi Siyasal Bilgiler Fakültesi Yayınları, 482.
- Yenigün, T. (2008) “*Kurumsal Yönetim ve İşletme İçi Denetim*” Yüksek Lisans Tezi, Dokuz Eylül Üniversitesi.
- Yıldırım, M. (2007) “*Türkiye’de Kurumsal Yönetim ve Şirketlerin Finansal Performansları Üzerine Etkileri*” Doktora Tezi, Dokuz Eylül Üniversitesi.
- Yılmaz Türkmen, S. ve Çağıl, G. (2012) “*İMKB’ye Kote Bilişim Sektörü Şirketlerinin Finansal Performanslarının TOPSIS Yöntemi ile Değerlendirilmesi*” Maliye

Finans Yazıları, 26 (95): 59-78.

Yurdakul, M. ve İç, Y.T. (2003) “*Türk Otomotiv Firmalarının Performans Ölçümü ve Analizine Yönelik TOPSIS Yöntemini Kullanan bir Örnek Çalışma*” Gazi Üniversitesi Mühendislik ve Mimarlık Fakültesi Dergisi, 18 (1): 1-18.

Yükçü, S. ve Atağan, G., (2010) “*TOPSIS Yöntemine Göre Performans Değerleme*” Muhasebe ve Finansman Dergisi, 45: 28-35

<http://tokkder.org/tokkder-dergi/3234> (05 Kasım 2016)

<http://www.invest.gov.tr/tr-TR/sectors/Pages/Agriculture.aspx> (19 Kasım 2016)

<http://www.saharating.com/> (26 Kasım 2016)

<http://www.kobirate.com.tr/> (26 Kasım 2016)

<http://www.tkyd.org/> (06 Kasım 2016)

www.bilgaz.net/dosyalar/OranAnalizi.pdf (07 Kasım 2016)

<http://www.investopedia.com/articles/professionals/070715/how-make-money-using-tobins-q-ratio.asp#ixzz4ryUx49A3> (07 Eylül 2017)

<http://www.spk.gov.tr/duyurugoster.aspx?aid=20140103&subid=3&ct=c> (21 Kasım 2016)

<http://www.spk.gov.tr/duyurugoster.aspx?aid=2008319&subid=0&ct=c> (21 Kasım 2016)

<http://www.resmigazete.gov.tr/eskiler/2014/01/20140103-3.htm?submenuheader=null> (02 Aralık 2016)

<http://www.baskent.edu.tr/~ferhan/MaliTablolar/Mali%20Analiz%20Teknikleri.pdf> (06 Ekim 2016)

<http://piyasarehberi.org/yatirim/temel-analiz/77-fiyat-kazanc-orani-ve-hesaplanmasi> (07 Ekim 2016)

<http://www.borsaistanbul.com/docs/default-source/endeksler/bist-pay-endeksleri-temel-kurallari.pdf?sfvrsn=6> (13 Ekim 2016)

http://www.kalkinma.com.tr/data/file/raporlar/ESA/GA/2016-GA/belirli_gostergelerle_imalat_sanayindeki_aylik_gelismeler_mart_2016.pdf (19/06/2017)

TABLULAR LİSTESİ

	<u>Sayfa</u>
Tablo 1. Sermaye Piyasası Kurulu Kurumsal Yönetim İlkeleri.....	37
Tablo 2. Finansal Analizde Kullanılan Oranlar.....	80
Tablo 3. 2016 Yılı Standart Karar Matrisi.....	81
Tablo 4. 2016 Yılı Normalleştirilmiş Karar Matrisi.	81
Tablo 5. 2016 Yılı Hesaplanan Ağırlık Vektör Değerleri.....	82
Tablo 6. 2016 Yılı Ağırlıklandırılmış Normalleştirilmiş Karar Matrisi.....	82
Tablo 7. 2016 Yılı Pozitif İdeal ve Negatif İdeal Çözüm Değerleri.....	83
Tablo 8. Yıllar İtibariyle Pozitif ve Negatif İdeal Çözüme Olan Mesafeler.....	83
Tablo 9. 2013 Yılı İdeal Çözüme Görelî Yakınlık Değeri ve Kurumsal Yönetim Notları Sıralaması.....	84
Tablo 10. 2014 Yılı İdeal Çözüme Görelî Yakınlık Değeri ve Kurumsal Yönetim Notları Sıralaması.....	85
Tablo 11. 2015 Yılı İdeal Çözüme Görelî Yakınlık Değeri ve Kurumsal Yönetim Notları Sıralaması.....	86
Tablo 12. 2016 Yılı İdeal Çözüme Görelî Yakınlık Değeri ve Kurumsal Yönetim Notları Sıralaması.....	87

ŞEKİLLER LİSTESİ

Sayfa

Şekil 1. Yıllar İtibariyle Şirketlerin Kurumsal Yönetim Notları.....	88
Şekil 2. Yıllar İtibariyle Şirketlerin Finansal Performans Puanları	88



EKLER

Çalışmada kullanılan bütün yıllara ait hesaplamaları içeren tablolar eklede sunulmuştur.

2013 Yılı Standart Karar Matrisi

İşletmeler	CO	ATO	ADH	KO	ROS	ROA	ROE	PD/DD	F/K
AEFES	1,5757	1,1936	10,2800	0,3981	0,2837	0,1166	0,1938	1,4551	4,7474
CCOLA	1,5438	1,1815	13,5279	0,5901	0,0942	0,0698	0,1702	5,2095	24,4200
PETUN	1,7013	1,2311	7,1795	0,2453	0,0798	0,0867	0,1149	1,0280	10,6417
PINSU	0,8137	0,5188	7,1923	0,4386	-0,0786	-0,0665	-0,1185	0,5306	0,0000
PNSUT	1,5148	0,8253	6,9885	0,2978	0,0833	0,0987	0,1406	1,7388	13,1872

2014 Yılı Standart Karar Matrisi

İşletmeler	CO	ATO	ADH	KO	ROS	ROA	ROE	PD/DD	F/K
AEFES	1,7750	1,2682	9,4174	0,4121	-0,0511	-0,0255	-0,0433	0,0000	-0,0511
CCOLA	1,5584	1,0385	14,1817	0,5316	0,0527	0,0438	0,0935	42,4300	0,0527
PETUN	1,4719	0,9506	8,3973	0,2256	0,0803	0,0995	0,1285	9,9436	0,0803
PINSU	1,1092	0,8855	6,0535	0,5176	0,0163	0,0177	0,0366	0,0000	0,0163
PNSUT	1,4212	0,8447	6,0089	0,3214	0,0926	0,1116	0,1645	12,4647	0,0926

2015 Yılı Standart Karar Matrisi

İşletmeler	CO	ATO	ADH	KO	ROS	ROA	ROE	PD/DD	F/K
AEFES	1,8828	1,3619	8,9480	0,4296	-0,0194	-0,0090	-0,0157	1,3552	0,0000
CCOLA	1,7466	1,1861	12,0521	0,5370	0,0174	0,0131	0,0283	2,5030	124,0400
PETUN	1,6479	1,0126	8,0892	0,2208	0,1125	0,1276	0,1637	1,3576	8,9290
PINSU	0,7100	0,4373	7,8448	0,6407	-0,0623	-0,0602	-0,1674	0,7763	20,2191
PNSUT	1,1568	0,6076	7,3164	0,3356	0,0615	0,0704	0,1060	1,4868	10,4644

2016 Yılı Standart Karar Matrisi

İşletmeler	CO	ATO	ADH	KO	ROS	ROA	ROE	PD/DD	F/K
AEFES	2,2367	1,7593	9,1333	0,4219	-0,0068	-0,0028	-0,0048	1,2418	30,1985
CCOLA	2,0919	1,5847	11,6659	0,5221	-0,0040	-0,0027	-0,0057	2,0902	25,0600
PETUN	1,6671	1,1919	6,3136	0,2341	0,0936	0,1091	0,1425	1,1111	6,3277
PINSU	0,8155	0,4328	7,6370	0,6893	-0,1307	-0,1040	-0,3348	1,0989	0,0000
PNSUT	1,2340	0,7505	5,8008	0,3645	0,0562	0,0643	0,1012	1,2158	8,9597

2013 Yılı Normalleştirilmiş Karar Matrisi

İşletmeler	CO	ATO	ADH	KO	ROS	ROA	ROE	PD/DD	F/K
AEFES	0,4813	0,5191	0,4896	0,4323	0,8599	0,5821	0,5752	0,2510	0,1577
CCOLA	0,4716	0,5139	0,6443	0,6409	0,2856	0,3482	0,5052	0,8985	0,8113
PETUN	0,5197	0,5355	0,3420	0,2664	0,2419	0,4326	0,3409	0,1773	0,3535
PINSU	0,2486	0,2256	0,3426	0,4763	-0,2383	-0,3320	-0,3517	0,0915	0,0000
PNSUT	0,4627	0,3589	0,3329	0,3234	0,2524	0,4925	0,4172	0,2999	0,4381

2014 Yılı Normalleştirilmiş Karar Matrisi

İşletmeler	CO	ATO	ADH	KO	ROS	ROA	ROE	PD/DD	F/K
AEFES	0,5353	0,5622	0,4525	0,4407	-0,3554	-0,1603	-0,1838	0,2805	0,0000
CCOLA	0,4700	0,4604	0,6815	0,5685	0,3664	0,2757	0,3968	0,8355	0,9361
PETUN	0,4439	0,4214	0,4035	0,2412	0,5586	0,6263	0,5453	0,2328	0,2194
PINSU	0,3345	0,3926	0,2909	0,5534	0,1136	0,1112	0,1554	0,1598	0,0000
PNSUT	0,4286	0,3745	0,2887	0,3437	0,6438	0,7026	0,6980	0,3790	0,2750

2015 Yılı Normalleştirilmiş Karar Matrisi

İşletmeler	CO	ATO	ADH	KO	ROS	ROA	ROE	PD/DD	F/K
AEFES	0,5638	0,6186	0,4442	0,4203	-0,1337	-0,0566	-0,0607	0,3794	0,0000
CCOLA	0,5230	0,5387	0,5983	0,5254	0,1202	0,0827	0,1092	0,7008	0,9811
PETUN	0,4934	0,4599	0,4015	0,2160	0,7764	0,8051	0,6320	0,3801	0,0706
PINSU	0,2126	0,1986	0,3894	0,6268	-0,4297	-0,3797	-0,6462	0,2173	0,1599
PNSUT	0,3464	0,2760	0,3632	0,3283	0,4247	0,4445	0,4092	0,4163	0,0828

2016 Yılı Normalleştirilmiş Karar Matrisi

İşletmeler	CO	ATO	ADH	KO	ROS	ROA	ROE	PD/DD	F/K
AEFES	0,5905	0,6308	0,4873	0,3998	-0,0399	-0,0168	-0,0126	0,3960	0,7411
CCOLA	0,5523	0,5682	0,6224	0,4948	-0,0236	-0,0166	-0,0150	0,6666	0,6150
PETUN	0,4401	0,4274	0,3368	0,2219	0,5492	0,6656	0,3772	0,3544	0,1553
PINSU	0,2153	0,1552	0,4074	0,6533	-0,7665	-0,6345	-0,8863	0,3505	0,0000
PNSUT	0,3258	0,2691	0,3095	0,3454	0,3297	0,3921	0,2678	0,3878	0,2199

İlgili Yıllar İtibariyle Hesaplanan Ağırlık Vektör Değerleri

Oranlar	Ağırlık vektörleri			
	2013	2014	2015	2016
CO	0,0091	0,0035	0,0072	0,0049
ATO	0,0144	0,0035	0,0107	0,0088
ADH	0,0125	0,0172	0,0024	0,0028
KO	0,0151	0,0140	0,0085	0,0051
ROS	0,2234	0,2156	0,2327	0,4092
ROA	0,1701	0,1972	0,2099	0,1723
ROE	0,1728	0,1764	0,2006	0,0030
PD/DD	0,3088	0,3019	0,2965	0,0344
F/K	0,0739	0,0706	0,0315	0,3594
TOPLAM	1	1	1	1

2013 Yılı Ağırlıklandırılmış Normalleştirilmiş Karar Matrisi

İşletmeler	CO	ATO	ADH	KO	ROS	ROA	ROE	PD/DD	F/K
AEFES	0,0052	0,0089	0,0073	0,0078	0,2296	0,1184	0,1188	0,0292	0,0230
CCOLA	0,0051	0,0088	0,0096	0,0116	0,0763	0,0708	0,1044	0,1046	0,1181
PETUN	0,0056	0,0092	0,0051	0,0048	0,0646	0,0880	0,0704	0,0206	0,0515
PINSU	0,0027	0,0039	0,0051	0,0086	-0,0636	-0,0675	-0,0726	0,0107	0,0000
PNSUT	0,0050	0,0062	0,0050	0,0058	0,0674	0,1002	0,0862	0,0349	0,0638

2014 Yılı Ağırlıklandırılmış Normalleştirilmiş Karar Matrisi

İşletmeler	CO	ATO	ADH	KO	ROS	ROA	ROE	PD/DD	F/K
AEFES	0,0021	0,0021	0,0085	0,0068	-0,0839	-0,0346	-0,0355	0,0171	0,0000
CCOLA	0,0018	0,0017	0,0128	0,0087	0,0865	0,0595	0,0766	0,0509	0,2359
PETUN	0,0017	0,0016	0,0076	0,0037	0,1319	0,1352	0,1053	0,0142	0,0553
PINSU	0,0013	0,0015	0,0055	0,0085	0,0268	0,0240	0,0300	0,0097	0,0000
PNSUT	0,0016	0,0014	0,0054	0,0053	0,1520	0,1517	0,1348	0,0231	0,0693

2015 Yılı Ağırlıklandırılmış Normalleştirilmiş Karar Matrisi

İşletmeler	CO	ATO	ADH	KO	ROS	ROA	ROE	PD/DD	F/K
AEFES	0,0051	0,0084	0,0013	0,0045	-0,0391	-0,0149	-0,0153	0,0046	0,0000
CCOLA	0,0047	0,0073	0,0018	0,0056	0,0352	0,0218	0,0275	0,0084	0,1406
PETUN	0,0045	0,0062	0,0012	0,0023	0,2270	0,2124	0,1593	0,0046	0,0101
PINSU	0,0019	0,0027	0,0012	0,0067	-0,1256	-0,1001	-0,1629	0,0026	0,0229
PNSUT	0,0031	0,0037	0,0011	0,0035	0,1242	0,1172	0,1032	0,0050	0,0119

2016 Yılı Ağırlıklandırılmış Normalleştirilmiş Karar Matrisi

İşletmeler	CO	ATO	ADH	KO	ROS	ROA	ROE	PD/DD	F/K
AEFES	0,0023	0,0044	0,0011	0,0016	-0,0112	-0,0023	-0,0041	0,0012	0,0255
CCOLA	0,0021	0,0039	0,0014	0,0020	-0,0067	-0,0022	-0,0048	0,0020	0,0211
PETUN	0,0017	0,0030	0,0008	0,0009	0,1549	0,0900	0,1211	0,0010	0,0053
PINSU	0,0008	0,0011	0,0009	0,0026	-0,2162	-0,0858	-0,2846	0,0010	0,0000
PNSUT	0,0013	0,0019	0,0007	0,0014	0,0930	0,0530	0,0860	0,0011	0,0076

2013 Yılı Pozitif İdeal ve Negatif İdeal Çözüm Değerleri

	CO	ATO	ADH	KO	ROS	ROA	ROE	PD/DD	F/K
d_i^+ (Maks)	0,0056	0,0092	0,0096	0,0116	0,2296	0,1184	0,1188	0,1046	0,1181
d_i^- (Min)	0,0027	0,0039	0,0050	0,0048	-0,0636	-0,0675	-0,0726	0,0107	0,0000

2014 Yılı Pozitif İdeal ve Negatif İdeal Çözüm Değerleri

	CO	ATO	ADH	KO	ROS	ROA	ROE	PD/DD	F/K
d_i^+ (Maks)	0,0021	0,0021	0,0128	0,0087	0,1520	0,1517	0,1348	0,0509	0,2359
d_i^- (Min)	0,0013	0,0014	0,0054	0,0037	-0,0839	-0,0346	-0,0355	0,0097	0,0000

2015 Yılı Pozitif İdeal ve Negatif İdeal Çözüm Değerleri

	CO	ATO	ADH	KO	ROS	ROA	ROE	PD/DD	F/K
d_i^+ (Maks)	0,0051	0,0084	0,0018	0,0067	0,2270	0,2124	0,1593	0,0084	0,1406
d_i^- (Min)	0,0019	0,0027	0,0011	0,0023	-0,1256	-0,1001	-0,1629	0,0026	0,0000

2016 Yılı Pozitif İdeal ve Negatif İdeal Çözüm Değerleri

	CO	ATO	ADH	KO	ROS	ROA	ROE	PD/DD	F/K
d_i^+ (Maks)	0,0029	0,0056	0,0018	0,0033	0,1974	0,1147	0,1544	0,0020	0,0255
d_i^- (Min)	0,0011	0,0014	0,0009	0,0011	-0,2755	-0,1094	-0,3627	0,0010	0,0000

Pozitif ve Negatif İdeal Çözüme Olan Mesafeler

İşletmeler	2013		2014		2015		2016	
	S ⁺	S ⁻	S ⁺	S ⁻	S ⁺	S ⁻	S ⁺	S ⁻
AEFES	0,1215	0,3976	0,4198	0,0086	0,4157	0,1913	0,2900	0,4561
COLLA	0,1612	0,3048	0,1272	0,3285	0,3008	0,3112	0,2864	0,4585
PETUN	0,2051	0,2527	0,1886	0,3136	0,1307	0,5710	0,0204	0,7357
PINSU	0,4243	0,0038	0,3168	0,1415	0,5830	0,0233	0,7361	0,0022
PNSUT	0,1886	0,2742	0,1691	0,3527	0,1985	0,4250	0,1039	0,6400

2013 Yılı İdeal Çözümüne Göreli Yakınlık Değeri ve Kurumsal Yönetim Notları Sıralaması

2013	C_i	XKURY	Sıralama (C_i)	Sıralama (XKURY)
AEFES	0,7660	93,30	1	2
CCOLA	0,6541	92,01	2	3
PETUN	0,5521	91,59	4	4
PINSU	0,0089	93,41	5	1
PNSUT	0,5924	91,49	3	5

2014 Yılı İdeal Çözümüne Göreli Yakınlık Değeri ve Kurumsal Yönetim Notları Sıralaması

2014	C_i	XKURY	Sıralama (C_i)	Sıralama (XKURY)
AEFES	0,0201	94,20	5	1
CCOLA	0,7210	92,47	1	3
PETUN	0,6244	91,13	3	4
PINSU	0,3087	92,77	4	2
PNSUT	0,6759	90,93	2	5

2015 Yılı İdeal Çözümüne Göreli Yakınlık Değeri ve Kurumsal Yönetim Notları Sıralaması

2015	C_i	XKURY	Sıralama (C_i)	Sıralama (XKURY)
AEFES	0,3152	95,49	4	1
CCOLA	0,5085	94,02	3	2
PETUN	0,8138	92,00	1	4
PINSU	0,0385	93,71	5	3
PNSUT	0,6816	91,78	2	5

2016 Yılı İdeal Çözümüne Göreli Yakınlık Değeri ve Kurumsal Yönetim Notları Sıralaması

2016	C_i	XKURY	Sıralama (C_i)	Sıralama (XKURY)
AEFES	0,6113	95,77	4	1
CCOLA	0,6156	94,48	3	2
PETUN	0,9730	92,64	1	4
PINSU	0,0030	93,80	5	3
PNSUT	0,8604	92,37	2	5

ÖZGEÇMİŞ

Rafet GEMİCİ, 1985 yılında Erbaa/TOKAT'da doğdu. 2004-2008 yılları arasında Gazi Üniversitesi Endüstriyel Sanatlar Eğitim Fakültesi, İşletme Öğretmenliği bölümünü okudu. 2008 yılında mezun olarak aynı yıl Eylül ayında Yeşilyurt-Kuşçu İlköğretim okulunda Teknoloji ve Tasarım öğretmeni olarak atandı. 2009 yılında Karabük Yenice Özal Mahallesi İlköğretim Okulu'na tayin oldu. Değişik okullarda görevlendirmelerde ve okul müdürü olarak çalıştı. 2014 yılında Karabük Eskipazar Çok Programlı Anadolu Lisesi'ne alan değiştirerek Muhasebe ve Finansman öğretmeni olarak atandı. Bu okulda müdür yardımcılığı görevinde iken 2017 yılında Tokat-Erbaa Seyrantepe Mesleki ve Teknik Anadolu Lisesi'ne il dışı atandı. Bu okuldaki görevine halen devam ettirmektedir. Erasmus + “mesleğini seç bir adım öne geç” projesi kapsamında 2017 yılında Hollanda'da mesleki eğitime katılmıştır.