**T.C.**

**ÇANAKKALE ONSEKİZ MART ÜNİVERSİTESİ**

**LİSANSÜSTÜ EĞİTİM ENSTİTÜSÜ**

# KURUMSAL YÖNETİM VE FİNANSAL PERFORMANS İLİŞKİSİ: BORSA İSTANBUL KURUMSAL YÖNETİM ENDEKSİNDE YER ALAN ŞİRKETLERDE BİR UYGULAMA

**Doktora Tezi**

**AHMET KURT**

**Tez Danışmanı**

**Doç. Dr. İSMAİL ELAGÖZ**

**Çanakkale - 2020**

T.C.
ÇANAKKALE ONSEKİZ MART ÜNİVERSİTESİ
LİSANSÜSTÜ EĞİTİM ENSTİTÜSÜ
İŞLETME ANABİLİM DALI

# KURUMSAL YÖNETİM VE FİNANSAL PERFORMANS İLİŞKİSİ: BORSA İSTANBUL KURUMSAL YÖNETİM ENDEKSİNDE YER ALAN ŞİRKETLERDE BİR UYGULAMA

**Doktora Tezi**

**Hazırlayan**
**Ahmet KURT**

**Tez Danışmanı**
**Doç. Dr.**
**İsmail ELAGÖZ**

**Çanakkale – 2020**

# TAAHHÜTNAME

Doktora Tezi olarak sunduğum "Kurumsal Yönetim ve Finansal Performans İlişkisi: Borsa İstanbul Kurumsal Yönetim Endeksi'nde Yer Alan Şirketlerde Bir Uygulama" adlı çalışmanın, tarafımdan, bilimsel ahlak ve geleneklere aykırı düşecek bir yardıma başvurmaksızın yazıldığını, özgünlüğünü ve bir başka mecraya sunulmadığını, yararlandığım eserlerin kaynakçada gösterilenlerden oluştuğunu, bunlara atıf yapılarak yararlanılmış olduğunu ve yararlandığım kaynak ve verilerde hiçbir bir çarpıtma yapmadığımı belirtir ve bunu onurumla doğrularım.

16/07/2020

Ahmet KURT



# ÖZET

# KURUMSAL YÖNETİM VE FİNANSAL PERFORMANS İLİŞKİSİ: BORSA İSTANBUL KURUMSAL YÖNETİM ENDEKSİNDE YER ALAN ŞİRKETLERDE BİR UYGULAMA

Son yıllarda ortaya çıkan finansal skandallar**,** kurumsal yönetim kavramını ön plana çıkarırken kurumsal yönetim ile finansal performans ilişkisinin araştırılmasını da gerekli kılmıştır. Kurumsal yönetim ilkeleri derecelendirme notları ile finansal performans arasındaki ilişkinin incelendiği çalışmada, (2013Q1-2017Q4) periyodunda Borsa İstanbul Kurumsal Yönetim Endeksi'nde aralıksız olarak işlem görüp, imalat sanayi sektöründe faaliyet gösteren 15 şirket ele alınmıştır.

Çalışmanın bağımsız değişkeni konumundaki kurumsal yönetim, derecelendirme kuruluşlarının şirketlere verdiği pay sahipleri, kamuyu aydınlatma ve şeffaflık, menfaat sahipleri, yönetim kurulu ilkeleri puanları ve toplam puan ile; bağımlı değişken olan finansal performans ise özkaynak karlılığı, aktif karlılığı, Tobin Q oranı ve piyasa değeri/defter değeri ile temsil edilmiştir. Ayrıca analize, kontrol değişkenleri olarak firma büyüklüğü ve finansal kaldıraç oranları eklenmiştir.

Panel veri analizi yönteminin kullanıldığı çalışmada öncelikle paneli oluşturan seriler arasında yatay kesit bağımlılığının varlığı Breusch Pagan (1980) LM Testi kullanılarak analiz edilmiş ve paneli oluşturan tüm seriler arasında yatay kesit bağımlılığı tespit edilmiştir. Ardından serilere ikinci nesil panel birim kök testlerinden Pesaran (2007) CADF testi uygulanmış; firma büyüklüğü ve kaldıraç oranı değişkenlerinin düzeyde durağan I(0), Tobin Q, piyasa değeri/defter değeri, özkaynak karlılığı, aktif karlılığı, pay sahipleri, şeffaflık, menfaat sahipleri, yönetim kurulu, toplam puan değişkenlerinin ise bir farkta durağan I(1) olduğu görülmüştür. Son aşamada ise seriler arasında eşbütünleşme ilişkisinin varlığı Westerlund (2007) panel eşbütünleşme testi ile incelenmiş, finansal performansın göstergesi olan tüm değişkenler (özkaynak karlılığı, aktif karlılığı, Tobin Q oranı, piyasa değeri/defter değeri) ile diğer tüm bağımsız ve kontrol değişkenleri (pay sahipleri, şeffaflık, menfaat sahipleri, yönetim kurulu, toplam puan, firma büyüklüğü, kaldıraç oranı) arasında eşbütünleşme ilişkisinin olduğu saptanmıştır.

**Anahtar Kelimeler:** Kurumsal Yönetim, Finansal Performans, Borsa İstanbul Kurumsal Yönetim Endeksi

# ABSTRACT

# CORPORATE GOVERNANCE AND FINANCIAL PERFORMANCE RELATION: AN APPLICATION ON COMPANIES IN THE BORSA ISTANBUL CORPORATE GOVERNANCE INDEX

While the financial scandals that have emerged in recent years have brought forward the concept of corporate governance, it has made it necessary to investigate the relationship between corporate governance and financial performance. In this study examining the relationship between corporate governance ratings and financial performance, 15 companies operating in the manufacturing industry sector -which are traded continuously in the Borsa İstanbul Corporate Governance Index in the period of (2013Q1-2017Q4)- are discussed.

Corporate governance is represented by the shareholders' ratings, public disclosure and transparency, stakeholders, board principles and total score while financial performance is represented by return on equity, return on assets, Tobin Q ratio and market value/book value. Also, firm size and financial leverage ratios, are control variables.

In the study firstly, the presence of horizontal cross-section dependence between the series forming the panel was analyzed by using Breusch Pagan (1980) LM Test and horizontal cross-section dependence was determined between all series forming the panel. Then, Pesaran (2007) CADF test was applied to the series; firm size and leverage ratio variables are found stable at level I (0), and other variables are found stationary I (1). At the last stage, the existence of a cointegration relationship between the series was examined by Westerlund (2007) panel cointegration test and it was found that there is a cointegration relationship between all variables that are indicators of financial performance and all other independent and control variables (shareholders, transparency, stakeholders, board of directors, total score, firm size, leverage ratio).

**Keywords:** Corporate Governance, Financial Performance, Borsa İstanbul Corporate Governance Index

# ÖNSÖZ

Son yıllarda en çok araştırılan konuların başında gelen kurumsal yönetim, en genel ifadeyle şirket yönetimi ile diğer tüm çıkar grupları arasındaki ilişkiyi düzenleyen bir mekanizma olarak tanımlanmaktadır. Dolayısıyla kurumsal yönetime ait uygulamaların benimsenmesiyle birlikte şirketlerin finansal performanslarının bundan nasıl etkileneceğinin tespit edilmesi araştırılmaya değer bir konu olarak görülmektedir. Bu bakış açısıyla hazırlanan çalışmada kurumsal yönetim ile finansal performans arasındaki ilişki, Borsa İstanbul Kurumsal Yönetim Endeksi'nde işlem gören ve imalat sanayi sektöründe faaliyet gösteren şirketler açısından irdelenmiştir.

Öncelikle bu çalışmanın her aşamasında bana destek olan, hayata ve insanlığa karşı olan bakış açısını örnek aldığım değerli danışman hocam Sayın Doç. Dr. İsmail ELAGÖZ'e en derin saygı ve şükranlarımı sunarım. Yoğun çalışma temposuna rağmen hiçbir zaman benden yardımlarını esirgemeyen ve tez izleme sürecinde maddi manevi destekleri bulunan değerli hocalarım Sayın Prof. Dr. Halis KALMIŞ, Sayın Prof. Dr. Mert URAL, Sayın Prof. Dr. Erhan DEMİRELİ ve Sayın Prof. Dr. Metin ATMACA'ya teşekkürü bir borç bilirim. Ayrıca, çalışmanın uygulama bölümünde yardımlarını esirgemeyerek bana ışık tutan değerli hocam Sayın Doç. Dr. Kurtuluş BOZKURT'a ve lisansüstü eğitimimin her aşamasında bana destek olup yetişmemde katkısı olan tüm hocalarıma çok teşekkür ederim.

Son olarak bana olan inançları, maddi ve manevi destekleri ile her zaman yanımda olan biricik aileme, tüm arkadaşlarıma ve sevgili eşim Esra KURT'a sevgi ve minnetlerimi sunarım.

Ahmet KURT

Çanakkale, 2020

# İÇİNDEKİLER

**ÖZET** ..... **i**
**ABSTRACT** ..... **ii**
**ÖNSÖZ** ..... **iii**
**İÇİNDEKİLER** ..... **iv**
**KISALTMALAR** ..... **vii**
**TABLOLAR** ..... **viii**
**ŞEKİLLER** ..... **xii**
**GİRİŞ** ..... **1**

**BİRİNCİ BÖLÜM**
**KURUMSAL YÖNETİM KAVRAMI VE KAPSAMI**

**1.1. Kurumsal Yönetime Genel Bakış** ..... **4**
**1.1.1. Kurumsal Yönetim Kavramı** ..... **5**
**1.1.2. Kurumsal Yönetimin Amacı** ..... **7**
**1.1.3. Kurumsal Yönetimin Önemi** ..... **8**
**1.1.4. Kurumsal Yönetimin Faydaları** ..... **9**
**1.2. Kurumsal Yönetimin Ortaya Çıkış Süreci** ..... **11**
**1.3. Kurumsal Yönetim Anlayışının Gelişmesinin Nedenleri** ..... **12**
**1.4. Kurumsal Yönetime Teorik Açıdan Bakış** ..... **13**
**1.4.1. Vekâlet Teorisi (Agency Theory)** ..... **14**
**1.4.2. Temsil Teorisi (Stewardship Theory)** ..... **16**
**1.4.3. Menfaat Sahipleri (Paydaş) Teorisi (Stakeholder Theory)** ..... **17**
**1.4.4. İşlem Maliyetleri Teorisi (Transaction Costs Theory)** ..... **17**
**1.5. Kurumsal Yönetimin Temel İlkeleri** ..... **18**
**1.6. Kurumsal Yönetim Mekanizmaları** ..... **21**
**1.6.1. Yönetim Kurulu** ..... **23**
**1.6.2. Mülkiyet Ve Sahiplik Yapısı** ..... **26**
**1.6.3. Yönetici Ücret ve Teşvik Sistemleri** ..... **27**
**1.6.4. Yasal Sistem** ..... **28**
**1.7. Uluslararası Kurumsal Yönetim Sistemleri** ..... **29**
**1.7.1. Anglo- Sakson Kurumsal Yönetim Sistemi** ..... **31**
**1.7.2. Kıta Avrupa'sı Kurumsal Yönetim Sistemi** ..... **33**

1.7.3. Kurumsal Yönetim Sistemlerinin Karşılaştırılması …….. 34

1.8. Kurumsal Yönetim Anlayışının Dünya'daki Gelişimi ve Yapılan Yasal Düzenlemeler ……... 35

1.8.1. Cadbury Raporu …….. 38

1.8.2. Greenbury Raporu ……... 39

1.8.3. Hampel Raporu ……. 39

1.8.4. Sarbanes-Oxley Yasası ……. 40

1.8.5. OECD Kurumsal Yönetim İlkeleri …….. 42

1.9. Türkiye'deki Kurumsal Yönetim Anlayışının Gelişimi ve Yapılan Yasal Düzenlemeler …….. 44

1.9.1. Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu ve Kurumsal Yönetim …… 46

1.9.2. Türkiye Kurumsal Yönetim Derneği ve Kurumsal Yönetim ……... 47

1.9.3. 6102 Sayılı Türk Ticaret Kanunu ve Kurumsal Yönetim ……. 47

1.9.4. Sermaye Piyasası Kurulu ve Kurumsal Yönetim İlkeleri ……. 49

1.9.5. SPK Kurumsal Yönetim İlkeleri Uyum Raporu …… 51

1.9.6. Kurumsal Yönetim Uyum Derecelendirmesi ……. 52

1.9.7. Borsa İstanbul A.Ş. Kurumsal Yönetim Endeksi ……. 57

## İKİNCİ BÖLÜM
## FİNANSAL PERFORMANS

2.1. Performans Kavramı ve Performansın Boyutları ……... 65

2.2. Performans Yönetimi ……. 67

2.3. Performans Ölçümü Kavramı …….. 67

2.4. Finansal Performans Ölçüm Yöntemleri …….. 69

2.4.1. Hisse Başı Kar Oranı …….. 71

2.4.2. Tobin Q Oranı ……. 71

2.4.3. Piyasa Değeri/Defter Değeri Oranı …… 72

2.4.4. Fiyat - Kazanç Oranı …….. 73

2.4.5. Ekonomik Katma Değer …… 74

2.4.6. DuPont Analizi …… 75

*2.4.6.1. DuPont Analizine Ait Oranlar* …… 77

## ÜÇÜNCÜ BÖLÜM
## KURUMSAL YÖNETİM VE FİNANSAL PERFORMANS İLİŞKİSİ: BORSA İSTANBUL KURUMSAL YÖNETİM ENDEKSİNDE YER ALAN ŞİRKETLERDE BİR UYGULAMA


**3.1. Kurumsal Yönetim ve Finansal Performans İlişkisi Üzerine Yapılan Çalışmalar …… 81**

**3.2. Araştırmanın Amacı ……... 98**

**3.3. Araştırmanın Kapsamı ……... 99**

**3.4. Araştırmanın Değişkenleri ve Modeli ……... 100**

**3.5. Araştırmanın Veri Seti ……... 107**

**3.6. Araştırmanın Yöntemi ve Bulgular ……... 109**

**3.6.1. Yatay Kesit Bağımlılığının Test Edilmesi ……. 110**

**3.6.2. Panel Birim Kök Analizinin Uygulanması …….. 113**

**3.6.3. Panel Eşbütünleşme Testinin Uygulanması …….. 117**

**SONUÇ VE ÖNERİLER ……... 127**

**KAYNAKÇA …….. 133**

**EKLER …… 157**

**EK 1. Kurumsal Yönetim Endeksinde Yer Alan ve Veri Setine Dahil Olan 15 Şirketin 2013:Q1-2017:Q4 Dönemine Ait Finansal Performans Oranları ……... 157**

**EK 2. Kurumsal Yönetim Endeksinde Yer Alan ve Veri Setine Dahil Olan 15 Şirketin 2013:Q1-2017:Q4 Dönemini Kapsayan Kurumsal Yönetim Derecelendirme Notları ……. 165**

**EK 3. Panel Veri Setini Oluşturan Serilere İlişkin Grafikler …… 174**

**ÖZGEÇMİŞ …… 179**

# KISALTMALAR

| | |
|---|---|
| **SPK** | Sermaye Piyasası Kurulu |
| **OECD** | Ekonomik İşbirliği ve Kalkınma Örgütü |
| **TÜSİAD** | Türkiye Sanayicileri ve İşadamları Derneği |
| **ABD** | Amerika Birleşik Devletleri |
| **BDDK** | Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu |
| **TBB** | Türkiye Bankalar Birliği |
| **TKYD** | Türkiye Kurumsal Yönetim Derneği |
| **Yeni TTK** | 6102 Sayılı Türk Ticaret Kanunu |
| **BİST** | Borsa İstanbul A.Ş. |
| **XKURY** | Borsa İstanbul A.Ş. Kurumsal Yönetim Endeksi |

# TABLOLAR


| Tablo No | Tablo Adı | Sayfa |
|---|---|---|
| **Tablo 1.1.** | Kurumsal Yönetim Mekanizmalarının Sınıflandırılması | **22** |
| **Tablo 1.2.** | Anglo-Sakson, Alman, Japon ve Latin Kurumsal Yönetim Sistemlerinin Karşılaştırılması | **29** |
| **Tablo 1.3.** | Bazı Ülkeler Tarafından Oluşturulan Kurumsal Yönetim Kodları | **37** |
| **Tablo 1.4.** | Türkiye'de Kurumsal Yönetim Alanında Yürütülen Çalışmalar | **44** |
| **Tablo 1.5.** | Türkiye'de Kurulan ve SPK Tarafından Yetkilendirilen Kurumsal Yönetim İlkelerine Uyum Derecelendirmesi Yapmaya Yetkili Kuruluşlar | **54** |
| **Tablo 1.6.** | Kurumsal Yönetim Derecelendirme Notları ve Tanımları | **55** |
| **Tablo 1.7.** | Borsa İstanbul Kurumsal Yönetim Endeksi'nde 31.12.2019 Tarihi İtibariyle Yer Alan Firmalar | **57** |
| **Tablo 3.1.** | Kurumsal Yönetim ve Finansal Performans İlişkisi Üzerine Yapılan Çalışmalar | **90** |
| **Tablo 3.2.** | Bağımlı, Bağımsız ve Kontrol Değişkenleri Tablosu | **102** |
| **Tablo 3.3.** | 2013-2017 Yılları Arasındaki 5 Yıllık Dönemde Aralıksız Olarak Borsa İstanbul Kurumsal Yönetim Endeksi'nde Yer Alan ve İmalat Sanayi Sektöründe Faaliyet Gösteren Şirketler | **105** |
| **Tablo 3.4.** | Breusch Pagan (1980) LM Testi'ne Ait Yatay Kesit Bağımlılığı Test Sonuçları | **112** |
| **Tablo 3.5.** | CADF Panel Birim Kök Testi Sonuçları | **115** |
| **Tablo 3.6.** | Tobin Q ve Pay Sahipleri Westerlund (2007) Panel Eşbütünleşme Test İstatistiği Sonuçları | **119** |

| | | |
|---|---|---|
| **Tablo 3.7.** | Tobin Q ve Kamuyu Aydınlatma ve Şeffaflık Westerlund (2007) Panel Eşbütünleşme Test İstatistiği Sonuçları | **119** |
| **Tablo 3.8.** | Tobin Q ve Menfaat Sahipleri Arasındaki Westerlund (2007) Panel Eşbütünleşme Test İstatistiği Sonuçları | **119** |
| **Tablo 3.9.** | Tobin Q ve Yönetim Kurulu Arasındaki Westerlund (2007) Panel Eşbütünleşme Test İstatistiği Sonuçları | **120** |
| **Tablo 3.10.** | Tobin Q ve Toplam Puan Arasındaki Westerlund (2007) Panel Eşbütünleşme Test İstatistiği Sonuçları | **120** |
| **Tablo 3.11.** | Tobin Q ve Firma Büyüklüğü Arasındaki Westerlund (2007) Panel Eşbütünleşme Test İstatistiği Sonuçları | **120** |
| **Tablo 3.12.** | Tobin Q ve Finansal Kaldıraç Oranı Arasındaki Westerlund (2007) Panel Eşbütünleşme Test İstatistiği Sonuçları | **120** |
| **Tablo 3.13.** | Piyasa Değeri/Defter Değeri ve Pay Sahipleri Arasındaki Westerlund (2007) Panel Eşbütünleşme Test İstatistiği Sonuçları | **121** |
| **Tablo 3.14.** | Piyasa Değeri/Defter Değeri ve Kamuyu Aydınlatma ve Şeffaflık Arasındaki Westerlund (2007) Panel Eşbütünleşme Test İstatistiği Sonuçları | **121** |
| **Tablo 3.15.** | Piyasa Değeri/Defter Değeri ve Menfaat Sahipleri Arasındaki Westerlund (2007) Panel Eşbütünleşme Test İstatistiği Sonuçları | **121** |
| **Tablo 3.16.** | Piyasa Değeri/Defter Değeri ve Yönetim Kurulu Arasındaki Westerlund (2007) Panel Eşbütünleşme Test İstatistiği Sonuçları | **121** |
| **Tablo 3.17.** | Piyasa Değeri/Defter Değeri ve Toplam Puan Arasındaki Westerlund (2007) Panel Eşbütünleşme Test İstatistiği Sonuçları | **122** |
| **Tablo 3.18.** | Piyasa Değeri/Defter Değeri ve Firma Büyüklüğü Arasındaki Westerlund (2007) Panel Eşbütünleşme Test İstatistiği Sonuçları | **122** |

| | | |
|---|---|---|
| **Tablo 3.19.** | Piyasa Değeri/Defter Değeri ve Finansal Kaldıraç Oranı Arasındaki Westerlund (2007) Panel Eşbütünleşme Test İstatistiği Sonuçları | **122** |
| **Tablo 3.20.** | Özkaynak Karlılığı ve Pay Sahipleri Arasındaki Westerlund (2007) Panel Eşbütünleşme Test İstatistiği Sonuçları | **122** |
| **Tablo 3.21.** | Özkaynak Karlılığı ve Kamuyu Aydınlatma ve Şeffaflık Arasındaki Westerlund (2007) Panel Eşbütünleşme Test İstatistiği Sonuçları | **123** |
| **Tablo 3.22.** | Özkaynak Karlılığı ve Menfaat Sahipleri Arasındaki Westerlund (2007) Panel Eşbütünleşme Test İstatistiği Sonuçları | **123** |
| **Tablo 3.23.** | Özkaynak Karlılığı ve Yönetim Kurulu Arasındaki Westerlund (2007) Panel Eşbütünleşme Test İstatistiği Sonuçları | **123** |
| **Tablo 3.24.** | Özkaynak Karlılığı ve Toplam Puan Arasındaki Westerlund (2007) Panel Eşbütünleşme Test İstatistiği Sonuçları | **123** |
| **Tablo 3.25** | Özkaynak Karlılığı ve Firma Büyüklüğü Arasındaki Westerlund (2007) Panel Eşbütünleşme Test İstatistiği Sonuçları | **124** |
| **Tablo 3.26.** | Özkaynak Karlılığı ve Finansal Kaldıraç Oranı Arasındaki Westerlund (2007) Panel Eşbütünleşme Test İstatistiği Sonuçları | **124** |
| **Tablo 3.27.** | Aktif Karlılığı ve Pay Sahipleri Arasındaki Westerlund (2007) Panel Eşbütünleşme Test İstatistiği Sonuçları | **124** |
| **Tablo 3.28.** | Aktif Karlılığı ve Kamuyu Aydınlatma ve Şeffaflık Arasındaki Westerlund (2007) Panel Eşbütünleşme Test İstatistiği Sonuçları | **124** |
| **Tablo 3.29.** | Aktif Karlılığı ve Menfaat Sahipleri Arasındaki Westerlund (2007) Panel Eşbütünleşme Test İstatistiği Sonuçları | **125** |
| **Tablo 3.30.** | Aktif Karlılığı ve Yönetim Kurulu Arasındaki Westerlund (2007) Panel Eşbütünleşme Test İstatistiği Sonuçları | **125** |

| | | |
|---|---|---|
| **Tablo 3.31.** | Aktif Karlılığı ve Toplam Puan Arasındaki Westerlund (2007) Panel Eşbütünleşme Test İstatistiği Sonuçları | **125** |
| **Tablo 3.32.** | Aktif Karlılığı ve Firma Büyüklüğü Arasındaki Westerlund (2007) Panel Eşbütünleşme Test İstatistiği Sonuçları | **125** |
| **Tablo 3.33.** | Aktif Karlılığı ve Finansal Kaldıraç Oranı Arasındaki Westerlund (2007) Panel Eşbütünleşme Test İstatistiği Sonuçları | **126** |

# ŞEKİLLER


| Şekil No | Şekil Adı | Sayfa |
|---|---|---|
| **Şekil 1.1.** | Kurumsal Yönetimin Makro Ekonomik Etkileri | **10** |
| **Şekil 1.2.** | Kurumsal Yönetimin Alanında Yapılan Önemli Çalışmalar | **12** |
| **Şekil 1.3.** | 31.12.2019 Tarihi İtibariyle Borsa İstanbul Kurumsal Yönetim Endeksi'nde Yer Alan 50 Şirketin Faaliyette Bulunduğu Sektörlere Göre Dağılımı | **63** |
| **Şekil 3.1.** | 31.12.2019 Tarihi İtibariyle Borsa İstanbul Kurumsal Yönetim Endeksi'nde Yer Alan ve İmalat Sektöründe Faaliyet Gösteren Şirketlerin Alt Sektörlere Göre Dağılımları | **100** |
| **Şekil 3.2.** | Araştırmanın Modeli | **104** |

# GİRİŞ

Küreselleşmeyle birlikte, işletmeler arasındaki rekabetin gün geçtikçe artması işletmelerin daha iyi nasıl yönetilebilecekleri sorusunu akıllara getirmiştir. Çünkü özellikle son yıllarda iş dünyasında görülen ve sonuçları itibariyle tüm dünyayı etkileyen yolsuzlukların, krizlerin ve finansal skandalların yaşanmasındaki en önemli sebeplerinden biri firmaların iyi yönetilememesi olarak görülmüş ve bunun da kurumsal yönetim uygulamalarının yetersizliğinden kaynaklandığı ifade edilmiştir. Tam da bu noktada firmaların yönetim kademesinde ortaya çıkan bu olumsuzlukların neden yaşandığı ve nasıl ortadan kaldırılabileceğiyle alakalı olarak yürütülen çalışmalar kurumsal yönetim kavramını ortaya çıkarmış ve bu kavramın önemi gün geçtikçe artmıştır.

En temel şekliyle, firmayla ilgilenen tüm paydaşlar arasındaki ilişkileri düzenleyen ve firmaların buna göre yönetilerek denetlendiği bir sistem olarak tanımlanan kurumsal yönetim kavramı, firmanın değerini uzun vadede arttırarak işletmeyle ilgili tüm kişi ve kurumlar arasındaki çıkar çatışmalarını çözmeyi amaçlamaktadır.

Son yıllarda en çok araştırılan konuların başında gelen kurumsal yönetimin temel ilkeleri, adil davranma ilkesi, hesap verebilirlik ilkesi, sorumluluk ilkesi ve şeffaflık ilkeleri olarak belirlenmiştir. Bunlardan adil davranma ilkesi, azınlık pay sahipleri de dahil olmak üzere işletmenin tüm pay sahiplerinin hakları ve çıkarlarının korunması ve gözetilmesi anlamına gelirken, hesap verebilirlik ilkesi ise işletme yönetiminin pay sahiplerine karşı olan hesap verme zorunluluğunun yerine getirmesi olarak ifade edilmiştir. Bunlara ek olarak sorumluluk ilkesi tüm paydaşlara karşı işletme yönetiminin baş başa kaldığı sorumluluğu ifade ederken, işletmeyle ilgili her türlü konuda kamuoyu ile doğru, açıklanabilir ve karşılaştırılabilir bilgi paylaşımı yapılması ise şeffaflık ilkesiyle bağdaştırılmıştır.

Bu dört temel ilke esas alınarak başta ABD ve Avrupa ülkeleri olmak üzere birçok ülkede kurumsal yönetime yönelik birtakım yasal düzenlemeler yapılarak tavsiye raporlar yayımlanmış ve başta Ekonomik İşbirliği ve Kalkınma Örgütü (OECD) olmak üzere birçok kurum tarafından konuyla ilgili çalışmalar da yürütülmüştür. Bu noktada tüm dünyada olduğu gibi Türkiye'de de kurumsal yönetim uygulamaları adına gerekli adımlar atılmış olup OECD Kurumsal Yönetim İlkeleri referans alınarak bazı düzenlemelere gidilmiştir. Bu noktada Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurulu, Türk Sanayicileri ve İş Adamları

Derneği, Türkiye Kurumsal Yönetim Derneği, Sermaye Piyasası Kurumu (SPK) gibi kurumların çalışmaları ön plana çıkmıştır. Bu çalışmaların en önemlilerinden biri, ülkemizde sermaye piyasalarının güvenilir ve şeffaf bir biçimde işlem görmesini ve buna bağlı olarak yatırımcıların hak ve menfaatlerini korumayı amaçlayan SPK'nın kendisine kayıtlı olarak faaliyet gösteren firmalar için açıkladığı SPK Kurumsal Yönetim İlkeleri olarak görülmektedir. Bu ilkeler pay sahipleri, kamuyu aydınlatma ve şeffaflık, menfaat sahipleri ve yönetim kurulu olarak adlandırılmıştır. Bu düzenleme temel alınarak Türkiye'de kurumsal yönetim anlayışının daha da yaygınlaşması amacıyla işletmelerin SPK Kurumsal Yönetim İlkeleri'ne uyumlarının derecelendirilmesi amacıyla 31.08.2007 tarihinde Borsa İstanbul Kurumsal Yönetim Endeksi faaliyete girmiştir.

Bu endekste yer alan şirketler için derecelendirme kuruluşları tarafından her yıl kurumsal yönetim ilkelerine uyum notu açıklanmakta ve bu yolla hem menfaat sahiplerinin istediği bilgilere ulaşarak haklarının korunması hem de şirketlerin finansal performansına katkı sağlaması amaçlanmaktadır. Dolayısıyla yetkili derecelendirme kuruluşları tarafından kurumsal yönetim ilkelerine uyum puanları ile şirketlerin finansal performansları arasındaki ilişkinin araştırılması incelenmeye değer bir konu olarak görülmekte ve çalışma bu amaçla yürütülmektedir. Özellikle de bu hususta yürütülen çalışmalara dair literatür incelendiğinde, kurumsal yönetim ile finansal performans arasındaki ilişki çoğunlukla bir bütün olarak incelenmekte, SPK Kurumsal Yönetim İlkeleri'ni meydana getiren her bir ilkenin, muhasebe temelli ve piyasa temelli performans ölçüleri ile ilişkisini açıklamaya yönelik çalışmaların eksikliği dikkat çekmektedir.

Tüm bu gelişmeler ışığında gerçekleştirilen bu tez çalışması üç bölümden oluşmaktadır. İlk bölümde kurumsal yönetim kavramına ait teorik çerçeve detaylı biçimde ele alınmış olup, kurumsal yönetimin amacı, önemi ve faydaları vurgulanmış, ardından kurumsal yönetimin ortaya çıkış sürecine, kurumsal yönetim teorilerine, kurumsal yönetim ilkelerine, kurumsal yönetimin şirket içi ve şirket dışı mekanizmalarına, kurumsal yönetimle ilgili dünyadaki ve Türkiye'deki yasal düzenlemelere ve Borsa İstanbul Kurumsal Yönetim Endeksi'ne değinilmiştir. İkinci bölümde, finansal performansı irdeleyebilmek adına, performans kavramına, performansın boyutlarına, performans yönetimi ve performans ölçümü kavramlarına yer verilmiş olup ardından finansal performans ölçülmesi için kullanılan muhasebe temelli ve piyasa temelli ölçütler arasında yer alan Hisse Başı Kar Oranı, Tobin Q Oranı, Piyasa Değeri / Defter Değeri Oranı, Fiyat /

Kazanç Oranı, Ekonomik Katma Değer ve DuPont Analizi oranlarından bahsedilmiştir. Üçüncü bölümde ise Borsa İstanbul Kurumsal Yönetim Endeksi'nde yer alıp imalat sanayi sektöründe faaliyet gösteren 15 şirketin kurumsal yönetim derecelendirme notları ile finansal performansları arasındaki ilişkiyi inceleyen bu çalışmanın uygulama kısmı yer almaktadır. Çalışmanın sonuç ve öneriler kısmında ise yürütülen çalışma ve elde edilen bulgular özetlenmiş olup ulaşılan sonuçlar ışığında konuyla ilgili ileride yapılacak olan çalışmalar için araştırmacılara tavsiyelerde bulunulmuştur.

# BİRİNCİ BÖLÜM
# KURUMSAL YÖNETİM KAVRAMI VE KAPSAMI

20.yüzyılın başlarından itibaren başlayan sanayileşme süreci tüm dünyayı etkilemiş, bu da özellikle küçük ölçekli atölte tipi işletmelerin yerini büyük miktarlarda üretim yapan fabrikalara bırakmasına yol açmıştır. Sanayileşme sürecinin yarattığı bu etki günümüze kadar devam etmiş, son yıllarda artan rekabetin de etkisiyle işletmeleri, büyüyebilmek, yatırımlarını çeşitlendirmek dolayısıyla rekabetle baş edebilmek adına daha fazla yerli ve yabancı sermayeye sahip olmaya itmiştir.

Özellikle son yıllarda meydana gelen Parmalat, Enron vb. firma yolsuzlukları ile birlikte çoğu firma zor duruma düşerek kapanmış, pay sahiplerinin milyonlarca dolarlık yatırımları yok olmuş ve çoğu çalışan işsiz kalmıştır. Tüm bunlar yatırımcıların ekonomik sisteme olan güvenlerini sarsarak onları tedirginliğe itmiş ve bu durum piyasaları olumsuz yönde etkileyerek işletmelerin yerli ve yabancı sermayeye ulaşımını zorlaştırmıştır (Özsoy, 2011: 11). Ortaya çıkan tüm bu giderilmesi ve sistemin sağlıklı biçimde işleyerek hissedarların ve şirket sahiplerinin çıkarlarının güvence altına alınması adına piyasaları düzenleme yetkisine sahip kurul ve kurumlar tarafından kurumsal yönetim kavramı ortaya atılmış ve buna bağlı olarak çeşitli ilkeler benimsenmiştir.

Bu bağlamda çalışmanın ilk bölümünde kurumsal yönetim kavramına ait teorik çerçeve ele alınmıştır. İlk olarak kurumsal yönetimin amacı, önemi ve faydaları vurgulanmış, ardından kurumsal yönetimin ortaya çıkış sürecinden ve gelişimine neden olan gelişmelerden söz edilmiştir. Sonrasında kurumsal yönetimin teorileri açıklanmış ve kurumsal yönetimin temel ilkelerinden bahsedilmiştir. Bölümün sonunda ise kurumsal yönetimin şirket içi ve şirket dışı mekanizmalarına yer verilmiştir.

## 1.1. Kurumsal Yönetime Genel Bakış

Son yıllarda iş dünyasında yolsuzlukların, krizlerin ve firma skandallarının ortaya çıkmasındaki en önemli sebeplerinden biri olarak firmaların iyi yönetilememesi görülmekte bu da kurumsal yönetim uygulamalarının yetersizliğini göz önüne sermektedir. Bu yetersizlik özellikle tüm dünyadaki araştırmacıların da dikkatini çekmiş ve kurumsal yönetim kavramını günümüzde en çok irdelenen konulardan biri haline getirmiştir.

Bu bağlamda dünyada kurumsal yönetim adına yürütülen ilk hukuksal araştırmalar Amerika Birleşik Devletleri (ABD) ve İngiltere'de yapılmış olup "kurumsal yönetim" (corporate governance) kavramı ilk olarak 1998'de Ekonomik İşbirliği ve Kalkınma Örgütü (OECD) başkanlığında düzenlenen toplantıdaki alınan kararda kullanılmıştır (Güçlü, 2010: 1-2).

İlk kez OECD raporunda bahsedilen ve dünya literatüründe "corporate governance" şekinde kendine yer bulan kurumsal yönetim ülkemizde de özellikle son yıllarda benimsenmeye başlanmış ve yönetişim, iyi yönetişim, kurumsal yönetişim gibi kavramlarla da birlikte kullanılmıştır (Baraz, 2004: 764; Yıldırım ve Demireli, 2009: 82). Fakat özellikle SPK'nın bu konuyla ilgili düzenlediği ilkelere "Kurumsal Yönetim İlkeleri" tabirini kullanması, ortaya çıkan kavram karmaşasının giderildiğinin ve artık kurumsal yönetim kavramının benimsendiğinin bir göstergesi olarak görülmektedir.

### 1.1.1. Kurumsal Yönetim Kavramı

Kurumsal yönetim kavramıyla ilgili çok sayıda tarafın olması farklı bakış açılarıyla kavrama bakılmasına neden olmuş ve bu sebeple literatürde çok farklı tanımlamalar yapılmıştır. Bu tanımlamaların bazılarında kurumsal yönetimin kapsamına dar ve geniş bir perspektiften bakılmış, bazılarında ise kurumsal yönetime ait özellikler ve ilkelerden bir veya birkaçı ön plana çıkarılarak sunulmuştur (Esen ve Yılmaz, 2015: 222). Bu bağlamda yasal otoriteler ve araştırmacılar tarafından kurumsal yönetim kavramı için yapılan ve farklı bakış açılarını temsil eden tanımlamalardan birkaçı aşağıdaki gibidir.

OECD tarafından hazırlanarak 1999 yılında kamuoyuna sunulan OECD Kurumsal Yönetim İlkeleri raporunda kurumsal yönetim, "iş süreçlerinin yönetilmesi ve buna göre kontrol edilmesini sağlayan bir sistemdir" şeklinde tanımlanmış tüm çıkar grupları arasındaki ilişkileri içerdiği vurgulanmıştır (OECD, 1999). Daha sonra yürütülen çalışmalar ile bu tanım güncellenmiş ve daha önce yapılan tanıma ek olarak kurumsal yönetim için, işletmenin yönetiminden yönetim kuruluna, hissedarlardan ve diğer tüm paydaşlara kadar tüm grupların çıkarlarını gözeterek aralarındaki ilişkileri düzenlemeye yarayan, işletme hedeflerinin belirlenmesine yardımcı olan ve bu hedeflere nasıl varılacağını ortaya koyan tanımlaması yapılmıştır (OECD, 2004a).

Türkiye Sanayicileri ve İşadamları Derneği (TÜSİAD) kurumsal yönetimi, kurumun en yüksek performansı göstermesini amaçlayan bir uygulama olarak görmektedir. Ayrıca kurumun hissedarları ve çalışanları dışında nasıl yönetildiğiyle ilgilenen tüm kredi

verenler, yatırımcılar, tedarikçi ve müşteriler açısından da önemli bir kavram olarak ifade edilmektedir (TÜSİAD, 2002: 9; TÜSİAD, 2005: 31).

Shleifer ve Vishny (1997: 737–738) kurumsal yönetimi, yatırımcıların yaptıkları yatırımlarından kazanç elde etme konusunda kendilerini güvence altında hissetmeleri şeklinde tanımlamaktadırlar.

Sloan (2001) kurumsal yönetim için, işletmenin performansını olumsuz etkileyen problemlerin çözülmesini sağlayan bir mekanizma tanımını yapmaktadır.

Colley (2004) kurumsal yönetime "şirketin yönetimi ile diğer tüm çıkar grupları ile arasındaki ilişikler bütününü içeren bir sistemdir" tanımını yapmakta ve kurumsal yönetimi şirketleri yönlendirip ve kontrol etmeye yarayan bir sistem olarak görmektedir.

Demirbaş ve Uyar (2006: 20) tarafından kurumsal yönetime dar ve geniş açıdan bakılmış ve dar anlamda kurumsal yönetimin, bir kurumun ihtiyaç duyduğu her türlü sermayeyi elde etmesine ve etkin şekilde çalışarak ekonomik değer katmasına olanak veren her türlü uygulamaları kapsadığı, geniş anlamda ise modern yaşamdaki insanların amaçlarına ulaşmak adına meydana getirdiği bir kurumdaki yönetimi düzenlemesi şeklinde tanımlanabileceği aktarılmaktadır. Benzer bir sınıflandırma da Doğan (2018: 86) tarafından yapılmakta ve dar anlamda; bir işletme yönetiminin ortakları ve hissedarlarıyla olan ilişkilerini düzenleyen bir mekanizma, geniş anlamda ise işletme ile tüm paydaşlar (hissedarlar, kredi verenler, işletmedeki çalışanlar, mevcut ve potansiyel müşteriler, mal ve hammadde sağlayan tedarikçiler, rakip firmalar, devlet) arasındaki ilişkileri düzenleyen bir sistem olarak kurumsal yönetim kavramı ortaya konmaktadır.

Ataman vd. (2017: 163) kurumsal yönetim kavramını, sadece işletme sahipleri ve yöneticilerinin değil, işletmedeki tüm paydaşların da uyması gereken ilkelerden oluşan yönetim biçimi şeklinde tanımlamaktadır.

Tükenmez vd. (2017: 2) kurumsal yönetime farklı çıkarları olan gruplar arasındaki çeşitli hak ve yükümlülüklerin dağılımından sorumlu olan mekanizma olarak bakmaktadırlar. Benzer bir tanım da Oman (2001: 13) tarafından yapılmakta ve kurumsal yönetim için işletme sahiplerinden yöneticilerine, yöneticilerden yatırımcılara kadar tüm çıkar gruplarının arasındaki ilişkiyi düzenleyen tüm özel ve kamusal düzenlemeleri içeren bir unsur tanımı yapılmaktadır.

Yukarıda bahsi geçen tüm bu tanımlamalar çerçevesinde kurumsal yönetim için, işletmenin iyi ve doğru bir şekilde yönetilebilmesi ve amaçlarına ulaşabilmesi adına ihtiyaç duyduğu yönetim ilkeleri ışığında, işletmeyle ilgili tüm paydaşların çıkarlarının gözetildiği bir yönetim felsefesidir, tanımını yapmak doğru olacaktır.

### 1.1.2. Kurumsal Yönetimin Amacı

Özellikle son yıllarda tüm ülkelerin önem verdiği bir kavram haline gelen kurumsal yönetimi bu kadar önemli hale getiren esas unsurun, tüm işletme ilgililerinin haklarını ve çıkarlarını gözetip, yatırımcıların ihtiyaç duyduğu güven ortamını sağlamasını temel amaç olarak benimsemesi olduğu görülmektedir. Çünkü Pamukçu (2011: 135) ve Çıtak (2006: 146)'a göre kurumsal yönetim uygulamalarının esas amacı, işletmenin etkin bir biçimde yönetilerek hissedarların çıkarlarının korunmasını kolaylaştıracak bir mekanizma oluşturup tüm paydaşların çıkarlarını gözeterek olası çatışmaları azaltmaktır.

Demirbaş ve Uyar (2006: 21) ve TÜSİAD (2002: 9)'a göre kurumsal yönetim; işletmenin ve hissedarların kazançlarını en üst düzeyde gerçekleştirilmesini, yatırımcı haklarının en üst düzeyde gözetilmesini, ortaklara ve tüm topluma daha fazla sorumlu olmayı öğreten uygulamaları benimsetmeyi amaçlamaktadır.

Sönmez ve Toksoy (2011: 58)'a göre ise kurumsal yönetimin temel amaçları şu şekilde sıralanabilmektedir:

- Yönetimin elinde bulundurduğu güç ve yetkiyi kendi lehine kullanmasını engellemek,
- Yönetim kurulunun sorumluluklarını net biçimde ortaya koymak,
- Yönetimde şeffaflık oluşturarak yerli ve yabancı tüm yatırımcıların güvenini sağlamak,
- Şirket performansının arttırılmasına yönelik çalışmalar yürüterek büyüme, karlılık gibi göstergelerin iyileştirilmesini sağlamak.

Bahsedilen bu temel amaçlara ek olarak birçok araştırmacı iyi bir kurumsal yönetimin, işletmelerin amaçlarına ulaşılabilme adına işletmelere katkı sağlayacağını vurgulamaktadır.

### 1.1.3. Kurumsal Yönetimin Önemi

Son yıllarda firmaların iyi yönetilememesi sonucu ortaya çıkan finansal krizler ve firma skandalları kurumsal yönetime duyulan ihtiyacı gittikçe arttırmış ve kurumsal yönetim uygulamalarını benimseyen firmaların ulusal ve uluslararası pazarlarda rekabet üstünlüğünü ele geçirmesine yardımcı olmuştur.

Finansal krizlere ek olarak kurumsal yönetimin öneminin her geçen gün artmasında Dinç ve Abdioğlu (2009: 159)'a göre şirketlerin ortaklık yönetimlerindeki başarısızlıklar, yaşanan suistimaller, özel sektörün yükselen rolü, ülkeler arası ekonomik bağımlılıkların artması gibi faktörler de etkili olmaktadır. Benzer bir bakış açısı da McKinsey tarafından 2000 yılında yapılan "Küresel Yatırımcı Görüşleri Anketi" adlı araştırmada vurgulanmaktadır. Bu araştırmada, kurumsal yönetime olan ilginin artmasında küreselleşmenin hızlanmasının, kapitalizmin gittikçe yayılmasının, özel sektörün öneminin giderek artmasının ve şirketlerin hızla büyümelerinin etkili olduğu belirtilmektedir (McKinsey&Company, 2000).

Kurumsal yönetim kavramına işletmelerin bakış açısıyla bakıldığında, kurumsal yönetimin sermaye maliyetlerini düşürdüğü, finansman imkanlarını ve likiditeyi arttırdığı, krizlerle başa çıkılabilecek imkanlar yaratıp benzer birçok faydalar sunduğu açıkça görülmektedir. Ülke ekonomisi açısından bakıldığında ise uygulandığı ülkenin; ülke imajını yükseltmesi, yabancı sermaye yatırımlarının artırması, piyasaların rekabet gücünü arttırıp kaynakların daha etkin biçimde dağıtılması ve bu yolla refahın sağlanması başta olmak üzere birçok avantaj sağladığı görülmektedir. Dolayısıyla etkin bir biçimde oluşturulmuş ve hem işletmelere hem ülke ekonomisine hakim olabilen kurumsal yönetim uygulamalarının, mevcut sisteme güven duyulmasına yardımcı olmak noktasında önem arz ettiği söylenebilmektedir (Yörük, 2006: 187).

Etkin bir kurumsal yönetim uygulaması ile mevcut kaynakların tüm işletme ilgilileri tarafından en iyi biçimde kullanılması garanti altına alınmaktadır. Çünkü etkin bir kurumsal yönetim, yöneticilere sorumlu oldukları her türlü işlemden ötürü sorumluluk, hesap verme gibi yükümlülükler yüklemektedir (Paslı, 2014: 30). Dolayısıyla başarılı bir kurumsal yönetim yalnızca işletmeye ait kaynakların israfını önlemeye yardımcı olan bir sistem olmayıp aynı zamanda herkes tarafından arzulanan ve şirketle ilgili şeffaflık, kontrol mekanizması ve yatırımcıların güvenlerini sağlama konusunda yardımcı olan bir unsurdur (Uyar, 2004: 158).

### 1.1.4. Kurumsal Yönetimin Faydaları

Ortaya çıkan finansal krizlerin ve firma skandallarının altında yatan en dikkat çekici faktörlerden biri kurumsal yönetim uygulamalarının yetersizliği olarak görülmüş bu bakımdan iyi ve doğru uygulanmış bir kurumsal yönetim uygulamasının başta işletmeler ve ülke ekonomileri olmak üzere her türlü ilgiliye çeşitli faydalar sağlayacağı ifade edilmiştir. Bu noktadan hareketle Todorovic (2013: 47)'de kurumsal yönetimin, işletmenin imajını ve itibarını arttırdığını ve yatırımcı, tedarikçi, müşteri vb. tüm paydaşlara ihtiyaç duydukları güveni kazandırdığını vurgulamaktadır.

Finansal skandalların ve usulsüzlüklerin önlenmesinde etkisi olan kurumsal yönetimin uygulanmasıyla birlikte işletmelerin kazanacağı başlıca faydalar Sönmez ve Toksoy (2011: 58–59) tarafından şu şekilde özetlenmektedir:

- Karşılaşılabilecek krizlere karşı daha dayanıklı bir işletme yapısının oluşturulmasını sağlamaktadır.
- İşletmenin finans piyasalarından daha rahat biçimde finansmana erişimini sağlamaktadır. Bu bakımdan işletmenin doğru bir kurumsal yönetim uygulaması ile sermaye maliyeti azaltılmaktadır.
- İşletmenin rekabet gücünü arttırarak işletmenin performansını yükseltmektedir.
- İşletmenin değerini yükselterek ulusal ve uluslar arası alanda şirket itibarını ve şirkete olan güveni arttırmaktadır.

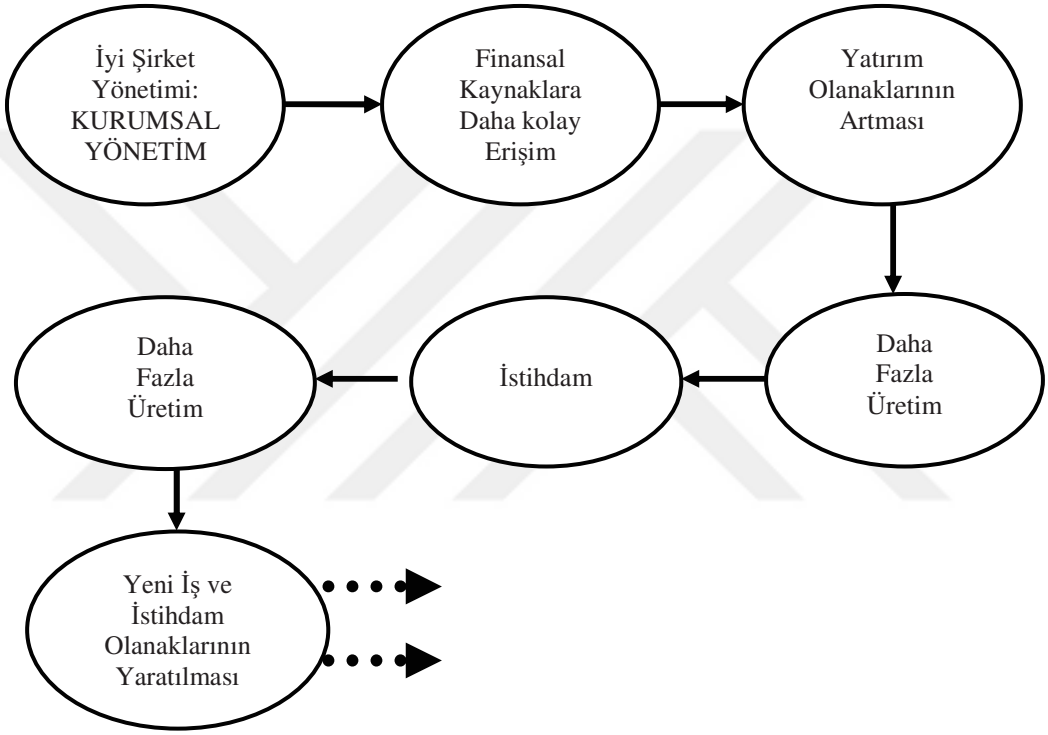
Tüm bunlara ek olarak kurumsal yönetimin yalnızca ilkeleri uygulayan işletmeye değil, işletmeyle ilgilenen tüm çıkar gruplarına da çeşitli faydalar sağladığı vurgulanmaktadır. Çünkü Kula (2006: 49)'ya göre tüm çıkar grupları arasındaki ilişkileri düzenleyen bir unsur olan kurumsal yönetim işletmenin amaçlarına ulaşabilmesini de mümkün kılmaktadır. Bu sayede işletmeler kurumsal yönetimin başarılı olarak uygulandığında rekabet gücünü arttırdığını bilmektedirler.

Kurumsal yönetimin işletmelere ve tüm çıkar gruplarına sağladığı birçok faydasının yanında makro açıdan bakıldığında bir ülkenin içerisinde bulunduğu kurumsal yönetim ortamına, finansal piyasaların gelişmişlik seviyesi ve işletme uygulamalarına kadar birçok faktörü belirlediği de görülmektedir. Dolayısıyla kurumsal yönetim ülkenin imajının olumlu biçimde yükseltilmesinden, sermayenin yurt dışına çıkmasının önlenmesine, güven ortamının sağlanıp yabancı sermaye yatırımlarının artmasından, piyasaların rekabet

gücünün artmasına ve tüm bunlara bağlı olarak ülke içerisindeki ekonomik refahın sağlanması ve sürdürülmesine kadar birçok faktör üzerinde etkili olmaktadır (Yörük, 2006: 187–188; Doğan, 2018: 87).

Yukarıda da bahsedildiği üzere kurumsal yönetimin mikro bazda işletmelere makro bazda da tüm paydaşlara ve ülke ekonomisine olan katkıları Aktan (2013: 172) tarafından Şekil 1.1. deki gibi özetlenmektedir

**Şekil 1.1.** Kurumsal Yönetimin Makro Ekonomik Etkileri




***Kaynak:*** *(Aktan, 2013: 172)*

Sonuç olarak kurumsal yönetime ait uygulamaların başta işletme olmak üzere tüm çıkar gruplarına ve nihayetinde ülke ekonomisine çok sayıda faydası bulunmaktadır. Çünkü Şekil 1.1.'de de aktarıldığı gibi kurumsal yönetimi doğru şekilde uygulayan işletmelerin sermaye maliyetinin azalacağı, finansal kaynaklara daha rahat erişebileceği, yatırım olanaklarının artacağı, bu sayede daha fazla üretim yaparak istihdamı arttıracağı ve böylece işsizliğin azalıp yeni iş ve istihdam imkanlarının yaratılacağı öngörülmektedir.

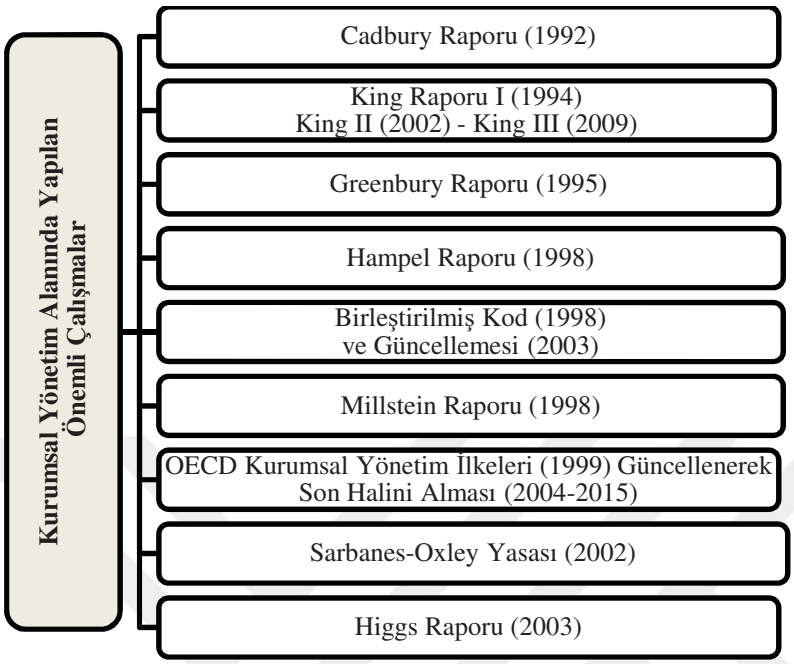
### 1.2. Kurumsal Yönetimin Ortaya Çıkış Süreci

Özellikle üretimin artmasına paralel olarak küçük atölye tipi iş yerlerinin yerini büyük ölçekli işletmelere devrettiği Sanayi Devrimi ile birlikte büyüyen şirket yapıları çok sayıda işçinin çalıştığı işletmelerde yeni birtakım yönetimsel sorunları ortaya çıkarmıştır. 1929 yılında yaşanan ekonomik krizin başta işletmeler olmak üzere tüm ülkeleri etkilemesiyle birlikte krizin etkilerinden kurtularak verimi arttırabilmek adına işletmeler ortaya çıkan yönetimsel sorunlara çözümler aramıştır. Ortaya çıkan sorunlara çözüm aramak amacıyla yürütülen çalışmalar kurumsal yönetim olarak adlandırılmasa da farklı isimlerle kendine yer bulmuştur. Bu bakımdan (Demir, 2013: 3)' e göre görece olarak yeni bir kavram olarak görülen kurumsal yönetim kavramı yerine 1970'lerdeki çalışmalarda paysahibi *(shareholder)* ve menfaat sahibi *(stakeholder)* terimleri kullanılmıştır. 1980'lerde yapılan akademik çalışmalarda *"corporate governance"* olarak adlandırılmıştır. 1990'lardan itibaren ise yatırımcıların baskısıyla hızla büyüyen ve herkes tarafından bilinen bir kavram haline gelmiştir.

"Kurumsal yönetim" kavramının ilk kez kullanıldığı Millstein Raporu ve 1999'da OECD tarafından açıklanan OECD Kurumsal Yönetim İlkeleri ile birlikte kurumsal yönetim başta şirketler olmak üzere tüm ilgililer ve çıkar grupları tarafından benimsenmeye başlamıştır. Dünya genelinde olduğu gibi Türkiye'de de gittikçe önem kazanan kurumsal yönetim uygulamaları için 2000'li yılların başlarında meydana gelen ve tüm dünyayı etkileyen Enron, Parmalat, WorldCom vb. şirket skandalları dönüm noktası olmuştur. Ortaya çıkan bu skandallardan dolayı denetim şirketlerine, sermaye piyasalarına ve en önemlisi şirketlere duyulan güven kaybı kurumsal yönetimin öneminin artmasına neden olmuştur. Kaybedilen güvenin tekrar kazanılması adına 2002 yılında ABD'de Sarbanes - Oxley yasası yürürlüğe girmiştir. Türkiye'de de 2003 yılında SPK tarafından yayımlanıp OECD Kurumsal Yönetim İlkeleri'ni temel alan SPK Kurumsal Yönetim İlkeleri yürürlüğe girmiştir (Güçlü, 2010: 1–3).

Çalışmanın ilerleyen kısımlarında detaylı olarak yer verilecek olan ve kurumsal yönetimin tarihsel gelişimi açısından önemli sayılacak gelişmeler ise kronolojik olarak şu şekilde özetlenebilmektedir:

**Şekil 1.2.** Kurumsal Yönetimin Alanında Yapılan Önemli Çalışmalar




### 1.3. Kurumsal Yönetim Anlayışının Gelişmesinin Nedenleri

Günümüzde her alanda yaşanan hızlı değişim ve gelişim süreci işletmeleri de etkilemiş ve işletme yönetiminde yeni anlayışların ortaya çıkmasına neden olmuştur. Kurumsal yönetim de yaşanan bu süreçte ortaya çıkan anlayışlardan bir tanesi olarak ön plana çıkmaktadır.

İşletmeler ile hissedarlar ve diğer tüm paydaş grupları arasındaki ilişkilerin kurallarını belirleyen bir yaklaşım olarak görülen kurumsal yönetim anlayışını ortaya çıkaran gelişmeler şu şekilde sıralanmaktadır:

- Küreselleşme ve Uluslararası Sermaye Hareketliliğinin Artması: Ticari anlamda ülkeler arasındaki sınırların kalkması anlamına gelen küreselleşme ile birlikte uluslararası sermaye hareketleri değişmeye başlamış ve yatırımcıların güven sorunu ortaya çıkmıştır. Fakat yatırımcıların yatırım yaptıkları ülkelerdeki mevcut yönetim anlayışlarında meydana gelen farklılıkları azaltmak ve yatırımcıların güvenini kazanma adına yasal birtakım düzenlemelere gidilmiş ve bu yolla kurumsal yönetim önem kazanmıştır (Seyidoğlu, 2003: 142; Demirbaş ve Uyar, 2006; 36; Aktan 2013: 163).
- Özelleştirme: Özellikle İngiltere'de başlayarak son yıllarda dünya genelinde yaygınlaşan özelleştirme akımı kurumsal yönetime önem verilmesinde son derece önemli

bir gelişme olarak görülmektedir. Kamuya ait ekonomik birimlerin özel sektöre devredilmeye başlanması ve özelleştirme çalışmalarında özellikle halka arz yönteminin uygulanmasıyla birlikte menkul kıymet borsaları daha da önemli noktaya gelmiş ve bu sayede özellikle küçük yatırımcıların haklarının koruma altına alınması konusu kurumsal yönetime olan ihtiyacı arttırmıştır (Aktan, 2013: 163 ; Becht vd., 2005: 4; Çatıkkaş, 2013: 4).

- Finansal Krizler ve Yaşanan Şirket Skandalları: 1997 yılında meydana gelerek tüm dünya ekonomilerini olumsuz yönde etkileyen Asya krizi ile birlikte piyasalardaki mevcut kurumsal yönetim uygulamalarının yetersiz olduğu ortaya çıkmıştır (Becht vd., 2005: 7; Çatıkkaş, 2013: 4; Esen ve Yılmaz, 2015: 225). Yaşanan bu finansal krizlere ek olarak, Enron vb. şirket skandalları da kurumsal yönetime duyulan ihtiyacı arttıran gelişmeler olarak görülmektedir. Çünkü yaşanılan finansal skandallar ile birlikte sermaye piyasalarına olan güven sarsılmış ve bu güveni yeniden kazanmak amacıyla yürütülen çalışmalar da kurumsal yönetim kavramını ortaya çıkarmıştır. Tüm bunların sonucunda şirketler ileride yaşanması muhtemel skandallardan korunma adına kurumsal yönetim ilkelerini ve uygulamalarını benimsemişlerdir. Yasal otoriteler tarafından ise gelecekte yaşanabilecek skandallar ve krizlerin önüne geçmek adına kurumsal yönetim ilkeleri yayınlanarak konuyla ilgili yasal düzenlemeler hayata geçirilmiştir (Dinç ve Abdioğlu, 2009: 156; Çonkar vd., 2011: 86; Çatıkkaş, 2013: 4–5).

Yukarıda bahsedilen tüm bu gelişmeler sonrasında kurumsal yönetim anlayışı, özellikle çok uluslu organizasyonlarda olmak üzere tüm dünyada ciddi şekilde tartışılmaya başlanmış ve bunun sonucunda işletmeler kendileri adına en iyi sonucu verecek olan bir yönetim biçimini uygulamak için harekete geçmişlerdir. Kurumsal yönetimin, işletmelerin ve ülke ekonomilerinin gelişimine sağladığı katkı ortaya çıktıkça da birçok ülkenin temel ilkelere bağlı kalarak kendilerine ait kurumsal yönetim ilkelerini oluşturmaya başladığı görülmüştür.

### 1.4. Kurumsal Yönetime Teorik Açıdan Bakış

Kurumsal yönetimi etkileyerek gelişimine katkı sağlayan bazı teorik yaklaşımlar; muhasebe, finans, sosyoloji gibi birçok disiplinin köklerine dayanmaktadır (Özsoy, 2011: 17). Dolayısıyla Doğan (2018: 87)'a göre bu disiplinlerden etkilenerek meydana gelen ve çeşitli teorileri bünyesinde barındıran kurumsal yönetime ait temeller, büyüyen ve halka

açılan işletmelerin sahipliği ile işletmelerin yönetiminin menfaatlerinin çatışması üzerine uygulanan çalışmalara dayanmaktadır.

İşletmelerin ekonomik ve sosyal birimler olması ve her ülkenin kültürel, sosyal, ekonomik yapısının farklı olması sebebiyle dünyada uygulanan kurumsal yönetim sistemlerinin ülkelerin çeşitli olanaklarına göre ulusal düzeyde şekillendiği görülmektedir. Bu sebeple kurumsal yönetimin tek bir teori ile açıklanmasının yeterli olmadığı, herkes tarafından kabul edilen, genel geçer bir kurumsal yönetim teorisi geliştirmenin mümkün olmadığı görülmektedir (Carpenter ve Feroz, 1992; Filatotchev ve Boyd 2009; Mallin 2013: 9–12; Doğan 2018: 87).

Sonuç olarak kurumsal yönetim ekonomik, yasal, kültürel birçok faktörden güç alan ve bu yapısal faktörlere göre şekillenen oldukça karmaşık bir unsurdur. Bu bakımdan farklı ülkelerdeki kurumsal yönetim uygulamalarının da birbirinden farklı olması son derece doğaldır. Dolayısıyla birçok farklı disiplin ve yaklaşımın etkisiyle geliştirilen kurumsal yönetime farklı açılardan bakılarak çok çeşitli teoriler geliştirilmiştir. Bu teorilerin başlıcaları; Vekâlet Teorisi (Agency Theory), Temsil Teorisi (Stewardship Theory), Menfaat Sahipleri (Paydaş) Teorisi (Stakeholder Theory) ve İşlem Maliyetleri Teorisi (Transaction Costs Theory) şeklinde literatürde kendine yer bulmaktadır.

### 1.4.1. Vekâlet Teorisi (Agency Theory):

Anonim şirketlerin iktisadi anlamda sahibi sayılan kişiler, şirket paylarının maliki olan pay sahipleridir. Buna rağmen pay sahiplerinin sadece bu sahiplikten kaynaklanan bir yönetim yetkisi bulunmamaktadır. Çünkü anonim şirketlerde yönetim, yönetim kurulu tarafında icra edilen bir görev olup pay sahiplerinin şirket yönetiminde yer almasının yegane yolu, tüm pay sahiplerinin katılımıyla toplanan genel kurulda yapılacak oylama ile yönetim kuruluna üye olarak seçilmekten geçmektedir. Bu sebeple pay sahipliği (yani şirketin iktisadi anlamda sahibi, “asil”, “principal) ile yönetim (yani şirketin idare organı olan yönetim kurulu, “vekil”, “agent) birbirinden ayrılan kavramlar olarak göze çarpmaktadır (Demir, 2013: 36–37). Dolayısıyla işletmelerin büyüyüp organizasyon yapısının karmaşık hale gelmesiyle birlikte özellikle çok uluslu işletmelerdeki pay sahiplerinin üçüncü kişileri yönetim kurulunda görevlendirdiği düşünüldüğünde, şirket sahipleri ile bu şirketi yönetecek olan yöneticiler arasında bir vekalet sorunu (agency problem) ortaya çıkmaktadır.

Vekalet teorisi kavramından ilk olarak Adam Smith'in 1776 yılında yayımladığı "Ulusların Zenginliği" adlı eserde bahsedilmiştir. Adam Smith (1937: 700), şirket yöneticilerinin kendi paralarını harcarken gösterdikleri özeni başkalarının paralarını harcarken göstermelerinin beklenemeyeceğini dolayısıyla ihmalkârlık ve israfın şirket yönetiminde kaçınılmaz olduğunu söylemektedir.

Mallin (2013:16)'e göre kurumsal yönetimin ortaya çıkışında ve gelişiminde en büyük rolü oynayan vekalet teorisi, Berle ve Means (1932), Alchian ve Demsets (1972) gibi önemli araştırmacılar tarafından irdelenmiş ve özellikle Jensen ve Meckling (1976)'in çalışmalarıyla önemli bir noktaya gelmiştir.

Jensen ve Meckling (1976), vekalet verenin iki taraf arasında yapılan sözleşmeye bağlı olarak bazı faaliyetleri kendisinin yerine yürütebilmesi adına vekili olarak görevlendirmesini vekalet teorisi şeklinde tanımlamaktadır. Pay sahiplerini asil (vekaleti veren), yöneticileri ise vekil olarak gören Jensen ve Meckling asillerin kendi çıkarlarını gözetmek adına vekilleri sürekli kontrol edebileceklerini bunun da vekalet maliyetlerine yol açabileceğini öngörmüştür. Buna göre vekalet maliyetleri, vekaleti verenin yüklendiği denetim maliyetinden, sözleşmeden kaynaklanan maliyetlerden ve önlenemeyen maliyetlerden oluşmaktadır.

Benzer bir yaklaşım da Eisenhardt (1989: 61) tarafından ortaya atılmış ve bu teorideki vekalet ilişkisinin varlığı ile beraber bazı problemlerin ortaya çıkabileceği vurgulanmıştır. Bunlardan ilki vekaleti verenle (asil), vekilin istek ve amaçlarının farklılaştığı ve çatışma yaşandığı durumda otaya çıkmaktadır. Diğer problem ise vekalet verenin tam olarak vekilin kararlarından emin olmaması yani vekilin ne yaptığının bilinmesinin zor ve pahalı bir uğraş olmasından dolayı bunun da bir maliyete yol açması durumudur.

Tüm bunların yanında Doğan (2018: 87–88)'a göre amaçları ve çıkarları farklı iki tarafın aralarında ortaya çıkan problemleri inceleyen bir yaklaşım olan vekalet teorisine farklı eleştiriler de yapılmıştır. Vekil konumundaki yöneticilerin yalnızca maddi açıdan motive edilebildiği ve motivasyon unsurunun hiç dikkate alınmadığı hususu bu eleştirilerden biridir. Bir diğer eleştiri, teorinin tek taraflı bir bakış açısına sahip olduğu ve olaylara sadece paydaşlar penceresinden bakıldığı şeklindedir. Bu eleştirilere ek olarak Özsoy (2011: 21) tarafından da benzer konu irdelenmiş ve vekalet teorisinde vekillerin sahip oldukları değerlere ve güdülere yeterince yer verilmediği vurgulanmıştır. Ayrıca

birçok akademisyenin de ampirik olarak teoriyi destekleyecek çalışmaları yetersiz gördüğünü belirtmiştir.

### 1.4.2. Temsil Teorisi (Stewardship Theory)

Yukarıda da bahsedildiği üzere bazı araştırmacılar tarafından vekalet teorisine yöneticilerin kişisel çıkarlarını ön planda tuttuğu yönünde eleştiriler yapılmıştır. Bu eleştiriler üzerine yönetici davranışlarını açıklamak amacıyla vekalet teorisine alternatif bir teori geliştirilmiştir. Vekalet teorisinin tam zıttı olacak şekilde varsayımları bulunan bu teoriye temsil veya hizmetkarlık teorisi (stewardship theory) adı verilmiştir (Mallin, 2013: 20; Doğan, 2018: 88).

Donaldson ve Davis (1991) vekalet teorisindeki bakış açısının aksine yöneticilere örgüt sosyolojisi ve psikolojisi penceresinden bakmış ve yöneticilerin parasal ödüller dışında başka güdülerinin de olduğunu dolayısıyla yöneticilerin firma sahipleri ile çatışmadan kaçınacaklarını ileri sürmüştür. Bu bağlamda temsil teorisi bakış açısıyla bakıldığında yöneticiler şirketlerin hizmetkarı konumundadır ve bütün enerjileriyle şirketin karı ile pay sahiplerinin getirilerini yükseltmek amacıyla çalışmaktadırlar.

Vekalet teorisinin aksine yöneticinin kendi maddi çıkarlarını gözetmek yerine yönettiği şirketin bir hizmetkarıymış gibi davranış sergilemesini konu alan temsil teorisine Turnbull (1997) tarafından çeşitli eleştiriler yöneltilmiştir. Turnbull'a göre bu teoriyi çoğunlukla işletme profesörleri savunmaktadır. Çünkü bu teorinin savunulmasıyla birlikte işletme öğrencilerinin yönetimsel becerilerinin destekleneceğini ayrıca işletme fakültelerinde ve toplum gözünde yöneticilik kavramının onore edileceğini düşündüklerini iddia etmektedir. Temsil teorisine yönelik bir diğer eleştiri de Doğan (2018: 89) tarafından ortaya atılmış ve bu teorinin yönetici ve paysahipleri arasındaki muhtemel menfaat çatışmalarını göz ardı ettiğini ifade etmiştir.

Sonuç olarak temsil teorisi, yöneticilerin çıkarları ile pay sahiplerinin çıkarlarının çatışma halinde olmadığı aksine ortak amaçlara sahip olduklarını ortaya koyan bir teori olarak literatürde kendine yer bulmuştur. Fakat özellikle yaşanan şirket skandalları ve finansal krizler sonrası bu teoriyi savunan araştırmacıların da teoriden uzaklaştıkları görülmektedir.

### 1.4.3. Menfaat Sahipleri (Paydaş) Teorisi (Stakeholder Theory)

Paydaş teorisini (stakeholder theory) anlayabilmek için öncelikle paydaş kavramını tanımlamak gerekmektedir. Freeman vd. (2010: 9) ve Donaldson ve Preston (1995: 69)'a göre örgütün amaç ve hedeflerinden etkilenen tüm grup ve kişiler paydaş olarak ifade edilmiş ve pay sahipleri, finansal kurumlar, tüketiciler, çalışanlar, sendikalar, yatırımcılar, politik gruplar, tedarikçiler ve devlet işletmenin paydaşları olarak sıralanmıştır.

Paydaş teorisinin temelleri vekâlet teorisine getirilen eleştirilere dayanmaktadır. Vekâlet teorisinin; vekaleti alan yöneticilerin, vekaleti veren pay sahiplerine karşı sorumluluklarını inceleyen bir teori olduğu düşünüldüğünde, diğer paydaşların da kendilerine göre menfaatlerinin olması vekâlet teorisinin bazı akademisyenler tarafından eleştirilmesine sebebiyet vermiştir. Bu noktadan hareketle vekalet teorisinin aksine paydaş teorisi, yöneticilerin yalnızca pay sahiplerine değil tüm paydaşlara karşı eşit derecede sorumlu olduğunu savunan bir yaklaşımdır (Donaldson ve Preston, 1995: 68; Mallin, 2013: 20; Fekadu, 2015: 1203; Doğan, 2018: 90).

Paydaş teorisine göre tüm paydaşların çıkarları içsel bir değere sahiptir ve tek başına hiçbir grubun çıkarı diğerinden baskın olmamalıdır. Paydaş teorisine yapılan eleştiriler de bu noktada ortaya çıkmaktadır. Çünkü teori, menfaatleri birbirinden farklı olan çeşitli paydaş grupları arasında yöneticinin ne şekilde bir denge politikası yürütmesi gerektiği sorusuna net bir cevap vermemekte ve bu durum uygulamada güçlüklere neden olmaktadır. Teoriye yöneltilen bir başka eleştiri de yöneticiye yüklediği yük üzerinedir. Başka teorilerde yönetici firma amaçlarına ulaşabilmek adına yalnızca pay sahiplerine hizmet etmeye yönlendirilmişken paydaş teorisinde tüm paydaşlara yani birçok efendiye hizmet etmeye yönlendirilmektedir (Özsoy, 2011: 36–37; Doğan 2018: 91).

### 1.4.4. İşlem Maliyetleri Teorisi (Transaction Costs Theory)

Özellikle 1970'li yıllarda örgüt kavramına iktisadi bir bakış açısıyla bakılmış ve bunun sonucunda 1980 ve 1990'larda yeni örgüt kuramları ortaya çıkmıştır. Ortaya çıkan iktisadi temelli bu teorilerin en çok ses getirenlerinden biri de işlem maliyetleri teorisi olarak görülmektedir. İşlem maliyetleri yaklaşımının temeli 1937'de Ronald Coase'in yayımladığı The Nature of Firms adlı eserde "firmalar neden vardır?" sorusunun sorulmasıyla atılmıştır. Ardından bu teori Oliver Williamson tarafından geliştirilmiş ve literatürde kendine yer bulmuştur (Kalemci, 2013: 56–58; Demirhan ve Sadioğlu, 2016: 106).

Ekonomi açısından bakıldığında; piyasa kavramı alıcı ve satıcının karşılaştığı yer anlamına gelmekte, mübadele (işlem) kavramı ise en basit ifadeyle piyasada karşılaşan alıcı ve satıcı arasındaki değişimi ifade etmektedir. Dolayısıyla işlem maliyetleri kavramı ile bahsedilen şey değişim sırasında ortaya çıkan ve katlanılan maliyetlerdir. Bu bağlamda işlem maliyetleri teorisinin ana fikri, değişim sonucu ortaya çıkacak olan bu maliyetin mümkün olan en düşük seviyede tutulmasına yönelik çalışmalar yapmaktır. Özsoy (2011: 23) da firma sahiplerinin ana amaçlarından birinin işlem maliyetlerini mümkün olan en düşük seviyede tutabilmek olduğunu savunmaktadır.

Doğan (2018: 92)' a göre örgütleri birer açık sistem şeklinde gören işlem maliyetleri teorisi ile vekalet teorisi oldukça farklı anlayışları temsil etmelerinin yanında iki yaklaşımın ortak noktaları da mevcuttur. Mallin (2013: 19)'e göre iki yaklaşım da yönetim kurulunu "kontrol aracı" olarak görmektedir. Buna ek olarak Özsoy (2011: 28) ise iki yaklaşımda da firma sahiplerinin, tüm paydaşlarla olan ilişkilerde firmanın amaç ve hedeflerine ulaşmasını sağlayacak biçimde çaba gösterdiğini ayrıca firma sahiplerinin ekonomik etkinliği arttıracak ve mümkün olan en az işlem veya vekalet maliyetiyle faaliyetleri gerçekleştirmesi gerektiğini ifade etmiştir.

### 1.5. Kurumsal Yönetimin Temel İlkeleri

Kurumsal yönetimle ilgili yaptığı çalışmalarla tüm dünyada öncü kuruluş olarak görülen OECD tarafından 1999 yılında yayımlanarak herkes tarafından kabul gören temel ilkeler; Adil Davranma İlkesi, Hesap Verebilirlik İlkesi, Sorumluluk İlkesi, Şeffaflık İlkesi olarak belirlenmiştir.

- *Adil Davranma İlkesi:* Kurumsal yönetimin temel ilkelerinden olan adil davranma ilkesi yerine kimi yazarlar tarafından adaletlilik (Demirbaş ve Uyar, 2006: 24), hakkaniyet (Paslı, 2004: 52), dürüstlük (Karasu, 2013: 46), adalet ve eşitlik (Yıldırım ve Demireli, 2009: 83) ve adillik (Güçlü, 2010: 11) gibi kavramlar da kullanılmaktadır. Bu bakımdan adil davranma ilkesi, işletmedeki tüm azınlık pay sahiplerini de içermek üzere pay sahiplerinin haklarının ve çıkarlarının korunmasını ve işletmeye mal sağlayan tedarikçi kişi veya gruplarla imzalanan sözleşmelerin uygulanabilir olması anlamına gelmektedir.

Pay sahiplerinin bilgiye erişimine ve inceleme hakkına, genel kurula katılım ve oy kullanma hakkına, kar payı alma hakkına ve azınlık haklarına detaylı biçimde yer verilen adil davranma ilkesi, eşit işlem ilkesi ile birçok konuda örtüşmektedir. Dolayısıyla yalnızca

pay sahiplerine değil, çalışan, alacaklı, müşteri gibi işletmeyle menfaati bulunan tüm ilgililere karşı eşit uzaklıkta olunmalıdır (Demirbaş ve Uyar 2006: 24; Dinç ve Abdioğlu, 2009: 160). Paslı (2004: 52) ve Doğan (2007: 50–51) tarafından da benzer ifadeler kullanılmakta ve hem pay sahipleri hem de tüm kesimlere karşı eşit mesafede durulması ve sadece belirli bir kesimin değil tüm çıkar sahiplerinin haklarının gözetilmesi gerektiği ifade edilmektedir. Bu bağlamda adil davranma ilkesi ileriki bölümlerde incelenecek olan SPK Kurumsal Yönetim İlkeleri'nde de kendine eşitlik ilkesi olarak yer bulmuş ve şirket yönetiminin yürüttüğü her faaliyette her çıkar grubuna eşit mesafede durulması gerektiği vurgulanmıştır.

- *Hesap Verebilirlik İlkesi:* Bazı yazarlar tarafından iç sorumluluk ilkesi (Paslı, 2014: 55) veya hesap verme yükümlülüğü (Aktan, 2013: 168), olarak da adlandırılan hesap verebilirlik ilkesi; bir bireyin veya grubun, kendisine hesap sorma yetkisine sahip olan kişi veya gruba karşı yaptığı her türlü eylemi savunup gerektiğinde nedenleri ile birlikte açıklayabilmesi şeklinde tanımlanmıştır.

İşletmeler açısından olaya bakıldığında ise, işletme yönetiminin pay sahiplerine karşı hesap verme zorunluluğu anlamına gelen hesap verebilirlik ilkesinin bu yönüyle sadece faaliyet sonrasını kapsadığı ve şeffaflık ilkesinden ayrıldığı görülmektedir. Fakat başta pay sahipleri olarak diğer tüm çıkar sahiplerinin, işletme yönetiminin aldığı kararları ve yürüttüğü faaliyetleri sorgulayabilmesine yarayan hesap verebilirlik ilkesi, hem şeffaflık hem de sorumluluk ilkesi ile yakından ilişkili olarak görülmektedir. Dolayısıyla hesap verebilirlik ilkesinin uygulanmadığı işletmelerdeki yöneticilerin; pay sahiplerinin ve tüm paydaşların çıkarlarını gözetmeleri beklenemeyecek olup finansal tablo ve raporlarının da doğruluğu mümkün olmayacaktır (Doğan, 2007: 53–54; Pamukçu, 2011: 136).

- *Sorumluluk İlkesi:* Sorumluluk ilkesi, şirket adına yürütülen faaliyetlerin mevzuata, ana sözleşmeye ve şirket içi düzenlemelere uygunluğunun ortaya konularak denetlenmesi gerektiği anlamına gelmektedir. Bu ilke ile şirket üst yönetiminin görev ve sorumlulukları açık bir biçimde belirtilmiştir (Sönmez ve Toksoy, 2011: 66). Bu bakımdan şirket faaliyetlerinden birinci derece sorumlu olan ve sorumluluk ilkesinde açıkça belirtilen yönetim kuruluna ait başlıca sorumluluklar aşağıdaki gibidir (Aktan, 2013: 163–164):

- Şirkete ait hedefleri belirleyerek, bu hedeflere ulaşmayı sağlayacak stratejiler geliştirmek,

- Şirketin idari ve mali denetimini sağlamak ve bu sayede stratejik ve mali açıdan şirketin performansını irdeleyerek olası olumsuzluklara karşı önlemler almak,
- Şirketin, hissedarlara ve tüm çıkar gruplarına yönelik iletişimini ve ilişkilerini düzenlemek,
- Şirket ve çalışanlara yönelik iş ahlakı kurallarını belirleyerek uygulanmasını sağlamak.

Paslı (2004: 57) ve Güçlü (2010: 12) de şirketin dışındaki unsurlara karşı olan sorumluluğu kavramına vurgu yaparak bu ilkede yöneticilerin sorumluluğunun yalnızca pay sahiplerine değil pay sahipleri dışındaki ilgililere de yönelik olduğunu ve bu açıdan sosyal düşünceyi yerleştirme esasına dayandığı için "dış sorumluluk ilkesi" olarak da adlandırılabildiğini vurgulamışlardır.

Sonuç olarak sorumluluk ilkesi en geniş ifadeyle şirketin tüm paydaşlarına karşı olan sorumluluğunu ifade etmektedir ve bu ilke işi veren yöneticinin verilen işlerin yapılıp yapılmadığını sorgulamasına imkan sağlaması sebebiyle hesap verebilirlik ilkesiyle de örtüşmektedir.

- *Şeffaflık İlkesi:* Günümüzde rekabetin hızla arttığı, işletmelerin rekabet avantajı sağlayabilmek adına finansal kaynaklara ihtiyaç duyduğu bir ortamda, ihtiyaç duyulan bu kaynakların elde edilebilmesi için şirketlerin yatırımcıların güvenini kazanacak uygulamalara yönelmesi önemli hale gelmiştir. Bu noktada kurumsal yönetime duyulan ihtiyaç ön plana çıkmış ve temel ilkelerden olan şeffaflık ilkesi işletmelerin istenilen güven ortamını sağlayabilmesi adına önem kazanmıştır.

Kurumsal yönetim; şirketle ilgili tüm konularda doğru açıklama yapılmasının gerekliliği üzerinde duran bir felsefedir. Dolayısıyla kurumsal yönetimle iç içe geçmiş bir ilke olan şeffaflık ilkesi işletmelerin kamuoyu ile doğru, karşılaştırılabilir ve net bilgi paylaşımı yapması anlamına gelmekte ve bu bilgilere ait paylaşımın doğru zamanda ve ortamda yapılması gerekmektedir (TKYD, 2011: 16; Pamukçu, 2011: 136; Aktan, 2013: 166).

Ayrıca şeffaflık ilkesi gereğince, işletmeye ait finansal tabloların; kapsamlı, anlaşılabilir ve gerçek sonuçları gösterecek biçimde hazırlanmış ve mali tablolara yansıyan işlem ve olguların tamamıyla açıklanmış olması gerekmektedir. Bahsedilen bilgilerin tüm kamuoyuna açıklanması, hem potansiyel yatırımcı hem pay sahibi hem de tüm ilgililerin

şirket hakkındaki güvenini artıran bir unsur olarak görülmektedir. Bu sebeple çeşitli ülkelerde uygulanan standartlardaki farklılıklar da göz önüne alındığında mali tabloların evrensel açıdan karşılaştırılabilir olabilmesi adına genel kabul görmüş muhasebe ve denetim standartlarına uyularak finansal tablolar hazırlanmalıdır (Güçlü 2011: 11-12; Paslı 2004: 54).

Tüm bunlara ek olarak Doğan (2007: 53) tarafından şeffaflık ilkesinin doğası gereği hesap verebilirlik ilkesiyle de yakından ilişkili olduğu sonucu çıkartılmaktadır. Şeffaflığın amacının, kişi ya da kurumların hatalı politikalarının ilgililerce fark edilerek bundan sorumlu tutulabilmesini sağlamak olarak görüldüğü noktada, şeffaflığın olmayacağı bir ortamda hesap verebilirliğin de tam anlamıyla sağlanamayacağı ve ilgililerin işletmede yürütülen faaliyetlere tam anlamıyla hakim olamayacağı görülmektedir.

### 1.6. Kurumsal Yönetim Mekanizmaları

Pay sahiplerinden yöneticilere, yatırımcılardan çalışanlara kadar işletme içerisindeki her ilgilinin haklarının korunmasına yardımcı olacak mekanizmalar mevcuttur. Mevcut olan bu mekanizmalar, hak sahibi olan kişi veya kurumların, söz sahibi olanları kontrol edebilmesine yardımcı olmaktadır. Tam da bu noktada pay sahipleri ile yöneticiler arasında meydana gelebilecek muhtemel çıkar çatışmalarını önleyebilmek ve etkin çözümler sunabilmek adına kurumsal yönetim mekanizmalarına ihtiyaç duyulmaktadır. Dolayısıyla kurumsal yönetim mekanizmalarının, kurumsal yönetimin söz sahiplerini kontrol altında tutabilmek maksadıyla dizayn ettiği ve işletmedeki tüm menfaat sahiplerinin olası çıkar çatışmalarını azaltmak amacıyla kullanılan mekanizmaları kapsadığı görülmektedir.

Kurumsal yönetim mekanizmaları işletmelerde kurumsal yönetim anlayışının uygulanabilmesi noktasında büyük rol oynamaktadır. Bu sebeple işletmelerin sürekliliğinin sağlanmasında kurumsal yönetim uygulamalarının kurumsal yönetim mekanizmaları tarafından oluşturulup bu sayede de sürekliliğinin sağlanması gerekmektedir (Dinç ve Abdioğlu, 2009: 168). Çünkü Şengür ve Püskül (2011: 46)'e göre işletmelerde kurumsal yönetim mekanizmaları tarafından oluşturulan kurumsal yönetim uygulamaları işletmelerin düşük sermaye maliyeti ile kaynağa ulaşmalarına ve mevcut finansman olanaklarını arttırmalarına katkı sağlamaktadır. Dolayısıyla kurumsal yönetim mekanizmaları işletmelerin performanslarını etkileyen en önemli unsurlardan biri olarak görülmektedir.

Kurumsal yönetim uygulamalarının başarıya ulaşabilmesi adına gerekli olan kurumsal yönetim mekanizmalarıyla ilgili farklı kaynaklarda çok farklı sınıflandırmalar yapılmıştır.

Menteş (2009) ve Damak (2013: 63) kurumsal yönetim mekanizmalarını şirket içi ve şirket dışı mekanizmalar olarak sınıflandırmışlardır. Şirket içi mekanizmaların, şirket içerisindeki mevcut güçlerin kontrolü altında olduğunu ve kontrol eden bu güçler tarafından şekillendirildiğini aktarırken; şirket dışı mekanizmaların şirket dışındaki güçler ve piyasa koşulları vasıtasıyla belirlendiğini ifade etmişlerdir. Ayrıca şirket içi mekanizmaların; yönetim kurulu, denetim komiteleri, denetçi, mülkiyet yapısı ve denetleme kurulundan, şirket dışı mekanizmaların ise; finansal piyasa, ürün ve hizmetlerin pazarı ve işgücü pazarının yöneticilerinden oluştuğu aktarılmıştır.

Denis ve McConnell (2003)'ın yürüttüğü çalışmada da kurumsal yönetim mekanizmaları ele alınmış ve mekanizmaların birinci ve ikinci kuşak olarak sınıflandırılması gerektiği ifade edilmiştir. Yönetim kurulu, ortaklık yapısı, yönetici ücreti, yatırımcı ilişkileri, en iyi uygulama kodları, şirket satın almaları, yönetici piyasası, ürün piyasası ve aktif hissedarlığın birinci kuşak araştırmalara dahil olduğu, yasal sistemin ise ikinci kuşak araştırmalar içerisinde yer aldığı belirtilmiştir.

Ülgen ve Mirze (2004: 430) kurumsal yönetim mekanizmalarını içsel ve dışsal yönetim mekanizmaları olarak sınıflandırmıştır. İçsel yönetim mekanizmaları; yönetim kurulları, güçlendirilen pay sahipleri ve yöneticilere ait ücret ve teşvikler, dışsal mekanizmaları ise yöneticinin emek pazarı, sermaye piyasasında görülen ve satın almaları kapsayan tehditler şeklinde gösterilmiştir.

Kula (2006: 34) çeşitli yazarların kurumsal yönetim mekanizmalarına yönelik sınıflandırmalarını Tablo 1.1.'de özetlemiştir.

**Tablo 1.1.** Kurumsal Yönetim Mekanizmalarının Sınıflandırılması

| **Kurumsal Yönetim Mekanizmaları** | **Mekanizma Kaynağı** |
|---|---|
| Yönetim kurulu | Şirket içi |
| Ortaklık yapısı | |

| | |
|---|---|
| Yöneticilerin ücreti | |
| Yatırımcı ilişkileri | |
| En iyi uygulama kodları | |
| Şirket satın alımları | Şirket dışı |
| Yönetici piyasası | |
| Ürün piyasası | |
| Aktif hissedarlık | |
| Yasal sistem | |

***Kaynak:*** *(Kula, 2006: 34)*

Çeşitli yazarlar tarafından bu sınıflandırmalardan hareketle çalışmanın bu bölümünde literatürde en çok yer verilen kurumsal yönetim mekanizmaları olan yönetim kurulu, mülkiyet ve sahiplik yapısı, yönetici ücret ve teşvik sistemleri ve yasal sistem unsurlarına yer verilecektir.

### 1.6.1. Yönetim Kurulu

Özellikle 2000'li yılların başlarında görülen Enron, Parmalat vb. şirket usulsüzlüklerinde yönetim kurullarının iflasa sürükleyen uygulamaları, yasal otoriteleri yönetim kurullarının görev ve sorumluluklarını düzenleme noktasında harekete geçirmiştir. Dolayısıyla yönetim kurulu şirketlerin sahipleri ile şirket yönelicileri arasında bir köprü görevi görmekte ve uzun vadede özellikle pay sahiplerinin menfaatleri için faaliyetlerini yürüten bir organ olarak görülmektedir.

Türk Ticaret Kanunu'nda yönetim kurulu, şirket adına en üst ve en kritik aşamadaki karar alma, yürütme ve temsil organı şeklinde tanımlanmıştır (6102 sayılı Türk Ticaret Kanunu Madde 365). Burada adı geçen temsiliyet, yönetim kurullarının bir vekil olarak kendilerini bu göreve seçen ve bu görevi veren asıl hak sahibi pay sahiplerini temsil etmesi anlamına gelmektedir. Dolayısıyla özellikle çok sayıda pay sahibi bulunan şirketlerde her payı bulunan kişi veya kurumun yönetimde fiilen bulunmasının mümkün olmadığı düşünüldüğünde şirketlerin pay sahiplerinin vekalet vermesi ile kendisine görev

verilen yönetim kurulları tarafından yönetilmesi gerektiği ifade edilmektedir (Şengür ve Püskül, 2011: 37).

Yönetim kurulunun yapısı ve yönetim kurulunun görev ve sorumluluklarına da yine bazı araştırmacılar tarafından çalışmalarda yer verilmiştir.

- Yönetim kurulunun yapısı: İşletmedeki tepe yöneticilerini disipline edip kontrol altına alan bir mekanizma olarak görülen yönetim kurullarının farklı ülkelerde çeşitli yapılarla oluşturulduğu görülmektedir. Weimer ve Pape (1999: 153–166) kurumsal yönetim sistemlerinin, aralarında yönetim kurulu yapısının da olduğu dokuz temel unsurdan oluştuğunu aktarmışlardır. Buna göre yönetim kurulları çoğunlukla tek kademeli ve iki kademeli olarak yapılanmaktadır.

ABD, Japonya gibi ülkelerde görülen tek kademeli yönetim kurulunda pay sahipleri yetkilerin tamamını üstlenerek yerine getirmektedir. Tek kademeli yönetim kurulunda işletme içi veya dışı üye ayrımına gidilmeden seçim yapılmaktadır. Almanya, Hollanda gibi ülkelerde ise iki kademeli bir yönetim kurulu yapısı mevcuttur. Mevcut yönetim kurulunun varlığının yanında, yönetim kurulunun faaliyetlerini izleyip üyelerini atama ve görevden alma yetkisini vermeye yetkili bir denetim kurulu bulunmaktadır. Çoğunlukla işletme dışından seçilen bağımsız üyelerden kurulu bir denetleme kurulu ile tek kademeli yönetim kurulu yapısının aksine görev ve yetkiler farklı iki kurul arasında dağıtılmış vaziyette bulunmaktadır Ülgen ve Mirze, 2004: 431–432; Öztürk ve Demirgüneş 2008: 405)

Uyar (2004: 166)'a yönetim kurulu, üyelere adil davranıp onlara karşı şeffaf olabilen, istenildiğinde hesap verip işletmedeki mevcut azınlıkların çıkarlarını gözeten ve işletmeden bağımsız olarak görev yapan bağımsız üyelerin daha fazla görev aldığı bir anlayışı temsil etmektedir. Bu noktadan hareketle ideal bir yönetim kurulunun oluşturulması sırasında sorulması gereken sorular şunlar olmalıdır:

- Yönetim kurulunda aile üyeleri ve şirket yöneticileri haricinde kaç kişi görev yapmaktadır?
- Yönetim kurulundaki bağımsız üyelerin şirketle bir çıkar ilişkisi mevcut mudur?
- Yönetim kurulu üyeleri demokratik bir ortamda ve genel kurulda mı seçilmektedir?
- Şirketteki tepe yöneticilerinin ve üyelerin ücretleri nasıl belirlenmektedir?

- Şirketi denetleyecek olan denetim komitesi kimlerden oluşturulmakta ve nasıl çalışmaktadır?
- Denetim firmalarından danışmanlık hizmeti alınmakta mıdır?

Kurumsal yönetim açısından kilit rol oynayan unsur olan yönetim kurulunda gerçek kişi üyeler görev yapmaktadır (Paslı, 2004: 196). Yönetim kurulunda görev yapan üyelerin kişisel özelliklerine ve yeteneklerine bağlı olarak yönetim kurulunun da etkili görev yapabilmesi mümkün olmaktadır. Dolayısıyla yönetim kurulu üyelerinin bir kısmı işletme içerisinden seçilmekte ve yönetime bağlı şekilde karar vermektedirler. Yönetim kurulu üyelerinin bir diğer kısmı ise işletmenin dışından seçilmekte ve dış üyeler şeklinde adlandırılmaktadır. Dış üyeler, kendilerine bu görevi veren pay sahiplerinin temsilcisi olarak görev yapmakta ve yönetimin etkisinde kalmadan bağımsız kararlar verebilmektedirler (Ülgen ve Mirze, 2004: 431–432).

Bu bağlamda yönetim kuruluna şirket dışından katılan bu bağımsız üyelerin varlığı, çatışmaları azaltması ve yöneticileri denetim altında tutması bakımından şirket adına olumlu bir unsurdur. Bu konuda Rosenstein ve Wyatt (1990)'ın çalışması da benzer bulgulara işaret etmekte ve bağımsız yönetim kurulu üyelerinin göreve başlaması ile şirkete ait hisse senetlerinin fiyatlarında önemli bir artış olduğu sonucuna varılmaktadır (Doğan, 2007: 30–31). Yine Bhagat ve Black (1999: 922) tarafından da benzer bir çalışma yapılmış olup ve çalışma dahilinde Standard&Poor's 500 Endeksi'nde (S&P 500) yer alan firmalar incelenmiştir. İncelenen 484 firmanın yalnızca 9 tanesinde (yaklaşık %2) işletme içi yönetim kurulu üyeleri çoğunluğu oluşturmaktadır. Geriye kalan çoğu şirketin yönetim kurulunda ise bağımsız üyelerinin sayıca fazlalığı dikkat çekmiştir.

- Yönetim Kurulunun Görev ve Sorumlulukları: Yukarıda da aktarıldığı üzere yönetim kurullarının yapısı, ülkeden ülkeye farklılıklar gösterebilmekte dolayısıyla farklı yapılarda bulunan bu yönetim kurullarının mevcut görev ve sorumlulukları da her ülkede farklı şekilde görülebilmektedir. Bu bakımdan özellikle işletme içinden seçilen üyelerin daha fazla yer aldığı bir yönetim kurulunda farklı görüşleri ileri sürmek ve yönetimle çatışacak fikirleri savunmak çok da mümkün görülmemektedir. Bunun aksine işletmeye bağlı olmayan bağımsız üyelerin daha fazla yer aldığı bir yönetim kurulunda ise üyelerin, farklı görüşleri ortaya atabilmesi mümkündür.

Tüm bunlardan hareketle, yönetim kurulunun ana rolü, pay sahiplerinin haklarını korumak amacıyla yöneticileri kontrol etmektir. Bu bağlamda yönetim kurulunun başlıca

görevleri ise, şirkete ait stratejik kararların verilmesi, yönetime tavsiyelerde bulunulması, kendisine sunulan raporların değerlendirilmesi ve yönetime ait performansların izlenmesi ve değerlendirilmesi olarak belirtilmektedir (Doğan, 2007: 30; Özsoy, 2011: 13–14).

### 1.6.2. Mülkiyet ve Sahiplik Yapısı

Türk Dil Kurumu'na ait Türkçe sözlükte "Kendisinin olan bir şeyi yasa çerçevesi içinde dilediği gibi kullanabilme hakkını taşıma durumu, iyelik, mülkiyet." biçiminde tanımlanan sahiplik kavramı, bir şirketin üretim faktörlerinin kullanımı için hak sahiplerine verilen yasal hak anlamına da gelmektedir (Rasiah 2012: 118; TDK: 2020). Dolayısıyla kurumsal yönetim mekanizmalarından biri olan ve kurumsal yönetim adına önemli unsurlar içeren sahiplik yapısı; şirket sermayesine kimlerin katkı sağladığının ve sağlanan bu katkıların büyüklüğünün ortaya konması şeklinde ifade edilmektedir.

Firmaların sahiplik yapıları ile ilgili literatürde çeşitli sınıflandırmalar yapılmaktadır. Doğan (2016: 50) firmaların sahiplik yapılarını, halka açık veya kapalı, kamu veya özel, yerli veya yabancı şeklinde sınıflandırmakta, Temiz ve Dalkılıç (2018: 173) ise aile işletmesi, kurumsal ortak varlığı, yabancı ortak sahipliği ve yönetici sahipliği şeklinde bir sıralama yapmaktadır.

Bu noktadan hareketle firmaların temelindeki bu farklı sahiplik yapılarının, farklı finansal performansların görülmesine sebep olduğu açıktır (Kılıç ve Ayrıçay, 2018: 178). Nitekim işletmenin sahiplik yapısı ile finansal performansı arasındaki ilişkiyi ortaya koymayı amaçlayan çalışmalarda farklı bulgular elde edilmiştir. işletmenin sahiplik yapısı ve finansal performansı arasındaki ilişkiyi araştıran Berle ve Means (1932) şirketlerdeki sahiplik yüzdesinin artmasıyla yöneticilerin kontrolünün azalacağını savunmuş dolayısıyla sahiplik yapısı ile performans arasında negatif bir ilişkinin varlığını ortaya koymuştur. Fakat Demsetz ve Lehn (1985: 1176) ise sahiplik yapısının firmaların içinde yer aldığı koşullar ve sektörlere göre farklılaşabildiğini, dolayısıyla herhangi bir ilişki olamayacağı ileri sürmektedir. Öte yandan sahiplik yapısı ve firma performansı arasında anlamlı ve negatif ilişki bulan araştırmalar olmasının yanında (Weigand ve Lehmann, 1999; Alipour ve Amjadi 2011), Thomsen ve Pedersen (2000) tarafından ortaya konan çalışma sahiplik yapısı ile finansal performans arasında anlamlı ve pozitif bir ilişki tespit edilmesi bakımından diğer çalışmalardan farklı sonuçları içermektedir.

Finansal açıdan sahiplik kavramına bakıldığında ise sahipliğin sermaye sahipliği kavramı ile birlikte kullanıldığı görülmektedir. Sermaye sahipliği, tür ve sermaye

yoğunluğu olmak üzere iki boyutta ele alınmaktadır. Sermaye sahipliği; tür boyutunda; kurumsal yatırımcı sahipliği, kamu sahipliği, yönetici ve aile sahipliği olarak incelenenirken, sermaye yoğunluğu boyutunda ise en büyük ortağın sermaye payı, en büyük iki, üç, dört, beş ortağın sermaye payının yanı sıra halka açıklık oranları ön plana çıkmaktadır (Topaloğlu vd., 2016: 86). Benzer bir ayrım da Ayrıçay ve Kalkan (2014: 154-155) tarafından yapılmış ve sahiplik yapısının; sahiplik yoğunlaşma derecesi ve sahiplerin kimliği olmak üzere iki ana boyutta incelenmesi gerektiği ifade edilmiştir.

### 1.6.3. Yönetici Ücret ve Teşvik Sistemleri

Yöneticilerin, kendilerine temsil görevini veren hissedarlara ait çıkarları ön planda tutarak şirketi ilgilendiren önemli kararlar alabilmesi amacıyla uygulanan kurumsal yönetim mekanizmalarından biri de yöneticilerin ücret ve teşvik sistemleridir.

Hissedarlar, yöneticilerden kazancını maksimize edecek stratejik kararları alıp hayata geçirmesini beklemektedir. Yöneticiler ise yürütülecek faaliyetlerin kendine ne kazandıracağı sorusuyla ilgilenmektedir. Bu bakımdan yöneticilerin refahları ile hissedarların refahlarını ilişkilendirerek oluşturulan bir ücret ve teşvik politikası, çıkar çatışmalarının ve alınacak kararların şirkete olan maliyetlerinin azaltmasına yardımcı olacak bir unsur olarak görülmektedir (Doğan 2007: 36).

Daha öncede belirtildiği üzere kurumsal yönetimin çıkış noktası olan vekalet teorisine göre, şirket hissedar ve yöneticilerinin çıkarları farklılık göstermektedir. Bu bakımdan vekalet teorisi ile yakın ilişkili olan yönetici ücret ve teşvik sistemleri, yöneticilere firma performansına göre ücret ödemeyi ve hissedar ile yöneticilerinin farklılaşan maddi beklentilerini uyumlaştırmayı hedeflemektedir. Dolayısıyla şirket performansına duyarlı yönetici ücretlerinin hem motive edici hem de etkinliği arttırıcı bir mekanizma olduğunu söylemek mümkündür (Kula 2006: 34).

Yöneticilerin ücretlendirilmesi ve bu durumun firma performansına etkisi çoğunlukla ABD ve İngiltere'de çok fazla ilgilenilen ve araştırma yapılan konuların başında gelmekte ve özellikle Lee (2002), Gillian (2006), Devers vd. (2007) gibi araştırmacıların çalışmaları ön plana çıkmaktadır. Fakat Ataay (2017: 66)'a göre bu konuyla ilgili yapılan araştırmalardan elde edilen bulgular firma performansı ve yönetici ücretleri arasındaki ilişkinin boyutları ve yönü konusunda kesin bir yargıya ulaşabilmemize de imkân verememektedir. Çünkü bazı araştırmalarda ücret ve performans arasında aynı yönlü ve güçlü ilişkiler bulunmuşken, bazı araştırmalarda ise yönetici

ücretlerinin performansa duyarlılığı düşük olarak tespit edilmiştir. Sayıca az da olsa bazı araştırmalarda ise böyle bir ilişki olmadığı veya ters yönlü bir ilişkinin varlığı öne sürülmüştür.

Sonuç olarak şirket yönetici ve hissedarları arasındaki çıkar çatışmalarının etkin biçimde yönetilebilmesi için bir reçete olarak sunulan yönetici ücret ve teşvikleri insan kaynakları yönetiminin önemli fonksiyonlarından biri olarak görülmektedir. Ayrıca hissedarların çıkar ve amaçlarına uygun şekilde belirlenecek bir yönetici ücret ve teşvik sistemi ile hissedarların yöneticileri kontrol altında tutarak onları kendi amaçları doğrultusunda yönlendirebilmesi söz konusu olabilecektir (Ülgen ve Mirze, 2004: 433; Alayoğlu, 2010: 152; Ataay, 2017: 66).

### 1.6.4. Yasal Sistem

Denis (2001: 198–199), yasal sistemlerin son zamanlarda finansal ekonomistler tarafından ilgi gören, özellikle de Shleifer ve Vishny (1998, 2000)'nin çalışmalarının yayınlanmasıyla oldukça önem kazanan bir kurumsal yönetim mekanizması olduğunu belirtmiştir. Çünkü Denis'e göre ülkedeki mevcut hakların yatırımcıyı koruyacak biçimde olması durumunda, kurumların kurumsal ve finansal açıdan gelişmesi mümkün olacaktır. Bunlara ek olarak yasal sistemin, en temel kurumsal yönetim mekanizması olduğu ve şirketin davranışlarını düzenleyen bir unsur olduğu da ifade edilmektedir.

Denis ve McConnell (2003: 4)'in çalışmasında ikinci kuşak araştırmaların içerisinde yer alan yasal sistem mekanizması, yatırımcı haklarının korunması açısından kurumsal yönetimi etkileyen bir unsur olarak görülmektedir.

Azınlık haklarının korunmasıyla ilgili de çalışmaların yapıldığı yasal sistem mekanizmasında şirketlerin faaliyetlerinin yasalarla, yönetmeliklerle, yetkili kurumların yayımladığı tebliğlerle düzenlenmesi öngörülmektedir. Çünkü bu düzenlemelerin şirketlerde verimlilik, maliyetler, denetim mekanizmaları ve kar dağıtım politikaları gibi faktörler üzerinde etki yapması söz konusu olabilmektedir. Bu sayede özellikle temsil sorunundan doğan ve taraflar arasında meydana gelen çıkar çatışmalarının en aza indirgenmesi amaçlanmaktadır. Bu bağlamda yasal sistemin en temel amacı şirketle ilgili tüm tarafların korunmasıyla birlikte şirketin değer kazanması ve bu yolla finansal piyasaları geliştirmesidir (Doğan, 2007: 24-25)

Sonuç olarak, yatırımcıların yasal olarak korunduklarını hissetmesiyle menkul kıymetlere daha fazla yönlenmesi, iyi korunan hissedar haklarının hisseleri daha değerli hale getirmesi ve böylece şirketlerin değerlenip daha fazla halka açık hale gelmeleri ile finansal piyasaları geliştirmesi yasal sistemin amacını ortaya koyan bir örnek olarak verilebilmektedir.

### 1.7. Uluslararası Kurumsal Yönetim Sistemleri

Ülkelerin ekonomik durumları, kültürel özellikleri, şirket yapıları gibi içsel veya dışsal birtakım faktörlerinin birbirinden çok farklı özellikler göstermesi sebebiyle kurumsal yönetim anlayışlarının çok farklı olması doğal karşılanmakladır. Fakat kurumsal yönetim sistemleriyle ilgili literatürde çok farklı sınıflandırılma yapılmasına ve her ülkenin temel ilkelere bağlı kalarak kendine özgü kurumsal yönetim kodları geliştirmesine rağmen özellikle yabancı sermayeye duyulan ihtiyaç ve ülkelerarası sınırların kalkması sebebiyle ülkelerin kurumsal yönetim anlayışlarındaki farklılıklar azalmaya başlamıştır.

Yukarıda da bahsedildiği üzere kurumsal yönetim sistemleriyle ilgili literatürde yapılan farklı sınıflandırmalardan birinde Weimer ve Pape (1999: 153) kurumsal yönetim sistemlerini, Anglo - Sakson, Alman, Japon ve Latin şekinde 4 ana grupta sınıflandırılmış ve birtakım kriterler bazında karşılaştırma Tablo 1.2'deki gibi aktarılmıştır.

**Tablo 1.2.** Anglo-Sakson, Alman, Japon ve Latin Kurumsal Yönetim Sistemlerinin Karşılaştırılması

| **Sistem** | **Anglo – Sakson Sistemi** | **Alman Sistemi** | **Latin Sistemi** | **Japon Sistemi** |
|---|---|---|---|---|
| **Uygulayan Ülkeler** | ABD<br>İngiltere<br>Kanada<br>Avustralya | Almanya<br>Hollanda<br>İsviçre<br>İsveç<br>Avusturya<br>Danimarka<br>Norveç<br>Finlandiya | Fransa,<br>İtalya<br>İspanya<br>Belçika | Japonya |

| **Yönelim** | Piyasa Yönelimli | Ağ Yönelimli | Ağ Yönelimli | Ağ Yönelimli |
|---|---|---|---|---|
| **Ülkedeki Mevcut Firma Konsepti** | Aracı (Hissedar Odaklı) | Kurumsal (Menfaat Sahipleri Odaklı) | Kurumsal (Menfaat Sahipleri Odaklı) | Kurumsal (Menfaat Sahipleri Odaklı) |
| **Yönetim Kurulunun Yapısı** | Tek Fonksiyonlu (Yönetim) | İki Fonksiyonlu (Yönetim Denetleme) | Çoğunlukla Tek Fonksiyonlu, Opsiyonel (Fransa), | Yönetim Kurulu ve Vekil Yöneticiler Kurulu (Gerçekte Tek Fonksiyonlu) |
| **Söz Sahibi Olan Paydaşlar** | Hissedarlar | Bankalar, Çalışanlar | Holdingler, Hükümet, Aileler | Yerel Bankalar, Diğer Finansal Kuruluşlar, Çalışanlar |
| **Menkul Kıymet Borsalarının Yerel Ekonomideki Yeri** | Yüksek | Orta Seviye/Yüksek | Orta Seviyede | Yüksek |
| **Denetim Mekanizmasının Etkinliği** | Etkin | Etkin değil | Etkin değil | Etkin değil |
| **Sahiplik Yoğunluğu (Yoğunlaşma)** | Düşük | Orta Seviye/Yüksek | Yüksek | Düşük/Orta Seviye |
| **Yöneticilerin Performansa Dayalı Ödüllendirme Düzeyi** | Yüksek | Düşük | Orta Seviyede | Düşük |
| **Ekonomik İlişkilerin süresi** | Kısa Vadeli | Uzun Vadeli | Uzun Vadeli | Uzun Vadeli |

***Kaynak**: (Weimer ve Pape, 1999: 153-154; Öztürk ve Demirgüneş, 2008: 399)*

Kurumsal yönetim sistemleri hususunda yapılan diğer sınıflandırmalarda ise kurumsal sistem yapısı iki kategoriye ayrılmış fakat terminolojik açıdan bir birlik sağlanamamıştır. Kimi bilim insanları, bu yapıyı içsel ve dışsal şeklinde ayırırken, kimileri ise ABD, İngiltere, Kanada ve Avustralya gibi ülkeleri piyasa yönelimli, Almanya, Japonya ve Latin Ülkeleri'ni ağ (network) yönelimli olarak görmektedir. Yine bir diğer bakış açısına göre ise kurumsal yönetim sistemleri piyasa temelli ve banka temelli sistem olarak iki gruba ayrılmaktadır. Özellikle ABD'de görülen piyasa temelli sistem, hisse senetlerine ait sahipliğin birtakım kişi veya kurumlarda yoğunlaşmamış olduğu bir sistem olarak bilinirken özellikle Almanya ve Japonya'da sıkça karşılaşılan banka temelli sistem ise hisse senetlerine ait sahipliğin birtakım kişi veya kurumlarda özellikle de bankalarda yoğun olarak karşılaşıldığı bir sistem olarak görülmektedir (Çıtak, 2006: 156–157; Kamal, 2010: 208–209).

Bir diğer sınıflandırma ise Anglo-Sakson sistemi ile Kıta Avrupa'sı sistemi şeklinde kabul edilmektedir. Her iki kurumsal yönetim sisteminin kendine has güçlü ve zayıf noktaları bulunmakta olup çalışmanın bu kısmında Anglo-Sakson sistem ile Kıta Avrupa'sı sistemine yer verilecek ve tüm dünya tarafından kabul gören bu iki sistemin farklılıklarından söz edilecektir.

### 1.7.1. Anglo - Sakson Kurumsal Yönetim Sistemi

Anglo-Sakson sistemi, özellikle Cadbury Raporu'nun yayımlanmasıyla birlikte İngiltere'de kurumsal yönetime diğer ülkelerden daha önce ihtiyaç duymuş bir sistem olarak bilinmektedir. Bu ihtiyacın ortaya çıkmasının temel sebepleri olarak ise, Anglo-Sakson sistemin görüldüğü ülkelerdeki şirketlere ait sermayelerin diğer ülkelerdeki şirketlere göre çok daha büyük miktarlarda olması, gelişmiş piyasaların bu ülkelerdeki piyasalardan oluşması, şirketlerin halka açıklık oranlarının çok yüksek ve hisse senedi yoğunluğunun az olmasıdır (Doğan, 2007: 84). Bu bakımdan Anglo-Sakson sistem özellikle İngiltere ve ABD olmak üzere Avustralya, Kanada ve Yeni Zelanda gibi ülkelerde uygulama alanı bulan bir sistem olarak görülmektedir.

Bazı kaynaklarda piyasa kontrol sistemi, markete dayalı model şeklinde de ifade edilen Anglo-Sakson sisteminde tekli bir yönetim kurulu yapısı bulunmakta ve her bir pay, bir oy düşüncesi güdülmektedir. Böylece herhangi bir paydaşın tek başına yönetimsel karar alma süreçlerinde etkide bulunabildiği demokratik bir sistem ortaya çıkmaktadır. Bu sistem

ile pay sahiplerinin meydana getirdiği genel kurul, yönetim kurulunu seçmekte ve bu sayede hem yönetim hem gözetim fonksiyonu yerine getirilmektedir (Weimer ve Pape, 1999: 154; Paslı 2004: 38).

Anglo-Sakson sisteminde payların mülkiyetini elinde bulunduran hissedarlar dağınık bir biçimde bulunmakta ve geniş bir alana yayılmaktadır. Bu sayede hem içeriden hem de dışarıdan (bağımsız) üyelerin yer aldığı yönetim kurulunun üyeleri kontrolü kendi ellerinde tutmaktadır (Weimer ve Pape, 1999: 154; Zengin ve Yılmaz, 2017: 689). Fakat bu durum yoğunlaşmış durumda olmayan hissedarların şirkete ait faaliyetleri kontrol etmesini güçleştirmekte, yöneticilere gereğinden fazla takdir hakkı sağlamakta ve sonunda hissedar ile yönetici arasındaki temsil sorunu tekrar ortaya çıkmaktadır.

Alp ve Kılıç (2014: 63-65) ve Arslan (2018: 61-63)'a göre Anglo-Sakson modelin dört temel özelliği mevcuttur. Bunlardan ilki modelin ilkelere dayanan ve gönüllük esasını temel alan ortak hukuku (common law) benimsemiş olmasıdır. Buna göre şirketler kendisini finanse eden pay sahiplerinin haklarını korumalı ve bu sayede yatırımcıların da yatırım amacıyla gerekli riskleri alabilmesi söz konusu olabilmektedir. Bu modelin ikinci özelliği modeli benimseyen ülkelerdeki şirketlerin dağılmış sahiplik yapısına sahip olmasıdır. Dolayısıyla bu tür ülkelerde hissedar sayısının çok fazla, hissedar yoğunluğunun az olduğu, halka açıklık oranının yüksek olduğu şirketler faaliyet göstermektedir. Bu modelin üçüncü özelliği, modeli benimseyen ülkelerdeki yatırımcıların kurumsal bir nitelikte olması ve bu sayede bilinçli yatırımcıların şirketleri denetlemesini mümkün kılmasıdır. Anglo-Sakson modelin dördüncü özelliği ise sermaye piyasalarının gelişmiş olduğu piyasalarda uygulama alanı bulmuş olmasıdır.

Anglo-Sakson modeline Türkiye açısından bakıldığında ise bu modelin Türkiye'de uygulanabilirliğinin oldukça zor olduğu görülmektedir. Türkiye'deki mevcut şirket profilinin çoğunluğunu oluşturan aile şirketlerindeki aile bireylerinin yönetim kurullarında yer alıp hisselerin çoğunluğuna sahip olması, azınlıkların çok fazla söz sahibi olamamaları, menkul kıymetler borsasının ülke ekonomisindeki payının oldukça düşük olması, hissedarların haklarının korunma düzeylerinin düşük olması gibi faktörler bu modelin Türkiye'ye uygun olmadığının, uygulanması durumunda ise sorunlara yol açabileceğinin göstergesi olarak görülmektedir (Çıtak, 2006: 169).

### 1.7.2. Kıta Avrupa'sı Kurumsal Yönetim Sistemi

Kıta Avrupa'sı sisteminde, pay sahipliği dağılmamış durumda olup bankalar, şirketler veya aileler şirketlerin ana ortakları konumundadır. Halka açık işletme sayısı ve hissedar sayısı Anglo-Sakson sistemindeki ülkelerle karşılaştırıldığında çok daha azdır. Bu sistemde sermaye piyasalarının likiditesi Anglo-Sakson sistemine göre daha düşük seviyededir. Bu da bankaları önemli bir konuma yerleştirmekte ve şirketlerin uzun dönem kaynaklarını ticari bankalar aracılığıyla sağlamasına neden olmaktadır. Ayrıca menfaat sahipleri modeli olarak da adlandırılan Kıta Avrupa'sı sistemi kurumsal yönetime paydaşlar açısından yaklaşmakta ve profesyonel yöneticilerin yalnızca hissedarlara değil çalışanlar, tedarikçiler ve toplum gibi tüm menfaat sahiplerine karşı da sorumluluk sahibi olması gerektiğini savunan bir sistem olarak ifade edilmektedir (Moerland, 1995: 20; Shleifer ve Vishny, 1997: 772–773; Zengin ve Yılmaz, 2017: 689).

Alp ve Kılıç (2014: 65–68) ve Arslan (2018: 64–66)'a göre Kıta Avrupa'sı sisteminin dört temel özelliği mevcuttur. Bunlardan ilki medeni hukuku (civil law) benimsemiş olmasıdır. Buna göre şirket yöneticileri ile başta pay sahipleri olmak üzere tüm taraflar gönüllülük esasına göre ve işbirliği içerisinde faaliyet göstermektedirler. Bu sistemin ikinci özelliği sistemi benimseyen ülkelerdeki şirketlerin yoğunlaşmış bir sahiplik yapısına sahip olmasıdır. Dolayısıyla bu ülkelerde hissedar sayısının az sayıda ve yoğunluğun fazla olduğu buna karşın halka açıklık oranının düşüş seviyelerde olduğu şirketler faaliyet göstermekte fakat bu durum da büyük hisseye sahip ortaklar tarafından azınlık haklarının sömürülmesi riskine sebebiyet vermektedir. Bu modelin üçüncü özelliği, modeli benimseyen ülkelerdeki bankaların büyük öneme sahip olmasıdır. Kıta Avrupa'sı sisteminin dördüncü özelliği ise sermaye piyasalarının Anglo-Sakson sistemine göre daha az gelişmiş konumda olmasıdır.

Profesyonel yöneticilere ve paydaşlara yönelik düzenlemelerin yapıldığı bu sisteme yakından bakıldığında içsel denetim mekanizmalarının ağırlıklı olarak kullanıldığı görülmektedir. İçsel denetim mekanizmalarının yoğun bir şekilde kullanılmasının nedenleri arasında ise Kıta Avrupa'sı sisteminde aile şirketlerinin büyük yer tutması, hissedar yoğunluğunun düşük olması ve bunlara bağlı olarak yönetimi düşmanca ele geçirme girişimlerinin nadiren gerçekleşmesi gibi faktörler görülmektedir (Doğan, 2007: 85).

Sonuç olarak Kıta Avrupa'sı sistemi özellikle başta Almanya olmak üzere çoğu Avrupa ülkesinde uygulama alanı bulan, şirketlerin ortaklık yapılarının ve hisse senetlerinin yoğunlaşmış ve kontrolün çoğunlukla büyük hissedarların elinde olduğu, bankaların ve büyük yatırımcıların önemli bir konumda olduğu bir sistem olarak görülmektedir.

### 1.7.3. Kurumsal Yönetim Sistemlerinin Karşılaştırılması

Kurumsal yönetim sistemleri açısından en temel fark, Anglo-Sakson sisteminin hissedar modeli olarak adlandırılması ve hissedarların refahı adına çalışması iken Kıta Avrupa'sı sisteminin sadece hissedarların tatminini hedefleyen uygulamalar yerine tüm paydaşların çıkarlarını gözetmesi, uzun dönemli işletme stratejilerini hedeflemesi ve bundan dolayı menfaat sahipleri modeli olarak adlandırılması noktasındadır (Ataman vd. 2017: 164- 165). Anglo-Sakson ve Kıta Avrupa'sı sistemlerinin aralarındaki bu farklılıktan yola çıkarak Paslı (2004: 38–50) tarafından da bu iki sistem karşılaştırılmış ve birtakım kriterler ışığında aşağıdaki gibi değerlendirilmiştir:

- Yönetim Kurulu Yapısına Göre Farklılıklar: Anglo-Sakson sistemde tekli yönetim kurulu mevcut olup genel kurulun yönetim kurulu üyelerini seçtiği ve seçilen bu yönetim kurulunun hem yönetim hem gözetim işlevini yerine getirdiği görülmektedir. Kıta Avrupa'sı sisteminde ise ikili bir yönetim kurulu yapısı mevcut olup şirkette yönetim kurulu ve gözetim kurulu olarak adlandırılan iki ayrı organın olduğu görülmektedir. Gözetim kurulu pay sahipleri tarafından genel kurulda seçilmekte, gözetim kurulu üyeleri ise yönetim kurulu üyelerinin kim olacağını ve alacakları ücreti belirlemektedir.
- Mülkiyet Yapılarına Göre Farklılıklar: Anglo-Sakson sistemde hissedarlar geniş bir alana yayılmış (dağınık) durumdadır dolayısıyla sermaye piyasalarının gelişmiş olduğu bu ülkelerdeki şirketler dağılmış bir sahiplik yapısına sahiptir. Böylece dağınık bir mülkiyet yapısının görüldüğü bu sistemde hissedarların yönetime katılma istekleri de azalmakta ve kısa vadeli düşünen yatırımcıları otaya çıkarmaktadır. Kıta Avrupa'sı sisteminde ise hissedarlar az sayıda ve daha konsantre (toplu) durumdadır dolayısıyla bankaların çok önemli bir yere sahip olduğu bu ülkelerdeki şirketler yoğunlaşmış bir sahiplik yapısına sahiptir. Böylece yoğunlaşmış bir mülkiyet yapısının görüldüğü bu sistemde pay sahipleri daha uzun vadeli ve daha geniş kapsamlı düşünmektedir.
- Denetim Mekanizmalarına Göre Farklılıklar: Hisse senetlerinin büyük önem teşkil ettiği ve sermaye piyasalarının önemli yer tuttuğu Anglo- Sakson sisteminde sermaye

piyasalarının kontrolüne dikkat edilmektedir. Anglo- Sakson sistemi dışsal (outsider-external) başka bir tabirle piyasa temelli bir sistem olarak görülürken Kıta Avrupa'sı sisteminde ise ortaklık denetimi ortaklığın kendi içerisinde yer alan mekanizmalar sayesinde yapılmakta ve bu sebeple içsel (insider-internal) sistem adı kullanılmaktadır.

- Anonim Ortaklığa Yaklaşımlarına Göre Farklılıklar: Anglo- Sakson sisteminde merkeze pay sahibi konulmakta ve ortaklığın amacı hissedarın değerini maksimize edecek çalışmalar yapma olarak görülmektedir. Kıta Avrupa'sı sisteminde ise anonim ortaklık yalnızca çalışanlar, müşteriler ve toplum gibi tüm menfaat sahiplerinin de menfaatleri doğrultusunda faaliyetler yürütmektedir.

Sonuç olarak kurumsal yönetim sistemleri Anglo-Sakson Kurumsal Yönetim Sistemi ve Kıta Avrupa'sı Sistemi olmak üzere iki esas grupta incelenmektedir. Anglo-Sakson Kurumsal Yönetim Sistemi, ABD ve İngiltere gibi sermaye piyasalarının gelişmiş olduğu ülkelerde uygulanmakta ve Anglo-Sakson hukukunun etkisinde kalmakta iken, Kıta Avrupa'sı Kurumsal Yönetim Sistemi ise daha çok bankaların egemen olduğu bir piyasada görülen ve Kıta Avrupası hukuk sisteminin uygulandığı bir model olarak bilinmektedir. Dolayısıyla iki kurumsal yönetim sisteminin de içinde bulunduğu piyasa yapısı, kültürel ve hukuki çevresinden kaynaklanan farklı yönleri, güçlü ve zayıf noktaları bulunmaktadır.

### 1.8. Kurumsal Yönetim Anlayışının Dünya'daki Gelişimi ve Yapılan Yasal Düzenlemeler

Sanayi devrimiyle birlikte firmaların yönetim yapısından stratejilerine, üretim bandından ortaklık yapısına kadar hemen hemen tüm çevresinin değişmesi ve buna bağlı olarak finansal yapılarının gelişmesi, firmaları kurumsal yönetime dair uygulamaları benimsetmeye itmiştir. Buna ek olarak dünya çapında meydana gelen ve özellikle 2000'li yılların başında gerçekleşen firma skandalları ve bu gelişmelere bağlı olarak ortaya çıkan finansal krizler, kurumsal yönetim uygulamalarının zorunluluğunu ortaya koymuştur.

Özellikle ABD'de Enron ve WorldCom, İngiltere'de Marconi ve son dönemde Hollanda'da meydana gelen Royal Ahold gibi firma skandalları, kurumsal yönetim kavramını daha çok tartışılmaya itmiştir (Bauer vd., 2003). Sonuçları açısından tüm dünyayı etkileyen bu firma skandallarının neden yaşandığı ve nasıl ortadan kaldırılabileceğiyle ilgili yürütülen çalışmalar ise kurumsal yönetim kavramının ortaya çıkmasına zemin hazırlamıştır. Bu bakımdan kurumsal yönetimin iyileştirilip sistematik bir

yapı içerisinde yürütülebilmesi ve şirketlerin denetiminin yeniden yapılandırılması amacıyla dünya genelinde komiteler kurularak yasal düzenlemelere gidilmiş ve tavsiye niteliğinde raporlar hazırlanmıştır.

Aslında firmaların kötü idare edilmeleriyle ortaya çıkan ilk olumsuzluklar, 1930'larda yaşanan ve tüm dünyayı etkileyen ekonomik krizle birlikte görülmeye başlanmıştır. Yaşanan bu ekonomik buhranın ardından kurumsal yönetim terimi kullanılmamış olsa da temsil sorununu ele alan çalışmalara yer verilmiştir. 1970'li yıllarda ortaya çıkan petrol krizleri ve ardından ABD'de yaşanan birtakım şirket yolsuzlukları kurumsal yönetimi tekrar güncel bir konu haline getirmiştir. 1980'li yılların sonunda ise özellikle İngiltere'de görülen firma iflasları ve bazı yolsuzluklar kurumsal yönetime ait standart geliştirme çalışmalarını hızlandırmış ve 1992 yılında kurumsal yönetim konusundaki ilk kapsamlı düzenleme olarak görülen "Kurumsal Yönetimin Finansal Boyutu" (Cadbury Raporu) isimli rapor düzenlenmiştir. Düzenlenen bu rapor baz alınarak yürütülen çalışmalar sonucu ise 1995'te Greenbury Raporu, 1998'de Hampel ve Millstein Raporları hazırlanmış ve İngiltere'de 1992–2005 yılları arasını kapsayan toplam 25 rapor yayımlanmıştır (Doğan, 2007: 55–56; Çonkar vd., 2011: 86). Hazırlanan bu raporlar kurumsal yönetim alanındaki çalışmaları birçok ülke tarafından örnek alınan OECD tarafından kullanılmış ve OECD tarafından Kurumsal Yönetim İlkeleri belirlenmiştir. Bu noktadan hareketle kurumsal yönetimin tüm dünyada bilinen bir unsur olarak şekillenmesinin OECD liderliğinde ve 1999 yılına kadar dayandığı görülmektedir (Pamukçu, 2011: 136; Sönmez ve Toksoy, 2011: 62).

Yayımlanan bu raporların ve belirlenen tüm ilkelerin yanında özellikle ABD'de ortaya çıkan firma skandallarının, yatırımcıların ve hissedarların muhasebe sistemlerine ve finansal açıklamalara duydukları güvensizlikleri azaltmak ve finansal raporlar üzerindeki kontrollerin iyileştirilmesi maksadıyla "Halka Açık Şirketler Muhasebe Reformu" ve "Yatırımcıyı Koruma Yasası (Sarbanes-Oxley Yasası) 2002 yılı itibariyle yürürlüğe girmiştir (Özelmas, 2010: 56).

Kurumsal yönetim yürürlüğe giren tüm bu yasal düzenlemelerle birlikte özellikle gelişmiş ülkelerde 20. Yüzyılın başları itibariyle önem kazanan, OECD, Dünya Bankası gibi düzenleyici kurumların ve ulusal ve uluslararası sermaye piyasaları gibi şekillendirici unsurların yönlendirmesiyle birlikte çoğu ülkede kurumların yönetim tarzına etki eden bir anlayış haline gelmiştir (TÜSİAD, 2002: 9). Fakat her ülkenin kendine has özellikleri

sebebiyle ülkeden ülkeye farklılık gösteren kurumsal yönetim anlayışı her ülkede uygulanabilecek tarzda standart bir modelin mevcut olmamasına neden olmuştur. Dolayısıyla ortaya çıkan bu farklılıklar ülkeleri kurumsal yönetimle ilgili düzenlemeler yapmaya itmiş ve her ülkede farklı yapıdaki kurumlar vasıtasıyla bu konuyla ilgili çalışmalar yürütülmüştür.

Özellikle bazı ülkelerde iş dünyasının öncü kişileri, akademisyenler ve mesleki örgütlenmeler tarafından kurumsal yönetimle ilgili çalışmalar yürütülürken kimi ülkelerde ise borsalar ve düzenleyici yasal unsurlar birtakım düzenlemeleri yerine getirmişlerdir. Ortaya konan bu çalışmalar, kurumsal yönetim konusunda uluslararası mecrada kod (code), kodex (codex), rehber (guidelines) gibi farklı kavramlar kullanılarak birtakım ilkeler ve prensipler oluşturulmasına yardımcı olmuştur. Kimi ülkelerde bu kodlara uyum, isteğe bağlı şekilde yürütülürken kimi ülkelerde uygula ve açıkla prensibi gözetilmiştir. Kimi ülkelerde ise belirlenen bu kodlar kanun halinde formüle edilerek uygulanması zorunlu tutulmuştur (Yılmaz, 2010: 6; Özsoy, 2011: 56). Bu noktadan hareketle hazırlanan ve belli başlı ülkelerdeki kodlara veya ilkelere ilişkin özet bilgiler ise Tablo 1.3'deki gibi verilmektedir.

**Tablo 1.3.** Bazı Ülkeler Tarafından Oluşturulan Kurumsal Yönetim Kodları

| **Ülke** | **Kodlar veya İlkeler** | **Yürürlük Tarihi** |
|---|---|---|
| Almanya | Alman Kurumsal Yönetim Kodu | Şubat 2002 (Mayıs 2003'te son halini aldı) |
| Brezilya | Kurumsal Yönetim En İyi Uygulama Kodu | Mart 2004 |
| Çin | Çin'deki Borsaya Kote Şirketler İçin Kurumsal Yönetim Kodu | Ocak 2001 |
| Danimarka | Danimarka Gözden Geçirilmiş Kurumsal Yönetim Tavsiyeleri | Ağustos 2005 |
| Fransa | Borsaya Kote Şirketlerin Kurumsal Yönetimi | Ekim 2003 |
| İngiltere | Kurumsal Yönetim Birleştirilmiş Kodu | Temmuz 2003 |
| Japonya | Borsaya Kote Şirketler İçin Kurumsal Yönetim İlkeleri | Nisan 2004 |

| | | |
|---|---|---|
| Kanada | Ulusal Politika 58-210 Kurumsal Yönetim Rehberi | Aralık 2003 |
| Türkiye | Kurumsal Yönetim İlkeleri | Haziran 2003 |

***Kaynak**: (Özsoy, 2011: 57)*

Kurumsal yönetim alanında yapılmış ilk çalışmalar olarak görülen ve sonuçları itibariyle büyük öneme sahip düzenlemeler olarak görülen Cadbury Raporu, Grenbury Raporu, Hampel Raporu, Sarbanes-Oxley Yasası ve OECD Kurumsal Yönetim İlkeleri çalışmanın bu kısmında alt başlıklar olarak açıklanacaktır.

### 1.8.1. Cadbury Raporu

Özellikle İngiltere'de ortaya çıkan firma iflasları ve birtakım ekonomik yolsuzluklar, 1980'lerin sonundan itibaren kurumsal yönetime yönelik çalışmaların başlamasına yol açmış ve bu çalışmalar İngiltere'nin ilk kurumsal yönetim komitesi olan Cadbury Komitesi'nin toplanmasına olanak sağlamıştır. Sir Adrian Cadbury'nin başkanlık ettiği bu komite 1992 yılında aslen "The Financial Aspects of Corporate Governance" adıyla düzenlenen ve tüm dünya tarafından "Cadbury Raporu" olarak bilinen raporu yayımlamıştır. Resmi bir kurumsal yönetim düzenlemesi içermesi sebebiyle bu rapor, dünyada, kurumsal yönetim alanında yayınlanmış ilk rapor olarak görülmektedir (Solomon ve Solomon, 2004:45; Keasey vd., 2005: 21; Doğan, 2007: 55; Tricker, 2015:115).

Kurumsal yönetime ait reformist düzenlemelerin yapılmaya başlandığı Cadbury Raporu'nda şirketi yöneten aynı zamanda da kontrol eden bir sistem olarak tanımladığı kurumsal yönetim ile yönetim kurulu üyelerinin şirket yönetiminden sorumlu olduğu ve paydaşların yönetim yapısını özelleştirmek için yönetici ve denetçileri atamakla yükümlü olduğu vurgulanmıştır. Ayrıca bu rapor ile birlikte yatırımcı kişi veya grupların korunması amacıyla birtakım önlemler alınmış, borsada işlem gören işletmelerin kurumsal yönetim ilkelerine uygunlukları kontrol edilmiş, yönetim kurulu ve şirket yöneticilerinin sorumlulukları, pay sahiplerinin hakları, denetçilerin rolleri gibi önemli birtakım konularda açıklamalarda bulunulmuştur (Cadbury Raporu, 1992; Çarıkçı vd., 2009: 52; Saldanlı, 2012: 141; Cengiz, 2013: 413).

Kurumsal yönetim anlayışını güçlendirme prensibini benimseyen Cadbury Raporu'nun temel ilkeleri; şeffaflık, dürüstlük ve hesap verebilirlik şeklindedir. Bu bakımdan Cadbury Komitesi tarafından oluşturulan bu rapordaki temel ilkeler tüm

dünyada kabul gören bir model haline gelerek OECD'nin kurumsal yönetim ilkelerini belirlemesine destek olmuştur. Tüm bunlara ek olarak da Cadbury Raporu'nda belirtilen eksikliklerin giderilmesi amacıyla; 1995 yılında Greenbury Raporu ve 1998 yılında da, Hampel Raporu yayımlanmıştır (Cadbury, 1992; Demirbaş ve Uyar, 2006: 119; Özsoy, 2011: 63, Saldanlı, 2012: 141; Cengiz, 2013: 413).

### 1.8.2. Greenbury Raporu

Yönetim kurulu üyelerinin performansını arttırmak ve yöneticilerin kazançlarının düzenlenmesi maksadıyla, Sir Richard Greenbury başkanlığında toplanan Greenbury Komitesi tarafından yeni bir "en iyi uygulama kodu" olarak gösterilen "Greenbury Raporu" Temmuz 1995 tarihi itibariyle son şeklini almış ve "Report of a Study Group Chaired by Sir Richard Greenbury" adıyla yayımlanmıştır (Greenbury, 1995; Maassen, 2002: 129; Keasey vd., 2005: 31).

Greenbury Raporu, işletmenin tepe yöneticilerinin aldıkları maaşların ve diğer ödemelerin düzenlenmesi, performans ölçütlerinin belirlenmesi ve ödüllendirme sisteminin ortaya konulması bakımından tüm işletmeler açısından başvurulacak bir kaynak haline gelmiştir. Özellikle yöneticilerin kazançlarıyla ilgili detayların açıklanma zorunluluğu hesap verilebilirlik ilkesinin; yöneticilere yapılacak ödemelerde tüm toplumun çıkarlarının gözetilmesi ise menfaat sahipleri ilkesinin önem kazanmasına önayak olmuştur. Bu bakımdan Greenbury Raporu kurumsal yönetimle ilgili çalışmalara örnek teşkil eden bir rapor olarak görülmektedir.

### 1.8.3. Hampel Raporu

İngiltere'de 1995 yılında Sir Sydney Lipworth başkanlığında kurulan Kurumsal Yönetim Komitesi, Cadbury ve Greenbury raporlarını değerlendirmek amacıyla bir araya gelmiş ve 1998 yılında "Hampel Raporu" olarak da adlandırılan "The Committee on Corporate Governance: Final Report" isimli raporu sunmuştur (Hampel, 1998: 5; Keasey vd., 2005: 32).

Doğan (2007: 63)'a göre Hampel Raporu, Cadbury ve Greenbury Raporları'nı temel olarak ele almış ve bu iki raporda yer almayan düzenlemelere yer vermiştir. Bu bakımdan Hampel Raporu, önceki iki raporun birleştirilmesi ve zamana uygun biçimde güncellenmesiyle ortaya çıkan bir metin olarak görülmektedir. Ayrıca uygulamada karşılaşılan sorunlara çözümler üretmesi, Cadbury ve Greenbury Raporları'nda üstü kapalı

olarak yer verilen bazı konuları daha somut hale getirmesi bakımından önemli bir kaynak olarak görülmektedir.

Hampel Raporu içerisinde yer alan ve yöneticilere yapılacak olan ödemelerle ilgili düzenlemeler için Greenbury Raporu esas alınırken, yönetim kurulu ve işleyişi ile ilgili düzenlemelerde Cadbury Raporu'na atıfta bulunulmuştur. Ayrıca Hampel Raporu içerisinde iyi bir kurumsal yönetime ait ilkelere de yer verilmiştir. Bu bakımdan raporda yöneticiler, yöneticilerin ücretlendirilmesi, hesap verebilirlik ve hissedarlar ana başlıkları altında, kurumsal yönetim ilkeleri, bilgi sağlama, yönetim kuruluna atama, yeniden seçilme, hissedarların oy kullanması gibi birçok farklı alt başlığa yer verilmiş ve bunlarla ilgili düzenlemelere gidilmiştir (Hampel, 1998: 16-22; Sancar, 2013: 77; Keasey vd., 2005: 32).

### 1.8.4. Sarbanes-Oxley Yasası

2000 yılında ABD'de en büyük 500 şirket içerisinde yedinci sırada bulunan ve enerji sektöründeki en büyük şirketlerden olan Enron'da ortaya çıkan muhasebe yolsuzlukları ve hisse senedi sahtekârlıkları Aralık 2001'de firmanın iflasını açıklamasına yol açmıştır. Bu gelişmenin ardından muhasebe ve denetim skandalları bir domino etkisiyle Tyco, Worldcom gibi şirketler vasıtasıyla sadece ABD'yi değil tüm dünyayı derinden etkileyen izler bırakmıştır. Bu skandallarla birlikte özellikle yatırımcıların şirketlere ve bağımsız denetim kuruluşlarına olan güveni azalmış ve yatırımların azalmasıyla birlikte tüm dünyayı etkileyen finansal krizler ortaya çıkmıştır. Sermaye piyasalarının en güçlü olduğu ülke olan ABD'de böyle bir olayın ortaya çıkması yetkilileri harekete geçirmiş, başka ülkelerde de benzer skandalların tekrar yaşanmaması, denetçi bağımsızlığının sağlanması, yatırımcıların halka açık şirketlere ve finansal tablolarına olan güvenini yeniden kazanabilmek adına çalışmalar yürütülmüştür (Doğan, 2007: 79; Ertikin, 2017: 102).

Bu bağlamda yürütülen çalışmalar sonuç vermiş ve şirketlerin hem daha iyi bir kurumsal yönetim anlayışına sahip olması hem de hisseleri borsada işlem gören şirketlerin denetimlerine yeni bir bakış açısı ve düzen getirilmesi amacıyla ABD Kongresi tarafından 30.07.2002 tarihinde 'Halka Açık Şirketler Muhasebe Reformu ve Yatırımcıyı Koruma Yasası'' olarak da adlandırılan "Sarbanes-Oxley Yasası" yürürlüğe girmiştir (Kutukız ve Öncü, 2009: 133; Ataman vd., 2017: 181; Ertikin, 2017: 102).

Bu kanun temel olarak sermaye piyasası mevzuatına göre belirlenen işletmelere ait kurumsal bilgilerin doğru olup olmadığını ortaya koyarak güvenilirliklerini artırmak ve bu sayede yatırımcıları korumayı amaçlamaktadır. Ayrıca bu kanun ile birlikte yönetim kurulu üyelerine karşı birçok konuda yasal ve cezai yaptırımlara gidilerek işletmelerin hedeflerine ulaşabilmesi adına etkin bir iç kontrol sisteminin oluşturulması zorunlu kılınmış ve işletme yönetimine ve özellikle bağımsız denetçilere büyük sorumluluklar verilmiştir (Atmaca 2012: 193, Cengiz, 2013: 411; Demir, 2013: 17)

Tüm bu düzenlemeler özellikle hisseleri borsada işlem gören şirketlerin yönetim tarzları ve uyguladıkları muhasebe politikalarında ciddi değişikliklere neden olmuş, bunun sonucunda şirketler daha da şeffaf olmaya zorlanmış ve başta tüm faaliyetlerinin daha da açıklayıcı biçimde beyan edilmesi istenmiştir. Bu gelişmelerin ardından ABD'de Sarbanes-Oxley Yasası'na uyumluluk çalışmaları yürütülerek ayrı departmanlar kurulmuş ve bu görev için özel pozisyonlar yaratılmıştır. Tüm bu uyumluluk çalışmaları şirketlerin maliyetlerini daha da arttırmış hatta 2006 yılındaki bilişim bütçesinin %15'inin de yasaya uyumluluk çalışmalarından oluştuğu tespit edilmiştir. Bu bakımdan yasada belirtilen kuralların ağırlığından dolayı çoğu şirket New York Borsası'ndan ayrılmaya karar vermiş buna ek olarak artan tüm bu maliyetler ile birlikte yabancı şirketlerin halka açılabilmek adına İngiltere'yi tercih ettikleri gözlemlenmiştir. Şirketler için ortaya konan bu olumsuz tablonun aksine Sarbanes-Oxley Kanunu'nun uygulanması ile birlikte işletmelerin yargıya ilişkin harcamalarının hayli azaldığı da gözlemlenmiştir (Akküçük, 2009: 9; Sönmez ve Toksoy, 2011: 65; Mallin, 2013: 55).

Tüm bunlara ek olarak denetimle ilgili çalışmalar devam etmiş ve Sarbanes-Oxley Yasası ile birlikte denetim firmalarını denetlemek üzere Amerikan Muhasebe Kamu Gözetim Kurulu kurulmuştur. Böylece bu kurumun kurulması da dünyadaki diğer ülkelere örnek teşkil etmiş ve birçok ülkede bağımsız denetim firmalarını denetlemek amacıyla kamu gözetim kurumları kurulmaya başlanmıştır (Odabaşı ve Ergen, 2016: 3). Sonuç olarak özellikle kurumsal yönetimle ilgili önemli yeniliklerin yapıldığı Sarbanes-Oxley Yasası ile beraber tüm dünyada olduğu gibi Türkiye'de de birtakım düzenlemelere gidilmiştir. Bu bakımdan SPK tarafından yapılan yasal düzenlemelerde ve 6102 sayılı Türk Ticaret Kanunu'ndaki bazı maddelerde Sarbanes-Oxley Yasası'nın izleri bulunmaktadır.

### 1.8.5. OECD Kurumsal Yönetim İlkeleri

Son yıllarda kurumsal yönetim adına yürütülen çalışmalar hızla artmış ve özellikle OECD yaptığı çalışmalarla ön plana çıkmıştır. OECD, ülkelerin refah içerisinde bir yaşam sürmesi ve ekonomik kalkınmalarının desteklenmesi adına kurumsal yönetimin hayati bir öneme sahip olduğunu belirtmiş ve tüm ülkelerin iyi bir kurumsal yönetim uygulamasına sahip olabilmesi adına bir takım temel ilkeleri hayata geçirmiştir. 1999 yılında yayımlanarak OECD Kurumsal Yönetim İlkeleri adını alan bu ilkeler, halka açık şirketlere odaklanmakta, ekonomik etkinliği sağlayarak sürdürülebilir büyümeyi ve finansal istikrarı elde etmeyi amaçlamaktadır. Ayrıca ilkeler bağlayıcı nitelikte olmayıp karar alıcılar için temel bir dayanak noktası oluşturmaktadır. Bu bakımdan Dünya Bankası gibi uluslararası kuruluşlar çalışmalarında bu ilkeleri referans almıştır (OECD, 2015: 9–11; Todorovic, 2013: 48; Ataman vd., 2017: 165).

İlk olarak 1999 yılında yayınlanan OECD Kurumsal Yönetim İlkeleri, "Hissedarların Hakları", "Hissedarların Adil Muamele Görmesi", "Kurumsal Yönetimde Doğrudan Çıkar Sahiplerinin Rolü", "Kamuoyuna Açıklama Yapma ve Şeffaflık", "Yönetim Kurulunun Sorumlulukları" biçiminde olmak üzere beş temel başlıktan oluşmaktadır. Zaman içerisinde dünyada meydana gelen gelişmelerin de etkisiyle kurumsal yönetim adına karşılaşılan sorunların artması, 2002 yılında OECD Bakanlar Kurulu'nu ilkeleri gözden geçirmeye itmiştir. Yapılan çalışma sonucu 2004 yılında OECD Kurumsal Yönetim İlkeleri güncellenmiş ve 1999 yılındaki ilkelere ek olarak "Etkin Kurumsal Yönetim Çerçevesi Temelinin Tesisi" başlığı eklenerek beş olan başlık sayısı altıya çıkartılmıştır. 2015 yılında ise değişen dünya şartlarına uyum amacıyla özellikle G20 ülkelerinin katkıları ile kurumsal yönetim ilkeleri son halini almış ve Güncellenmiş İlkeler yürürlüğe girmiştir. 2015 yılı itibariyle OECD Kurumsal Yönetim İlkeleri iki bölümden oluşmaktadır. İlk bölümde 2015 yılında son halini alan altı adet ilke yer alırken ikinci bölümde ise, ilkelerin genel mantığını anlamaya yönelik ve italik harflerle yazılmış açıklayıcı notlar bulunmaktadır. Dolayısıyla altı ana ilkenin yer aldığı birinci ve altı ana ilkeye ait açıklayıcı notların yer aldığı ikinci bölüm aşağıdaki gibi şekillenmiştir (OECD, 1999: 15–43; OECD, 2004a: 14; OECD, 2015):

I-) Etkin Kurumsal Yönetim Çerçevesi İçin Temellerin Sağlanması;

*"Kurumsal yönetim çerçevesi şeffaf ve adil piyasaların oluşumu ile kaynakların etkin bir şekilde dağılımını teşvik etmelidir. Hukukun üstünlüğü ile uyumlu olmalı ve etkin denetim ve yaptırımı desteklemelidir."*

II-) Pay Sahiplerinin Hakları, Adil Muamele Görmeleri ve Temel Ortaklık İşlevleri;

*"Kurumsal yönetim çerçevesi, azınlık ve yabancı pay sahipleri de dâhil olmak üzere tüm pay sahiplerinin haklarını korumalı, haklarını kullanmalarını kolaylaştırmalı ve pay sahiplerinin adil muamele görmelerini sağlamalıdır. Tüm pay sahipleri haklarının ihlal edilmesi halinde geçerli bir telafi imkânına sahip olmalıdır."*

III-) Kurumsal Yatırımcılar, Pay Senedi Piyasaları ve Diğer Aracılar;

*"Kurumsal yönetim çerçevesi yatırım zinciri boyunca uygun teşvikler sağlamalı ve pay senedi piyasalarının iyi bir kurumsal yönetime katkı sağlayacak şekilde işlemesine olanak vermelidir."*

IV-) Kurumsal Yönetimde Menfaat Sahiplerinin Rolü;

*"Kurumsal yönetim çerçevesi, menfaat sahiplerinin kanun veya karşılıklı anlaşmalar ile tesis edilmiş haklarını tanımalı ve şirketler ve menfaat sahipleri arasında servet ve istihdam yaratmada etkin işbirliğini ve finansal açıdan sağlam şirketlerin sürdürülebilirliğini teşvik etmelidir."*

V-) Kamuyu Aydınlatma ve Şeffaflık

*"Kurumsal yönetim çerçevesi şirketin finansal durumu, performansı, ortaklık yapısı ve yönetimi dâhil olmak üzere şirkete ilişkin her türlü önemli konuda zamanında ve doğru açıklamaların yapılmasını sağlamalıdır."*

VI-) Yönetim Kurulunun Sorumlulukları

*"Kurumsal yönetim çerçevesi, şirketin stratejik rehberliğini, yönetim kurulu tarafından yönetimin etkin gözetimini ve yönetim kurulunun şirkete ve pay sahiplerine karşı sorumluluğunu sağlamalıdır."*

Sonuç olarak OECD Kurumsal Yönetim İlkeleri, 1999'da ilk olarak yayımlanan, 2004 ve 2015 yıllarındaki güncellemeler ile son halini alan altı adet ana ilkeden oluşan ilkeler bütünüdür. Ülkelerin kendilerine özgü kurumsal yönetim uygulamalarını yürütmelerine yardımcı olabilmek amacıyla ortaya konan bu ilkeler başta sermaye

piyasaları, yatırımcılar ve tüm işletme ilgilileri olmak üzere bütün taraflara kılavuzluk yapmaktadır. Ayrıca çoğu uluslararası kuruluşa da yürüttükleri düzenlemelerde referans noktası olan OECD Kurumsal Yönetim İlkeleri, ülkemizde de SPK'nın düzenlediği kurumsal yönetim ilkelerinin yayınlanması aşamasında temel oluşturmuştur.

### 1.9. Türkiye'deki Kurumsal Yönetim Anlayışının Gelişimi Ve Yapılan Yasal Düzenlemeler

Sonuçları itibariyle tüm dünyayı etkileyen finansal krizler ve şirket skandalları başta ABD olmak üzere çoğu ülkede kurumsal yönetime yönelik yasal düzenlemeleri zorunlu hale getirmiş ve başta OECD olmak üzere birçok kurum tarafından buna yönelik birtakım çalışmalar yürütülmüştür. Bu bakımdan tüm dünyada olduğu gibi Türkiye'de de kurumsal yönetim adına atılan adımlara kayıtsız kalınmamış ve 2000'li yılların başından itibaren gerekli yasal düzenlemeler yapılmaya çalışılmıştır. Yürütülen bu çalışmalar sırasında tüm dünyada olduğu gibi Türkiye'de de 1999 yılında yayımlanan, 2004 ve 2015 yıllarındaki güncellemeler ile son halini alan OECD Kurumsal Yönetim İlkeleri referans noktası olarak görülmüştür. Bu bakış açısıyla hazırlanarak Türkiye'de kurumsal yönetime yönelik yürütülen çalışmalar Tablo 1.4'deki gibi sıralanmıştır.

**Tablo 1.4.** Türkiye'de Kurumsal Yönetim Alanında Yürütülen Çalışmalar

| Yıl | Düzenleme |
|---|---|
| 2002 | TÜSİAD tarafından hazırlanan "Kurumsal Yönetim: En İyi Uygulama Kodu" rehberinin yayımlanması |
| 2003 | * SPK tarafından "Kurumsal Yönetim İlkeleri"'nin yayımlanması<br>*SPK tarafından "Sermaye Piyasalarında Derecelendirme Faaliyeti ve Derecelendirme Kuruluşlarına İlişkin Esaslar Tebliği" yayımlanması (Seri: VIII, No: 40) (2006'da Seri: VIII, No: 47 tebliğ ile değişikliğe uğramıştır) |
| 2004 | SPK'nın Borsa İstanbul A.Ş'de işlem gören işletmelerin kurumsal uyum raporlarının, faaliyet raporları içerisinde yer almasını ve internet sitelerinde uyum raporlarını içeren bir yatırımcı ilişkileri bölümü açılmasını zorunlu hale getirmesi |
| 2005 | * SPK tarafından OECD Kurumsal Yönetim İlkelerindeki değişikliğin ardından "Kurumsal Yönetim İlkeleri"'nin güncellemesi<br>* BCG (Boston Consulting Group) ve Türkiye Kurumsal Yönetim Derneği (TKYD) ortaklığında |

| | |
|---|---|
| | hazırlanan "Türkiye Kurumsal Yönetim Haritası" araştırma raporunun tamamlanarak yayımlanması |
| 2006 | * Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu (BDDK) tarafından bankalara yönelik olarak hazırlanan "Kurumsal Yönetim İlkeleri Yönetmeliği"'nin yayımlanması<br>*OECD tarafından yapılan "Corporate Governance in Turkey: A Pilot Study" araştırmasının sonuçlarının açıklanması |
| 2007 | * SPK tarafından "Sermaye Piyasalarında Derecelendirme Faaliyeti ve Derecelendirme Kuruluşlarına İlişkin Esaslar Tebliği" (Seri: VIII, No: 51) güncellenerek yayımlanması (2010'da Seri: VIII, No: 68 tebliğ ile değişikliğe uğramıştır.)<br>* BİST tarafından "Kurumsal Yönetim Endeksi (XKURY)" hesaplanmaya başlanması |
| 2009 | SPK'nın "Özel Durumların Kamuya Açıklanmasına İlişkin Esaslar Tebliği" yayımlanması |
| 2011 | *1 Temmuz 2012 tarihinde 6102 sayılı "Türk Ticaret Kanunu"'nun kabul edilerek Resmi Gazete'de yayımlanması (30 Haziran 2012 tarihli ve 28339 sayılı Resmi Gazete'de "6335 sayılı Türk Ticaret Kanunu ile Türk Ticaret Kanununun Yürürlüğü ve Uygulama Şekli Hakkında Kanunda Değişiklik Yapılmasına Dair Kanun" ile son şeklini alarak güncellenmiştir.)<br>* SPK tarafından "Kurumsal Yönetim İlkelerinin Belirlenmesine ve Uygulanmasına İlişkin Tebliğ" (Seri IV, No:54, 56) ve "SPK Kurumsal Yönetim İlkeleri Eki"'nin yayımlanması |
| 2014 | SPK tarafından hazırlanan "Kurumsal Yönetim Tebliği", 3 Ocak 2014 tarih ve 28871 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanarak son halini almıştır. |

***Kaynak:*** *(www.spk.gov.tr ; Ataman vd., 2017: 167-168'den derlenmiştir)*

Tablo 1.4'de de görüleceği gibi Türkiye'de kurumsal yönetim adına yürütülen düzenlemelerin en önemlilerinden biri bazı ülkelere ait kurumsal yönetim kodları incelenerek oluşturulan ve TÜSİAD'a bağlı olarak çalışmalarını yürüten Kurumsal Yönetim Çalışma Grubu tarafından 2002'de düzenlenen "Kurumsal Yönetim En İyi Uygulama Kodu: Yönetim Kurulunun Yapısı ve İşleyişi" adlı rapor olarak görülmektedir. Bir diğer önemli düzenleme ise SPK tarafından yürütülmüş olup 2003 yılında "uygula, uygulamıyorsan açıkla" prensibiyle uygulamaya konan ve 2005 ile 2014 yıllarında güncellenerek son halini alan "Sermaye Piyasası Kurulu Kurumsal Yönetim Tebliği"'dir. Ayrıca 2005'de uygulamaya konan "5411 sayılı Bankacılık Kanunu" ve 2006'da düzenlenen "Bankaların Kurumsal Yönetim İlkelerine İlişkin Yönetmelik" ile birlikte kurumsal yönetim adına yürütülen çalışmalar sürdürülmüştür. Yasal otoritelerin yanında

çeşitli kuruluşlar ve dernekler tarafından da kurumsal yönetim adına çalışmalar yürütülmüş ve özellikle 2003'de kurulan TKYD bu alandaki çalışmalarıyla ön plana çıkmıştır. Tüm bunlara ek olarak kurumsal yönetimin dört temel bloğu üzerine oturtulan 6102 sayılı Türk Ticaret Kanunu ve 31.08.2007 tarihinde hesaplanmaya başlayarak kurumsal yönetim ilkelerini uygulayan şirketlerin izlendiği Borsa İstanbul Kurumsal Yönetim Endeksi Türkiye'de kurumsal yönetim adına yapılan çalışmalarda dönüm noktaları olarak görülmektedir.

### 1.9.1. Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu ve Kurumsal Yönetim

Günümüzde ticari işlerin yürütülmesinde büyük rolü olan bankalar, bireylerin mevduatlarını toplayıp karşılığında onlara gelir sağlayan, ayrıca elde edilen mevduatlar ve kaynaklarla kişilere kredi imkanı veren finansal kuruluşlar olarak bilinmektedirler. Dünyadaki mevcut finansal sistem açısından önemli bir konumda bulunan bankalarda kurumsal yönetim, sistemin istikrarını tehlikeye düşürebilme olasılığı nedeniyle oldukça dikkat edilmesi gereken bir unsurdur. Çünkü bankalarda kurumsal yönetimin iyi bir şekilde yürütülememesi durumunda, piyasaların bankalara olan güveni kaybolmakta bu da bankalardaki mevduatların yatırımcılar tarafından çekilmesine ve bankaların varlıklarını yönetememesine yol açabilmektedir. Bu açıdan bakıldığında bankalarda kurumsal yönetim, mevduat sahibi kişi veya kurumlar ile pay sahiplerinin menfaatlerinin örtüşebilmesi adına haklarının korunmasını, kurumsal amaç ve hedeflere ulaşabilmesini, kurumsal ve yasal düzenlemelerle uyumlu biçimde çalışabilecek bir bankacılık sisteminin kurulmasını ve bu sayede bankaların daha etkin ve güven verecek biçimde faaliyetlerini sürdürebilmesini içerir (Tanrıöven vd., 2005: 137; Ege ve Topaloğlu, 2015: 319).

Ülkemizde bankacılık sektöründe kurumsal yönetimin etkin biçimde uygulanabilmesine yönelik yapılan çalışmalarda özellikle Türkiye Bankalar Birliği'nin (TBB) çalışmaları ve BDDK'nın yönetmelikleri ön plana çıkmaktadır.

Bankalarda kurumsal yönetimle ilgili çalışmalarda ön plana çıkan kurumlardan olan TBB, Eylül 1999'da "Bankalarda Kurumsal Yönetim" adlı raporu yayımlayarak; "Banka Kurumsal Yönetimi", "Etkin Kurumsal Yönetim Uygulamaları", "Etkin Kurumsal Yönetimi Destekleyici Koşulların Sağlanması" ve "Bankacılık Gözetim ve Denetim Otoritesinin Rolü" başlıklarını rapor içerisinde geniş biçimde incelemiştir. Yine TBB tarafından kurumsal yönetim adına yürütülen çalışmalar devam etmiş ve bu kez Kasım 2000'de "IMF'nin Tavsiye Ettiği Uluslararası Standartlar" adıyla bir rapor yayımlanmıştır.

Bu raporda kurumsal yönetimle ilgili bölüm içerisinde kurumsal yönetim konusunda iki temel referans bulunduğu belirtilmiştir. İlk referansın OECD Kurumsal Yönetim İlkeleri, diğerinin ise özel olarak bankalara yönelik kurumsal yönetim ilkelerinin belirlendiği ve Basel Bankacılık Gözetim ve Denetim Komitesi tarafından yayımlanan doküman olduğu ayrıca raporda bildirilmiştir. 1 Kasım 2005'te kurumsal yönetim kavramının resmi olarak yer aldığı bir düzenleme yapılmış ve 5411 sayılı Bankacılık Kanunu yürürlüğe girmiştir. Bu kanunun üçüncü kısmında "Kurumsal Yönetim" başlığına yer verilmiş ve bu başlık "Yönetim", "İç Sistemler", "Yetkili Kuruluşlar" ve "Finansal Raporlama" olmak üzere dört bölümden oluşmuştur. (TBB, 1999; TBB, 2000; BDDK, 2005).

### 1.9.2. Türkiye Kurumsal Yönetim Derneği ve Kurumsal Yönetim

Türkiye'de kurumsal yönetim anlayışının tanınması ve sağlıklı bir biçimde uygulamaya geçirilebilmesi amacıyla 2003 yılında gönüllü olarak kurulup faaliyet göstermeye başlayan TKYD, özel sektör ve kamu kuruluşları gibi tüm iş dünyasını bir araya getirerek aralarında iletişimi sağlayacak bir yapı kurmayı ve bu sayede kurumsal yönetim anlayışının yerleşmesini amaçlamaktadır. Bu bakımdan TKYD faaliyetlerini yerine getirirken özellikle kurumsal yönetimin dört temel bloğu olarak adlandırılan adillik, şeffaflık, hesap verebilirlik ve sorumluluk ilkelerini referans almaktadır (http://www.tkyd.org/tr/tkyd.html).

Türkiye'de kurumsal yönetimin gelişmesi için ulusal ve uluslararası kuruluşlarla işbirlikleri yürüten TKYD bu doğrultuda çeşitli projeler, seminerler, eğitimler gerçekleştirmektedir. Ayrıca kurumsal yönetimle ilgili farkındalık oluşturarak uygulamaları teşvik etmek amacıyla dernek tarafından Borsa İstanbul Kurumsal Yönetim Endeksi'ndeki şirketlere verilen derecelendirme notlarına göre düzenlenerek her sene en başarılı şirketlere Kurumsal Yönetim Ödülleri verilmektedir (http://www.tkyd.org/tr/faaliyetler-kurumsal-yonetim-odulleri.html).

### 1.9.3. 6102 Sayılı Türk Ticaret Kanunu ve Kurumsal Yönetim

1957 yılında yürürlüğe giren ve yaklaşık elli yıllık bir sürede uygulama alanı bulan 6762 sayılı Eski Türk Ticaret Kanunu hazırlandığı ve kabul edildiği dönem itibariyle özellikle ticari ilişkilerin düzenlenmesi bakımından yeterli olarak görülen bir kanundu. Fakat dünya ticaretinde meydana gelen hızlı değişimler, finans ve sermaye piyasalarının gelişmesi ve küreselleşmenin etkili olması gibi faktörler bu yasanın değiştirilmesi gerekliliğini ortaya koymuş ve Yeni Türk Ticaret Kanunu'nun hazırlanmasına yönelik

çalışmaları hızlandırmıştır. Bu amaçla yapılan çalışmalar sonuç vermiş ve 13.01.2011 tarihinde Türkiye Büyük Millet Meclisi (TBMM) tarafından kabul edilerek "6102 sayılı Türk Ticaret Kanunu" (Yeni TTK) adıyla 14.02.2011 tarihli ve 27846 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanmıştır ve bazı istisnai düzenlemeler dışında 1 Temmuz 2012'de yürürlüğe girmiştir. Yeni TTK, 30 Haziran 2012 tarihli ve 28339 sayılı Resmi Gazete'de "6335 sayılı Türk Ticaret Kanunu ile Türk Ticaret Kanununun Yürürlüğü ve Uygulama Şekli Hakkında Kanunda Değişiklik Yapılmasına Dair Kanun" (6335 sayılı Değişiklik Kanunu) ile son şeklini alarak güncellenmiştir (Deryal ve Durgut, 2009: 36; Şengür, 2011: 98; İstanbul Ticaret Odası, 2012: 9).

Dünya literatüründe "corporate governance" olarak kendine yer bulan kurumsal yönetim, ortaya çıkışı itibariyle esasında halka açık anonim şirketler adına öngörülen bir mekanizma olarak görülmekteydi. Fakat ilerleyen yıllarda dünya çapında önem kazanan bir mekanizma haline gelen kurumsal yönetim, sadece halka açık şirketlere değil, tüm her kurum ve kuruluşlara tavsiye olunan bir görünüme kavuşmuştur. Bu açıdan bakıldığında Türkiye'de de kurumsal yönetim, Yeni TTK'nın kabulünden önce sadece "pay senetleri menkul kıymetler borsasına kote olmuş anonim şirketler" için gündeme gelen bir unsur olarak değerlendirilmekte iken Yeni TTK'nın kabulüyle birlikte kurumsal yönetim anlayışının borsada işlem gören veya görmeyen tüm anonim şirketlere göre düzenlendiği görülmektedir. Bu kapsamda Yeni TTK, kurumsal yönetim ilkelerinden olan şeffaflık, adillik, sorumluluk ve hesap verilebilirlik ilkelerini anonim şirketler adına vazgeçilmez bir parça haline getirmiş ve bu dört temel kolon üzerine inşa edilmiştir (Tunç, 2011: 2-7; Karasu, 2013: 60)

Özetle yatırımcıya güven vererek sürdürülebilir gelişmeyi hedefleyen ve işletmeyle ilgili tüm menfaat sahiplerinin aralarındaki ilişkileri düzenleyen mekanizma olan kurumsal yönetimle ilgili Yeni TTK'da önemli düzenlemelere gidilerek kurumsal yönetim kavramını ve uygulamalarını kapsayıcı hükümlere ve çeşitli konulardaki düzenlemelere yer verildiği görülmektedir. Bu bağlamda da Yeni TTK ile genel kurul, yönetim kurulu, pay sahiplerinin, azınlıkların hakları gibi konularda ve hesap verebilirlik, kamuyu aydınlatma ve şeffaflık gibi alanlarda kurumsal yönetimi ilgilendiren birtakım düzenlemelere gidilmiştir.

### 1.9.4. Sermaye Piyasası Kurulu ve Kurumsal Yönetim İlkeleri

SPK, ülkemizde kurumsal yönetim ilkelerini belirleyen, derecelendirme kuruluşlarına yetki veren ve denetleyip düzenleyici konumda bulunan bir kuruluştur. Bu bakımdan SPK ülkemizde aldığı yetki ölçüsünde sermaye piyasası kurumlarına, sermaye piyasalarındaki araçların ihraç edilmesi, halka arz edilip borsada işlem görmesi gibi işlemlerin yürütülmesine ve piyasaların güvenilir, şeffaf ve rekabetçi bir ortamda işleyişin sağlanmasına yönelik düzenlemeleri yürüterek yatırımcıların haklarını ve menfaatlerini korumayı amaçlayan bir kurum olarak bilinmektedir. Özellikle tüm dünyayı etkileyen finansal krizler ve şirket skandalları SPK'yı ülkemizde de kurumsal yönetimle ilgili çalışmaya yapmaya itmiş ve Türkiye'deki mevcut sermaye piyasaları uluslararası finansal piyasalar ile entegre edebilmek maksadıyla birçok ülkenin kurumsal yönetim uygulaması ve anlayışları incelenmiştir. Başta 1999 yılında OECD tarafından yayımlanan Kurumsal Yönetim İlkeleri referans alınarak 2003'de SPK Kurumsal Yönetim İlkeleri yayımlanmış ve bu ilkeler güncellenerek 2005 ve 2014 yıllarında son halini almıştır (www.spk.gov.tr; Yenice ve Dölen, 2013: 201). Ortaya çıkışı itibariyle halka açık anonim şirketlere yönelik uygulamaları içeren SPK Kurumsal Yönetim İlkeleri, sahip olduğu prensipler göz önüne alındığında özel sektör veya kamuda yer alan bütün kuruluşlar adına uygulanabilir olarak görülmektedir.

SPK Kurumsal Yönetim İlkeleri, "uygula, uygulamıyorsan açıkla" prensibine dayanmaktadır. Dolayısıyla tamamen gönüllülük esasına dayalı olan bu ilkelerin şirketler tarafından uygulanması zorunlu değildir. Fakat ilkelerin uygulanmaması durumunda yılsonunda şirketler tarafından hazırlanacak olan faaliyet raporlarında ilkelere uyulup uyulmadığı, uyulmaması durumunda ise neden uyulmadığına değinilerek bu durumun kamu ile paylaşılması gerekmektedir. Fakat 2011 yılında 2499 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu'nda yapılan değişiklikle birlikte SPK'nın kurumsal yönetim anlayışında önemli değişiklikler meydana gelmiş ve "uygula, uygulamıyorsan açıkla" prensibine dayanan ilkelerin borsada işlem gören anonim şirketler tarafından kısmen veya tamamen uymaları zorunlu hale getirilmiş ve uyum zorunluluğuna aykırılık halinde de çeşitli tedbirleri uygulama yetkisi vermiştir (Demirbaş ve Uyar, 2006: 80; Özsoy, 2011: 73; Alp ve Kılıç, 2014:109; Zengin ve Yılmaz, 2017: 692).

SPK Kurumsal Yönetim İlkeleri, "Pay Sahipleri", "Kamuyu Aydınlatma ve Şeffaflık", "Menfaat Sahipleri", "Yönetim Kurulu" olmak üzere dört ana başlık altında

toplanmış ve kısaca şu şekilde ifade edilmiştir (http://www.spk.gov.tr/; Demirbaş ve Uyar, 2006; 81-82; Doğan, 2007: 111-135, Güçlü, 2010: 44, Özsoy, 2011: 74-75;

- *Pay Sahipleri İlkesi:* Kurumsal yönetimde en önemli menfaat grubu olan ve şirketin sermayesini koyan pay sahipleri ile ilgili bölümde; pay sahiplerine verilen haklar ve pay sahiplerinin eşit işleme tabi olmaları hususundaki prensipler ele alınmıştır. Dolayısıyla, pay sahiplerinin bilgi alma ve inceleme, soru sorma hakkına, genel kurula katılım ve oy verme hakkına, kâr payı alma hakkına, payların devri ve azınlık haklarına bu bölümde detaylı biçimde yer verilmiştir. Bunlara ek olarak bu bölümde; "Pay Sahipliği Haklarının Kullanımının Kolaylaştırılması", "Bilgi Alma Ve İnceleme Hakkı", "Genel Kurula Katılım Hakkı", "Oy Hakkı", "Azınlık Hakları", "Kar Payı Hakkı", "Payların Devri", "Pay Sahiplerine Eşit İşlem İlkesi" olmak üzere sekiz alt başlık yer almaktadır.
- *Kamuyu Aydınlatma ve Şeffaflık İlkesi:* Menfaat sahiplerinin şirketle ilgili bilgilere eksiksiz, tarafsız, güvenilir, anlaşılır ve kolay biçimde ulaşabilmesi ve bu bilgilere dayanarak yatırım kararı alabilmeleri anlamına gelen bu ilkeye dair prensiplere ikinci bölümde yer verilmiştir. Dolayısıyla bu bölümde işletmelere pay sahiplerinin bilgi almalarına yarayacak bir bilgilendirme politikası kuralları düzenlemeleri tavsiye edilmiştir. Sonuç olarak bu bölümde; "Kamuyu Aydınlatma Esasları Ve Araçları", "Şirket İle Pay Sahipleri", "Yönetim Kurulu Üyeleri ve Yöneticiler Arasındaki İlişkilerin Kamuya Açıklanması", "Kamunun Aydınlatılmasında Periyodik Mali Tablo ve Raporlar", "Bağımsız Denetimin İşlevi", "Ticari Sır Kavramı ve İçerden Öğrenenlerin Ticareti", "Kamuya Açıklanması Gereken Önemli Olay ve Gelişmeler"'den oluşan altı alt başlık bulunmaktadır.
- *Menfaat Sahipleri İlkesi:* Menfaat sahipleri veya bir diğer adıyla paydaş, işletmenin daha önceden belirlediği amaç ve hedeflerine ulaşabilmesi adına yürütülen faaliyetlerden etkilenen her türlü kişi veya kurum olarak tanımlanmıştır. Bu bakımdan pay sahiplerinden çalışanlara, alacaklılardan müşterilere, tedarikçilerden devlete hatta potansiyel yatırım yapmayı düşünen tasarruf sahiplerine kadar tüm ilgilileri kapsayan menfaat sahipleri ilkesinde menfaat sahibi kişi veya kurumlar ile şirket arasındaki ilişkileri düzenlemeye yönelik prensiplere yer verilmiştir. Ayrıca bu bölümde; "Menfaat Sahiplerine İlişkin Şirket Politikası", "Menfaat Sahiplerinin Şirket Yönetimine Katılımının Desteklenmesi", "Şirket Malvarlığının Korunması", "Şirketin İnsan Kaynakları Politikası", "Müşteriler ve Tedarikçilerle İlişkiler", "Etik Kurallar", "Sosyal Sorumluluk", olmak üzere sekiz alt başlık bulunmaktadır.

• *Yönetim Kurulu İlkesi:* Bir şirketi en üst düzeyde yönetme ve temsil etme organı olarak görev yapan yönetim kurulu dördüncü bölümde kendisine yer bulmuş bir ilke olup, yönetim kurulunun fonksiyonu, görev ve sorumlulukları, faaliyetleri, yönetim kuruluna sağlanan mali haklar ve yönetim kuruluna faaliyetlerinde yardımcı olmak amacıyla kurulacak olan komiteler, bu ilkeye ait prensipler içerisinde kendine yer bulmuştur. Ayrıca bağımsız yönetim kurulu üyeliklerine ait prensipler ve yönetim kuruluyla icra üyeleri arasındaki ilişkiler de bu bölümde kendine yer bulmuştur. Yine bu ilke; "Yönetim Kurulunun Temel Fonksiyonları", "Yönetim Kurulunun Faaliyet Esasları İle Görev ve Sorumlulukları", "Yönetim Kurulunun Oluşumu ve Seçimi", "Yönetim Kuruluna Sağlanan Mali Haklar", "Yönetim Kurulunda Oluşturulan Komitelerin Sayı, Yapı ve Bağımsızlığı" ve "Yöneticiler"'den oluşan altı alt başlıkta incelenmiştir.

### 1.9.5. SPK Kurumsal Yönetim İlkeleri Uyum Raporu

SPK Kurumsal Yönetim İlkeleri'nden olan kamuya açıklama ve şeffaflık ilkesi gereği menfaat sahiplerine yalnızca firmanın finansal tablolarında yer alan faaliyet sonuçlarının değil firmanın politikaları, amaçları ve uygulamaları gibi tüm bilgilerinin açıklanması gerekmektedir. Dolayısıyla faaliyet sonuçlarına ait verilerin yansıra bu tür bilgilerin de piyasaya aktarılması özellikle kamuya açıklama ve şeffaflık ilkesinin bir gereği olarak görülmektedir. Bu bakımdan "uygula, uygulamıyorsan açıkla" prensibini benimseyen SPK Kurumsal Yönetim İlkeleri'nin uygulanmaması durumunda gerekçeli kararının firma tarafından hazırlanacak olan uyum raporu yoluyla kamuya sunulması gerekmektedir. Ortaya çıkan bu ihtiyaca yanıt vermek amacıyla SPK tarafından 2004 yılında yapılan bir düzenleme ile halka açık şirketlerin düzenleyecekleri yıllık faaliyet raporlarında SPK Kurumsal Yönetim İlkeleri uyum raporuna da yer vermeleri zorunlu kılınmıştır (Pamukçu, 2011:142).

SPK Kurumsal Yönetim İlkeleri uyum raporu, halka açık olarak faaliyet gösteren şirketlerin yıllık faaliyet raporlarında ayrı bir bölüm olarak yer almakta ve aşağıda sıralanan yirmi ana başlıkla ilgili tüm kamuoyuna bilgi verilmektedir. Bu bakımdan ilgili raporda yer alan ana başlıklar şu şekildedir (http://www.spk.gov.tr/Sayfa/Dosya/67):

1. Pay sahipleri ile ilişkiler birimi,
2. Pay sahiplerinin bilgi edinme haklarının kullanımı,
3. Genel kurul bilgileri,

4. Oy hakları ve azınlık hakları,
5. Kar payı hakkı,
6. Payların devri,
7. Bilgilendirme politikası,
8. Faaliyet raporu,
9. Şirket internet sitesi ve içeriği,
10. Yönetim kurulunda oluşturulan komitelerin sayı, yapı ve bağımsızlığı,
11. Yönetim kurulunun faaliyet esasları,
12. Menfaat sahiplerinin bilgilendirilmesi,
13. Menfaat sahiplerinin yönetime katılımı,
14. İnsan kaynakları politikası,
15. Risk yönetim ve iç kontrol mekanizması,
16. Sosyal sorumluluk ve etik kurallar,
17. Yönetim kurulunun yapısı, oluşumu,
18. Yönetim kurulu üyelerinin nitelikleri,
19. Şirketin stratejik hedefleri,
20. Yönetim kuruluna sağlanan mali haklar.

Sonuç olarak yukarıda da sıralandığı üzere yirmi ana başlıktan oluşan SPK Kurumsal Yönetim İlkeleri uyum raporunda kurumsal yönetim ilkelerindeki prensiplere uyan şirketler ve hangi prensiplere uyduğuna dair bilgilere yer verilmekte, prensiplere uymayan şirketlerin ise uymama gerekçeleri ve bu uymama durumundan ortaya çıkabilecek muhtemel çıkar çatışmalarıyla ilgili bilgiler açıklanmakta ve kamu ile paylaşılmaktadır.

### 1.9.6. Kurumsal Yönetim Uyum Derecelendirmesi

Kurumsal yönetim ilkelerine uyum derecelendirmesi, işletmelerin SPK Kurumsal Yönetim İlkeleri'ne uyumlarının derecelendirme kuruluşları tarafından değerlendirilmesi ve buna göre sınıflandırılması olarak tanımlanmıştır. Dolayısıyla bu derecelendirme

şirketlerin finansal durumlarını ortaya çıkaran kredi ve risk derecelendirmelerinden farklı bir konseptte olup düzenlenmesi itibariyle pay sahiplerinin haklarını gözetip şirketlerin nasıl yönetildikleriyle ilgili verileri ortaya koymayı amaçlamaktadır (http://www.resmigazete.gov.tr/eskiler/2007/07/20070712-24.htm; Güçlü, 2010: 64).

Bu amaç adına ülkemizde SPK tarafından OECD ilkeleri referans alınarak Temmuz 2003'de yayımlanan kurumsal yönetim ilkeleri tebliğinin hemen ardından kurumsal yönetim uyum derecelendirmesine yönelik olarak Seri: VIII, No:40 "Sermaye Piyasasında Derecelendirme Faaliyeti ve Derecelendirme Kuruluşlarına İlişkin Esaslar Tebliği (Derecelendirme Tebliği)" yürürlüğe girmiştir. 2005 yılında SPK Kurumsal Yönetim İlkeleri'nde yapılan bazı güncellemelerin ardından 2007 yılında ise Derecelendirme Tebliği yenilenmiş ve 12.07.2007 tarihinde yayımlanan Seri: VIII, No:51 "Sermaye Piyasasında Derecelendirme Faaliyeti ve Derecelendirme Kuruluşlarına İlişkin Esaslar Tebliği" ile son halini almıştır.

2007 yılında son halini alan Derecelendirme Tebliği incelendiğinde derecelendirmelerle ilgili düzenlemelerin altı bölümde izlendiği görülmektedir. Söz konusu bölümler şu şekilde sıralanmıştır (http://www.resmigazete.gov.tr/eskiler/2007/07/20070712-24.htm):

- Amaç, Kapsam, Dayanak ve Tanımlar
- Derecelendirme Faaliyetinin Kapsamı ve Bu Faaliyette Bulunabilecek Kuruluşlar
- Türkiye'de Kurulan Derecelendirme Kuruluşlarının Yetkilendirilmesi ve Listeye Alınması
- Derecelendirme Sözleşmesi ve Bilgi Paylaşımı Sözleşmesi
- Derecelendirme Faaliyetinde Uyulacak İlke ve Esaslar
- Diğer Hükümler

Derecelendirme Tebliği'nin ikinci bölümünde derecelendirme yapabilecek olan kurumlarla ilgili bilgiler verilmiş ve şartlar sıralanmıştır. Buna göre kurumsal yönetim uyum derecelendirmesi yapmak adına; Türkiye'de kurulan ve derecelendirme faaliyetinde bulunmak amacıyla SPK tarafından yetkilendirilen derecelendirme kuruluşları ile Türkiye'de derecelendirme faaliyetinde bulunması SPK tarafından kabul edilen uluslararası derecelendirme kuruluşları derecelendirme faaliyetini yerine getirme adına yetkili kılınmıştır (http://www.spk.gov.tr/Sayfa/Index/6/10/2). Tüm bunlar göz önüne

alındığında SPK tarafından kurumsal yönetim ilkelerine uyum derecelendirme yetkisi verilen kuruluşların listesi Tablo 1.5.'deki gibidir:

**Tablo 1.5.** Türkiye'de Kurulan ve SPK Tarafından Yetkilendirilen Kurumsal Yönetim İlkelerine Uyum Derecelendirmesi Yapmaya Yetkili Kuruluşlar

| **Türkiye'de Kurulan ve SPK Tarafından Yetkilendirilen Kurumsal Yönetim İlkelerine Uyum Derecelendirmesi Yapmaya Yetkili Kuruluşlar** |
|---|
| **1-)** Saha Kurumsal Yönetim ve Kredi Derecelendirme Hizmetleri A.Ş. |
| **2-)** Kobirate Uluslararası Kredi Derecelendirme ve Kurumsal Yönetim Hizmetleri A.Ş. |
| **3-)** JCR Avrasya Derecelendirme A.Ş |
| **4-)** DRC Derecelendirme Hizmetleri A.Ş. |
| **5-)** National Investor Services Derecelendirme Anonim Şirketi |

***Kaynak:*** *(http://www.spk.gov.tr/Sayfa/Index/6/10/1)*

Kurumsal yönetim ilkelerine uyum derecelendirilmesi, Sermaye Piyasası Kurumsal Yönetim Tebliği'nde belirlenen ilkeler olan pay sahipleri, kamuyu aydınlatma ve şeffaflık, menfaat sahipleri ve yönetim kurulu ilkelerinin alt bölümler halinde incelenip değerlendirildiği bir uygulamadır. Dolayısıyla derecelendirme notunun belirlenmesi sırasında her alt bölüm 100 puan üzerinden değerlendirilmekte, her bir alt bölümün ana nota etkileri için de SPK tarafından belirlenen; pay sahiplerinde %25, kamuyu aydınlatma ve şeffaflık %25, menfaat sahipleri %15 ve yönetim kurulu % 35 şeklindeki ağırlık yüzdeleri kullanılmaktadır. Ağırlıklar alındıktan sonra ortaya çıkan not 10'luk dilime indirgenip şirketin genel notuna ulaşılmaktadır (https://www.kobirate.com.tr/content/Kurmsal-Yonetim-Endeksi.pdf). Örneğin, pay sahipleri bölümünden 82,6 kamuyu aydınlatma ve şeffaflık bölümünden 77,0 menfaat sahipleri bölümünden 92,2, yönetim kurulu bölümünden ise 91,2 notunu alan bir şirketin toplam derecelendirme notu, aşağıdaki gibi hesaplanmaktadır:

| | Pay Sahipleri | Kamuyu Aydınlatma Ve Şeffaflık | Menfaat Sahipleri | Yönetim Kurulu | Toplam Kurumsal Yönetim Notu |
|---|---|---|---|---|---|
| **Not** | 82,6 | 77,0 | 92,2 | 91,2 | |
| **Ağırlık** | (%25) | (%35) | (%15) | (%25) | (%100) |
| **Tutar** | 20,6 | 26,9 | 13,8 | 22,8 | ***84,1*** ***(10 'luk dilimde 8,41)*** |

Yukarıdaki örnekte şirketin kurumsal yönetim ilkelerine uyum derecelendirme puanı 8.41 olarak bulunmuştur. Bulunan bu puanların kurumsal yönetim açısından ne anlama geldiği ise Tablo 1.6'da özetlenmiştir:

**Tablo 1.6.** Kurumsal Yönetim Derecelendirme Notları ve Tanımları

| Derecelendirme notu | Tanımı |
|---|---|
| 9-10 | Şirket SPK Kurumsal Yönetim İlkeleri'ne büyük ölçüde uyum sağlamaktadır. Tüm politika ve önlemleri uygulamaya sokularak yönetim ve iç kontrol mekanizmaları etkin bir şekilde oluşturulmaktadır. Kurumsal yönetime ait tüm riskler tespit edilerek aktif biçimde yönetilmektedir. Pay ve menfaat sahiplerinin hakları en adil biçimde gözetilmekte; kamuyu aydınlatma ve şeffaflık faaliyetleri en üst düzeyde yürütülmektedir. Yönetim kurulunun mevcut yapı ve işleyişi en iyi uygulama kategorisindedir. Sonuç olarak bahsedilen bu alanlarda hemen hemen hiçbir zaaf bulunmamakta ve Borsa İstanbul Kurumsal Yönetim Endeksi'ne en üst düzeyde dahil edilmesi uygun görülmektedir. |
| 7-8,9 | Şirket SPK Kurumsal Yönetim İlkeleri'ne önemli ölçüde uyum sağlamaktadır. Çoğu politika ve önlemleri uygulamaya sokularak yönetim ve iç kontrol mekanizmaları iyileştirmelere ihtiyaç duyulsa da etkin bir şekilde oluşturulmaktadır. Kurumsal yönetime ait çoğu risk tespit edilerek aktif biçimde yönetilmektedir. Pay ve menfaat sahiplerinin hakları adil biçimde gözetilmekte; kamuyu aydınlatma ve şeffaflık faaliyetleri üst düzeyde olarak yürütülmektedir. Yönetim kurulunun mevcut yapı ve işleyişi sağlam temeller üzerine inşa edildiği görülmektedir. Sonuç olarak bahsedilen bu alanlardan bir veya birkaçında bazı iyileştirmeler gerekmektedir ve Kurumsal Yönetim |

| | |
|---|---|
| | Endeksi'ne dahil edilmesi uygun görülmektedir. |
| 6-6,9 | Şirket SPK Kurumsal Yönetim İlkeleri'ne orta ölçüde uyum sağlamaktadır. Bir kısım politika ve önlemleri uygulamaya sokularak yönetim ve iç kontrol mekanizmaları orta derecede oluşturulmakta ve bu bakımdan iyileştirme yoluna gidilmesi gerekmektedir. Kurumsal yönetime ait risklerin bir kısmı tespit edilerek aktif biçimde yönetilmektedir. Ulusal standartlara kısmen uyum sağlanmakta fakat uluslararası platformlarda bu standartların gerisinde kalınabileceği düşünülmektedir. Sonuç olarak pay sahipleri; menfaat sahipleri; kamuyu aydınlatma ve şeffaflık ve yönetim kurulu alanlarının bazılarında iyileştirmelere ihtiyaç duyulmaktadır. |
| 4-5,9 | Şirket SPK Kurumsal Yönetim İlkeleri'ne azami ölçüde uyum sağlamaktadır. Standartların altında sayıda politika ve önlemleri uygulamaya sokularak yönetim ve iç kontrol mekanizmaları asgari derecede oluşturulmakta fakat etkin biçimde işlenememektedir. Kurumsal yönetime ait riskler tamamen tespit edilememekte ve bu riskler aktif bir şekilde yönetilememektedir. Sonuç olarak pay sahipleri; menfaat sahipleri; kamuyu aydınlatma ve şeffaflık ve yönetim kurulu alanlarının bazılarında veya hepsinde önemli iyileştirmelere ihtiyaç duyulmaktadır. |
| <4 | Şirket SPK Kurumsal Yönetim İlkeleri'ne uyum sağlamamaktadır. Gerekli politika ve önlemlerin alınması zayıf kalmaktadır. Yönetim ve iç kontrol mekanizmaları, gerekli etkinlikte oluşturulmamaktadır. Kurumsal yönetime ait önemli riskler bulunmakta ve bu riskler aktif biçimde yönetilememektedir. Kurumsal yönetim ilkelerine duyarlı olmayan şirketin, pay sahipleri; menfaat sahipleri; kamuyu aydınlatma ve şeffaflık ve yönetim kurulu alanlarının tümünde önemli zaafları mevcuttur. Bu şartlarda olan bir şirkete yatırım yapılması yatırımcının güvenini zedeleyebilmekte ve yatırımcıyı maddi zararlarla baş başa bırakabilmektedir. |

***Kaynak:*** *(http://www.saharating.com, https://www.kobirate.com.tr/, http://www.jcrer.com.tr/, www.drcrating.com/)*

Tablo 1.6'dan da anlaşılacağı üzere derecelendirme kuruluşları tarafından şirketlerin kurumsal yönetim ilkelerine uyumuna ait yürütülen değerlendirmede verilen puanların 10 üzerinden en az 7 olması ve belirli koşulları sağlaması koşuluyla Borsa İstanbul Kurumsal Yönetim Endeksi'nde işlem görmesi mümkündür.

### 1.9.7. Borsa İstanbul A.Ş. Kurumsal Yönetim Endeksi

Borsa İstanbul tarafından kurumsal yönetim algısının arttırılması adına atılan önemli adımlardan biri Kurumsal Yönetim Endeksi'nin oluşturulması olarak görülmektedir. Borsa İstanbul Kurumsal Yönetim Endeksi Borsa İstanbul'da işlem gören pay endekslerinden birisi olup XKURY olarak adlandırılmakta ve yalnızca kurumsal yönetim uyum derecelendirme notuna sahip şirketlerin dâhil edildiği bir endeks olarak işlem görmektedir. Borsa İstanbul Kurumsal Yönetim Endeksi, payları Borsa İstanbul pazarlarında (Yakın İzleme Pazarı ve C ve D listeleri hariç) işlem gören ve kurumsal yönetim uyum derecelendirme notu 10 üzerinden en az 7 ve her bir alt başlık için en az 6,5 olan halka açık şirketlerin fiyat ve getiri performanslarının değerlendirilmesi için oluşturulmuş bir endeks olarak bilinmektedir (https://www.kobirate.com.tr/content/Kurmsal-Yonetim-Endeksi.pdf; BİST, 2020).

Borsa İstanbul Kurumsal Yönetim Endeksi 31.08.2007 tarihinde hesaplanmaya başlanmış ve endeksin başlangıçtaki değeri 48.082,17 olarak belirlenmiş ve 31.12.2019 tarihi itibariyle endeks 99.754,53'e ulaşmıştır. 31.08.2007'de 5 şirket ile işlem görmeye başlayan Borsa İstanbul Kurumsal Yönetim Endeksi'nde 2007 yılı içerisinde 2 şirketin de endekse dahil olmasıyla birlikte 2007 yılı sonu itibariyle endeksteki toplam şirket sayısı 7'ye çıkmıştır. 31.12.2019 tarihi itibariyle ise endekste 50 şirketin faaliyet gösterdiği görülmektedir. Bu şirketlere ait kodlar, şirketlerin unvanları, faaliyet gösterdikleri sektörler ve hangi yıllardan beri endekste derecelendirme yapıldığına ait bilgiler aşağıda yer alan Tablo 1.7.'deki gibidir.

**Tablo 1.7.** Borsa İstanbul Kurumsal Yönetim Endeksi'nde 31.12.2019 Tarihi İtibariyle Yer Alan Firmalar

| SIRA NO | KOD | ŞİRKET UNVANI | SEKTÖR | ENDEKSTE YER ALDIĞI YILLAR |
|---|---|---|---|---|
| 1 | AGHOL | AG ANADOLU GRUBU HOLDİNG A.Ş. | Mali Kuruluşlar / Holdingler Ve Yatırım Şirketleri | 2010-2019 |
| 2 | AKSGY | AKİŞ GAYRİMENKUL | Mali Kuruluşlar / Gayrimenkul Yatırım | 2014-2019 |

| | | | | |
|---|---|---|---|---|
| | | YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş. | Ortaklıkları | |
| **3** | AKMGY | AKMERKEZ GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş. | Mali Kuruluşlar / Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları | 2016-2019 |
| **4** | AKSA | AKSA AKRİLİK KİMYA SANAYİİ A.Ş. | İmalat Sanayii / Kimya, Petrol Kauçuk Ve Plastik Ürünler | 2014-2019 |
| **5** | ALBRK | ALBARAKA TÜRK KATILIM BANKASI A.Ş. | Mali Kuruluşlar / Bankalar Ve Özel Finans Kurumları | 2010-2019 |
| **6** | ANSGR | ANADOLU ANONİM TÜRK SİGORTA ŞİRKETİ | Mali Kuruluşlar / Sigorta Şirketleri | 2015-2019 |
| **7** | AEFES | ANADOLU EFES BİRACILIK VE MALT SANAYİİ A.Ş. | İmalat Sanayii / Gıda, İçki Ve Tütün | 2008-2019 |
| **8** | ARCLK | ARÇELİK A.Ş. | İmalat Sanayii / Metal Eşya, Makine Ve Gereç Yapım | 2009-2019 |
| **9** | ASELS | ASELSAN ELEKTRONİK SANAYİ VE TİCARET A.Ş. | Teknoloji / Savunma | 2012-2019 |
| **10** | AYGAZ | AYGAZ A.Ş. | İmalat Sanayii / Kimya, Petrol Kauçuk Ve Plastik Ürünler | 2010-2019 |
| **11** | BTCIM | BATIÇİM BATI ANADOLU ÇİMENTO SANAYİİ A.Ş. | İmalat Sanayii / Taş Ve Toprağa Dayalı | 2019 |
| **12** | CCOLA | COCA-COLA İÇECEK A.Ş | İmalat Sanayii / Gıda, İçki | 2009-2019 |

| | | | | |
|---|---|---|---|---|
| | | | Ve Tütün | |
| **13** | CRDFA | CREDITWEST FAKTORİNG A.Ş. | Mali Kuruluşlar / Finansal Kiralama Ve Factoring Şirketleri | 2013-2019 |
| **14** | DOHOL | DOĞAN ŞİRKETLER GRUBU HOLDİNG A.Ş. | Mali Kuruluşlar / Holdingler Ve Yatırım Şirketleri | 2009-2019 |
| **15** | DGGYO | DOĞUŞ GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş. | Mali Kuruluşlar / Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları | 2015-2019 |
| **16** | DOAS | DOĞUŞ OTOMOTİV SERVİS VE TİCARET A.Ş. | Toptan Ve Perakende Ticaret, Otel Ve Lokantalar / Toptan Ticaret | 2011-2019 |
| **17** | ENJSA | ENERJİSA ENERJİ A.Ş. | Elektrik Gaz Ve Su / Elektrik Gaz Ve Buhar | 2019 |
| **18** | ENKAI | ENKA İNŞAAT VE SANAYİ A.Ş. | İnşaat Ve Bayındırlık / İnşaat Ve Bayındırlık İşleri | 2012-2019 |
| **19** | EREGL | EREĞLİ DEMİR VE ÇELİK FABRİKALARI T.A.Ş. | İmalat Sanayii / Metal Ana Sanayi | 2015-2019 |
| **20** | GARFA | GARANTİ FAKTORİNG A.Ş. | Mali Kuruluşlar / Finansal Kiralama Ve Factoring Şirketleri | 2012-2019 |
| **21** | GRNYO | GARANTİ YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş. | Mali Kuruluşlar / Menkul Kıymet Yatırım Ortaklıkları | 2013-2019 |

| | | | | |
|---|---|---|---|---|
| **22** | GLYHO | GLOBAL YATIRIM HOLDİNG A.Ş. | Mali Kuruluşlar / Holdingler Ve Yatırım Şirketleri | 2012-2019 |
| **23** | HLGYO | HALK GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş. | Mali Kuruluşlar / Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları | 2017-2019 |
| **24** | HURGZ | HÜRRİYET GAZETECİLİK VE MATBAACILIK A.Ş. | İmalat Sanayii / Kağıt Ve Kağıt Ürünleri, Basım Ve Yayın | 2007-2019 |
| **25** | IHEVA | İHLAS EV ALETLERİ İMALAT SANAYİ VE TİCARET A.Ş. | İmalat Sanayii / Metal Eşya, Makine Ve Gereç Yapım | 2010-2019 |
| **26** | IHLAS | İHLAS HOLDİNG A.Ş. | Mali kuruluşlar / Holdingler Ve Yatırım Şirketleri | 2017-2019 |
| **27** | LIDFA | LİDER FAKTORİNG A.Ş. | Mali Kuruluşlar / Finansal Kiralama Ve Factoring Şirketleri | 2019 |
| **28** | LOGO | LOGO YAZILIM SANAYİ VE TİCARET A.Ş. | Teknoloji / Bilişim | 2009-2019 |
| **29** | MGROS | MİGROS TİCARET A.Ş. | Toptan Ve Perakende Ticaret, Otel Ve Lokantalar / Perakende Ticaret | 2015-2019 |
| **30** | OTKAR | OTOKAR OTOMOTİV VE SAVUNMA SANAYİ A.Ş. | İmalat Sanayii / Metal Eşya, Makine Ve Gereç | 2008-2019 |

| | | | | |
|---|---|---|---|---|
| | | | Yapım | |
| **31** | PRKME | PARK ELEKTRİK ÜRETİM MADENCİLİK SANAYİ VE TİCARET A.Ş. | Madencilik / Kömür Madenciliği | 2010-2019 |
| **32** | PGSUS | PEGASUS HAVA TAŞIMACILIĞI A.Ş. | Ulaştırma, Haberleşme Ve Depolama / Ulaştırma | 2013-2019 |
| **33** | PETUN | PINAR ENTEGRE ET VE UN SANAYİİ A.Ş. | İmalat Sanayii / Gıda, İçki Ve Tütün | 2012-2019 |
| **34** | PINSU | PINAR SU SANAYİ VE TİCARET A.Ş. | İmalat Sanayii / Gıda, İçki Ve Tütün | 2013-2019 |
| **35** | PNSUT | PINAR SÜT MAMULLERİ SANAYİİ A.Ş. | İmalat Sanayii / Gıda, İçki Ve Tütün | 2011-2019 |
| **36** | SKBNK | ŞEKERBANK T.A.Ş. | Mali Kuruluşlar / Bankalar Ve Özel Finans Kurumları | 2009-2019 |
| **37** | TATGD | TAT GIDA SANAYİ A.Ş. | İmalat Sanayii / Gıda, İçki Ve Tütün | 2017-2019 |
| **38** | TAVHL | TAV HAVALİMANLARI HOLDİNG A.Ş. | Mali Kuruluşlar / Holdingler Ve Yatırım Şirketleri | 2009-2019 |
| **39** | TOASO | TOFAŞ TÜRK OTOMOBİL FABRİKASI A.Ş. | İmalat Sanayii / Metal Eşya, Makine Ve Gereç Yapım | 2007-2019 |
| **40** | TRCAS | TURCAS PETROL A.Ş. | Mali Kuruluşlar / Holdingler Ve Yatırım | 2010-2019 |

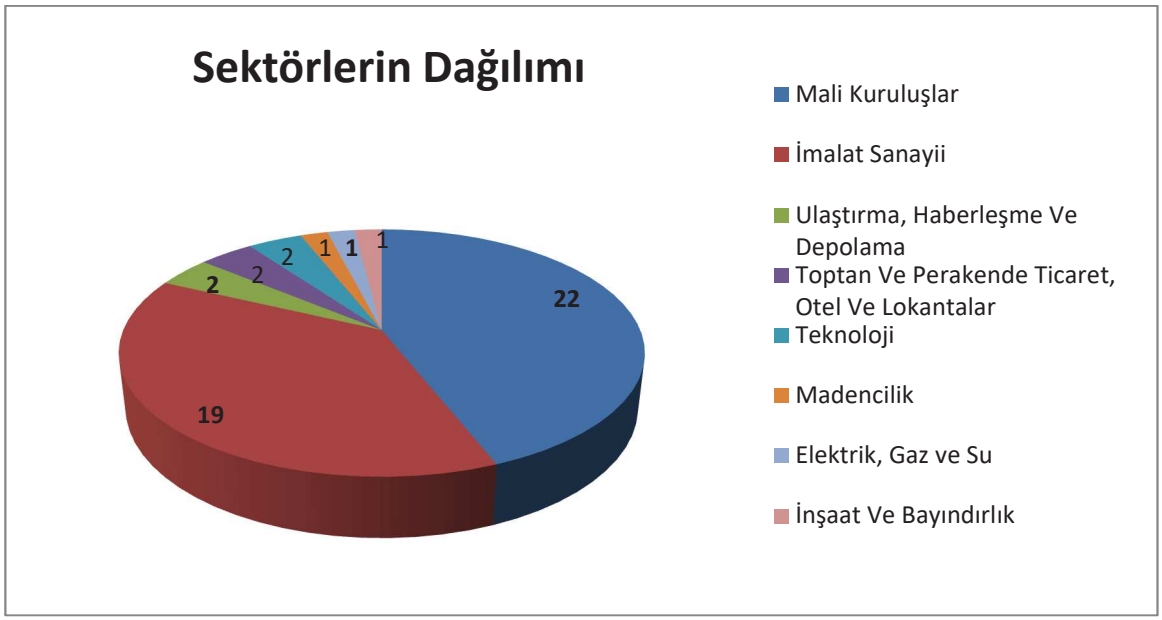
| | | | | |
|---|---|---|---|---|
| | | | Şirketleri | |
| **41** | TUPRS | TÜPRAŞ-TÜRKİYE PETROL RAFİNERİLERİ A.Ş. | İmalat Sanayii / Kimya, Petrol Kauçuk Ve Plastik Ürünler | 2007-2019 |
| **42** | PRKAB | TÜRK PRYSMİAN KABLO VE SİSTEMLERİ A.Ş. | İmalat Sanayii / Metal Eşya, Makine Ve Gereç Yapım | 2009-2019 |
| **43** | TTKOM | TÜRK TELEKOMÜNİKASYON A.Ş. | Ulaştırma, Haberleşme Ve Depolama / Haberleşme | 2009-2019 |
| **44** | TTRAK | TÜRK TRAKTÖR VE ZİRAAT MAKİNELERİ A.Ş. | İmalat Sanayii / Metal Eşya, Makine Ve Gereç Yapım | 2007-2019 |
| **45** | GARAN | TÜRKİYE GARANTİ BANKASI A.Ş. | Mali Kuruluşlar / Bankalar Ve Özel Finans Kurumları | 2014-2019 |
| **46** | HALKB | TÜRKİYE HALK BANKASI A.Ş. | Mali Kuruluşlar / Bankalar Ve Özel Finans Kurumları | 2011-2019 |
| **47** | TSKB | TÜRKİYE SINAİ KALKINMA BANKASI A.Ş. | Mali Kuruluşlar / Bankalar Ve Özel Finans Kurumları | 2009-2019 |
| **48** | SISE | TÜRKİYE ŞİŞE VE CAM FABRİKALARI A.Ş. | Mali Kuruluşlar / Holdingler Ve Yatırım Şirketleri | 2014-2019 |
| **49** | VESTL | VESTEL ELEKTRONİK SANAYİ VE TİCARET A.Ş. | İmalat Sanayii / Metal Eşya, Makine Ve Gereç Yapım | 2007-2019 |

| | | | | |
|---|---|---|---|---|
| **50** | YKBNK | YAPI VE KREDİ BANKASI A.Ş. | Mali Kuruluşlar / Bankalar Ve Özel Finans Kurumları | 2008-2019 |

***Kaynak :*** *(https://www.kap.org.tr/tr/Endeksler ve www.tkyd.org/tr 'den derlenmiştir).*

31.12.2019 tarihi itibariyle Borsa İstanbul Kurumsal Yönetim Endeksi'nde yer alan 50 şirket sektör bazında ise şu şekilde sıralanmıştır:

**Şekil 1.3.** 31.12.2019 Tarihi İtibariyle Borsa İstanbul Kurumsal Yönetim Endeksi'nde Yer Alan 50 Şirketin Faaliyette Bulunduğu Sektörlere Göre Dağılımı




Şekil 1.3'de de belirtildiği üzere endekste yer alan 50 şirketin 22 tanesi mali kuruluşlar sektöründe, 19 tanesi imalat sanayi sektöründe, 2 tanesi ulaştırma, haberleşme ve depolama sektöründe, 2 tanesi toptan ve perakende ticaret, otel ve lokantalar sektöründe, 2 tanesi teknoloji sektöründe, 1 tanesi madencilik sektöründe, 1 tanesi elektrik, gaz ve su sektöründe ve 1 tanesi inşaat ve bayındırlık sektöründe faaliyet göstermektedir.

Borsa İstanbul A.Ş'de işlem gören şirketlerin kurumsal yönetim ilkelerini uygulamaya teşvik ederek Borsa İstanbul Kurumsal Yönetim Endeksi'ne katılımlarını arttırmak amacıyla SPK tarafından 2009 yılında yapılan toplantıda Borsa İstanbul Kurumsal Yönetim Endeksi'nde yer alacak şirketlere "kotta kalma" veya "kayıtta kalma" ücretlerinde indirim yapılması kararı alınmıştır. Alınan karara göre şirketlerin Kurumsal Yönetim Endeksi'ne dahil oldukları tarihten itibaren; tahakkuk tarihleri itibariyle ilk iki yıl

%50, sonraki iki yıl %25 ve izleyen yıllarda %10 indirim uygulanması öngörülmüştür. Yapılan indirimler aracılığıyla Borsa İstanbul A.Ş'de işlem gören şirketler arasında kurumsal yönetim algısı artmış ve 2009 yılında 17 olan Borsa İstanbul Kurumsal Yönetim Endeksi'ne dahil olan şirket sayısı 2015 yılında 54'e kadar yükselmiştir. Fakat şirketlere uygulanan kotasyon ücretlerindeki bu indirim uygulaması 09.02.2015 tarihi itibariyle yürürlükten kaldırılmıştır (https://www.kobirate.com.tr/content/Kurmsal-Yonetim-Endeksi.pdf; Güçlü, 2010: 120-121, https://www.kap.org.tr/tr/). Kotasyon ücretlerinde yapılan bu indirimlerin kaldırılmasıyla birlikte 2015'te 54 olan işlem gören şirket sayısı Tablo 1.7'de de görüldüğü üzere 2019 yılı sonu itibariyle 50'ye düşmüştür. Borsa İstanbul A.Ş'de işlem gören şirket sayısının hızla arttığı düşünüldüğünde Borsa İstanbul Kurumsal Yönetim Endeksi'ne dahil olan şirket sayısının yıllar geçtikçe azalması kurumsal yönetim açısından bir olumsuzluk yaratmaktadır. Bu bakımdan özellikle 2015 yılına kadar devam eden kotasyon ücretlerindeki indirimin devam etmesi hususunda gerekli girişimlerin yapılması, ayrıca Borsa İstanbul Kurumsal Yönetim Endeksi'nde bulunan şirketlerin, kamuoyu nezdinde saygınlıklarının arttığının, marka değerlerinde artışlara yol açtığının, endekste yer alan şirketlerin hisse senedi getiri oranlarının diğer endekslere göre daha üst seviyelerde olduğunun sık sık ortaya konması da Borsa İstanbul Kurumsal Yönetim Endeksi'nin önemini daha da arttıracaktır.

# İKİNCİ BÖLÜM
# FİNANSAL PERFORMANS

Küreselleşmenin de etkisiyle son yıllarda hızla artan rekabet ortamı işletmeleri derinden etkileyerek işletmeleri daha esnek bir organizasyon olmaya iterek değişime ayak uydurmaya yöneltmiştir. Dolayısıyla işletmelerin sürekli değişen tüketici isteklerine cevap verebilmeleri ve bu değişime ayak uydurabilmeleri adına çevresiyle uyum içerisinde olacak biçimde bir örgüt yapısına sahip olması ve performanslarını devamlı olarak ölçmesi gerekmektedir. Bu bakımdan işletmelerin belirlemiş oldukları finansal amaç ve hedeflerine ulaşabilme başarısı finansal performans olarak ifade edilmektedir.

Bu bölümde ilk olarak performans kavramıyla ilgili bilgiler verilecek ve performans ölçümü konusu irdelenecektir. Ardından geleneksel (muhasebe temelli) ve değer (piyasa esaslı) finansal performans ölçme teknikleri sıralanacak ve sıralanan ölçüm teknikleriyle ilgili bilgiler aktarılarak literatürde kullanıldığı çalışmalar belirtilecektir.

## 2.1. Performans Kavramı ve Performansın Boyutları

Türk Dil Kurumu (TDK) tarafından kullanılan güncel sözlükte "başarım" şeklinde tanımlanan performans kelimesi, Fransızca kökenli olup amaçların gerçekleştirilmesi adına gösterilen planlı tüm çabaların ve sonuçlarının değerlendirilmesi şeklinde tanımlanmıştır. Dolayısıyla performans, çalışan kişinin yürüttüğü işinde ne kadar çaba sarf ettiğini tanımlamakta da kullanılmaktadır. Fakat performans sadece bir kişinin değil, aynı zamanda bir grup veya bir örgütün daha önceden belirlenmiş olan bir zaman diliminde iş ile ilgili belirlenen ve gidilmesi planlanan noktaya ne ölçüde ulaşabildiğinin nitel ya da nicel olarak anlatımı olarak da görülmelidir (http://www.tdk.gov.tr; Akal, 1996: 1; Aydeniz, 2009: 265; Uysal, 2015: 33).

Örgütler belirli amaç ve hedefleri yerine getirmek amacıyla kurulan ve bu amaçlar doğrultusunda faaliyetlerini yerine getiren varlıklardır. Dolayısıyla örgüt açısından performans, belirlenen amaç ya da görevlerin yerine getirilme derecesi olarak tanımlanmaktadır. Örgüt yönetiminin anlayışına göre de örgüt içerisindeki performans boyutları farklılık göstermekte ve farklı boyutlarda incelenmektedir. Bu bakımdan bazı kaynaklarda finansal olmayan performans ölçüleri olarak da yer alan en çok kullanılan performans boyutları şu şekilde sıralanmaktadır (Akal, 1996: 1, Kalmış, 2010: 48):

• *Etkililik (Etkenlik):* Örgütün yeterliliğiyle ilgili bilgi veren etkililik, amaçlara yöneliktir ve amaçların gerçekleşme düzeyini elde eden sonuçlar ile ilişkilendirerek ortaya koyar. Bu bakımdan doğru şeylerin yapılması olarak da ifade edilen etkililik, örgüt açısından toplam performansı ortaya koyan en önemli performans boyutlarındandır. Örgütün gerçekleştirdiği çıktılar ile gerçekleştirmeyi amaçladıklarının karşılaştırılması anlamına gelen etkililik şu şekilde formüle edilmektedir:

$$Etkililik = \frac{Gerçekleşen\ Sonuç}{Beklenen\ Sonuç}$$

• *Etkinlik (Verim):* İşleri doğru yapmak anlamına gelen bu boyut işletmenin mevcut kaynaklarından nasıl ve ne düzeyde yararlandığını göstermektedir. Bu bakımdan örgütteki faaliyetlerin en doğru şekilde, en az maliyet ve mümkün olabildiğince az israfla yerine getirilmesi verim boyutuyla ilgilidir. Tüm bunlara bağlı olarak tüketilmesi muhtemel kaynakların, gerçekte kullanılan kaynaklara bölünmesi ile de verim oranı hesaplanmaktadır. Verim oranının 1 çıkması ise girdi kullanımında istenen düzeylere ulaşıldığını ortaya koymaktadır.

• *Verimlilik:* Birim, bölüm, kurum, endüstri gibi ulusal bir ekonomi düzeyinde ölçülebilen verimlilik, işletmenin performansının fiziksel bir ölçüsü olarak kabul edilmekte ve mevcut kaynakların ne ölçüde etkin ve etkili kullanıldığını ölçmektedir. Bu noktadan hareketle verimlilik çıktının girdilere oranlanmasıyla hesaplanmakta ve aşağıdaki gibi formüle edilmektedir:

$$Verimlilik = \frac{Çıktı}{Beklenen\ Girdi}$$

• *Kalite:* Kaynakların verimli biçimde kullanılması amacıyla, müşteri istek ve ihtiyaçlarına uygun biçimde üretim ve hizmet anlayışı sağlayan bu boyut ile her türlü müşteri gereksinimlerinin karşılanması ve yerine getirilme derecesini ortaya koyan bir kavramdır.

• *Yenilik:* Mevcut performansı artırmaya veya ortaya çıkan bir takım ihtiyaçları karşılamak adına iyileştirmeler yapma çalışmaları olarak da adlandırılmaktadır. Örgütün geleceği ve performansı açısından oldukça önemli bir konumda olarak gösterilen yeniliği benimseyen yenilikçi yönetimlerin yaratıcılığı, yeni fikirleri, grup çalışmasını ve eğitimi

destekleyen bir çevre oluşturduğu görülmektedir. Bu sebeple de yenilik önemli bir performans boyutu olarak kabul edilmektedir.

Tüm bu performans boyutlarına ek olarak sosyal sorumluluk ve ürün liderliği gibi boyutlar da performans boyutları olarak bazı kaynaklarda yer almaktadır.

### 2.2. Performans Yönetimi

1970'lerin başlarında ilk kez kullanılmaya başlanan performans yönetimi kavramı, mümkün olan en iyi sonuçlara ulaşabilmek amacıyla örgütün bütün süreç ve faaliyetlerinin bir araya getirilip yönetilmesi sürecidir. Basit bir sistem ya da bir teknik olarak görülmemesi gereken performans yönetimi örgütün amaç ve hedefleri arasında bağlantı kurmayı, örgüt içerisinde etkili bir iletişimi sağlamayı, örgüt amaçlarına ulaşmada çalışanlara gerekli sorumluluk bilincini aşılamayı, müşterilere sunulan ürün ve hizmetlerin kalitesini arttırarak alınacak geri bildirimler yoluyla örgütsel performansı ölçme ve değerlendirme yapmayı amaçlamaktadır (Martinez, 2000: 3; Kalmış, 2010: 60). Bu bakımdan doğru bir biçimde dizayn edilip uygulamaya konulacak olan performans yönetimi sürecinin, örgütü kontrol etme bakımından yöneticilere bakış açısı kazandıracağı, kurum içi iletişimi arttırarak hem çalışanların hem karar alıcı konumdaki yöneticilerin sorumluluklarını bilmesine yardımcı olacağı görülmektedir.

Örgütlerin stratejik hedeflere ulaşmasına yardımcı olup uygulamaya konulmasına yönelik çalışmalardan sorumlu olan performans yönetiminin başlangıç noktası, rekabet gücünü kazandıracak stratejilerin ve geleceğe dair hedeflerin ortaya konmasıdır. İkinci aşamada örgüte ait mevcut performans düzeyinin ölçülüp değerlendirilmesi ve stratejilerin bu düzeylere uygunluğu araştırılmaktadır. Üçüncü aşamada ise performansın nasıl ölçüleceği ve nasıl çözümleneceği gibi performans geliştirme sürecine yer verilmektedir. En son aşamada ise bu performans düzeyini sürekli geliştirecek ödüllendirme ve özendirme çabalarına yer verilmektedir (Akal, 1996: 1; Cokins, 2004: 1; Verweire ve Berghe, 2004: 6-7).

### 2.3. Performans Ölçümü Kavramı

Kurumsal yönetimin temel ilkelerinden olan hesap verilebilirlik ilkesi örgütlerin pay sahiplerine karşı daha önceden belirlenmiş olan hedeflere ulaşıp ulaşamadığının belirlenmesi ve bunların paydaşlara açıklanmasını öngörmektedir. Dolayısıyla hangi hedefe ulaşılıp ulaşılamadığı, nelerin başarılıp başarılamadığı, verilen görevlerin yerine

getirilip getirilemediğinin belirlenmesi ve tüm paydaşlara açıklanması büyük önem taşımaktadır. Bu noktada örgüt içerisindeki performansın ölçülmesi ve bunun yönetilmesi zorunlu hale gelmektedir.

Performans ölçümü, işletme sahip ve yöneticilerine örgütlerinin ne ölçüde başarılı olduğunu belirlemede ve buna bağlı olarak örgütün geleceği adına doğru kararlar alabilmelerinde yardımcı olan bir unsurdur. Bu bakımdan performansın ölçümüyle birlikte işlemlerin ve çıktıların kontrolü, değerlendirilmesi ve sonuçların karşılaştırılarak sapmaların belirlenmesine katkı sağlamaktadır. Ayrıca geliştirilebilecek alanlar tespit edilerek mevcut verimsizlikler, nedenleri ve işletmeye maliyetleri ortaya konarak gerekli çıkarımların yapılabilmesi noktasında yöneticilere yardımcı olmaktadır (Kalmış, 2010: 55).

Parker (2000: 63), her örgütün kendine özgü nedenlerden dolayı performans ölçümü yapabileceğini belirtmiştir. Bu bakımdan her ne kadar örgütten örgüte değişen faktörler olsa da temelde şu nedenlerden dolayı performans ölçümü yapılmaktadır:

- Başarıyı konu olan unsurları ortaya koymak
- Müşteri istek ve ihtiyaçlarına cevap verilip verilmediğini ortaya koymak
- Sorunlu bölgeleri, israfa konu olan kalemleri ortaya çıkarmak
- Planlanan ve gerçekleşen arasında sapma olup olmadığını ortaya koymak

Sağlıklı bir performans ölçümü ile arzulanan sonuçlara ne ölçüde uyulup uyulmadığını değerlendirebilmek mümkün olabilmektedir. Dolayısıyla performans ölçümü ile örgütlerin ele edeceği başlıca yararlar şu şekilde olacaktır (Kalmış, 2010: 56-57):

- Örgütü yönetmeye yönelik faydalı bilgileri yöneticilere aktarır.
- İşletmenin hedef ve amaçlarına ulaşabilmesi adına yöneticilere programlarını daha etkili yönetebilme olanağı sağlar.
- Ortaya çıkabilecek problemlere çözümler geliştirilmesine yardımcı olur
- Belirlenen amaç ve hedeflere ulaşılmasında kullanılacak olan fon ve kaynakların belirlenmesine yardımcı olur.

Spitzer (2007: 15) performans ölçümünün yaşamsal amaçlara da hizmet ettiğini ifade etmiş ve performans ölçümünün birtakım işlevlerini aşağıdaki gibi sıralamıştır:

- Performans ölçümü ile hesap verilebilirliğe olanak sağlanmaktadır.
- Performans ölçümü tutarlılığa teşvik ederek işletmeyi sürekli başarıya iter.

- Performans ölçümü geri bildirimi kolaylaştırarak karar almayı geliştirir.
- Performans ölçümü motivasyonu sağlar ve buna bağlı olarak problem çözmeyi geliştirir.

Uygurtürk ve Korkmaz (2012: 96) ve Baki ve Ustasüleyman (2001: 71)'a göre performansın belirlenebilmesi için ölçülmesi gerekmekte ve bu yolla birey, grup ya da işletmeler için performans ölçümü yapılabilmektedir. Performans ölçümü vasıtasıyla da işletmenin kullandığı her türlü kaynak, ürettiği her türlü ürün ve hizmetle ilgili bilgi sahibi olunmakta, elde edilen sonuçlarla ilgili düzenli olarak veri toplanarak analiz edilip raporlanmaktadır. Bu açıdan bakıldığında finansal performans, işletmenin mali politikalarına ve faaliyetlerine ait sonuçların ölçülmesinden ibarettir. Finansal performansın belirlenmesiyle birlikte işletmeye ait yatırımların verimlilikleri, işletmenin risk seviyesi, finansal pozisyonu ortaya konacak ve geçmişle ilgili doğru değerlendirmelere imkan sağlayarak geleceğe yönelik önemli veriler elde edilmektedir.

### 2.4. Finansal Performans Ölçüm Yöntemleri

İşletmenin faaliyetlerine sağlıklı bir biçimde devam etmesi, karar alma, denetim, planlama gibi işlevlerinin yerine getirilebilmesi adına sürekli olarak finansal performansı değerlendirilmelidir. Bu bakımdan işletme yöneticisinin mevcut finansal durumun ne olduğu, geçmiş dönemlerdeki finansal performansın tatmin edici olup olmadığı ve rakiplerden geri kalınıp kalınmadığı gibi sorulara yanıt verebilecek şekilde doğru bir performans ölçümü yapması gerekmektedir. Doğası gereği çeşitlilik gösteren bir unsur olan performans ölçümü muhasebe, ekonomi, yönetim, finans, pazarlama gibi çok sayıda disiplininin çalışma alanına girmektedir. Dolayısıyla performans ölçümü çok farklı yaklaşımlarla ifade edilmiş ve her bir yaklaşım performans ölçümüne farklı katkılar sağlamıştır. Tüm bu aktarılanlar göz önüne alındığında finansal performansı ölçmek amacıyla farklı sınıflandırılmalara gidildiği görülmektedir. İlk sınıflandırmada geleneksel (muhasebe temelli) ve değer esaslı (piyasa bazlı veya piyasa temelli) finansal performans ölçüm teknikleri biçiminde bir gruplandırma yapılmıştır. Geleneksel ölçümler için muhasebe bazlı ölçütler ifadesi kullanılırken, modern ölçütler içinse değer esaslı ölçütler tanımı yapılmıştır (Neely vd., 1996: 424; Acar, 2003: 21-22; Neely, 2007: 7; Şenol ve Ulutaş, 2018: 84).

Muhasebeye dayalı geleneksel performans ölçütleri, muhasebe içeresinde yürütülen faaliyetler sonucu ortaya çıkan kar miktarının, hesaplanmak istenen değere oranlanmasıyla bulunan ölçütler olarak bilinmektedir. Geleneksel finansal performans ölçüm yöntemleri genel olarak finansal ölçütlere dayanmakta ve geleneksel muhasebe sistemine odaklanmaktadır. Bu sebeple bu ölçütler çoğunlukla geriye dönük verileri kullanmakta ve performansın geliştirmesi için değil sadece izlenmesi için tasarlanmaktadır (Ghalayani ve Noble, 1996: 68; Şenol ve Ulutaş, 2018: 86).

1910'lu yıllarda muhasebeye dayalı geleneksel performans ölçümleri yapılabilmesi adına özkaynak karlılığı, aktif karlılığı, yatırımların karlılığı ve hisse başına kazanç gibi oranlar kullanılmış, 1980'li yıllara kadar net bugünü değer, iç karlılık oranı gibi oranların da kullanılmaya başlanılmasıyla finansal performans ölçülmeye çalışılmıştır. Muhasebe bazlı modellerin yalnızca bilanço ve gelir tablosuyla ilgilenmesi ve kullanışının nispeten daha kolay olması da yaygınlaşmasına sebep olmuştur. Fakat özellikle son yıllarda işletmelerde kar maksimizasyonu yerine değer maksimizasyonuna dayalı yönetim biçimlerinin ön plana çıkmasıyla birlikte işletmenin finansal performansını ölçmede muhasebeye dayalı geleneksel performans ölçütlerinin yeterliliği sorgulanmaya başlanmıştır. Ayrıca muhasebeye dayalı geleneksel performans ölçütlerin işletmenin ölçülmek istenen finansal performansını doğru biçimde aktarmadıkları, buna ek olarak giderek etkin hale gelen para ve sermaye piyasalarındaki değişimlerin bahsedilen bu ölçütlerin anlamlılığını gittikçe zayıflattığını vurgulamışlardır (Rappaport, 1998: 185; Kara, 2005: 15-16; Ertuğrul, 2009: 20-21; Şenol ve Ulutaş, 2018: 86).

Bir diğer performans ölçüm yöntemi olarak sınıflandırılan piyasa değerini esas alan (piyasa temelli) performans ölçümleri ise özellikle son yıllarda kullanılmaya başlanmış ve muhasebe temelli finansal performans ölçümlerine ek olarak uygulama alanı bulmuştur. Günümüzde işletmelerin hissedar sayılarının artarak halka açılan firmaların gittikçe çoğalması ve bu gelişmelere bağlı olarak firma ölçeklerinin gittikçe büyüyerek küresel bir konuma ulaşmasıyla birlikte işletmeler kar maksimizasyonunu sağlamak yerine işletme değerini veya paydaş değerini maksimize edebilecek faaliyetlere girişmiş ve böylece değer odaklı yaklaşımın ekonomide hakimiyeti başlamıştır. Dolayısıyla tüm bu gelişmelerin etkisiyle işletmelerin sürekli olarak performanslarını ölçmeleri zorunlu hale gelmiş ve piyasa değerini esas alan (piyasa temelli) performans ölçümleri de yaygınlık kazanmıştır (Erdoğan, 2009: 20-26; Şenol ve Ulutaş, 2018: 83).

Bu bakımdan araştırmacılar, yatırımcılar ve analistlerin bir kısmı işletmenin performansını ölçmek amacıyla finansal tablolardan elde edilen muhasebe verilerini (muhasebe temelli ölçütler) kullanırken diğer bir kısmı ise işletmenin piyasa değerini ölçen verilerden yararlanmaktadırlar. En sık kullanılan muhasebe temelli ölçütler arasında özkaynak karlılığı, aktif karlılığı, yatırılan sermayenin getirisi, hisse başı kar oranları görülmekte iken piyasa temelli ölçütler arasında ise Fiyat - Kazanç Oranı, Piyasa Değeri / Defter Değeri Oranı, Tobin Q Oranı, Piyasa Değeri / Satışlar oranları ön plana çıkmaktadır. Bu bakımdan çalışmanın bu bölümünde ise en sık kullanılan finansal performans ölçütlerinden olan Hisse Başı Kar Oranı, Tobin Q Oranı, Piyasa Değeri / Defter Değeri Oranı, Fiyat / Kazanç Oranı, Ekonomik Katma Değer ve DuPont Analizi oranlarına yer verilmiştir.

### 2.4.1. Hisse Başı Kar Oranı

Hisse senedine yatırım yapan kişi veya kurumlar açısından en dikkat çekici performans kriterlerinden biri olan hisse başı kar veya bazı kaynaklarda yer aldığı adıyla hisse başı kazanç, Türkiye Muhasebe Standardı 33'ün (TMS 33) konusunu oluşturmaktadır. Şirketin piyasadaki değerini ortaya koyan en önemli göstergelerden olan bu oran vasıtasıyla yatırımcının sahip olduğu her bir hisse senedine karşılık şirket karından ne kadarlık bir pay düştüğünü görebilmesi mümkün olmaktadır (İçten, 2013: 51; Ertürk vd., 2016: 2017; Toroslu ve Durmuş, 2017: 171).

Mashayekhi ve Bazaz (2008), Karayel ve Gök (2009), Şengür ve Püskül (2011), Ege vd. (2013), Topaloğlu (2014), Ahmed ve Hamdan (2015) gibi birçok araştırmacının çalışmalarında bağımlı değişken olarak kullanılan hisse başı karın hesaplanması, şu şekilde yapılmaktadır:

$$Hisse\ başına\ kar\ = \frac{Net\ Kar}{Hisse\ senedi\ adedi} \quad Hisse\ başına\ kar\ = \frac{Net\ Kar}{Ödenmiş\ Sermaye}$$

### 2.4.2. Tobin Q Oranı

1969'da James Tobin'in ilk kez ortaya atmış olduğu ve birçok çalışmada önemli bir performans kriteri olarak kullanılan Tobin Q oranı, şirketin mevcut pazar değerinin, varlıklarının yerine koyulma maliyetine bölünmesi yoluyla hesaplanmaktadır (Canbaş vd., 2005: 25; Toroslu ve Durmuş, 2017: 173-174). Literatürde çok değişik hesaplama yöntemleri olmakla birlikte Yıldırım ve Demireli (2009: 87)'ye ve Toroslu ve Durmuş

(2017: 173-174)'a göre Tobin Q değeri şirketin piyasa değerinin aktif toplamına bölünmesiyle hesaplanabilmekte ve yüksek bir Tobin Q değeri daha yüksek bir şirket değerini ifade etmektedir. Dolayısıyla Tobin Q oranının 1'in üzerinde olması şirket adına olumlu bir gösterge olarak adlandırılmakta ayrıca analiz edilen şirketin varlıklarını iyi bir biçimde kullandığını, rekabet edebilme gücünün arttığını göstermekte ve yatırımcılara da şirketin giderek büyüdüğü izlenimini vermektedir. Fakat Tobin Q oranının 1'in altında olması ise yatırımın marjinal getirisinin sermaye maliyetinin altnda olduğunu göstermektedir. Tüm bunlar dikkate alındığında özellikle finans alanında yürütülen çalışmalarda şirketin finansal performansını ortaya koyabilmek amacıyla kullanılan Tobin Q oranı, muhasebeye ve piyasaya ait verileri birleştirerek, firmaların geçmişini dikkate almak suretiyle gelecekle ilgili kararlar alınabilmesi adına yöneticilere ve analistlere birtakım ipuçları vermektedir.

Elitaş vd (2009), Yıldırım ve Demireli (2009), Trabelsi (2010), Yıldız ve Doğan (2012), Çoşkun ve Sayılır (2012), Krafft vd., (2103), Korent vd., (2014), Acaravcı vd. (2015), Kara vd. (2015), Moldasheva (2015), Tükenmez vd. (2017), Kılıç ve Ayrıçay (2018) gibi birçok araştırmacının çalışmalarında bağımlı değişken olarak kullanılan Tobin Q oranı aşağıdaki gibi çok farklı biçimlerde hesaplanabilmektedir:

$$Tobin\ Q\ oranı = \frac{(Firmanın\ Piyasa\ Değeri\ +\ Toplam\ Borçlar)}{Toplam\ Aktifler}$$

$$Tobin\ Q\ oranı = \frac{(borcun\ yıl\ sonu\ defter\ değeri\ +\ firmanın\ yılsonu\ piyasa\ değeri)}{aktiflerin\ yıl\ sonu\ defter\ değeri}$$

$$Tobin\ Q\ oranı = \frac{(Firmanın\ Piyasa\ Değeri\ +\ Kısa\ Vadeli\ Borçlar\ +\ Uzun\ Vadeli\ Borçlar)}{Toplam\ Aktifler}$$

### 2.4.3. Piyasa Değeri / Defter Değeri Oranı

Firmanın sahip olduğu öz sermayenin tutarını temsil eden defter değeri yatırımcılar tarafından çokça tercih edilen bir değerdir. Piyasa değeri ise hisse senedinin hesaplanacağı andaki piyasadaki fiyatı ile mevzubahis hisselerin sayısının çarpımını temsil eden bir tutar olarak görülmektedir. Dolayısıyla Şenol ve Ulutaş (2018: 89) ve Alkan ve Demireli (2007:

33)'ye göre piyasa değerinin defter değerine bölünmesiyle, bilançodaki defter değerlerinden yüksek ya da düşük olduğunu, şirketin net varlıklarına karşılık yatırım yapacak olan kişilerin ne kadar ödeyebileceklerini göstermeyi amaçlamaktadır. Kısacası Piyasa Değeri/Defter Değeri; bir işletmenin paylarına ait piyasa değerinin işletmenin hisse başına düşen defter değerine oranını ifade etmektedir.

Black vd. (2006), Larcker vd. (2007), Ertugrul ve Hegde (2009), Renders vd. (2010), Sheikh vd. (2013), Turan ve Bayyurt (2013), Eccles vd. (2014), Erdoğan ve Demir (2015), Rizwan vd. (2016) gibi birçok araştırmacının çalışmalarında bağımlı değişken olarak Piyasa Değeri/Defter Değeri oranını kullandığı görülmektedir.

*Piyasa Değeri = Hisse Senedi Adeti x Hisse Fiyatı veya*

*=(Hisse Senedi Fiyatı x Ödenmiş Sermaye) / 1000*

*Defter Değeri = Öz Kaynaklar*

### 2.4.4. Fiyat - Kazanç Oranı

Piyasa performansını değerleme oranlarından olan fiyat/kazanç oranı; özellikle menkul kıymet analistleri yapanlar ve yatırımcılar tarafından incelenen hisse senetlerine ait fiyat tahmininde bulunabilmeleri adına sıklıkla başvurduğu bir oran olup hisse senedi başına denk gelen kar payı ile hisse senedinin borsada işlem gören fiyatı arasındaki ilişkiyi ortaya koymaktadır. Hisse senedinin borsadaki fiyatının, hisse senedi başına düşen kar payına bölünmesiyle bulunan fiyat/kazanç oranı, hisse senedinden elde edilen bir birimlik kazanç için yatırımcıların ödemeye razı oldukları fiyat anlamına gelmektedir (Akdoğan ve Tenker, 1998: 636; Sevil vd., 2017: 781).

Hisse senedinin gerçek bir fiyata sahip olup olmadığının ortaya konması bakımından önemli bir oran olarak görülen fiyat/kazanç oranı özellikle işletmeye yatırım yapacak olan yatırımcıları ilgilendiren bir oran olarak tanımlanmaktadır. Becker vd. (2010) Nargelecekenler (2011), İçke ve Aytürk (2011), Arslan ve Zaman (2014), Sevil vd., (2017) gibi birçok araştırmacının çalışmalarında yer verdiği bir unsur olan Fiyat – Kazanç Oranının hesaplanması şu şekildedir:

$$Fiyat\ Kazanç\ Oranı\ = \frac{Hisse\ Senedi\ Borsa\ Fiyatı}{Hisse\ Başına\ Kar\ Payı}$$

Formülden de görüleceği üzere Fiyat–Kazanç oranının yüksek çıkması hisse senedinin fiyatının yüksek olduğu, oranın düşük çıkması ise hisse senedine ait fiyatın düşük olduğu anlamına gelmekte fakat düşük olması sebebiyle ilerleyen dönemde yatırımcılarına daha fazla getiri sağlayabilmesi ise mümkün görünmektedir.

### 2.4.5. Ekonomik Katma Değer

Stern Steward & Co. danışmanlık şirketi tarafından 1990'lı yılların başında ortaya atılan ve ekonomik kar olarak da adlandırılan ekonomik katma değer (Economic Value Added, ECA) bir performans göstergesidir. Hem bir şirketin toplam performans aracı hem de işletmedeki birimlerin performans aracı olarak kullanılabileceği ön görülen ekonomik katma değer, şirketin sahip olduğu kaynaklar vasıtasıyla ne kadarlık bir katma değer yarattığını ölçmektedir (Ertuğrul, 2009: 33; Neely, 2007: 25)

Geleneksel muhasebe tabanlı ölçülerin yetersizliğine karşı geliştirilen performans ölçü sistemlerinden olan ekonomik katma değer, modern değer tabanlı ekonomik performans ölçütlerinden biri olarak görülmekte ve bu orana son yıllarda yapılan çalışmalarda sıklıkla yer verilmektedir. Ekonomik katma değerle ilgili yürütülen akademik çalışmalara bakıldığında, genel olarak muhasebe temelli diğer performans ölçütlerinin işe yaramadığı, ekonomik katma değerin şirketin veya şirkete ait birimlerinin toplam performansını başarılı şeklide ölçtüğü iddia edilmekte ayrıca geleneksel muhasebe anlayışının performans ölçümü sırasında sermaye maliyetini hesaplamadığı ve sürekli tarih bilgilere yer verdiği şeklinde geleneksel muhasebe tabanlı ölçülere eleştiriler yapılmaktadır (Kalmış, 2010: 107; Ertuğrul, 2009: 34). Dolayısıyla ekonomik katma değer işletmenin sermaye maliyetini işin içine katan ve bu yolla işletmenin faaliyetlerinden kaynaklanan riskleri de dikkate alması sebebiyle çoğu işletme sahibi ve finans yöneticisi tarafından sıklıkla kullanılan bir ölçüm aracı olarak kullanılmaktadır. Ertuğrul (2009: 37)'a göre ülkemizde LBA danışmanlık şirketi ekonomik katma değer danışmanlığı yürütmekte ve özellikle Koç Holding, Tofaş, Arzum Mutfak Aletleri gibi borsada işlem gören bazı şirketlerin ekonomik katma değer performanslarını hesaplamaktadır.

Kara (2005), Bayrakdaroğlu vd. (2012), Horasan vd. (2019) gibi birçok araştırmacının finansal performansı ölçek amacıyla çalışmalarında yer verdiği ekonomik katma değer şu şekilde formüle edilmektedir:

*Ekonomik Katma Değeri = Vergi Sonrası Net Faaliyet Karı – (Özkaynaklar x Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti)*

Formülden de görüleceği üzere, vergi sonrası net faaliyet karının kullanılan toplam sermaye maliyetini karşılayıp karşılamadığını ölçmek amacıyla ekonomik katma değer ölçülmektedir. Bu bakımdan işletmenin vergi sonrası net faaliyet karının toplam sermaye maliyetinden fazla çıkması halinde işletmenin performansının iyi bir noktada olduğu yorumu yapılmakta ve bu işletmenin borsada işlem gören hisse senetlerinin değerlerinin yükseleceği öngörülmektedir. Sermaye maliyetinin daha yüksek çıkması durumunda ise işletme sermayesinin değer kaybettiği sonucu çıkarılmaktadır.

### 2.4.6. DuPont Analizi

İşletme sahip veya ortakları ya da potansiyel yatırımcılar, işletmeyle ilgili beklentilerin karşılanıp karşılanamayacağını analiz ederlerken aktiflerin karlılığı, öz sermayenin karlılığı gibi finansal performans ölçülerinden sıklıkla yararlanmaktadırlar. Birbiriyle oldukça yakından ilgili olan bu oranların birtakım analizlerde kullanılabilmesi adına ilk defa ABD'de DuPont firması tarafından DuPont analiz sistemi geliştirilmiş ve bu analiz sayesinde farklı kriterleri ölçen oranların bir arada incelenmesine imkan tanınmıştır. DuPont analizi, firmanın maliyetlerini etkin bir şekilde kontrol edip edemediği, yürüttüğü faaliyetlerde başarılı olup olmadığı, borçlanma durumu seviyesinin kritik olup olmadığı, öz sermaye karlılığının yeterliliği gibi çok kritik finansal performans ölçümlerinin incelenmesine imkan tanımaktadır. Bu bakımdan DuPont analizinin en büyük avantajı satış kârlılığını, etkinliği ve borç durumunu gösteren finansal kaldıraç gibi üç ayrı noktayı tek bir potada eritebilmesidir. Bu analizin dezavantajı ise işletmenin başarısı ile beklenen nakit akışlarının riski, zamanlanması, büyüklüğü gibi hususlarla doğrudan bir bağlantının kuramaması olarak görülmektedir (Koşan ve Karadeniz, 2014: 76; Toroslu ve Durmuş, 2017: 179-180; Karadeniz vd., 2019: 24).

Özellikle finans alanında araştırılan konularda ön plana çıkan işletmelerdeki karlılık durumu ve performansın ölçülmesi hususunda sıklıkla kullanılan DuPont analizinin yer aldığı çalışmalar incelendiğinde, özellikle aktiflerin ve öz sermayenin karlılıklarına detaylı biçimde yer verildiği ve bu oranların işletmenin karlılığına etkisiyle ilgili çıkarımlar yapıldığı görülmüştür.

Bu araştırmalardan birinde Karadeniz vd. (2019) 21 ülkede faaliyet gösteren ve rastgele seçilmiş olan 76 adet otel işletmesinin karlılığını DuPont finansal analiz tekniğiyle incelemiştir. İncelenen bu şirketlerin 2007-2016 döneminin kapsayan verileri panel veri yöntemiyle analiz edilmiş ve şirketlerin aktif kârlılıkları üzerinde net kâr marjının etkisi

pozitif yönde ve anlamlı olarak bulunmuştur. Buna karşın şirketlerin aktif kârlılıkları üzerinde aktif devir hızının anlamlı bir etkisinin ise olmadığı tespit edilmiştir. Diğer taraftan ise bu şirketlerin özkaynak kârlılığında net kâr marjının etkisi pozitif ve anlamlı olarak bulunmuş olup şirketlerin özkaynak kârlılığında özkaynak çarpanının etkisi anlamlı ve negatif olarak saptanmıştır.

Bir diğer çalışmada Akyüz vd. (2019) tarafından Borsa İstanbul endeksi imalat sektöründe faaliyet gösteren 178 işletmenin karlılığı DuPont finansal analiz tekniğiyle incelemiş olup bu şirketlerin 2015-2017 yılları arasındaki finansal verileri kullanılarak performans değerlendirme yoluna gidilmiştir. Bu çalışma ile imalat sektörünün alt sektörü olan 9 farklı sektör ile ilgili çıkarımlar yapılmış olup finansal açıdan olumsuz bir görüntü çizen şirketler vurgulanmıştır.

İncelenen diğer çalışmada Çelik ve Digün (2018) tarafından Borsa İstanbul'da işlem görmekte olan 16 çimento şirketine ait 2012–2017 yıllarını kapsayan finansal verileri kullanarak performans değerlendirilmesine gidilmiştir. Bu çalışmada uygulanan DuPont analizi yöntemi ile incelenen 16 şirkete ait çıkarımlar yapılmış olup sektörel karşılaştırmalara da yer verilmiştir. Çalışmanın sonuç kısmında ise özellikle karlılık boyutuna göre performans değerlendirilme yapılarak 2014 yılında ciddi bir düşüş görüldüğü, 2016 ve 2017 yıllarında ise toparlanma sürecine girildiği ortaya konmuştur.

Bir diğer çalışmada ise Koşan ve Karadeniz (2014) DuPont analizini kullanarak konaklama ve yiyecek hizmetleri sektöründe faaliyet gösteren 453 adet şirketin finansal performansını incelemişlerdir. Çalışmanın sonucunda 2010 ve 2012 yılları için satış karlılığı, aktif karlılığı ve özkaynak karlılıkları ile karlılık arasında pozitif, 2011 yılında ise satış karlılığı, aktif karlılığı ve özkaynak karlılıkları ile karlılık arasında negatif bir ilişki saptanmıştır.

Bauman (2014), ABD'de faaliyet gösteren şirketler üzerinde DuPont analiz tekniğini kullanarak yaptığı çalışmada şirketlerin aktif kârlılık oranları üzerinde aktif devir hızının ve kâr marjınının olası etkilerini incelemiştir. Regresyon analizi uygulanarak yürütülen çalışmanın sonucunda incelenen şirketlerin aktif kârlılığı üzerinde mevcut kar marjının ve aktif devir hızının etkisinin anlamlı olduğu saptanmıştır.

Herciu vd. (2011) ise 2009 yılında Fortune Dergisi'nde yer alan ve 2009 yılında dünyanın en çok kar yapan 20 işletmesinin karlılıklarını incelemeyi amaçlamışlardır. DuPont analizi tekniği kullanılarak yürütülen çalışmanın sonucunda incelenen 20 şirketin

de aktif karlılıkları ve satış karlılıkları arasında ciddi farklılıklar olması gibi sonuçların yanında en çok kar eden şirketin en yüksek özkaynak karlılığına sahip olan işletme olmadığı gibi çarpıcı tespitlere de yer verilmiştir.

#### *2.4.6.1. DuPont Analizine Ait Oranlar*

İşletmenin yaptığı yatırımlar üzerindeki karlılığının ortaya konması açısından önem arz eden bir analiz türü olan DuPont analizi birden fazla finansal oranın, işletmenin karlılık durumunu ölçmek amacıyla bir araya getirilmesinden oluşmaktadır. Bu analiz, bir işletmenin finansal performansını ölçmeye yarayan temel göstergeler (Aktif Karlılığı ve Özkaynak Karlılığı) ve yan göstergeler (Satış Karlılığı) ile ilgilenmekte ve bu iki temel göstergeyi bileşenlerine ayırmak suretiyle yatırımların karlılığına ait durumu analiz etmeye odaklanmaktadır. Tüm bunlar göz önüne alındığında DuPont analizinin net kar marjı oranı, aktif devir hızı oranı, aktif karlılığı, öz sermaye karlılığı ve kaldıraç oranlarından oluştuğu görülmektedir (Çelik ve Digün, 2018: 459; Toroslu ve Durmuş, 2017: 180).

***-Net kar marjı oranı****:* DuPont analizinde yer alan net kar marjı oranı, net karın net satışlara bölünmesiyle (net kar / net satışlar) elde edilmekte ve bu sayede işletmenin ürettiği veya sunduğu hizmetin ne ölçüde karlı olduğu ortaya konmaktadır. Bu sebeple işletmenin maliyet konusundaki başarısını ifade etmeye yarayan bu oran, işletmenin etkin bir maliyet kontrolüne sahip olması durumunda daha da yükselecektir. Sektör ortalamasından daha düşük bir net kar marjı oranı ise işletmenin sektöre göre daha yüksek maliyetli çalıştığını ve daha az verimli olduğunu göstermektedir. Dolayısıyla yüksek bir net kar marjı oranı, işletme adına olumlu bir durumu yansıtmaktadır (Ceylan ve Korkmaz, 2015: 69; Toroslu ve Durmuş, 2017: 179–180).

***- Aktif devir hızı oranı:*** DuPont analizindeki bir diğer oran olan aktif devir hızı oranı ise net satışların toplam aktiflere bölünmesiyle (net satışlar / aktif toplamı) elde edilmekte ve bu sayede işletmenin faaliyetlerinde ne ölçüde etkin olacağı ortaya konmaktadır. Özellikle kredi analizlerinde hesaplanması gereken ve yatırımcılara birçok ipuçları veren bu oran işletmenin aktif kullanımlarının bir ölçüsü olarak görülmekte ve aktif devir hızı oranı vasıtasıyla varlıkların her bir lirasının yarattığı gelir hesaplanmaktadır. Bu bakımdan yüksek bir aktif devir hızı oranı işletmenin tam kapasiteye yakın bir biçimde çalıştığını göstermekte, düşük bir aktif devir hızı oranı ise işletmede tam kullanılmayan varlıkların bulunduğunu işaret etmektedir (Ceylan ve Korkmaz, 2015: 67)

***-Aktif karlılığı:*** DuPont analizinde yer alan diğer oranların ortaya çıkarılması amacıyla yürütülen ilk aşamada, aktif devir hızı ile net kar marjı bir araya getirilmekte ve bu oranlar arasındaki olası bir etkileşimin işletmenin karlılığını nasıl etkileyeceği ortaya konmaktadır. Dolayısıyla bu oranların bileşenleri ise aktif karlılığı (Net Kar/Aktif Toplamı) ölçütünü ortaya çıkarmaktadır (Bakır ve Şahin, 2009; Toroslu ve Durmuş, 2017: 179-180; Çelik ve Digün, 2018: 459). Aktif karlılığının DuPont tekniği ile hesaplanması şu şekilde gerçekleşmektedir:

$$\frac{\text{Net Kar}}{\text{Aktif Toplamı}} = \frac{Net\ Satışlar}{\text{Aktif Toplamı}} x\ \frac{\text{Net Kar}}{\text{Net Satışlar}}$$

Formülde de görüleceği üzere eşitliğin sağında yer alan aktif devir hızı ve net kar marjı oranlarının çarpım işlemi yapılmakta ve her iki oranda da yer alan net satışların sadeleştirilmesi ile aktif karlılığına ulaşılmaktadır.

Dönem sonu itibariyle işletme tarafından elde edilen net kârın toplam aktiflere bölünmesiyle bulunan aktif karlılığı ile işletmedeki aktiflerin kârlı kullanılıp kullanılmadığı, kullanılıyor ise ne ölçüde kârlı kullanıldığı tespit edilmektedir. Dolayısıyla yönetimin kar elde etmek için mevcut olanaklarını etkin bir biçimde kullanıp kullanmadığını gösteren bir orandır (Yıldırım ve Demireli, 2009: 87; Çabuk ve Lazol, 2010: 231).

Varlıkların ne ölçüde karlı kullanıldığını gösteren aktif karlılık oranı işletme faaliyetlerinde kullanılan varlıkların verimini ölçmesi bakımından çoğu araştırmada sıklıkla kullanılmaktadır. Bülbül ve Köse (2009), Aygün vd. (2010), Hodgson vd. (2011), Ntim ve Soobaroyen (2012), Vo ve Phan (2013), Topaloğlu (2014), Shahzad vd. (2015), Aytekin ve Sönmez (2016), Aydın (2017), Yıldırım vd. (2018) gibi birçok araştırmacının finansal performansı ölçek amacıyla çalışmalarında yer verdiği aktif karlılığı şu şekilde hesaplanmaktadır:

$$Aktif\ Karlılık\ Oranı\ = \frac{Net\ Kâr}{Aktif\ Toplamı}$$

***-Özkaynak karlılığı:*** DuPont analizinin ikinci aşamasında, net kar marjı, aktif devir hızı ve özkaynak çarpanı (Aktif Toplamı/Özkaynak Toplamı) oranları bir araya gelmekte ve bu oranlar üzerinden özkaynakların Karlılığının DuPont tekniği ile hesaplanması şu şekilde gerçekleşmektedir:

$$\frac{Net\ Kar}{Özkaynak\ Toplamı} = \frac{Net\ Satışlar}{Aktif\ Toplamı} x \frac{Net\ Kar}{Net\ Satışlar} x \frac{Aktif\ Toplamı}{Özkaynak\ Toplamı}$$

Formülde de görüleceği üzere eşitliğin sağında yer alan net satışlar ve aktif toplamı değerlerinin sadeleştirilmesi ile özkaynak karlılığı (Net Kar/Özkaynak Toplamı) bulunmaktadır.

Özkaynak karlılığı, işletme sahip veya ortaklarının sermaye olarak koydukları miktarın bir birimine isabet eden kar oranını ifade etmektedir. Dolayısıyla koyulan sermayenin ne kadar kar getirebileceğini ortaya koyan bir oran olarak görülmekte ve işletmenin başarısının ölçüsü olarak kabul edilen bu oran özkaynaklar rantabilitesi veya mali rantabilite olarak da adlandırılmaktadır (Toroslu ve Durmuş, 2017: 168; Şenol ve Ulutaş, 2018: 88).

Kabakçı (2008), Demireli ve Yıldırım (2009), Aygün ve İç (2010), Khan vd. (2011), Türkmen ve Çağıl (2012), Velnampy (2013), Vo ve Nguyen (2014), Ahmed ve Hamdan (2015), Esendemirli ve Erdener Acar (2016), Tükenmez vd., (2017), Yıldırım vd. (2018) gibi birçok araştırmacının finansal performansı ölçek amacıyla çalışmalarında yer verdiği özkaynak karlılığı şu şekilde hesaplanmaktadır:

$$Özkaynak\ Karlılık\ \ Oranı\ = \frac{Net\ Kâr}{Özkaynaklar\ \ Toplamı}$$

***- Finansal kaldıraç oranı***: Borçlanma oranı şeklinde de adlandırılan kaldıraç oranı, işletmenin toplam borçlarının toplam aktiflerine bölünmesi yoluyla elde edilmektedir. Burada bahsi geçen toplam borçlar işletmenin kısa ve uzun vadeli borçlarını ifade etmekte ve bu sayede işletmelerin finansal yapısında dış kaynakların etkisi ölçülmeye çalışılmaktadır. İşletmenin kaynak yapısıyla ilgili bilgiler veren kaldıraç oranı, işletmenin sahip olduğu varlıkların ne kadarlık kısmının yabancı kaynaklarla, ne kadarlık bir kısmının ise özkaynaklarla finanse edildiğini temsil eden bir değer olarak görülmektedir. Bu bakımdan işletmenin sermaye yapıları %100 olan bir işletmenin finansal kaldıracı da hesaplanamayacaktır (Kaya, 2015: 139, Yaslıdağ, 2016: 78; Oral vd., 2017: 131, Toroslu ve Durmuş, 2017: 182).

Black vd. (2003), Deloof (2003), Drobetz vd.(2004), Kyereboah-Coleman ve Biekpe (2006), Kim ve Yoon (2007), Yıldırım ve Demireli (2009), Bayrakdaroğlu (2010), Ersoy vd. (2011), Ünlü vd. (2011), Al-Haddad vd. (2011), Çakır ve Küçükkaplan (2012),

Acaravcı vd. (2015), Keskin ve Gökalp (2016) birçok araştırmacının finansal performansı ölçek amacıyla çalışmalarında yer verdiği kaldıraç oranı şu şekilde hesaplanmaktadır

$$Kaldıraç\ oranı\ = \frac{Toplam\ Borçlar}{Toplam\ Aktifler}$$

Geçmiş yıllara göre borçlanma düzeyindeki eğilimin ortaya çıkarılması, işletme tarafından etkili bir oto finansman politikası uygulanıp uygulanmadığı, öz sermayenin süreklilik gösterip göstermediği, uzun ve kısa vadeli borçlarının nasıl ödeneceğiyle ilgili fikir sahibi olunması noktasında yöneticiler ve kreditörler gibi işletme ilgililerine bilgi veren kaldıraç oranının ABD gibi oto finansmanı güçlü ülkelerde % 50'yi aşması tehlikeli olarak görülürken, faiz dalgalanmalarının fazla olduğu ve borçlanma maliyetlerinin fazla olduğu Türkiye gibi ülkelerde ise % 60 oranı uygun görülmektedir. Toplam borçların toplam aktiflere bölünmesiyle bulunacak olan kaldıraç oranının yüksek olması, faiz ve anapara ödemelerinin işletmeyi zor durumda bırakacağını göstermekte ve özellikle kredi verenler tarafından dikkatle izlenmektedir. Bu sebeple işletmenin, içerisinde yer aldığı sektörün kaldıraç oranı ortalamasına yakın bir orana sahip olması hem işletme sahipleri hem de kredi verenler tarafından daha cazip görülmektedir. Tüm bunların yanında kaldıraç oranının değerlendirilmesi sırasında işletmenin; satışlarının istikrarı, içerisinde bulunduğu sanayi dalındaki rekabet düzeyi, yönetim kadrosu, likidite düzeyi gibi çok sayıda faktör de göz ardı edilmemelidir (Kalmış, 2010: 99; Kaya, 2015: 138-139; Ceylan ve Korkmaz, 2015: 54; Toroslu ve Durmuş, 2017: 182).

# ÜÇÜNCÜ BÖLÜM
# KURUMSAL YÖNETİM VE FİNANSAL PERFORMANS İLİŞKİSİ: BORSA İSTANBUL KURUMSAL YÖNETİM ENDEKSİNDE YER ALAN ŞİRKETLERDE BİR UYGULAMA

Kurumsal yönetim ile finansal performans arasındaki ilişkinin ele alındığı bu bölümde ilk olarak literatür taraması yapılmıştır. Ardından araştırmanın amacı, kapsamı, değişkenleri, modeli veri seti ve yöntemi ile ilgili bilgilere yer verilmiş ve araştırmanın sonucunda elde edilen bulgular detaylı olarak aktarılmıştır.

## 3.1. Kurumsal Yönetim ve Finansal Performans İlişkisi Üzerine Yapılan Çalışmalar

Teorik olarak bakıldığında şirket faaliyetleri açısından olumlu özellikler taşıyan kurumsal yönetimin işletmenin finansal performansını yükseltmesi beklenmekte dolayısıyla olaya basitçe bakıldığında kurumsal yönetim ile şirket performansı arasında yalın ve açık bir ilişki olduğu varsayılmaktadır (Işık ve Saygılı, 2006: 163). Beklenenin aksine, kurumsal yönetimin standartları temelde standart olsa da, her ülkenin kurumsal yönetim anlayışının ve uygulamalarının birbirinden farklılaşması sebebiyle; kurumsal yönetim ve firmaların finansal performans ilişkisini konu alan çalışmalarda farklı sonuçlara ulaşıldığı görülmüştür (Gümüş vd., 2017: 106). Farklı sonuçlara ulaşılmasının en büyük sebepleri ise, çalışmalarda farklı değişkenlerin kullanılması, araştırmanın yapıldığı ülkelerdeki kültürel, yönetsel vb. farklılıklar olarak görülmektedir.

Bu doğrultuda hazırlanan literatür çalışması için çalışmanın bu bölümünde kurumsal yönetim ve firmaların finansal performansı arasındaki ilişkinin incelendiği çalışmalara yer verilmiş, ardından da incelenen çalışmalarla ilgili tablo oluşturularak özetlenmiştir.

Karakılıç ve Vuran (2019) tarafından yapılan araştırmanın konusu; kurumsal yönetim ve firma değeri olup, araştırmanın amacı; kurumsal yönetim değişkenleri ile firmaların firma değeri arasındaki ilişkiyi analiz etmektir. Araştırmada kullanılan bağımsız değişkenler; yönetim kurulu büyüklüğü, bağımsız yönetim kurulu üye sayısı, yönetim kurulundaki kadın üye sayısı, denetim komitesi üye sayısı, kurumsal yönetim komitesi üye

sayısıdır. Bağımlı değişkenler ise; Tobin Q oranı, özkaynak karlılığı ve aktif karlılığıdır. Araştırmada kullanılan veriler, 2013-2016 dönemi içerisinde Borsa İstanbul'da işlem gören 78 firmadan elde edilmiştir. Araştırmada, panel veri analizi yöntemi kullanılmıştır. Analiz sonucunda bağımlı değişkenlerden Tobin Q oranı ve özkaynak karlılığı ile kurumsal yönetim değişkenleri arasında anlamlı bir ilişki bulunamamış olup sadece aktif karlılığı ile kurumsal yönetim uygulamaları arasında % 10 anlamlık seviyesinde bir ilişki olduğu tespit edilmiştir.

Horasan vd. (2019) tarafından yürütülen araştırmanın konusu; kurumsal yönetim ve finansal performans olup, araştırmanın amacı; Borsa İstanbul'da işlem gören ve imalat sanayinde faaliyet gösteren şirketlerinin sahiplik yapılarının Ekonomik Katma Değer ve Piyasa Katma Değeri gibi değer odaklı performans ölçütleri üzerinde bir etkisi olup olmadığını istatistiksel analizler ile tespit etmektir. Araştırmada kullanılan bağımsız değişkenler yönetim kurulu büyüklüğü, halka açıklık oranı, halka açıklık süresi ve işletmenin yaşı iken bağımlı değişkenler ise; seçilen işletmelerin Ekonomik Katma Değer ve Piyasa Katma Değeri verileri olmuştur. Kontrol değişkeni olarak da varlıkların logaritmasının kullanıldığı çalışmadaki veriler; 2011-2017 tarihleri arasında Borsa İstanbul'da sürekli olarak işlem gören 124 imalat işletmesinin 7 yıllık verilerinden oluşmaktadır. Regresyon analizi kullanılarak yapılan çalışmada sahiplik yapılarının Ekonomik Katma Değer üzerinde bir etkisinin olmadığı, kontrol değişkeninin etkisinin ise anlamlı olduğu, Piyasa Katma Değeri'nin ise halka açıklık oranı ile kontrol değişkenin etkisinin anlamlı olduğu sonucuna varılmıştır.

Çağıran ve Kayasandık (2018) tarafından yürütülen araştırmanın konusu; kurumsal yönetim ve finansal performans olup, araştırmanın amacı; şirketlerin kârlılık oranlarının kurumsal yönetim notlarına etkisini ortaya koymaktır. Araştırmada kullanılan bağımsız değişkenler; aktiflerin karlılığı, özkaynakların kârlılık oranı, satışların kârlılık oranı ve kullanılan sermaye karlılık oranı iken Borsa İstanbul Kurumsal Yönetim Endeksi tarafından hesaplanan ve şirketlere verilen kurumsal yönetim notları ise bağımlı değişken olarak kullanılmıştır. Araştırmada kullanılan veriler; 2007-2017 yılları arasında Borsa İstanbul Kurumsal Yönetim Endeksi'nde sürekli olarak yer alan 5 şirketin verilerinden oluşmaktadır. Araştırmada, panel veri analizi yöntemi kullanılmıştır. Analiz sonucunda, özkaynakların kârlılık oranının kurumsal yönetim derecelendirme notu üzerinde pozitif ve

anlamlı bir etkiye sahip olduğu, sermaye kârlılık oranının ise kurumsal yönetim notu üzerinde negatif ve anlamlı bir etkiye sahip olduğu tespit edilmiştir.

Yıldırım vd. (2018) tarafından yapılan araştırmanın konusu; kurumsal yönetim ve finansal performans olup, araştırmanın amacı; şirketlerin kurumsal yönetim uygulamaları ile finansal performansları arasındaki ilişkiyi ölçmektir. Araştırmada kullanılan bağımsız değişkenler; Borsa İstanbul Kurumsal Yönetim Endeksi tarafından hesaplanan ve şirketlere verilen kurumsal yönetim notlarıdır. Bağımlı değişkenler ise; cari oran, asit test oranı, alacak devir hızı, kaldıraç oranı, net kâr marjı, aktiflerin kârlılığı, özkaynak kârlılığı, piyasa değeri defter değeri oranı ve fiyat kazanç oranıdır. Araştırmada kullanılan veriler; Borsa İstanbul Kurumsal Yönetim Endeksi'nde işlem gören, 5 adet Gıda ve İçecek şirketinin 2013-2016 dönemini kapsayan faaliyetlerinden elde edilmiş olup, şirketlere ait finansal performans verileri ve kurumsal yönetim puanlarına Borsa İstanbul, Borsa İstanbul Kurumsal Yönetim Endeksi ve Kamu Aydınlatma Platformu'na ait internet sitelerinden ulaşılmıştır. Araştırmada, Entropi Ağırlıklandırmalı TOPSIS yöntemi kullanılmıştır. Analiz sonucunda şirketlerin kurumsal yönetim notları ile finansal performansları arasında anlamlı ve sürekli bir ilişki olmadığı vurgulanmıştır.

Moradi ve Velashani (2017) tarafından yapılan çalışmanın konusu; kurumsal yönetim ve firma performansı olup, araştırmanın amacı; firmaların ürün pazarlarındaki rekabet seviyesi ve kurumsal yönetim faaliyetlerinin firma performansına etkisini ortaya koyabilmektir. Araştırmada kullanılan bağımsız değişkenler; yönetim kurulu bağımsızlığı ve mülkiyet yoğunlaşmasıdır. Bağımlı değişkenler ise; özkaynak kârlılık oranı ve aktif kârlılık oranıdır. Araştırmada kullanılan veriler; Tahran Menkul Kıymetler Borsası'nda 2004-2012 yılları arasında faaliyette olan firmaların verilerinden oluşmaktadır. Araştırmada, panel veri analizi yöntemi kullanılmıştır. Analiz sonucunda, yönetim kurulu ve mülkiyet yoğunlaşması ile finansal performans arasında pozitif yönlü anlamlı bir ilişki tespit edilmiştir. Sonuç olarak; firmanın ürün pazarlarındaki rekabet seviyesinin ve kurumsal yönetim faaliyetlerinin firma performansı üzerinde etkisi olduğu vurgulanmıştır.

Tükenmez vd. (2017) tarafından yapılan çalışmanın konusu; kurumsal yönetim ve finansal performans olup, araştırmanın amacı; şirketlerin kurumsal yönetim ilkeleri uyum derecelendirme puanları ile finansal performansları arasındaki ilişkinin varlığını araştırmaktır. Araştırmada kullanılan bağımsız değişkenler; firma büyüklüğü, kaldıraç oranı, şirket yaşı, pay sahipleri puanlaması, menfaat sahipleri puanlaması, kamuyu

aydınlatma ve şeffaflık puanlaması ve yönetim kurulu puanlamasıdır. Bağımlı değişkenler ise; aktif karlılığı ile Tobin Q oranıdır. Araştırmada kullanılan veriler; 2009-2014 dönemi Borsa İstanbul Kurumsal Yönetim Endeksi'nde yer alan mali sektör şirketleri hariç toplam 15 adet şirketin verilerinden oluşmuş ve şirketlere ait finansal performans verileri ve kurumsal yönetim puanlarına Borsa İstanbul, Borsa İstanbul Kurumsal Yönetim Endeksi ve Kamu Aydınlatma Platformu'na ait internet sitelerinden ulaşılmıştır. Araştırmada, panel veri analizi yöntemi kullanılmıştır. Analiz sonucunda, kamuyu aydınlatma ve şeffaflık puanları ile aktif karlılığı ve Tobin Q oranı arasında anlamlı ancak negatif yönlü, pay sahipleri ve menfaat sahipleri ile Tobin Q oranı arasında anlamlı ve pozitif yönlü ilişki tespit edilmiştir.

Rizwan vd. (2016) tarafından yapılan çalışmanın konusu; kurumsal yönetim ve finansal performans olup, araştırmanın amacı; Pakistan'da hizmet veren firmalar açısından kurumsal yönetim ile finansal performans arasındaki ilişkiyi incelemektir. Bu bağlamda yürütülen çalışmada bağımsız değişkenler; içerideki pay sahiplerinin oranı, yönetim kurulundaki üyelerin sayısı, yönetim kurulundaki kadın üyelerin sayısı, yönetim kurulu üye çeşitliliği, yönetim kurulundaki bağımsız üyelerin sayısı, ücret ve denetim komitelerinin olup olmadığı ve dividant oranıdır. Çalışmada kullanılan bağımlı değişkenler ise aktif karlılığı, özkaynak karlılığı, piyasa değeri / defter değeri, Tobin Q oranı, satışların toplam varlıklara oranı ve maliyetin gelire oranıdır. Araştırmada yer alan veriler, Pakistan Borsası'nda faaliyet gösteren 20 adet şirketin 2007-2014 yıllarına ait verilerini kapsamaktadır. Regresyon analizinin uygulandığı bu çalışmada iki temel sonuca varılmıştır. Bunlardan ilkinde içerideki pay sahiplerinin oranı, yönetim kurulundaki üyelerin sayısı, yönetim kurulundaki kadın üyelerin sayısı, yönetim kurulundaki bağımsız üyelerin sayısı, denetim komitesinin varlığı ve dividant oranınn finansal performans ile pozitif bir ilişki içerisinde olduğu tespit edilmiştir. Diğer önemli bulguda ise yönetim kurulu ücret komitesinin varlığının ve yönetim kurulu üye çeşitliliğinin finansal performans üzerinde anlamlı bir etkisinin olmadığı vurgulanmıştır.

Aytekin ve Sönmez (2016) tarafından yapılan çalışmanın konusu; kurumsal yönetim uygulamaları ile işletme performansı olup, araştırmanın amacı; kurumsal yönetim uygulamalarının firma performansı üzerine olan etkisini ortaya koymaktır. Araştırmada kullanılan bağımsız değişkenler; yönetim kurulu üye sayısı, kurumsal yatırımcı payı, yabancı yatırımcı payı, halka açıklık oranı, nitelikli pay sahipliği oranı ve yönetim

kurulunda yer alan bağımsız üye sayısıdır. Bağımlı değişkenler ise; aktif karlılığı ve özkaynak karlılığı olarak uygulanmıştır. Araştırmada kullanılan veriler; Borsa İstanbul'da ulaştırma sektöründe işlem gören 7 adet işletmenin 2010- 2014 yıllarına ait verilerini kapsamaktadır. Araştırmada, panel veri analizi yöntemi uygulanmıştır. Analiz sonucunda; yönetim kurulunda yer alan üye sayısı arttıkça aktif karlılığa bir etkisinin olmadığı fakat özkaynak karlılığına pozitif yönde etki ettiği tespit edilmiştir. Ayrıca yabancı yatırımcı payı ile aktif karlılık arasında pozitif ve anlamlı bir ilişki ve özkaynak karlılığı ile pozitif ve anlamlı bir etkisi gözlemlenmiştir. Bunlara ek olarak, halka arz oranı ile aktif karlılık arasında negatif ve anlamlı bir ilişkiye rastlanırken özkaynak karlılığına negatif yönde etki etmektedir.

Dabor ve Isiavwe (2015) tarafından yapılan çalışmanın konusu; kurumsal yönetim ve finansal performans olup, araştırmanın amacı; kurumsal yönetimin firma performansı üzerindeki etkisini Nijerya Borsa Endeksi'nde işlem gören firmalar açısından ortaya koymaktır. Bu amaçla yürütülen çalışmada firma performansı; özkaynak karlılığı ve aktif karlılığı oranları ile ölçülürken, kurumsal yönetim ise yönetim kurulu yapısı, büyüklüğü ve bağımsızlığı ile mülkiyet yapısı değişkenleri kullanılarak ölçülmüştür. Nijerya Borsası'nda işlem gören şirketler içerisinden rastgele seçilen 248 adet şirkete ait verilerle çalışma yürütülmüştür. Panel veri analizinin kullanıldığı çalışmanın sonucunda ise yönetim kurulu üye sayısı ile firma performansı arasında negatif bir ilişki tespit edilmiş olup, yönetim kurulu bağımsızlığı ve mülkiyet yapısı ile firma performansı arasında ise anlamsız bir ilişki gözlemlenmiştir.

Kara vd. (2015) tarafından yapılan çalışmanın konusu; kurumsal yönetim ile finansal performans olup, araştırmanın amacı; Kurumsal Yönetim Endeksi'nde yer alan işletmelerin kurumsal yönetim düzeyleri ile finansal performansları arasındaki ilişkiyi ortaya koymaktır. Endekste yer alan işletmelere verilen kurumsal yönetim derecelendirme notları, kurumsal yönetimi temsilen bağımsız değişken, özkaynak kârlılığı oranı, net kâr marjı oranı, aktif kârlılığı, kaldıraç oranı, net kârlar ve Tobin Q oranlarının ise finansal performansı ölçmek amacıyla bağımlı değişken olarak kullanıldığı çalışmada panel veri analizinden yararlanılmıştır. Araştırmada kullanılan veriler; 2006-2012 döneminde Kurumsal Yönetim Endeksi'nde faaliyet gösteren 33 adet işletmenin verilerinden oluşmaktadır. Yapılan analiz sonucunda; kurumsal yönetim derecelendirme notu ile Tobin Q oranı ve kaldıraç oranı arasında anlamlı ve pozitif bir ilişki olduğu; kalan diğer oranlar

ile kurumsal yönetim düzeyleri arasında ise anlamlı bir ilişkinin olmadığı sonucuna varılmıştır.

Vo ve Nguyen (2014) tarafından yapılan çalışmanın konusu; kurumsal yönetim ve firma performansı olup, araştırmanın amacı; kurumsal yönetim ile firma performansı arasındaki ilişkiyi açıklamaktır. Araştırmada kullanılan bağımsız değişkenler; CEO ikililiği, yönetim kurulu büyüklüğü, yönetim kurulu bağımsızlığı, CEO'nun yapısı, yönetim kurulunun yapısıdır. Bağımlı değişkenler ise aktif karlılığı, özkaynak karlılığı, Altman z- score ve Tobin Q' dur. Araştırmada kullanılan veriler; Vietnam Borsası'nda 2008-2012 yılları arasında işlem gören 177 işletmeyi kapsamaktadır. Araştırmada, regresyon analizi ve en küçük kareler yöntemleri uygulanmıştır. Analiz sonucunda; CEO ikiliği ve firma performansı arasında pozitif bir ilişki, yönetim kurulu bağımsızlığı ve firma performansı arasında negatif ilişki mevcutken, yönetim kurulunun büyüklüğü ile firma performansı arasında ise anlamlı bir ilişki bulunamamıştır.

Amba (2014) tarafından yapılan çalışmanın konusu; kurumsal yönetim ve finansal performans olup, araştırmanın amacı; kurumsal yönetim değişkenlerinin firmaların finansal performansı üzerindeki etkisini açıklamaktır. Araştırmada kullanılan bağımsız değişkenler; CEO ikiliği (yönetim kurulu başkanı ile genel müdürün aynı kişi olması, duality), denetim kurulu başkanı, icracı olmayan yöneticilerin oranı, yoğunlaşmış sahiplik yapısı, kurumsal yatırımcılar ve kaldıraç oranıdır. Bağımlı değişken ise aktif karlılığıdır. Araştırmada kullanılan veriler; 2010-2012 yılları arasında Bahreyn Borsası'na kote 49 işletmeden oluşmaktadır. Araştırmada, gerekli ölçümlerin yapılabilmesi adına çoklu regresyon analizi uygulanmıştır. Analiz sonucunda; CEO ikiliği, icracı olmayan yöneticilerin oranı ve yoğunlaşmış sahiplik yapısı ile aktif karlılık arasında negatif yönlü bir ilişki, denetim kurulu başkanı ve kurumsal yatırımcılar ile aktif karlılık arasında poizitif yönlü bir ilişki saptanmıştır.

Ege vd. (2013) tarafından yapılan çalışmanın konusu; kurumsal yönetim ve finansal performans olup, araştırmanın amacı; firmaların finansal performansları ile kurumsal yönetim notlarını karşılaştırarak şirketleri performanslarına göre sıralamaktır. Çalışmada kurumsal yönetim derecelendirme puanları bağımsız değişken olarak yer alırken, finansal performans bağımlı değişkendir ve çalışmada finansal performans stok devir hızı, aktif devir hızı, duran varlık devir hızı (yatırım karlılığı), hazır değerler devir hızı, aktif karlılığı, özkaynak karlılığı, hisse başına kazanç ve fiyat/kazanç oranları aracılığıyla ölçülmeye

çalışılmıştır. Araştırmada Borsa İstanbul Kurumsal Yönetim Endeksi'nde işlem gören ve mali sektör içerisinde faaliyet gösteren banka ve sigorta şirketleri hariç tutularak kalan 18 şirketin 2009-2011 yılları arasındaki verilerinden yararlanılmıştır. TOPSIS çok kriterli karar verme yönteminin analiz yöntemi olarak kullanıldığı çalışmanın sonucunda iki önemli bulguya yer verilmiştir. Bunlardan ilkinde şirketlerin finansal performanslarına göre belirlenen sıralamaları ile kurumsal yönetim notları esas alınarak oluşturulan endeks sıralamalarının aynı yönde hareket etmediği vurgulanmıştır. Diğer bulguda ise şirketlerin finansal performanslarının kurumsal yönetim notları ile pozitif yönde hareket etmediği ve şirketlerin kurumsal yönetim kalitelerinin finansal performanslarına tam olarak yansımadığı ortaya konmuştur.

Ficici ve Aybar (2012) tarafından yürütülen çalışmanın konusu kurumsal yönetim ve finansal performans olup, araştırmanın amacı; kurumsal yönetim derecelendirme notu ve piyasa değeri arasındaki ilişkiyi incelemektir. Bu doğrultuda düzenlenen araştırmada kullanılan bağımsız değişkenler; kurumsal yönetimi temsilen kullanılan ve Standard and Poor'sun verdiği kurumsal yönetim derecelendirme puanlarıdır. Aynı çalışmada firma performansını ölçmek amacıyla kullanılan Tobin Q oranı bağımlı değişken olarak kullanılmıştır. Araştırmada kullanılan veriler; gelişmekte olan ve çoğunluğu Asya ve Latin Amerika ülkelerinde faaliyet gösteren 54 adet şirketin verilerinden oluşmaktadır. OLS regresyon metodunun kullanıldığı çalışmanın sonucunda; şirketlere verilen kurumsal yönetim derecelendirme notları ile bu şirketlerin piyasa değerleri arasında pozitif bir ilişki tespit edildiği vurgulanmıştır.

Al-Haddad vd. (2011) tarafından yapılan çalışmanın konusu; kurumsal yönetim ve finansal performans olup, araştırmanın amacı; Ürdün'de faaliyet gösteren firmalar açısından kurumsal yönetim ile finansal performans arasındaki ilişkiyi ortaya koymaktır. Bu doğrultuda düzenlenen araştırmada kullanılan bağımsız değişkenler; aktif karlılığı, hisse başına düşen kar, firma büyüklüğü, likidite ve kar dağıtım oranları, iş riski ve kaldıraç oranıdır. Bağımlı değişken ise kurumsal performans olup, piyasa değeri, fiyat/kazanç oranı ve piyasa değeri/defter değeri oranları ile temsil edilmektedir. Araştırmada kullanılan veriler; 2000-2007 yılları arasında Amman Borsası sanayi sektöründe faaliyet gösteren Ürdün'lü 44 adet firmadan oluşmaktadır. Araştırmada, regresyon analizi yönteminden yararlanılmıştır. Bu araştırmanın sonucunda ise kurumsal yönetim ile finansal performans arasında ilişki bulunmadığını savunan tüm hipotezler

reddedilmiş ve kurumsal yönetim ile kurumsal performans arasında olumlu bir ilişki tespit edilmiştir.

Ersoy vd. (2011) tarafından kurumsal yönetim ve finansal performans konusunda yürütülen çalışmada İMKB–100 endeksinde yer alan 51 firmanın kurumsal yönetim ile firma performansı arasındaki ilişkiyi ortaya koymak amaçlanmıştır. Bağımsız değişkeni temsil eden kurumsal yönetim için CEO ikiliği, yönetim kurulunun büyüklüğü, sahiplik yoğunluğu, yönetici sahipliği, yabancı sahipliği ve denetim komitesinin varlığı ölçüt olarak kullanılmıştır. Bağımlı değişken olarak araştırmada yer alan finansal performansın ölçülebilmesi adına ise Tobin Q oranı ve anormal getiriler kullanılmıştır. Kaldıraç oranı ve firma büyüklüğünün de kontrol değişkeni olarak yer aldığı araştırmada kullanılan veriler; 1998-2007 yılları arasında aralıksız olarak İMKB 100 Endeksi'nde yer alan 51 adet firmanın verilerinden oluşmaktadır. Panel lojistik regresyon analizinin kullanıldığı çalışmada, CEO ikiliğinin olmaması durumunda Tobin Q değerininin arttığı vurgulanmış fakat CEO ikiliğinin anormal getiriler üzerinde bir anlamlılığının olmadığı tespit edilmiştir. Ayrıca yönetim kurulu üye sayısı büyüklüğünün Tobin Q değerini arttırdığı, sahiplik yapısındaki yoğunlaşmanın ise firma performansını olumlu yönde arttıracağı vurgulanmıştır. Tüm bunlara ek olarak yönetici sahipliğinin firma performansını arttırmada önemli bir değişken olmadığına da yer verilmiştir.

Renders vd. (2010) tarafından yapılan çalışmanın konusu; kurumsal yönetim ve finansal performans olup, araştırmanın amacı; şirketlerin kurumsal yönetim ilkeleri uyum derecelendirme puanları ile finansal performansları arasındaki ilişkinin varlığını araştırmaktır. Bu doğrultuda düzenlenen araştırmada kullanılan bağımsız değişkenler; kurumsal yönetim derecelendirme şirketlerinden biri olan Deminor Rating tarafından verilen kurumsal yönetim derecelendirme puanlarıdır. Bağımlı değişkenler ise; Tobin Q oranı, piyasa değerinin satışlara oranı, piyasa değerinin defter değerine oranı, aktif karlılığı ve özkaynak karlılığı şeklinde olmuştur. Araştırmada kullanılan veriler; FTS Eurofirst 300 olarak adlandırılan ve Avrupa'nn en büyük 300 şirketinin yer aldığı endekste işlem gören firmalardan oluşmaktadır. Araştırmada, panel veri analizi yönteminden yararlanılmıştır. Bu araştırmanın sonucunda ise kurumsal yönetim dereceleri ile finansal performans arasında olumlu bir ilişki tespit edilmiş olup bu ilişki işletmenin mevcut kurumsal çevresiyle bağlantılandırılmıştır.

Ghazali (2010) tarafından yapılan çalışmanın konusu; kurumsal yönetim ve finansal performans olup, araştırmanın amacı; Asya Krizi sonrası Malezya'da uyhulanmaya başlanan kurumsal yönetime dair uygulamaların firmaların finansal performansı üzerinde etkili olup olmadığını ortaya koyabilmektir. Araştırmada yönetim kurulu üye sayısı ve yönetim kurulu bağımsız üye sayısının oranı bağımsız değişkenler olarak kullanılmıştır. Bağımlı değişken olarak ise Tobin Q oranı kullanılmıştır. Şirketin rekabet gücü ve şirketin büyüklüğü de kontrol değişkenleri olarak yer almıştır. Araştırmada kullanılan veriler; 2001 yılında Malezya Borsası'nda işlem gören 87 adet şirketin verilerini kapsamaktadır. Araştırmada, regresyon analizi yöntemi kullanılmıştır. Araştırmada kurumsal yönetim değişkenlerinden hiçbirinin finansal performans üzerinde etkisi olmadığı ve finansal performansı açıklamada istatistiki açıdan önemli olmadığı sonucuna varılmıştır.

Guest (2009) tarafından yapılan çalışmanın konusu; kurumsal yönetim ve finansal performans olup, araştırmanın amacı; yönetim kurulu büyüklüğünün firma performansı üzerindeki etkisini açıklamaktır. Araştırmada bağımsız değişken olarak yönetim kurulu büyüklüğü, bağımlı değişken olarak ise öz sermeye karlılığı ve Tobin Q oranı kullanılmıştır. Araştırmada kullanılan veriler; 1981-2002 yılları arasında İngiltere'de faaliyet gösteren büyük ölçekli 2.476 adet işletmeden elde edilmiştir. Araştırmada, panel veri ve regresyon analizi yöntemi kullanılmıştır. Araştırmada iki önemli sonuca varılmış olup, ilkinde yönetim kurulu üye sayısı ile ölçülen kurul büyüklüğünün öz sermeye karlılığı ve Tobin Q oranı gibi performans ölçüleri üzerinde güçlü ve negatif etkisi olduğu vurgulanmştır. Bir diğer bulguda ise daha büyük yönetim kurulları olan büyük firmalarda negatif etkinin daha kuvvetli olduğu tepit edilmiştir.

Yıldırım ve Demireli (2009) tarafından yapılan çalışmanın konusu; şirketlerin mülkiyet ve kontrol yapıları ile finansal performansı olup, araştırmanın amacı; şirketlerin sermaye sahipliği (mülkiyet) ve kontrol yapıları incelenerek, İMKB 100 İmalat Sanayi Sektörü'ndeki şirketlerin finansal performanslarına etkilerinin saptanmasıdır. Araştırmada kullanılan bağımsız değişkenler; en büyük hissedarın payı ile en büyük hissedarın genel kurula hâkimiyet oranından oluşmaktadır. Bağımlı değişkenler ise; finansal performans değişkenlerinden oluşmakta ve aktiflerin karlılığı, satışların karlılığı, özkaynağın karlılığı, Tobin Q değerleri olarak sıralanmaktadır. Ayrıca kontrol değişkeni olarak da satışların büyüklüğü ve kaldıraç oranı kullanılmıştır. Araştırmada kullanılan veriler 2006 yılında İMKB 100 endeksinde işlem gören ve İmalat Sanayi Sektörü'nde faaliyet gösteren 44 adet

şirketin 2002–2006 yıllarını kapsamış ve bu şirketlere ait verilere İMKB resmi sitesi aracılığıyla ulaşılmıştır. Araştırmada, regresyon analizi yöntemi kullanılmıştır. Analiz sonucunda üç önemli bulgu tespit edilmiştir. İlki, en büyük hissedarın şirket üzerindeki mülkiyeti ve kontrol gücü artıkça aktiflerin karlılığı, satışlarının karlılığı ve özkaynaknin karlılığı azalmakta fakat Tobin Q oranı arttığı şeklindedir. İkincisi, Mülkiyet yoğunluğu olarak ifade eden en büyük hissedarın pay oranı artıkça finansal tablo temelli performans göstergelerinin bundan negatif yönde etkilendiği; piyasa temelli performans göstergelerinin ise pozitif yönde etkilendiği şeklindedir. Üçüncüsü ise en büyük hissedarın genel kurulda kontrol gücünü ifade eden genel kuruldaki hakimiyet oranının artıkça finansal temelli performans göstergelerinin bundan negatif yönde etkilendiği; piyasa temelli performans göstergelerinin ise pozitif yönde etkilendiği tespit edilmesidir.

Kurumsal yönetim ve finansal performans ilişkisi üzerine ilişkin literatürün özet hali Tablo 3.1'de sunulmaktadır.

**Tablo 3.1.** Kurumsal Yönetim ve Finansal Performans İlişkisi Üzerine Yapılan Çalışmalar

| Yazar | Ülke | Araştırmanın Kapsamı | Kullanılan Bağımsız Değişkenler | Kullanılan Bağımlı Değişkenler | Kullanılan Yöntem | Elde Edilen Bulgular |
|---|---|---|---|---|---|---|
| Karakılıç ve Vuran (2019) | Türkiye | 2013-2016 dönemi içerisinde Borsa İstanbul'da işlem görmekte olan 78 firma | Yönetim kurulu büyüklüğü, bağımsız yönetim kurulu üye sayısı, yönetim kurulundaki kadın üye sayısı, denetim komitesi üye sayısı, kurumsal yönetim komitesi üye sayısı | Tobin Q oranı, özkaynak karlılığı ve aktif karlılığı | Panel veri analizi | Tobin Q ve özkaynak karlılığı ile kurumsal yönetim değişkenleri arasında anlamlı bir ilişki bulunamamıştır. Aktif karlılığı ile kurumsal yönetim uygulamaları arasında % 10 anlamlık seviyesinde bir ilişki olduğu tespit edilmiştir. |
| Horasan vd. (2019) | Türkiye | 2011-2017 tarihleri arasında Borsa İstanbul'da sürekli olarak işlem gören 124 imalat işletmesi | Yönetim kurulu büyüklüğü, halka açıklık oranı, halka açıklık süresi ve işletmenin yaşı | Ekonomik katma değer ve piyasa katma değeri verileri | Regresyon analizi | Sahiplik yapılarının ekonomik katma değer üzerinde bir etkisinin olmadığı, kontrol değişkeninin etkisinin ise |

| | | | | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|
| | | | | | | anlamlı olduğu, piyasa katma değerinin ise halka açıklık oranı ile kontrol değişkenin etkisinin anlamlı olduğu tespit edilmiştir |
| Çağıran ve Kayasandık (2018) | Türkiye | 2007-2017 yılları arasında Borsa İstanbul Kurumsal Yönetim Endeksi'nde sürekli olarak yer alan 5 şirket | Aktiflerin kârlılık oranı, özkaynakların kârlılık oranı, satışların kârlılık oranı ve kullanılan sermaye kârlılık oranı | Borsa İstanbul Kurumsal Yönetim Endeksi tarafından hesaplanan ve şirketlere verilen kurumsal yönetim notları | Panel veri analizi | Özkaynakların kârlılık oranınının kurumsal yönetim notu üzerinde pozitif ve anlamlı, sermaye kârlılık oranının ise kurumsal yönetim notu üzerinde negatif ve anlamlı bir etkiye sahip olduğu tespit edilmiştir. aktiflerin kârlılık oranı ve satışların kârlılık oranı ile kurumsal yönetim notu arasında negatif bir ilişki tespit edilmiş bu ilişkinin istatistiksel olarak anlamlı olmadığı vurgulanmıştır. |
| Yıldırım vd. (2018) | Türkiye | Borsa İstanbul Kurumsal Yönetim Endeksi'nde işlem gören, 5 adet gıda ve içecek şirketinin 2013-2016 dönemi | Borsa İstanbul Kurumsal Yönetim Endeksi tarafından hesaplanan ve şirketlere verilen kurumsal yönetim notları | Cari oran, asit test oranı, alacak devir hızı, kaldıraç oranı, net kâr marjı, aktiflerin kârlılığı, özkaynak kârlılığı, piyasa değeri defter değeri oranı ve fiyat kazanç oranı | Entropi Ağırlıklandırmalı TOPSIS yöntemi | Kurumsal yönetim notları ile finansal performansları arasında anlamlı ve sürekli bir ilişki olmadığı tespit edilmiştir. |
| Moradi ve Velashani (2017) | İran | Tahran Borsasında 2004- 2012 yılları arasında | Yönetim kurulu bağımsızlığı ve mülkiyet yoğunlaşması | Özkaynak kârlılığı ve aktif kârlılığı | Panel veri analizi | Yönetim kurulu bağımsızlığı ve mülkiyet yoğunlaşması |

| | | | | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|
| | | işlem gören firmalar | | | | ile finansal performans arasında pozitif yönlü anlamlı bir İlişki tespit edilmiştir. |
| Tükenmez vd. (2017) | Türkiye | Borsa İstanbul Kurumsal Yönetim Endeksi'nde 2009-2014 yılları arasında aralıksız olarak yer alan mali sektör alanındaki firmalar hariç toplam 15 firma | SPK Kurumsal Yönetim İlkeleri'ne verilen puanlar (pay sahipleri, menfaat sahipleri, kamuyu aydınlatma ve şeffaflık, yönetim kurulu puanları) | Aktif kârlılık ve Tobin Q Oranları Kontrol değişkeni olarak da Aktif büyüklük finansal kaldıraç oranı ve firma yaşı kullanlmıştır | Panel veri analizi | Kamuyu aydınlatma ve şeffaflık puanları ile aktif karlılıkları arasında ters yönlü bir ilişki, pay sahipleri, menfaat sahipleri ve yönetim kurulu puanlarları ile aktif karlılık üzerinde anlamlı bir etki bulunamamıştır. Fakat pay sahipleri ve menfaat sahipleri ile Tobin Q değişkeni arasında pozitif ilişki mevcuttur. |
| Rizwan vd. (2016) | Pakistan | Pakistan Borsası'nda 2007-2014 yıllarında faaliyet gösteren 20 adet şirket | İçerideki pay sahiplerinin oranı, yönetim kurulundaki üyelerin sayısı, yönetim kurulundaki kadın üyelerin sayısı, yönetim kurulu üye çeşitliliği, yönetim kurulundaki bağımsız üyelerin sayısı, ücret ve denetim komitelerinin olup olmadığı ve dividant oranı | Aktif karlılığı, özkaynak karlılığı, piyasa değeri / defter değeri, Tobin Q oranı, satışların toplam varlıklara oranı ve maliyetin gelire oranı | Regresyon analizi | İçerideki pay sahiplerinin oranı, yönetim kurulundaki üyelerin sayısı, yönetim kurulundaki kadın üyelerin sayısı, yönetim kurulundaki bağımsız üyelerin sayısı, denetim komitesinin varlığı ve dividant oranınn finansal |

| | | | | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|
| | | | | | | performans ile pozitif bir ilişki içerisinde olduğu tespit edilmiştir. Ayrıca yönetim kurulu ücret komitesinin varlığının ve yönetim kurulu üye çeşitliliğinin finansal performans üzerinde anlamlı bir etkisinin olmadığı vurgulanmıştır |
| Aytekin ve Sönmez (2016) | Türkiye | Borsa İstanbul'da 2010- 2014 yılları arasında ulaştırma sektöründe işlem gören 7 adet işletme | Yönetim kurulu üye sayısı, kurumsal yatırımcı payı, yabancı yatırımcı payı, halka açıklık oranı, nitelikli pay sahipliği oranı ve yönetim kurulunda yer alan bağımsız üye sayısı | Aktif karlılığı ve özkaynak karlılığı | Panel veri analizi | Yönetim kurulundaki üye sayısı arttıkça aktif karlılığa bir etkisinin olmadığı fakat özkaynak karlılığına pozitif yönde etki ettiği tespit edilmiştir. Yabancı yatırımcı payı ile aktif karlılık ve özkaynak karlılığı arasında pozitif ve anlamlı bir ilişki gözlemlenmiştir. Halka arz oranı |

| | | | | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|
| | | | | | | ile aktif karlılık arasında negatif ve anlamlı bir ilişkiye rastlanırken özkaynak karlılığına negatif yönde etki etmektedir. Yönetim kurulunda yer alan bağımsız üyelerin oranının aktif karlılık ve özkaynak karlılığına herhangi bir etkisinin olmadığı da vurgulanmıştır. |
| Dabor ve Isiavwe (2015) | Nijerya | Nijerya Borsası'nda işlem gören 248 adet şirket | Yönetim kurulu yapısı, büyüklüğü ve bağımsızlığı ile mülkiyet yapısı | Özkaynak karlılığı ve aktif karlılığı oranları | Panel veri analizi | Yönetim kurulu üye sayısı ile firma performansı arasında negatif bir ilişki tespit edilmiş olup, yönetim kurulu bağımsızlığı ve mülkiyet yapısı ile firma performansı arasında ise anlamsız bir ilişki gözlemlenmiştir. |
| Kara vd. (2015) | Türkiye | 2006-2012 döneminde Kurumsal Yönetim Endeksi'nde faaliyet gösteren 33 adet işletme | Kurumsal yönetim derecelendirme notları | Özkaynak kârlılığı oranı, net kâr marjı oranı, aktif kârlılığı, kaldıraç oranı, net kârlar ve | Panel veri analizi | Kurumsal yönetim derecelendirme notu ile TobinQ oranı ve kaldıraç oranı arasında anlamlı ve pozitif bir ilişki; özkaynak |

| | | | | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|
| | | | | Tobin Q oranları | | karlılığı, aktif karlılığı, satış karlılığı ve net kar ile kurumsal yönetim düzeyi arasında anlamlı bir ilişkinin olmadığı tespit edilmiştir |
| Vo ve Nguyen (2014) | Vietnam | Vietnam Borsası'nda 2008-2012 yılları arasında işlem gören 177 firma | CEO ikililiği, yönetim kurulu büyüklüğü, yönetim kurulu bağımsızlığı, CEO'nun yapısı, Yönetim kurulunun yapısı | Aktif Karlılığı, özkaynak karlılığı, altman z-score ve Tobin Q | Regresyon analizi ve en küçük kareler yöntemi | CEO ikiliği ve firma performansı arasında pozitif bir ilişki, yönetim kurulu bağımsızlığı ve firma performansı arasında negatif ilişki mevcutken, yönetim kurulunun büyüklüğü ile firma performansı arasında ise anlamlı bir ilişki bulunamamıştır. |
| Amba (2014) | Bahreyn | 2010-2012 yılları arasında Bahreyn Borsası'na kote 49 işletme | CEO ikiliği, denetim kurulu başkanı, icracı olmayan yöneticilerin oranı, yoğunlaşmış sahiplik yapısı, kurumsal yatırımcılar ve kaldıraç oranı | Aktif karlılığı | Çoklu regresyon analizi | CEO ikiliği, icracı olmayan yöneticilerin oranı ve yoğunlaşmış sahiplik yapısı ile aktif karlılık arasında negatif yönlü bir ilişki, denetim kurulu başkanı ve kurumsal yatırımcılar ile aktif karlılık arasında poizitif yönlü bir ilişki saptanmıştır. |
| Ege vd. (2013) | Türkiye | Borsa İstanbul Kurumsal Yönetim Endeksi'nde 2009-2011 yılları arasında işlem gören18 şirket | Kurumsal yönetim derecelendirme puanları | Stok devir hızı, aktif devir hızı, duran varlık devir hızı (yatırım karlılığı), hazır değerler devir hızı, aktif karlılığı, özkaynak | TOPSIS çok kriterli karar verme yöntemi | Şirketlerin finansal performaslarının kurumsal yönetim notları ile pozitif yönde hareket etmediği tespit edilmiştir. |

| | | | | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|
| | | | | karlılığı, hisse başına kazanç ve fiyat/kazanç oranları | | |
| Ficici ve Aybar (2012) | Asya ve Latin Amerika ülkeleri | Gelişmekte olan ve çoğunluğu Asya ve Latin Amerika ülkelerinde faaliyet gösteren 54 adet şirket | Standard and Poor'un verdiği kurumsal yönetim derecelendirme puanları | Tobin Q oranı | OLS regresyon metodu | Şirketlere verilen kurumsal yönetim derecelendirme notları ile bu şirketlerin piyasa değerleri arasında pozitif bir ilişki tespit edildiği vurgulanmıştır. |
| Al-Haddad vd. (2011) | Ürdün | 2000-2007 yılları arasında Amman Borsası sanayi sektöründe faaliyet gösteren Ürdün'lü 44 adet firma | Aktif karlılığı, hisse başına düşen kar, firma büyüklüğü, likidite ve kar dağıtım oranları, iş riski ve kaldıraç oranı | Piyasa değeri, fiyat/kazanç oranı ve piyasa değeri/defter değeri oranları | Regresyon analizi | Kurumsal yönetim ile kurumsal performans arasında olumlu bir ilişki tespit edilmiştir. |
| Ersoy vd. (2011) | Türkiye | 1998-2007 yılları arasında aralıksız olarak İMKB 100 Endeksi'nde yer alan 51 adet firma | CEO ikiliği, yönetim kurulunun büyüklüğü, sahiplik yoğunluğu, yönetici sahipliği, yabancı sahipliği ve denetim komitesinin varlığı | Tobin Q oranı ve anormal getiriler | Panel lojistik regresyon analizi | CEO ikiliğinin olmaması durumunda Tobin Q değerininin arttığı vurgulanmış fakat CEO ikiliğinin anormal getiriler üzerinde bir anlamlılığının olmadığı tespit edilmiştir. Ayrıca yönetim kurulu üye sayısı büyüklüğünün Tobin Q değerini |

| | | | | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|
| | | | | | | arttırdığı, sahiplik yapısındaki yoğunlaşmanın ise firma performansını olumlu yönde arttıracağı vurgulanmıştır. |
| Renders vd. (2010) | Avrupa ülkeleri | FTS Eurofirst 300 olarak adlandırılan ve Avrupa'nn en büyük 300 şirketinin yer aldığı endekste işlem gören firmalar | Deminor Rating tarafından verilen kurumsal yönetim derecelendirme puanları | Tobin Q oranı, piyasa değerinin satışlara oranı, piyasa değerinin defter değerine oranı, aktif karlılığı ve özkaynak karlılığı | Panel veri analizi | Kurumsal yönetim dereceleri ile finansal performans arasında olumlu bir ilişki tespit edilmiştir. |
| Ghazali (2010) | Malezya | 2001 yılında Malezya Borsası'nda işlem gören 87 adet şirket | Yönetim kurulu üye sayısı ve yönetim kurulu bağımsız üye sayısının oranı | Tobin Q oranı | Regresyon analizi | Araştırmada kurumsal yönetim değişkenlernden hiçbirinin finansal performans üzerinde etkisi olmadığı ve finansal performansı açıklamada istatistiki açıdan önemli olmadığı sonucuna varılmıştır. |
| Guest (2009) | İngiltere | 1981-2002 yılları arasında İngiltere'de faaliyet gösteren büyük ölçekli 2.476 adet işletme | Yönetim kurulu büyüklüğü | Öz sermeye karlılığı ve Tobin Q oranı | Panel veri analizi ve Regresyon analizi | Yönetim kurulu üye sayısı ile ölçülen kurul büyüklüğünün öz sermeye karlılığı ve Tobin Q oranı gibi performans ölçüleri üzerinde güçlü ve negatif etkisi olduğu vurgulanmştır. |

| | | | | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|
| Yıldırım ve Demireli (2009) | Türkiye | 2006 yılında İMKB Ulusal 100 endeksinde işlem gören imalat sanayi sektörü'nde faaliyet gösteren toplam 44 şirket | En büyük hissedarın pay oranı,<br><br>genel kurula hâkimiyet oranı | Aktif Karlılığı, Satışların Karlılığı, Özkaynak Karlılığı ve Tobin Q oranları (Kontrol değişkeni olarak da Satışların Büyüklüğü ve Kaldıraç Oranı kullanılmıştır) | Korelasyon ve Regresyon analizleri | En büyük hissedarın şirket üzerindeki mülkiyeti ve kontrol gücü artıkça aktiflerin karlılığı, satışlarının karlılığı ve özkaynaknin karlılığı azalmakta fakat Tobin Q oranı artmaktadır |

Tablo 3.1'de de görüldüğü üzere ülkeler, sektörler ve şirketlerin farklılaşması ile çok farklı sonuçlarla karşılaşıldığı görülmektedir. Bu noktadan hareketle çalışmanın uygulama kısmında firmaların finansal performansı ile kurumsal yönetim arasındaki ilişki Borsa İstanbul Kurumsal Yönetim Endeksi'nde faaliyet gösteren şirketler açısından ortaya konacaktır.

### 3.2. Araştırmanın Amacı

Özellikle son yıllarda Enron vb. şirket skandallarıyla birlikte dünyada kurumsal yönetim anlayışının önemi daha da artmıştır. Bu gelişme son yıllarda araştırmacıların dikkatini çekerek kurumsal yönetim kavramını araştırmaların odak noktası haline getirmiştir. Kurumsal yönetimle ilgili çalışmalar incelendiğinde kurumsal yönetim uygulamalarının şirketlerin finansal performansına etkisi en çok üzerinde durulan konuların başında geldiği görülmektedir.

Kurumsal yönetim uygulamalarının ilk bakışta şirketlerin finansal performansını pozitif yönde etkilediği dolayısıyla kurumsal yönetim ve finansal performans arasında yalın ve açık bir ilişki olduğu düşünülmektedir. Çünkü daha iyi kurumsal yönetim uygulamaları ile daha iyi şirket performansı ve daha yüksek şirket değerine sahip olabileceği varsayılmaktadır. Fakat çalışmanın bu bölümünde yer alan literatür çalışması kısmında yapılan incelemelerde de görüldüğü üzere yapılan bazı çalışmalarda finansal performans ile kurumsal yönetim derecesi arasında negatif ilişki tespit edilmiş, bazı çalışmalarda ise firma performansının kurumsal yönetim derecesi ile arasında ilişkili

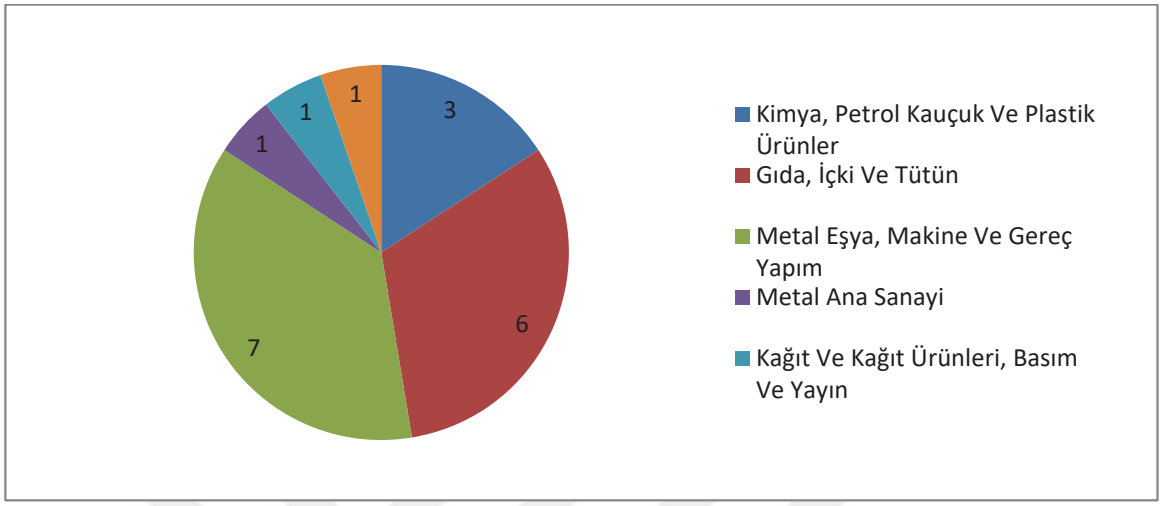
bulunamamıştır (Shleifer ve Vishny, 1997: 759; Tükenmez vd., 2017: 3; Yıldırım vd., 2018: 132).

Araştırmalarda ortaya çıkan bu farklı görüşler, çalışmanın temel çıkış noktasını oluşturmuştur. Bu bağlamda çalışmanın temel amacı firmaların finansal performansı ile kurumsal yönetim arasındaki ilişkiyi Borsa İstanbul Kurumsal Yönetim Endeksi'nde faaliyet gösteren şirketler açısından irdelemek ve Borsa İstanbul Kurumsal Yönetim Endeksi'nde işlem gören şirketlerin derecelendirme kuruluşları tarafından açıklanan kurumsal yönetim derecelendirme notlarının şirketlerin finansal performansları üzerindeki etkisini ortaya koymaktır.

### 3.3. Araştırmanın Kapsamı

Çalışmanın ilk bölümünde de belirtildiği üzere Borsa İstanbul Kurumsal Yönetim Endeksi'nde 31.12.2019 tarihi itibariyle 50 şirket bulunmaktadır. En çok işletmenin yer aldığı sektör 22 adet şirket ile mali kuruluşlar sektörü olmuştur. Bankalar, sigorta şirketleri, holdingler, finansal kiralama şirketleri gibi kuruluşların farklı finansal raporlama sistemlerinin olması, BDDK'ya tabi olmaları gibi birçok faktör sebebiyle mali kuruluş sektöründe faaliyet gösteren işletmeler çalışmanın dışında tutulmuştur. Bunun yerine ülkenin ekonomik ve sosyal durumunu daha iyi yansıtması, şirket faaliyetlerinin daha birbirine benzer konumda olması, ekonomik durgunluklardan daha az zarar görmesi ve bunlara bağlı olarak araştırmada daha geçerli ve tutarlı sonuçlara ulaşılabileceği düşünülerek mali kuruluş sektöründen sonra 19 işletme ile en fazla işletmenin yer aldığı sektör olan imalat sektöründe faaliyet gösteren işletmelerin araştırmaya dahil edilmesine karar verilmiştir. 31.12.2019 tarihi itibariyle Borsa İstanbul Kurumsal Yönetim Endeksi'nde faaliyet gösteren 19 adet şirketin alt sektörlere göre dağılımı Şekil 3.1'deki gibidir.

**Şekil 3.1.** 31.12.2019 Tarihi İtibariyle Borsa İstanbul Kurumsal Yönetim Endeksi'nde Yer Alan ve İmalat Sektöründe Faaliyet Gösteren Şirketlerin Alt Sektörlere Göre Dağılımları




***Kaynak:*** *(www.tkyd.org.tr'den derlenmiştir).*

Şekil 3.1'de de görüleceği üzere endekste yer alan ve imalat sektöründe faaliyet gösteren 19 şirketin 7 tanesi metal eşya, makine ve gereç yapım, 6 tanesi gıda, içki ve tütün, 3 tanesi kimya, petrol kauçuk ve plastik ürünler, 1 tanesi taş ve toprağa dayalı, 1 tanesi metal ana sanayi ve 1 tanesi de kağıt ve kağıt ürünleri, basım ve yayın alt sektörlerinde faaliyet göstermektedirler.

Bu çalışmada uygulanacak olan panel veri analizi yönteminin daha etkin sonuç vermesi adına işletme sayısının ve periyodunun maksimize edilebildiği 2013-2017 yılları arasındaki 5 yıllık dönem ele alınmıştır. Bu bakımdan imalat sektöründe bulunmasına karşın 2019 yılında endekse dahil olan Batıçim Batı Anadolu Çimento Sanayii A.Ş., 2017 yılında endekse dahil olan Tat Gıda Sanayi A.Ş., 2015 yılında endekste işlem görmeye başlayan Ereğli Demir ve Çelik Fabrikaları T.A.Ş. ve 2014 yılında endekse dahil olan Aksa Akrilik Kimya Sanayii A.Ş. çalışmanın dışında tutulmuştur. Tüm bunlar göz önüne alındığında bu çalışma 31.12.2019 tarihi itibariyle Borsa İstanbul Kurumsal Yönetim Endeksi'nde de bulunan ve 2013-2017 yılları arasındaki 5 yıllık dönemde aralıksız olarak endekste yer alıp imalat sanayi sektöründe faaliyet gösteren 15 şirketi kapsamaktadır.

### 3.4. Araştırmanın Değişkenleri ve Modeli

Bu çalışmada yer alan bağımsız değişkenler belirlenirken Türkiye'de kurumsal yönetimin gelişmesi adına yasal düzenlemeler yapan, kurumsal yönetim uygulamalarının

benimsemesi adına çalışmalar yürüten kurum olan SPK'nın belirlediği ilkelerden yola çıkılmıştır. SPK'nın sürekli olarak revize ettiği ve en son 2014 yılında yayımlanan tebliğ ile son halini alan ilkeler olan Kurumsal Yönetim İlkeleri; "Pay Sahipleri", "Kamuoyunu Aydınlatma ve Şeffaflık", "Menfaat Sahipleri" ve "Yönetim Kurulu" olmak üzere dört ana başlıktan oluşmaktadır (http://www.spk.gov.tr/Duyuru/Goster/20140103/3). Aynı zamanda SPK tarafından derecelendirme yetkisi almış olan firmaların yaptığı Kurumsal Yönetim Derecelendirmesi için Kurumsal Yönetim İlkeleri'nden oluşan bu dört ana başlık esas alınmakta ve bu ilkelere uyuma göre puanlamalar yapılmaktadır. Tüm bu gelişmeler çalışmada kullanılacak olan bağımsız değişkenler olarak; SPK'nın belirlediği Kurumsal Yönetim İlkeleri olan "Pay Sahipleri", "Kamuoyunu Aydınlatma ve Şeffaflık", "Menfaat Sahipleri" ve "Yönetim Kurulu'nun seçilmesinin dayanağını oluşturmuştur. Bunlara ek olarak firmaların aldıkları toplam kurumsal yönetim notu da bağımsız değişkenlere eklenmiştir.

Çalışmada yer alan bağımlı değişkenler belirlenirken ise literatürde en çok kullanılan finansal performans ölçüm araçlarından yararlanılmıştır. Yapılan araştırma sonucunda çalışmalarda en çok kullanılan muhasebe esaslı finansal performans ölçütleri olan özkaynak karlılığı, varlık (aktif) karlılığı ve piyasa temelli oranlardan olan Tobin Q ve Piyasa Değeri/Defter Değeri oranları çalışmanın bağımlı değişkenleri olarak belirlenmiştir.

Dolayısıyla çalışmanın bağımlı değişkenleri ve hesaplama yöntemleri ikinci bölümde daha da detaylı açıklandığı üzere aşağıdaki gibi olmuştur:

***- Özkaynak karlılığı:*** Bu oran öz sermayenin verimli bir biçimde kullanılıp kullanılmadığını ifade etmektedir.

***- Aktif Karlılığı:*** *Bu oran* işletme yönetiminin aktiflerini kar elde etmek için değerlendirip değerlendiremediğini göstermek amacıyla kullanılmaktadır.

***- Tobin Q oranı:*** İşletmelerin kaynaklarını etkin biçimde kullanımının ve işletme yönetiminin etkinliğinin göstergesi olarak görülen bu oran işletme yönetiminin alacağı yeni yatırım kararlarında, satın alma veya birleşme gibi kritik kararları alma sırasında firma değerini ölçebilmek adına önemli bir gösterge olarak kullanılmaktadır.

***- Piyasa Değeri/Defter Değeri:*** Şirketin piyasadaki değeri ile defter değerini karşılaştırmaya yarayan bu oran hisse senedinin olması gereken değerinin ortaya konması amacıyla hesaplanmaktadır.

Bunlara ek olarak yine çalışmada yer alan kontol değişkenleri belirlenirken, kurumsal yönetim ve finansal performansı arasındaki ilişkiyi ortaya koymayı amaçlayan çalışmalar incelenmiş ve kontrol değişkeni olarak farklı değişkenlerin kullanıldığı tespit edilmiştir. Örneğin, Çakır ve Küçükkaplan (2012) aktif devir hızı ve kaldıraç oranını; Deloof (2003) firma büyüklüğü, satışların büyüklüğü ve kaldıraç oranını; Bayrakdaroğlu (2010) ile Yıldırım ve Demireli (2009) satışların büyüklüğü ve kaldıraç oranını; Acaravcı vd. (2015), Ersoy vd. (2011), Kim ve Yoon (2007), Kyereboah-Coleman ve Biekpe (2006) kaldıraç oranı ve firma büyüklüğünü; Peng (2004) ile Yazdanfar ve Öhmen (2014) firma büyüklüğü ve firma yaşını; Ünlü vd. (2011), Black vd. (2003) ile Drobetz vd.(2004) kaldıraç oranı, firma büyüklüğü ve firma yaşını; Keskin ve Gökalp (2016) cari oran, firma büyüklüğü ve kaldıraç oranını; Welch (2003) kaldıraç oranı, risklilik ve firma büyüklüğünü kontrol değişkeni olarak kullanmışlardır. Tüm bu araştırmalar göz önüne alındığında bu çalışmada bağımlı değişkeni etkilediği düşünülen ve literatürde en fazla kullanılan oranlardan olan finansal kaldıraç ve firma büyüklüğü, kontrol değişkenleri olarak analize dâhil edilmiştir.

Dolayısıyla çalışmanın kontrol değişkenleri ve bu değişkenlerin hesaplama yöntemleri aşağıdaki gibi olmuştur:

***- Firma Büyüklüğü:*** Varlıkların defter değerinin doğal logaritmasını temsil etmekte ve toplam aktiflerin logaritmasının alınması ile hesaplanmaktadır. Firma büyüklüğü arttıkça, iyi uygulanacak bir kurumsal yönetimin de yardımıyla finansal performansı arttıracağı öngörülmektedir.

***- Finansal Kaldıraç Oranı:*** Varlıkların ne kadarının yabancı kaynaklardan finanse edildiğini ortaya koymak amacıyla hesaplanmaktadır. Dolayısıyla finansal kaldıraç oranı firma adına finansal zorlukların yaşanabileceğini gösteren bir oran olup kabul edilenden yüksek çıkması durumunda işletmenin finansal performansını olumsuz yönde etkileyeceği öngörülmektedir.

**Tablo 3.2.** Bağımlı, Bağımsız ve Kontrol Değişkenleri Tablosu

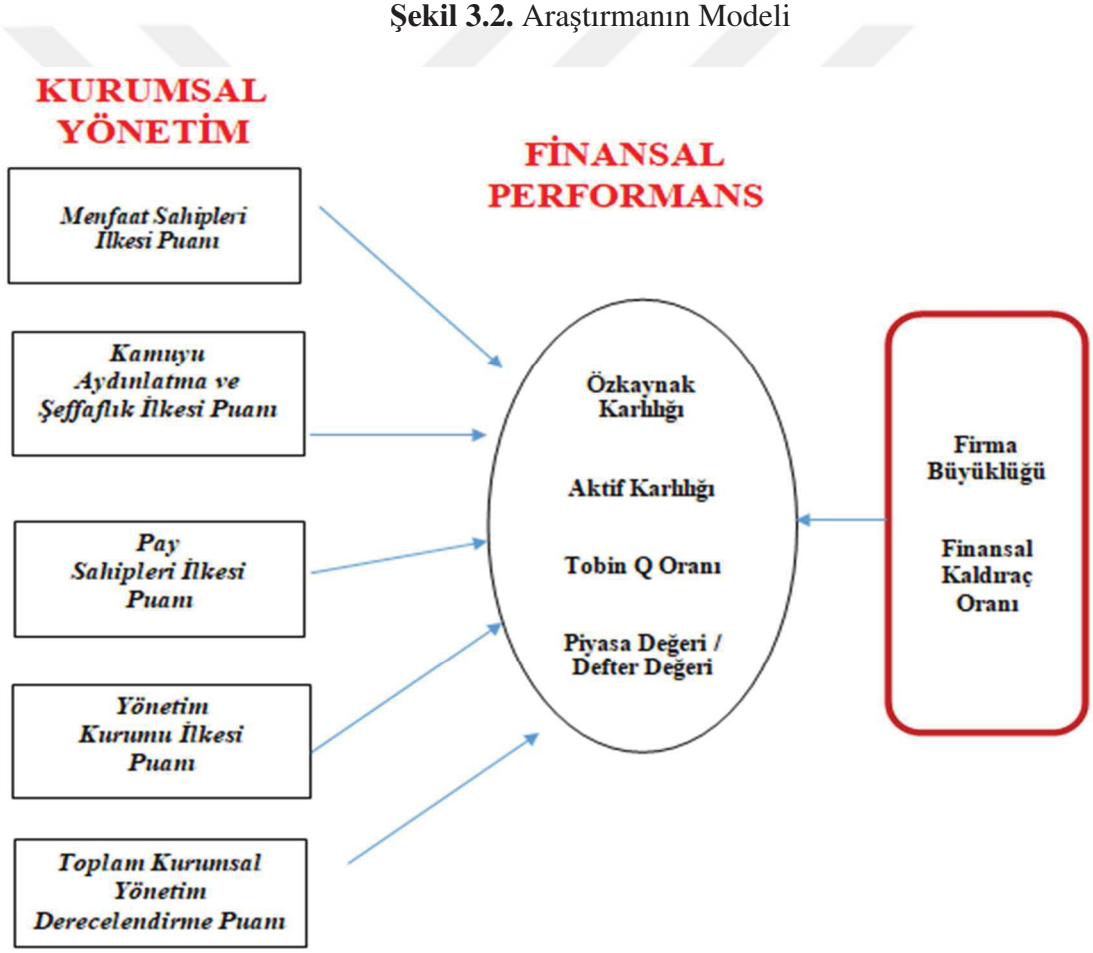
| **DEĞİŞKENLER** | | **HESAPLAMA BİÇİMİ** | **LİTERATÜRDE KULLANILMASI** |
|---|---|---|---|
| **BAĞIMLI DEĞİŞKENLER** | Özkaynak Karlılığı | Net Kar / Özkaynak | Kabakçı (2008), Yıldırım ve Demireli (2009), Aygün ve İç (2010), Khan vd. (2011), Türkmen ve Çağıl (2012), Velnampy (2013), Vo ve Nguyen (2014), Ahmed ve Hamdan (2015), Esendemirli ve Erdener Acar |

| | | | |
|---|---|---|---|
| | | | (2016), Tükenmez vd., (2017), Yıldırım vd. (2018) |
| | Aktif Karlılığı | Net Kar / Toplam Aktifler | Bülbül ve Köse (2009), Aygün vd. (2010), Hodgson vd. (2011), Ntim ve Soobaroyen (2012), Vo ve Phan (2013), Topaloğlu (2014), Shahzad vd. (2015), Aytekin ve Sönmez (2016), Aydın (2017), Yıldırım vd. (2018) |
| | Tobin Q oranı | (borcun yıl sonu defter değeri + firmanın yılsonu piyasa değeri) / aktiflerin yıl sonu defter değeri | Elitaş vd (2009), Yıldırım ve Demireli (2009), Trabelsi (2010), Yıldız ve Doğan (2012), Çoşkun ve Sayılır (2012), Krafft vd., (2103), Korent vd., (2014), Acaravcı vd. (2015), Kara vd. (2015), Moldasheva, 2015, Tükenmez vd. (2017), Kılıç ve Ayrıçay (2018) |
| | Piyasa Değeri/Defter Değeri oranı | Piyasa Değeri/Defter Değeri | Black vd. (2006), Larcker vd. (2007), Ertugrul ve Hegde (2009), Renders vd. (2010), Sheikh vd. (2013), Turan ve Bayyurt, (2013), Eccles vd. (2014), Erdoğan ve Demir (2015), Rizwan vd. (2016) |
| **BAĞIMSIZ DEĞİŞKENLER** | Pay Sahipleri İlkesi Puanı<br>Menfaat Sahipleri İlkesi Puanı<br>Kamuyu Aydınlatma ve Şeffaflık İlkesi Puanı<br>Yönetim Kurulu İlkesi Puanı<br>Toplam Kurumsal Yönetim Puanı | | Gomper (2003), Morey, (2003), Black vd.(2003), Sakarya (2011), Ficici ve Aybar (2012),Yenice ve Dölen (2013), Kara vd. (2015), Tükenmez vd. (2017) |
| **KONROL DEĞİŞKENLERİ** | Firma büyüklüğü | Log (Toplam Varlıklar) | Welch (2003), Black vd. (2003), Deloof (2003), Drobetz vd.(2004), Peng (2004), Kyereboah-Coleman ve Biekpe (2006), Kim ve Yoon (2007), Ünlü vd. (2011), Ersoy vd. (2011), Yazdanfar ve Öhmen (2014), Acaravcı vd. (2015), Keskin ve Gökalp (2016), Ege ve Topaloğlu (2017) |

| | | | |
|---|---|---|---|
| | Kaldıraç oranı | Toplam Borç / Toplam Aktifler | Black vd. (2003), Deloof (2003), Drobetz vd.(2004), Kyereboah-Coleman ve Biekpe (2006), Kim ve Yoon (2007), Yıldırım ve Demireli (2009), Bayrakdaroğlu (2010), Ersoy vd. (2011), Ünlü vd. (2011), Al-Haddad vd. (2011) Çakır ve Küçükkaplan (2012), Acaravcı vd. (2015), Keskin ve Gökalp (2016). |

Yukarıda yer alan bağımsız, kontrol ve bağımlı değişkenler aracılığıyla geliştirilen araştırma modeli ise Şekil 3.2'deki gibi oluşturulmuştur.

**Şekil 3.2.** Araştırmanın Modeli




### 3.5. Araştırmanın Veri Seti

Bu çalışma, kurumsal yönetim ve finansal performans arasındaki ilişkiyi analiz edebilmek amacıyla Borsa İstanbul Kurumsal Yönetim Endeksi'nde yer alıp imalat sanayi sektöründe faaliyet gösteren ve 2013-2017 yılları arasında aralıksız olarak işlem gören 15

şirket üzerinde gerçekleştirilmiştir. Söz konusu bu şirketler; Tablo 3.3'deki gibi sıralanmıştır.

**Tablo 3.3.** 2013-2017 Yılları Arasındaki 5 Yıllık Dönemde Aralıksız Olarak Borsa İstanbul Kurumsal Yönetim Endeksi'nde Yer Alan ve İmalat Sanayi Sektöründe Faaliyet Gösteren Şirketler

| SIRA NO | KOD | ŞİRKET UNVANI | SEKTÖR | ENDEKSTE YER ALDIĞI YILLAR |
|---|---|---|---|---|
| **1** | HURGZ | HÜRRİYET GAZETECİLİK VE MATBAACILIK A.Ş. | İmalat Sanayii / Kağıt ve Kağıt Ürünleri, Basım ve Yayın | 2007-2017 |
| **2** | AYGAZ | AYGAZ A.Ş. | İmalat Sanayii / Kimya, Petrol Kauçuk ve Plastik Ürünler | 2010-2017 |
| **3** | TUPRS | TÜPRAŞ-TÜRKİYE PETROL RAFİNERİLERİ A.Ş. | İmalat Sanayii / Kimya, Petrol Kauçuk ve Plastik Ürünler | 2007-2017 |
| **4** | AEFES | ANADOLU EFES BİRACILIK VE MALT SANAYİİ A.Ş. | İmalat Sanayii / Gıda, İçki ve Tütün | 2008-2017 |
| **5** | PETUN | PINAR ENTEGRE ET VE UN SANAYİİ A.Ş. | İmalat Sanayii / Gıda, İçki ve Tütün | 2012-2017 |
| **6** | PINSU | PINAR SU SANAYİ VE TİCARET A.Ş. | İmalat Sanayii / Gıda, İçki ve Tütün | 2013-2017 |
| **7** | PNSUT | PINAR SÜT MAMULLERİ SANAYİİ A.Ş. | İmalat Sanayii / Gıda, İçki ve Tütün | 2011-2017 |

| | | | | |
|---|---|---|---|---|
| **8** | CCOLA | COCA-COLA İÇECEK A.Ş | İmalat Sanayii / Gıda, İçki ve Tütün | 2009-2017 |
| **9** | IHEVA | İHLAS EV ALETLERİ İMALAT SANAYİ VE TİCARET A.Ş. | İmalat Sanayii / Metal Eşya, Makine ve Gereç Yapım | 2010-2017 |
| **10** | OTKAR | OTOKAR OTOMOTİV VE SAVUNMA SANAYİ A.Ş. | İmalat Sanayii / Metal Eşya, Makine ve Gereç Yapım | 2008-2017 |
| **11** | ARCLK | ARÇELİK A.Ş. | İmalat Sanayii / Metal Eşya, Makine ve Gereç Yapım | 2009-2017 |
| **12** | TOASO | TOFAŞ TÜRK OTOMOBİL FABRİKASI A.Ş. | İmalat Sanayii / Metal Eşya, Makine ve Gereç Yapım | 2007-2017 |
| **13** | PRKAB | TÜRK PRYSMİAN KABLO VE SİSTEMLERİ A.Ş. | İmalat Sanayii / Metal Eşya, Makine ve Gereç Yapım | 2009-2017 |
| **14** | TTRAK | TÜRK TRAKTÖR VE ZİRAAT MAKİNELERİ A.Ş. | İmalat Sanayii / Metal Eşya, Makine ve Gereç Yapım | 2007-2017 |
| **15** | VESTL | VESTEL ELEKTRONİK SANAYİ VE TİCARET A.Ş. | İmalat Sanayii / Metal Eşya, Makine ve Gereç Yapım | 2007-2017 |

**Kaynak:** (*www.tkyd.org.tr)*'den derlenmiştir.

Tablo 3.3'de sıralanan söz konusu bu 15 şirkete ait veriler, TKYD'ye ait internet sitesinden, Kamu Aydınlatma Platformu'ndan ve Borsa İstanbul Veri Merkezi'nden alınmış olup (2013:Q1-2017:Q4) dönemini kapsayan ve çeyrek dönemlik verilerden oluşan

bir veri seti oluşturulmuştur. 15 şirketin 20 dönemlik verileri kullanılarak 300 gözlem sayısına ulaşılan çalışmada finansal performansın göstergesi olarak Tobin Q, piyasa değeri / defter değeri, özkaynak karlılığı ve aktif karlılığı oranları kullanılmıştır. Çalışmada yer alan bağımlı ve kontol değişkenleri için şirketlere ait (2013:Q1-2017:Q4) dönemleri arasındaki finansal tablo verileri, Kamu Aydınlatma Platformu'ndan ve Borsa İstanbul Veri Merkezi'nden alınmış ve Finnet Mali Analiz programından (www.finnet2000.com) yararlanılarak veri setine dahil edilmiş olup çalışmanın en sonununda yer alan ekler bölümünde EK 1'in altında ayrıntılı olarak verilmiştir.

Çalışma kapsamında kullanılan bağımsız değişkenler ise sırasıyla SPK'nın belirlediği Kurumsal Yönetim İlkeleri olan "Pay Sahipleri", "Kamuoyunu Aydınlatma ve Şeffaflık", "Menfaat Sahipleri" ve "Yönetim Kurulu' ilkelerine verilen derecelendirme notları ile toplam kurumsal yönetim endeksi derecelendirme notudur. Yine çalışmada kullanılan bağımsız değişkenler, derecelendirme kuruluşları tarafından endekste bulunan şirketlere her yıl verilen notlardan oluşmaktadır. Yıl bazında verilen bu notlar, Eşit Adım Yöntemi kullanılarak (2013:Q1-2017:Q4)'den oluşan çeyrek dönemlik veriler haline dönüştürülerek veri setine dahil edilmiş olup ekler bölümünde EK 2 altında ayrıntılı olarak verilmiştir.

Eşit Adım Yöntemi, yıllık olarak verilen verilerin mevsimsel veya aylık verilere dönüştürülmesi için kullanılan bir yöntem olarak bilinmektedir. Bu yöntemde ilk adım olarak ard arda gelen iki dönem arasındaki fark ($\Delta$) bulunmakta, ardından bu fark dönem sayısına bölünüp ($\Delta'$) ve birinci dönem aynen kalmaktadır. En son aşamada ise sonraki dönemlere $\Delta'$ eklenmekte veya çıkarılmaktadır (Yıldız, 2012: 29, http://kisi.deu.edu.tr).

Veri setinin oluşturulması sırasında bağımsız değişkenlere ait 2013-2017 yılların ait derecelendirme notlarının (2013:Q1-2017:Q4) çeyrek dönemlik verilere haline dönüştürülmesi sırasında kullanılan eşit adım yönteminin çalışmada nasıl uygulandığı aşağıda detaylı biçimde açıklanmıştır.

***ÖRNEK:*** **Aşama 1:** Hürriyet Gazetecilik Ve Matbaacılık A.Ş.'nin 2013 ve 2014 yıllarındaki kurumsal yönetim derecelendirme notları şu şekilde bulunmuştur:

| **ŞİRKET UNVANI** | **Hürriyet Gazetecilik Ve Matbaacılık A.Ş. (HURGZ)** | | | | |
|---|---|---|---|---|---|
| **Yıllar** | **Pay Sahipleri (%25)** | **Kamuyu Aydınlatma Ve Şeffaflık (%25)** | **Menfaat Sahipleri (%15)** | **Yönetim Kurulu (%35)** | **Toplam Kurumsal Yönetim Notu** |
| **2013** | **9,16** | **9,39** | **9,10** | **8,58** | **9,09** |
| **2014** | **9,47** | **9,20** | **9,80** | **9,01** | **9,30** |

***ÖRNEK:*** **Aşama 2:** Hürriyet Gazetecilik Ve Matbaacılık A.Ş.'nin 2013 ve 2014 yıllarına ait yıllık notunun (2013:Q1-Q4) çeyrek dönemlik veriler haline dönüştürülmesi:

| **Dönemler** | **Pay Sahipleri** | **Kamuyu Aydınlatma Ve Şeffaflık** | **Menfaat Sahipleri** | **Yönetim Kurulu** | **Toplam Kurumsal Yönetim Notu** | **HESAPLAMA** |
|---|---|---|---|---|---|---|
| **2013 Q1** | **9,16** | 9,39 | 9,10 | 8,58 | 9,09 | $\Delta_1 = 9{,}47 - 9{,}16 = 0{,}31$<br>$\Delta_1' = 0{,}31 / 4 = 0{,}0775$ |
| **2013 Q2** | **9,2375** | 9,3425 | 9,275 | 8,6875 | 9,1425 | **P.SAHİPLERİ İÇİN**<br>**2013 Q2 = 9,16+0,0775** |
| **2013 Q3** | **9,315** | 9,295 | 9,45 | 8,795 | 9,195 | **P.SAHİPLERİ İÇİN**<br>**2013 Q3= 9,2375+0,0775** |
| **2013 Q4** | **9,3925** | 9,2475 | 9,625 | 8,9025 | 9,2475 | **P.SAHİPLERİ İÇİN**<br>**2013 Q4= 9,315+0,0775** |
| **2014 Q1** | **9,47** | **9,20** | **9,80** | **9,01** | **9,30** | |

### 3.6. Araştırmanın Yöntemi ve Bulgular

Kurumsal yönetim ve finansal performans arasındaki ilişkiyi analiz edebilmek amacıyla yürütülen bu çalışmada kullanılmış olan veri setinin hem yatay kesitlere hem de dikey kesitlere ait (zaman serisi) değerler içerdiği tespit edilmiş olup panel veri analizi yönteminin kullanılması uygun görülmüştür.

Ekonometrik analizlerde gerekli incelemelerin yapılabilmesi adına zaman serisi verisi, yatay kesit veri ve panel veri olmak üzere üç çeşit veriden yararlanıldığı görülmektedir. Bunlardan zaman serisi verisi: değişkenlerin gün, ay, mevsim, yıl gibi zaman birimlerine göre değişimini içeren verilere yer vermektedir. Bir diğer olan yatay kesit veri, zamanın belli bir noktasında, birey, hane halkı, firma, sektör, ülke gibi farklı birimlerden toplanan verileri işlemektedir. Panel veri ise bireyler, ülkeler, firmalar, hane halkları gibi birimlere ait yatay kesit gözlemlerin, belli bir dönemde bir araya getirilmesi şeklinde ifade edilmekte ve panel veriyi oluşturan verilerin N sayıda birim ve her bir birime karşılık gelen T sayıda gözlemden oluştuğu görülmektedir. Hem yatay kesit verileri hem de zaman serisi verilerini birleştiren bir yöntem olarak bilinen panel veri analizinin başlıca avantajları ise şu şekilde sıralanmaktadır (Erataş vd, 2013: 23; Tatoğlu, 2016: 1-4; Taysı, 2020: 21)

- Daha fazla veri kullanma olanağı sağlamakta bu yolla da tahminlerdeki serbestlik derecesinin artmasına bağlı olarak daha etkin tahmin sonuçları elde edilmektedir.

- Yalnızca gözlenebilen etkilerin bağımlı değişken üzerindeki etkisini dikkate almamakta aynı zamanda gözlenemeyen veya ölçülemeyen etkilerin bağımlı değişken üzerindeki etkisini de incelemektedir.

- Değişkenler arasındaki çoklu bağlantı sorununa daha az rastlanmakta ve bu yolla daha güvenilir model sonuçları elde edilmektedir.

- Zaman serisi ve yatay kesit analizlerinde heterojenlik kontrol edilemediği için sonuçların sapmalı olma riskine karşılık panel veri analizinde ise bireysel heterojenlik kontrol edilebilmektedir.

Tüm bunlara ek olarak panel verilerin dengeli ve dengesiz panel veri olmak üzere iki kısımda irdelendiği görülmektedir. Her bir birimin tüm zamanlar boyunca gözlemlenmesi söz konusuysa “dengeli panel”, birimlerin bazı zamanlarında kayıplar mevcutsa “dengesiz panel” durumu söz konusudur (Uluyol ve Türk, 2003: 373). Bu

çalışmada her bir birim için 5 yıllık eşit zaman serileri yer aldığı için dengeli panel veri mevcuttur.

Bu doğrultuda hazırlanan çalışmanın yöntem kısmında ilk olarak Breusch Pagan (1980)'a ait LM Testi kullanılarak paneli oluşturan seriler arasında yatay kesit bağımlılığının olup olmadığı analiz edilmiştir. İkinci aşamada, yatay kesit bağımlılığı varsayımı altında serilerin durağanlığı, yatay kesit bağımlılığını ve serilerdeki yapısal kırılmaları dikkate alan birim kök sürecinin test edildiği ikinci nesil panel birim kök testlerinden Peseran'nın (2007) CADF testi uygulanmıştır. Son olarak ise seriler arasında herhangi bir eşbütünleşme ilişkisinin olup olmadığının tespitinin yapılabilmesi adına Westerlund (2007) tarafından geliştirilen panel eşbütünleşme testi uygulanmıştır.

### 3.6.1. Yatay Kesit Bağımlılığının Test Edilmesi

Panel veri analizinin uygulandığı çalışmalarda paneli meydana getiren yatay kesit birimlerinin birbirinden bağımsız olup olmadığının bilinmesi gerekmektedir. Bu amaçla yatay kesit bağımlılığı dikkate alınmadan yapılacak olan analizlerin tutarsız sonuçlar vereceği tesit edilmiş olup analize başlamadan önce serilerde yatay kesitler arasında bağımlılık olup olmadığının test edilmesi büyük önem arz etmektedir. Yatay kesit bağımlılığı, yatay kesit birimlerin birbirleriyle bağıntılı olup olmadığını, seriye gelen şoklardan birimlerin aynı ölçüde etkilenip etkilenmediklerini incelemektedir (Mercan vd., 2015: 127; Koçbulut ve Barış, 2016: 28-29).

Seriler arasında yatay kesit bağımlılığının test edilmesi sırasında ilk önce panel verinin zaman boyutu (T) ve birim boyutu (yatay kesit= N) karşılaştırılmalıdır. İşte bu noktada zaman ve kesit boyutunun farklı varyasyonlarının ortaya konduğu üç farklı *LM* test istatistiği hesaplanmaktadır. Uygulanabilecek olan ilk testte *N*'nin sabit olduğu ve $T \to \infty$ olduğu durum irdelenmekte bir diğer deyişle zaman boyutunun yatay kesit boyutundan büyük olması durumu (T>N) incelenmektedir. Ortaya çıkacak bu tarz durumların incelenmesi adına Breusch ve Pagan (1980) *LM* testinin panel uygulaması olan $CDLM_1$ testi kullanılmalıdır.

Uygulanabilecek olan bir diğer test istatistiğinde ise aynı anda hem $N \to \infty$ hem de $T \to \infty$ olduğu durum ele alınmakta bir diğer deyişle zaman boyutunun yatay kesit boyutuyla eşit olması durumu (T=N) incelenmektedir Ortaya çıkacak bu tarz durumların incelenmesi adına Pesaran (2004) tarafından geliştirilen $CDLM_2$ test istatistiği ile normal

dağılıma sahip ve kesitler arasında ilişki yoktur boş hipotezi sınanmaktadır. İkinci test istatistiği olan $CDLM_2$ test istatistiği Eşitlik 3.1'.deki gibi hesaplanmaktadır.

$$CDLM_2 = \sqrt{\frac{1}{N(N-1)}} \sum_{i=1}^{N-1} \sum_{j=i+1}^{N} (T\hat{\rho}_{i,j}^2 - 1) \overset{asy}{\sim} N(0,1) \tag{3.1.}$$

Üçüncü ve son test istatistiğinde ise N>T olduğu durum ele alınmaktadır. Ortaya çıkacak bu tarz durumların incelenmesi adına yine Pesaran (2004)'ın yürütmüş olduğu çalışma ile CD test istatistiği hesaplanmaktadır. CD test istatistiği ile normal dağılıma sahip ve kesitler arasında eşbütünleşme yoktur boş hipotezi sınanmakta ve bu test Eşitlik 3.2.'deki gibi hesaplanmaktadır (Bozkurt, 2012).

$$CD = \sqrt{\frac{2T}{N(N-1)}} \left( \sum_{i=1}^{N-1} \sum_{j=i+1}^{N} \hat{\rho}_{i,j} \right) \overset{asy}{\sim} N(0,1) \tag{3.2.}$$

Tüm bu durumlar göz önüne alındığında çalışmanın 15 şirket (N=15) ve 5 yıl*4 çeyrek=20 dönemden (T=20) oluştuğu görülmüş ve paneli oluşturan yatay kesitler arasında bir bağımlılık olup olmadığını ortaya koymak için çalışmada Berusch-Pagan (1980) LM ($CDLM_1$) testinin kullanılması gerektiği görülmüştür. Bu test için kesitler arasında ilişki yoktur boş hipotezi ortaya konmakta ve bunun sınanması adına Eşitlik 3.3'deki gibi $CDLM_1$ test istatistiği hesaplanmaktadır (Mercan vd., 2015: 127; Bozkurt, 2018: 509-512).

$$CDLM_1 = T \sum_{i=1}^{N-1} \sum_{j=i+1}^{N} \hat{\rho}_{i,j}^2 \sim X^2_{N(N-1)/2} \tag{3.3.}$$

$CDLM_1$ hesaplanmasında kullanılan yukarıdaki (3.3) numaralı denklemde yer alan $\hat{\rho}_{i,j}$ ifadesi tüm kesitlere ait denklemlerin en küçük kareler tahmini ile elde edilen artıklar arasındaki yatay kesit korelasyonlarının tahminlerini sınamakta ayrıca $CDLM_1$ testi ile Eşitlik 4.4'deki gibi hesaplanan $\hat{\rho}_{i,j}$ 'ler arasında korelasyon olmadığı boş hipotezi test edilmektedir (Bozkurt, 2018).

$$\hat{\rho}_{i,j} = \hat{\rho}_{j,i} = \frac{\sum_{t=1}^{T} \hat{u}_{i,t}\hat{u}_{j,t}}{\sqrt{\sum_{t=1}^{T} \hat{u}_{i,t}^{2}} \sqrt{\sum_{t=1}^{T} \hat{u}_{j,t}^{2}}} \quad (3.4.)$$

$CDLM_1$ Testinin sıfır hipotezi, Ho: = yatay kesit bağımlılığı yoktur biçimindedir ve hipotez testi sonucunda elde edilecek olasılık değeri 0.05'ten küçük olduğunda, %5 anlamlılık düzeyinde, Ho hipotezi reddedilmekte ve paneli oluşturan birimler arasında yatay kesit bağımlılığı olduğuna karar verilmektedir (Bozkurt, 2018; Mercan vd. 2015: 127).

Çalışmanın bu kısmında öncelikle her bir seri grubu için yatay kesit bağımlılığı sınaması yapılmış ve sonuçlar Tablo 3.4'te verilmiştir.

**Tablo 3.4.** Breusch Pagan (1980) LM Testi'ne Ait Yatay Kesit Bağımlılığı Test Sonuçları

| Değişkenler | Breusch Pagan LM Test İstatistiği | Olasılık Değeri |
|---|---|---|
| **Tobin Q** | 1975.50 | 0.000 |
| **Piyasa değeri/Defter Değeri** | 2080.78 | 0.000 |
| **Özkaynak Karlılığı** | 772.68 | 0.000 |
| **Aktif Karlılığı** | 606.82 | 0.000 |
| **Pay Sahipleri** | 2453.22 | 0.000 |
| **Kamuyu Aydınlatma ve Şeffaflık** | 2213.75 | 0.000 |
| **Menfaat Sahipleri** | 2348.66 | 0.000 |
| **Yönetim Kurulu** | 244.40 | 0.000 |
| **Toplam Puan** | 2648.62 | 0.000 |
| **Firma Büyüklüğü** | 2804.11 | 0.000 |
| **Finansal Kaldıraç Oranı** | 2579.99 | 0.000 |

Tablo 3.4'deki sonuçlara göre elde edilen olasılık değerlerinin 0.05'ten küçük olduğu görülmüş, Ho: = yatay kesit bağımlılığı yoktur hipotezinin reddedildiği sonucuna varılmış ve seriler arasında yatay kesit bağımlılığı olduğu tespit edilmiştir. Bu bakımdan çalışmada kullanılan Tobin Q, piyasa değeri/defter değeri, özkaynak karlılığı, aktif karlılığı, pay sahipleri, kamuyu aydınlatma ve şeffaflık, menfaat sahipleri, yönetim kurulu, toplam puan, firma büyüklüğü ve finansal kaldıraç oranı değişkenleri için paneli oluşturan şirketler arasında yatay kesit bağımlılığı tespit edilmiştir. Buna göre çalışmada yatay kesit bağımlılığını dikkate alan panel birim kök testleri ile yatay kesit bağımlılığını dikkate alan panel eşbütünleşme analizi yöntemi kullanılmasına karar verilmiştir.

### 3.6.2. Panel Birim Kök Analizinin Uygulanması

Zaman serisi verilerinin birim kök içermesi halinde yürütülen çalışmalardan edinilen sonuçların bağımlı ve bağımsız değişkenler arasındaki ilişkiyi gerçek olarak yansıtmasını engelleyebileceği savunulmuştur. Dolayısıyla bu durum da kullanılacak olan regresyon modelinin sahte olması durumu ile sonuçlanabilmektedir (Granger ve Newbold, 1974: 119). Zaman serisi verilerinde olduğu gibi panel verilerde de serilerin durağan olup olmadıkları büyük önem teşkil etmektedir. Bu sebeple serilerin durağanlığı araştırılarak durağanlık durumuna göre hareket edilmelidir. Panel veri analizinde de serilerin durağanlığını test edebilmek adına değişkenlerin yatay kesit bağımlılığına sahip olup olmamasına göre farklı testler kullanılmaktadır. Panel birim kök testleri bu noktada; birinci ve ikinci nesil birim kök testleri olmak üzere ikiye ayrılmaktadır. Meydana gelen bir şoktan tüm birimlerin aynı oranda etkilendiği varsayımına dayanan ve yatay kesit bağımlılığın olmadığı serilerde kullanılan birinci nesil birim kök testleri, homojen modeller (Hadri (2000), Levin, Lin ve Chu (2002), Breitung (2005)) ve heterojen modeller (Maddala ve Wu (1999), Choi (2001) ve Im, Pesaran ve Shin (2003)) olmak üzere ikiye ayrılmaktadır (Mercan vd. 2015: 128; Hüseyni ve Doru, 2017: 742).

Birinci nesil birim kök testlerinin eksikliğini gidermek amacıyla, yatay kesit birimleri arasındaki yatay kesit bağımlılığını dikkate alan ikinci nesil birim kök testleri geliştirilmiş olup bu testlerin en önemlileri MADF (Taylor ve Sarno, 1998), SURADF (Breuer, Mcknown ve Wallace, 2002), PANKPSS (Carrion-i-Silvestre vd. 2005) ve CADF (Pesaran, 2007)'tir (Mercan vd. 2015: 128).

CADF (Cross-Sectionally Augmented Dickey-Fuller) testi, Pesaran (2007) tarafından geliştirilip, bireysel serilerin birinci farkları ve gecikme düzeylerinin yatay kesit ortalamaları ile ADF(Augmented Dickey-Fuller) regresyonunun genişletilmiş şekli olarak görülen ikinci nesil birim kök testlerindendir. Bu testte hem CADF istatistiği vasıtasıyla her bir yatay kesite ait bireysel sonuçlar elde edilirken hem de kesit ortalamalarının alınması yoluyla genişletilen CIPS (Cross sectionally IPS) istatistiği ile panelin geneline ilişkin sonuçlar elde edilmektedir. CADF testi, yatay kesit (N) ve zaman (T) boyutunun nispeten küçük olduğu durumlarda bile oldukça tutarlı sonuçlar verebilmekte ve buna ek olarak hem $T > N$ hem de $N > T$ olduğu durumlarda kullanılabilmektedir (Pesaran, 2007: 266-267; Koçbulut ve Altıntaş, 2016: 154).

Pesaran (2007) tarafından geliştirilen CADF testi (3.5) numaralı denklemde gösterilmektedir:

$$\Delta Y_{i,t} = \alpha_i + \beta_i Y_{i,t-1} + \delta_{i,t} + \sum_{j=1}^{p_j} \phi_{i,j} \Delta Y_{i,t-j} + u_{i,t} \qquad (3.5.)$$

$$u_{i,t} = \lambda_i f_t + \varepsilon_{i,t} \; ; \; t = 1,2,..... \; ...., \; T \quad \text{ve} \quad i = 1,2,.....,N$$

Bu eşitlikte yer alan $\lambda_i$, her bir kesite ait bağımsız zaman etkisini tanımlamakta ve birtakım dışsal etkilerin varlığında her bir kesit için farklı etkiler görüleceğini ortaya koymaktadır. Yine $f_t$ ise her bir kesite ait ortak, gözlenemeyen zaman etkisini tanımlamakta ve bunun da durağan olduğu varsayılmaktadır. Bu denklemde yer alan $\varepsilon_{i,t}$ ise tüm kesitlere ait hata terimleri ifade eden ve kesitten kesite farklılık gösteren özdeş dağılmış bir değer olarak tanımlanmaktadır (Bozkurt, 2018).

Tüm serilerin durağanlığını hesaplayan ikinci kuşak birim kök testi olan CIPS testi için ise test istatistiği (3.6.) numaralı denklemdeki gibi gösterilmektedir:

$$CA\overline{D}F = CIPS = \frac{\sum_{i=1}^{N} CADF_i}{N} \qquad (3.6.)$$

Özetle CADF testinde, test istatistiği değerlerinin Pesaran'ın (2007) CADF kritik tablo değerleriyle karşılaştırılarak her yatay kesit için birim kök sürecinin varlığı test edilmektedir. Burada bahsi geçen tablo kritik değerleri T ve N'nin boyutuna göre (10 ile 200 aralığında herhangi bir değer için) %1, %5 ve %10 anlamlılık derecesine göre belirlenmektedir. Ele alınan serinin CADF test değeri, CADF kritik değerinden mutlak olarak büyükse sıfır hipotezi reddedilmekte (yani "Ho: Panel seri birim kök içermektedir") ve sadece ilgili yatay kesit için birim kök sürecinin var olmadığı, durağanlığın söz konusu olduğu yorumu yapılmaktadır. Tam tersi olacak şekilde ele alınan serinin CADF test değerinin, CADF kritik değerinden mutlak olarak küçük olması durumunda ise sıfır hipotezi kabul edilmekte (yani "Ho: Panel seri birim kök içermektedir") ve sadece ilgili yatay kesit için birim kök sürecinin var olduğu ve durağanlığın olmadığı yorumu yapılmaktadır. Tüm bunlar göz önüne alındığında her bir seri grubu için yatay kesit bağımlılığı tespit edildiğinden dolayı ikinci nesil birim kök testlerinden Peseran (2007)'a ait CADF Panel Birim Kök Testleri ile serilerin durağan olup olmadığı incelenmiş ve sonuçlar Tablo 3.5. verilmiştir.

**Tablo 3.5.** CADF Panel Birim Kök Testi Sonuçları

| | | **Z[t-bar]** | **Pesaran CADF kritik tablo değeri** | **Olasılık Değeri** |
|---|---|---|---|---|
| **Tobin Q** | Düzeyde | -0.474 | -2.470 | 0.318 |
| | Bir Farkta | -13.841 | | 0.000 |
| **Piyasa Değeri/Defter Değeri** | Düzeyde | -0.496 | -2.470 | 0.310 |
| | Bir Farkta | -14.988 | | 0.000 |
| **Özkaynak Karlılığı** | Düzeyde | 1.987 | -2.470 | 0.977 |
| | Bir Farkta | -12.265 | | 0.000 |
| **Aktif Karlılığı** | Düzeyde | 1.671 | -2.470 | 0.953 |
| | Bir Farkta | -11.997 | | 0.000 |
| **Pay Sahipleri** | Düzeyde | -0.333 | -2.470 | 0.369 |
| | Bir Farkta | -11.632 | | 0.000 |
| **Şeffaf** | Düzeyde | 0.992 | -2.470 | 0.839 |
| | Bir Farkta | --6.166 | | 0.000 |
| **Menfaat Sahipleri** | Düzeyde | -1.932 | -2.470 | 0.027 |
| | Bir Farkta | -7.208 | | 0.000 |
| **Yönetim Kurulu** | Düzeyde | -0.005 | -2.470 | 0.498 |
| | Bir Farkta | -10.134 | | 0.000 |

| | | | | |
|---|---|---|---|---|
| **Toplam Puan** | Düzeyde | 0.879 | -2.470 | 0.810 |
| | Bir Farkta | -2.568 | | 0.005 |
| **Firma Büyüklüğü** | Düzeyde | -3.680 | -2.470 | 0.000 |
| **Finansal Kaldıraç Oranı** | Düzeyde | -4.161 | -2.470 | 0.000 |

Tablo 3.5'de de görüldüğü üzere çalışmaya ait panel birim kok testi sonuçları incelendiğinde, firma büyüklüğü ve finansal kaldıraç oranı değişkenlerine ait hesaplanan CADF istatistiğinin CADF kritik değerlerinden mutlak olarak büyük olduğu görülmüş ve seri grubunun düzeyde durağan olduğu tespit edilmiştir. Buna karşın Tobin Q, piyasa değeri/defter değeri, özkaynak karlılığı, aktif karlılığı, pay sahipleri, kamuyu aydınlatma ve şeffaflık, menfaat sahipleri, yönetim kurulu ve toplam puan değişkenlerine ait hesaplanan CADF istatistiğinin CADF kritik değerlerinden mutlak olarak küçük olduğu görülmüş ve düzeyde durağan olamadığı sonucuna ulaşılmıştır. Bu noktada düzeyde durağan olmayan Tobin Q, piyasa değeri/defter değeri, özkaynak karlılığı, aktif karlılığı, pay sahipleri, kamuyu aydınlatma ve şeffaflık, menfaat sahipleri, yönetim kurulu ve toplam puan değişkenlerine ait her bir seri grubunun bir gecikmeli değerlerinin (yani birinci farkları alındıktan sonraki değerlerinin) %1 tablo kritik değerinden mutlak olarak büyük olduğu yani %1 önem düzeyinde durağan olduğu (serilerin bir gecikmeli olarak durağanlaştığı) belirlenmiştir. Sonuç olarak panel veri analizinde kullanılan firma büyüklüğü ve finansal kaldıraç oranı değişkenleri düzeyde durağan I(0), Tobin Q, piyasa değeri/defter değeri, özkaynak karlılığı, aktif karlılığı, pay sahipleri, kamuyu aydınlatma ve şeffaflık, menfaat sahipleri, yönetim kurulu ve toplam puan değişkenleri ise I(1) yani birinci sıra fark durağan olarak tespit edilmiştir. Serilerin durağan düzeylerinin, bundan sonraki aşamada kurumsal yönetimin finansal performansa olan etkisini analiz etmek maksadıyla daha rahat kullanılmasına imkan sağlayabileceği görülmektedir.

Yukarıda yorumlanan CADF test sonuçlarına ek olarak panel veri analizinin zaman serisi analizlerinden farklılaştığı bir diğer noktanın da panel birim kök testlerinin durağanlık derecesiyle ilgilenmediği de bu noktada belirtilmelidir. Panel veri analizinde farklı durağanlık derecelerine bakılmamakta dolayısıyla durağan olmayan serilerin bir farkı alınarak durağan hale getirilmektedir. Bu bakımdan serilerin farklı durağanlık derecelerine bakmayan panel veri analizinde serilerin entegrasyon derecelerinin farklı olmasının bir sorun teşkil etmeyeceği bilinmelidir.

### 3.6.3. Panel Eşbütünleşme Testinin Uygulanması

Düzeyde durağan olmayan fakat farkı(veya farkları) alınarak durağan hale getirilen serilerin fark alma işlemi yapılırken geçmişte maruz kaldığı geçici şokların etkisini yok edebilmesinin yanında bu seriler içerisinde uzun dönemli ilişkileri ortadan kaldırabilme durumu da söz konusu olacaktır. Bu sebeple bu serilerin durağan olmasa bile durağan bir kombinasyonu olabilmesi durumu eş bütünleşme analizleri yoluyla açığa çıkartılmaktadır. Bu durumda olan serilerin eşbütünleşik olması da değişkenleri etkiyebilecek konumda olan kalıcı şoklar karşısında bile değişkenlerin uzun dönemde bir denge ilişkisi içerisinde olacağını ortaya koymaktadır (Tarı, 2010: 415; Yalçınkaya ve Yazgan, 2016: 41).

Panel veri analizlerinde eşbütünleşme teknikleri, zaman serisi (T) ve yatay kesit (N) boyutunda değişkenler arasındaki uzun dönemli ilişkinin varlığını test etmek için kullanılır. Değişkenler arasında eşbütünleşme ilişkinin varlığını sınamak için uygun panel eşbütünleşme testinin testin belirlenmesi gerekmektedir. Panel veri ekonometrisinde kullanılan eşbütünleşme analizleri bir bütün olarak incelendiğinde temelinin "Ho: Eşbütünleşme yoktur" hipotezinin test edilmesine dayandığı görülmektedir (Bozkurt, 2012). Bu sebeple çalışmalarda kullanılan panel eşbütünleşme testleri, birinci nesil eş bütünleşme testleri olarak yatay kesit bağımılığı olmayan serilerde (Johansen 1988; Kao 1999; Pedroni 1999) ve ikinci nesil eş bütünleşme testleri adıyla yatay kesit bağımılığı tespit edilen seriler içinse (Westerlund ve Edgerton, 2006; Westerlund, 2007) güvenilir sonuçlar vermekte ve serilerin durumuna göre araştırmacılar tarafından kullanılmaktadır.

Panel eşbütünleşme testlerinin sonuncusunun ise (Eşitlik 3.7)'deki gibi hata düzeltme modeline dayalı olarak çalışan Westerlund (2007) testi olduğu bilinmektedir. Bu test, iki ya da daha fazla değişken arasında eşbütünleşme ilişkisinin olup olmadığının test edilebilmesi için hata düzeltme modeline dayanan bir eşbütünleşme testi olarak bilinmektedir. Banerjee, Dolado ve Mestre (1998)'nin zaman serileri için uyguladığı eşbütünleşme testinin panel veri için geliştirlmiş hali olan Westerlund (2007) panel eşbütünleşme testi bu çalışmada kullanılmış ve sırasıyla şu aşamalar uygulanmıştır (Keskin vd., 2019: 8; Yalçınkaya ve Yazgan, 2016: 41, Koçbulut ve Barış 2016: 32-33, Bozkurt, 2018: 511-512).

$$\Delta Y_{i,t} = \delta_i d_t + \alpha_i Y_{i,t-1} \lambda_i x_{i,t-1} + \sum_{j=1}^{p_i} \alpha_{i,j} \Delta Y_{i,t-j} + \sum_{j=0}^{p_i} \lambda_{i,j} \Delta x_{i,t-j} + e_{i,t} \qquad (3.7.)$$

- Westerlund tarafından geliştirilen bu testte ilk olarak hata düzeltme modelinden yola çıkılmakta ve bütün yatay kesitler için eşbütünleşme yoktur boş hipotezi altında Eşitlik (3.8) ve (3.9)'daki gibi (Gt, Ga) grup ortalama istatistikleri hesaplanmaktadır.

$$G_\tau = \frac{1}{N}\sum_{i=1}^{N}\frac{\alpha_i}{st(\alpha_i)} \sim N(0,1) \tag{3.8.}$$

$$G_\alpha = \frac{1}{N}\sum_{i=1}^{N}\frac{T\alpha_i}{\alpha_i(1)} \sim N(0,1) \tag{3.9.}$$

- Westerlund testinin ikinci aşamasında panel istatistiklerinin hesaplanması adına Eşitlik 3.10'da görüldüğü üzere hata düzeltme denklemi tahmini yapılmaktadır.

$$\Delta Y_{i,t} = \delta_i d_t + \lambda_i x_{i,t-1} + \sum_{j=1}^{p_i}\alpha_{i,j}\Delta Y_{i,t-j} + \sum_{j=0}^{p_i}\lambda_{i,j}\Delta x_{i,t-j} + e_t \tag{3.10.}$$

$$Y_{i,t-1} = \delta_i d_t + \lambda_i x_{i,t-1} + \sum_{j=1}^{p_i}\alpha_{i,j}\Delta Y_{i,t-j} + \sum_{j=0}^{p_i}\lambda_{i,j}\Delta x_{i,t-j} + \varepsilon_t \tag{3.11.}$$

- Tahmin işleminin ardından Eşitlik 3.12'de görüldüğü üzere hata düzeltme katsayısı ve Eşitlik 3.13'de uygulandığı üzere hata düzeltme katsayısının standart hatasının hesaplanmasına yönelik işlemler yapılmaktadır.

$$\alpha_i = \left[\sum_{i=1}^{N}\sum_{t=2}^{T}\tilde{Y}_{i,t-1}^{2}\right]^{-1}\sum_{i=1}^{N}\sum_{t=2}^{T}\frac{1}{\alpha_i(1)}\tilde{Y}_{i,t-1}\Delta\tilde{Y}_{i,t} \tag{3.12.}$$

$$st(\alpha_i) = \left[(\hat{S}_N^{2})\sum_{i=1}^{N}\sum_{t=2}^{T}\tilde{Y}_{i,t-1}^{2}\right]^{-1/2} \tag{3.13.}$$

- En son aşamada ise tüm yatay kesitler için "eşbütünleşme yoktur" boş hipotezi altında Eşitlik 3.14 ve 3.15'de görüldüğü üzere (Pt, Pa) panel eşbütünleşme istatistiklerinin hesaplanması işlemi yerine getirilmektedir.

$$P_\tau = \frac{\alpha}{st(\alpha)} \sim N(0,1) \tag{3.14.}$$

$$P_\alpha = T\alpha \sim N(0,1) \tag{3.15.}$$

Düzeyde durağan ve bir farkta durağanlaşan yeni seriler üzerinden finansal performans göstergeleri ile finansal performans ile eşbütünleşik olduğu düşünülen her bir değişken arasında arasında her hangi bir eşbütünleşme ilişkisinin olup olmadığını tespit etmek için Westerlund (2007) Panel Eşbütünleşme testi yapılmıştır. Test kapsamında boş hipotezi "Ho: eşbütünleşme yoktur" şeklinde kurulmuştur. Söz konusu test sonuçları ise Tablo 3.6.'dan 'ten Tablo 3.33.'e kadar ayrıntılı olarak verilmiştir.

**Tablo 3.6.** Tobin Q ve Pay Sahipleri Arasındaki Westerlund (2007) Panel Eşbütünleşme Test İstatistiği Sonuçları

| Test | Değer | Z-Değeri | Olasılık Değeri |
|---|---|---|---|
| $G_t$ | -4.521 | -11.882 | 0.000 |
| $G_a$ | -16.424 | -6.591 | 0.000 |
| $P_t$ | -18.206 | -12.334 | 0.000 |
| $P_a$ | -25.004 | -17.428 | 0.000 |

**Tablo 3.7.** Tobin Q ve Kamuyu Aydınlatma Ve Şeffaflık Arasındaki Westerlund (2007) Panel Eşbütünleşme Test İstatistiği Sonuçları

| Test | Değer | Z-Değeri | Olasılık Değeri |
|---|---|---|---|
| $G_t$ | -6.358 | -19.885 | 0.000 |
| $G_a$ | -24.768 | -12.555 | 0.000 |
| $P_t$ | -15.991 | -10.148 | 0.000 |
| $P_a$ | -19.627 | -12.890 | 0.000 |

**Tablo 3.8.** Tobin Q ve Menfaat Sahipleri Arasındaki Westerlund (2007) Panel Eşbütünleşme Test İstatistiği Sonuçları

| Test | Değer | Z-Değeri | Olasılık Değeri |
|---|---|---|---|
| $G_t$ | -5.001 | -13.974 | 0.000 |
| $G_a$ | -17.797 | -7.572 | 0.000 |
| $P_t$ | -18.915 | -13.034 | 0.000 |
| $P_a$ | -25.746 | -18.055 | 0.000 |

**Tablo 3.9.** Tobin Q ve Yönetim Kurulu Arasındaki Westerlund (2007) Panel Eşbütünleşme Test İstatistiği Sonuçları

| Test | Değer | Z-Değeri | Olasılık Değeri |
|---|---|---|---|
| $G_t$ | -4.827 | -13.216 | 0.000 |
| $G_a$ | -16.795 | -6.857 | 0.000 |
| $P_t$ | -19.519 | -13.631 | 0.000 |
| $P_a$ | -26.965 | -19.084 | 0.000 |

**Tablo 3.10.** Tobin Q ve Toplam Puan Arasındaki Westerlund (2007) Panel Eşbütünleşme Test İstatistiği Sonuçları

| Test | Değer | Z-Değeri | Olasılık Değeri |
|---|---|---|---|
| $G_t$ | -4.793 | -13.067 | 0.000 |
| $G_a$ | -23.345 | -11.538 | 0.000 |
| $P_t$ | -21.301 | -15.390 | 0.000 |
| $P_a$ | -29.138 | -20.918 | 0.000 |

**Tablo 3.11.** Tobin Q ve Firma Büyüklüğü Arasındaki Westerlund (2007) Panel Eşbütünleşme Test İstatistiği Sonuçları

| Test | Değer | Z-Değeri | Olasılık Değeri |
|---|---|---|---|
| $G_t$ | -4.955 | -13.775 | 0.000 |
| $G_a$ | -18.179 | -7.846 | 0.000 |
| $P_t$ | -19.874 | -13.981 | 0.000 |
| $P_a$ | -27.457 | -19.499 | 0.000 |

**Tablo 3.12.** Tobin Q ve Finansal Kaldıraç Oranı Arasındaki Westerlund (2007) Panel Eşbütünleşme Test İstatistiği Sonuçları

| Test | Değer | Z-Değeri | Olasılık Değeri |
|---|---|---|---|
| $G_t$ | -4.597 | -12.213 | 0.000 |
| $G_a$ | -21.118 | -9.946 | 0.000 |
| $P_t$ | -21.886 | -15.967 | 0.000 |
| $P_a$ | -30.605 | -22.157 | 0.000 |

**Tablo 3.13.** Piyasa Değeri/Defter Değeri ve Pay Sahipleri Arasındaki Westerlund (2007) Panel Eşbütünleşme Test İstatistiği Sonuçları

| Test | Değer | Z-Değeri | Olasılık Değeri |
|---|---|---|---|
| $G_t$ | -4.373 | -11.241 | 0.000 |
| $G_a$ | -17.183 | -7.133 | 0.000 |
| $P_t$ | -18.049 | -12.179 | 0.000 |
| $P_a$ | -31.154 | -22.620 | 0.000 |

**Tablo 3.14.** Piyasa Değeri/Defter Değeri ve Kamuyu Aydınlatma ve Şeffaflık Arasındaki Westerlund (2007) Panel Eşbütünleşme Test İstatistiği Sonuçları

| Test | Değer | Z-Değeri | Olasılık Değeri |
|---|---|---|---|
| $G_t$ | -6.328 | -19.755 | 0.000 |
| $G_a$ | -25.258 | -12.905 | 0.000 |
| $P_t$ | -19.065 | -13.182 | 0.000 |
| $P_a$ | -30.702 | -22.238 | 0.000 |

**Tablo 3.15.** Piyasa Değeri/Defter Değeri ve Menfaat Sahipleri Arasındaki Westerlund (2007) Panel Eşbütünleşme Test İstatistiği Sonuçları

| Test | Değer | Z-Değeri | Olasılık Değeri |
|---|---|---|---|
| $G_t$ | -4.521 | -11.884 | 0.000 |
| $G_a$ | -26.426 | -13.739 | 0.000 |
| $P_t$ | -18.158 | -12.287 | 0.000 |
| $P_a$ | -36.049 | -26.752 | 0.000 |

**Tablo 3.16.** Piyasa Değeri/Defter Değeri ve Yönetim Kurulu Arasındaki Westerlund (2007) Panel Eşbütünleşme Test İstatistiği Sonuçları

| Test | Değer | Z-Değeri | Olasılık Değeri |
|---|---|---|---|
| $G_t$ | -5.211 | -14.891 | 0.000 |
| $G_a$ | -18.654 | -8.185 | 0.000 |
| $P_t$ | -21.228 | -15.318 | 0.000 |
| $P_a$ | -31.576 | -22.976 | 0.000 |

**Tablo 3.17:** Piyasa Değeri/Defter Değeri ve Toplam Puan Arasındaki Westerlund (2007) Panel Eşbütünleşme Test İstatistiği Sonuçları

| Test | Değer | Z-Değeri | Olasılık Değeri |
|---|---|---|---|
| $G_t$ | -4.436 | -11.515 | 0.000 |
| $G_a$ | -26.394 | -13.717 | 0.000 |
| $P_t$ | -19.317 | -13.431 | 0.000 |
| $P_a$ | -36.974 | -27.532 | 0.000 |

**Tablo 3.18.** Piyasa Değeri/Defter Değeri ve Firma Büyüklüğü Arasındaki Westerlund (2007) Panel Eşbütünleşme Test İstatistiği Sonuçlar

| Test | Değer | Z-Değeri | Olasılık Değeri |
|---|---|---|---|
| $G_t$ | -5.535 | -16.300 | 0.000 |
| $G_a$ | -23.485 | -11.637 | 0.000 |
| $P_t$ | -17.939 | -12.071 | 0.000 |
| $P_a$ | -34.131 | -25.132 | 0.000 |

**Tablo 3.19.** Piyasa Değeri/Defter Değeri ve Finansal Kaldıraç Oranı Arasındaki Westerlund (2007) Panel Eşbütünleşme Test İstatistiği Sonuçları

| Test | Değer | Z-Değeri | Olasılık Değeri |
|---|---|---|---|
| $G_t$ | -4.492 | -11.757 | 0.000 |
| $G_a$ | -27.908 | -14.799 | 0.000 |
| $P_t$ | -15.741 | -9.901 | 0.000 |
| $P_a$ | -31.016 | -22.503 | 0.000 |

**Tablo 3.20.** Özkaynak Karlılığı ve Pay Sahipleri Arasındaki Westerlund (2007) Panel Eşbütünleşme Test İstatistiği Sonuçları

| Test | Değer | Z-Değeri | Olasılık Değeri |
|---|---|---|---|
| $G_t$ | -13.122 | -49.354 | 0.000 |
| $G_a$ | -29.000 | -15.579 | 0.000 |
| $P_t$ | -24.797 | -18.840 | 0.000 |
| $P_a$ | -37.514 | -27.988 | 0.000 |

**Tablo 3.21.** Özkaynak Karlılığı ve Kamuyu Aydınlatma ve Şeffaflık Arasındaki Westerlund (2007) Panel Eşbütünleşme Test İstatistiği Sonuçları

| Test | Değer | Z-Değeri | Olasılık Değeri |
|---|---|---|---|
| $G_t$ | -12.643 | -47.266 | 0.000 |
| $G_a$ | -42.507 | -25.232 | 0.000 |
| $P_t$ | -18.578 | -12.702 | 0.000 |
| $P_a$ | -40.102 | -30.173 | 0.000 |

**Tablo 3.22.** Özkaynak Karlılığı ve Menfaat Sahipleri Arasındaki Westerlund (2007) Panel Eşbütünleşme Test İstatistiği Sonuçları

| Test | Değer | Z-Değeri | Olasılık Değeri |
|---|---|---|---|
| $G_t$ | -14.255 | -54.289 | 0.000 |
| $G_a$ | -50.896 | -31.227 | 0.000 |
| $P_t$ | -41.151 | -34.985 | 0.000 |
| $P_a$ | -61.281 | -48.049 | 0.000 |

**Tablo 3.23.** Özkaynak Karlılığı ve Yönetim Kurulu Arasındaki Westerlund (2007) Panel Eşbütünleşme Test İstatistiği Sonuçları

| Test | Değer | Z-Değeri | Olasılık Değeri |
|---|---|---|---|
| $G_t$ | -13.223 | -49.792 | 0.000 |
| $G_a$ | -40.757 | -23.982 | 0.000 |
| $P_t$ | -39.439 | -33.294 | 0.000 |
| $P_a$ | -45.488 | -34.719 | 0.000 |

**Tablo 3.24:** Özkaynak Karlılığı ve Toplam Puan Arasındaki Westerlund (2007) Panel Eşbütünleşme Test İstatistiği Sonuçları

| Test | Değer | Z-Değeri | Olasılık Değeri |
|---|---|---|---|
| $G_t$ | -13.983 | -53.103 | 0.000 |
| $G_a$ | -40.107 | -23.517 | 0.000 |
| $P_t$ | -18.503 | -12.627 | 0.000 |
| $P_a$ | -38.713 | -29.000 | 0.000 |

**Tablo 3.25.** Özkaynak Karlılığı ve Firma Büyüklüğü Arasındaki Westerlund (2007) Panel Eşbütünleşme Test İstatistiği Sonuçları

| Test | Değer | Z-Değeri | Olasılık Değeri |
|---|---|---|---|
| $G_t$ | -8.832 | -30.663 | 0.000 |
| $G_a$ | -49.536 | -30.255 | 0.000 |
| $P_t$ | -18.775 | -12.896 | 0.000 |
| $P_a$ | -31.918 | -23.265 | 0.000 |

**Tablo 3.26** Özkaynak Karlılığı ve Finansal Kaldıraç Oranı Arasındaki Westerlund (2007) Panel Eşbütünleşme Test İstatistiği Sonuçları

| Test | Değer | Z-Değeri | Olasılık Değeri |
|---|---|---|---|
| $G_t$ | -6.476 | -20.401 | 0.000 |
| $G_a$ | -50.443 | -30.904 | 0.000 |
| $P_t$ | -20.698 | -14.794 | 0.000 |
| $P_a$ | -37.001 | -27.555 | 0.000 |

**Tablo 3.27:** Aktif Karlılığı ve Pay Sahipleri Arasındaki Westerlund (2007) Panel Eşbütünleşme Test İstatistiği Sonuçları

| Test | Değer | Z-Değeri | Olasılık Değeri |
|---|---|---|---|
| $G_t$ | -13.028 | -48.944 | 0.000 |
| $G_a$ | -40.793 | -24.007 | 0.000 |
| $P_t$ | -24.651 | -18.697 | 0.000 |
| $P_a$ | -32.595 | -23.836 | 0.000 |

**Tablo 3.28**. Aktif Karlılığı ve Kamuyu Aydınlatma ve Şeffaflık Arasındaki Westerlund (2007) Panel Eşbütünleşme Test İstatistiği Sonuçları

| Test | Değer | Z-Değeri | Olasılık Değeri |
|---|---|---|---|
| Gt | -14.115 | -53.677 | 0.000 |
| Ga | -48.583 | -29.574 | 0.000 |
| Pt | -19.456 | -13.568 | 0.000 |
| $P_a$ | -40.478 | -30.490 | 0.000 |

**Tablo 3.29.** Aktif Karlılığı ve Menfaat Sahipleri Arasındaki Westerlund (2007) Panel Eşbütünleşme Test İstatistiği Sonuçları

| Test | Değer | Z-Değeri | Olasılık Değeri |
|---|---|---|---|
| $G_t$ | -15.017 | -57.608 | 0.000 |
| $G_a$ | -54.908 | -34.095 | 0.000 |
| $P_t$ | -43.557 | -37.360 | 0.000 |
| $P_a$ | -56.259 | -43.810 | 0.000 |

**Tablo 3.30.** Aktif Karlılığı ve Yönetim Kurulu Arasındaki Westerlund (2007) Panel Eşbütünleşme Test İstatistiği Sonuçları

| Test | Değer | Z-Değeri | Olasılık Değeri |
|---|---|---|---|
| $G_t$ | -13.726 | -51.985 | 0.000 |
| $G_a$ | -42.890 | -25.506 | 0.000 |
| $P_t$ | -38.825 | -32.688 | 0.000 |
| $P_a$ | -46.281 | -35.388 | 0.000 |

**Tablo 3.31** Aktif Karlılığı ve Toplam Puan Arasındaki Westerlund (2007) Panel Eşbütünleşme Test İstatistiği Sonuçları

| Test | Değer | Z-Değeri | Olasılık Değeri |
|---|---|---|---|
| $G_t$ | -14.323 | -54.584 | 0.000 |
| $G_a$ | -38.721 | -22.526 | 0.000 |
| $P_t$ | -19.349 | -13.462 | 0.000 |
| $P_a$ | -37.957 | -28.362 | 0.000 |

**Tablo 3.32.** Aktif Karlılığı ve Firma Büyüklüğü Arasındaki Westerlund (2007) Panel Eşbütünleşme Test İstatistiği Sonuçları

| Test | Değer | Z-Değeri | Olasılık Değeri |
|---|---|---|---|
| $G_t$ | -8.544 | -29.411 | 0.000 |
| $G_a$ | -59.516 | -37.388 | 0.000 |
| $P_t$ | -19.469 | -13.582 | 0.000 |
| $P_a$ | -31.025 | -22.511 | 0.000 |

**Tablo 3.33.** Aktif Karlılığı ve Finansal Kaldıraç Oranı Arasındaki Westerlund (2007) Panel Eşbütünleşme Test İstatistiği Sonuçları

| Test | Değer | Z-Değeri | Olasılık Değeri |
|---|---|---|---|
| $G_t$ | -7.181 | -23.472 | 0.000 |
| $G_a$ | -48.515 | -29.526 | 0.000 |
| $P_t$ | -19.030 | -13.148 | 0.000 |
| $P_a$ | -31.467 | -22.884 | 0.000 |

Tablo 3.6. ve Tablo 3.33. arasında yer alan sonuçlardan da da görüleceği üzere Westerlund (2007) Panel Eşbütünleşme testlerine ait istatistiğinin sonucu %1 anlamlılık düzeyinde eşbütünleşme olmadığı sıfır hipotezinin reddedilmesine yol açmaktadır. Başka bir ifadeyle, paneli oluşturan 15 şirketin finansal performans göstergesi olarak değerlendirilen tüm değişkenler (Tobin Q, piyasa değeri/defter değeri, özkaynak karlılığıve aktif karlılığı) ile diğer tüm bağımsız ve kontrol değişkenleri (pay sahipleri, kamuyu aydınlatma ve şeffaflık, menfaat sahipleri, yönetim kurulu, toplam puan, firma büyüklüğü ve finansal kaldıraç oranı) arasında bir eşbütünleşme ilişkisinin olduğu saptanmıştır.

# SONUÇ VE ÖNERİLER

Son yıllarda küreselleşmenin de etkisiyle birlikte firmaların stratejilerinden finansal yapılarına kadar birçok değişimin yaşanması, firmaları da bu zorlu süreçte yeni arayışlara itmiştir. Yaşananlara ek olarak özellikle son 20 yıl içerisinde ortaya çıkan finansal skandallar da tüm dünyayı derinden etkilemiş ve bu noktada tüm menfaat sahiplerinin haklarını korumayı amaçlayan, çıkar çatışmalarını minimize edecek şekilde firmaların yönetildiği ve buna bağlı olarak denetlendiği bir sistem olan kurumsal yönetim çözümün anahtarı olarak görülmüştür. Bu bakımdan kurumsal yönetimin iyileştirilip sistematik bir yapı içerisinde yürütülebilmesi ve şirketler tarafından bir anlayış olarak benimsenebilmesi amacıyla dünya genelinde çeşitli komiteler kurularak yasal düzenlemelere gidilmiş ve tavsiye niteliğinde raporlar hazırlanmıştır.

1992 yılında hazırlanarak kurumsal yönetim konusundaki ilk kapsamlı düzenleme olarak adlandırılan Cadbury Raporu'nu, 1995 yılında Greenbury Raporu, 1998'de de Hampel ve Millstein Raporları takip etmiştir. Bu raporlara ek olarak yaşanan finansal skandalların etkisini azaltarak hissedarların azalan güvenini geri kazanabilmek amacıyla ABD'de 2002 yılında Sarbanes - Oxley Yasası yürürlüğe girmiştir. Kurumsal yönetimle ilgili çalışmalarda ön plana çıkan kurumlardan olan OECD de ilk kez 1999 yılında sunularak, 2004 ve 2015 yıllarındaki güncellemelerle son halini alan OECD Kurumsal Yönetim İlkeleri'ni yayımlamıştır. Bu ilkelerle birlikte her ülkenin farklı sermaye yapısına, farklı kültürel ve yönetimsel yapılara sahip olduğunu belirterek her ülkenin kendine uygun kurumsal yönetim kodları geliştirmesi gerektiğini tavsiye etmiştir.

Tüm dünyada olduğu gibi Türkiye'de de kurumsal yönetim anlayışının benimsenmesi adına çalışmalar yürütülmüş ve özellikle 2000'li yılların başından itibaren OECD Kurumsal Yönetim İlkeleri de referans alınarak gerekli yasal düzenlemelere gidilmiştir. Bu düzenlemeleri yapan en önemli kurumlardan biri olan SPK ilk olarak 2003 yılında yayımlanıp 2005 yılında revize edilen SPK Kurumsal Yönetim İlkeleri'ni yayımlamıştır. İlk yayımlandığında şirketler adına tavsiye niteliğinde yani "uygula, uygulamıyorsan açıkla" prensibini benimseyen bu ilkeler, 2011 yılında çıkarılan tebliğlerle birlikte halka açık şirketler için kısmen veya tamamen uyulması zorunlu hale gelmiş ve 2014 yılındaki güncellemeyle son şeklini almıştır. Özellikle 2007 yılından itibaren firmaların kurumsal yönetim derecelerini tespit eden derecelendirme kuruluşlarının ortaya

çıkması ve ardından bu notu alan firmalara ait endekslerin geliştirilmesiyle birlikte Türkiye'de de kurumsal yönetim oldukça yaygın hale gelmiştir.

Kurumsal yönetim anlayışının Türkiye'de yaygınlaşmasıyla birlikte kurumsal yönetim uyum derecelendirme notlarını hesaplayan firmaların da sayısı gün geçtikçe artmıştır. Günümüzde Saha Kurumsal Yönetim ve Kredi Derecelendirme Hizmetleri A.Ş., Kobirate Uluslararası Kurumsal Yönetim ve Kredi Derecelendirme Hizmetleri A.Ş., JCR Avrasya Derecelendirme A.Ş., DRC Derecelendirme Hizmetleri A.Ş. ve National Investor Services Derecelendirme Anonim Şirketi olmak üzere 5 adet firmaya SPK tarafından kurumsal yönetim ilkelerine uyum derecelendirme yetkisi verilmiştir. Derecelendirme kuruluşları, SPK Kurumsal Yönetim İlkeleri olarak adlandırılan pay sahipleri ilkesi puanının %25'ini, kamuyu aydınlatma ve şeffaflık ilkesi puanının %25'ini, menfaat sahipleri ilkesi puanının % 15'ini ve yönetim kurulu ilkesine ait puanın ise %35'ini hesaplayarak bir şirket genel puanı oluşturmakta ve bu puanları her yıl düzenlenen raporlarla kamuoyuyla paylaşmaktadır. Bu sayede hem yurtiçi hem de yurtdışındaki mevcut ve potansiyel yatırımcıların güven düzeylerinin arttırılması hedeflenmekte ve bu yolla şirketlerin finansal performanslarına ve nihayetinde şirket değerlerine olumlu bir etki yapması beklenmektedir. Bu noktada kurumsal yönetim uyum derecelendirilmesine paralel olarak, Borsa İstanbul tarafından kurumsal yönetim algısının arttırılması adına 31.08.2007 yılında Borsa İstanbul Kurumsal Yönetim Endeksi oluşturulmuştur. Borsa İstanbul'da işlem gören pay endekslerinden biri olan Borsa İstanbul Kurumsal Yönetim Endeksi, sadece kurumsal yönetim derecelendirme notuna (10 üzerinden en az 7 ve her bir alt başlık için en az 6.5 olması istenmektedir) sahip olan şirketlerin dahil olduğu ve (her bir alt başlık için en az 6.5) halka açık şirketlerin fiyat ve getirilerine ait performanslarının değerlendirildiği bir endekstir.

Dolayısıyla bu çalışma, Borsa İstanbul Kurumsal Yönetim Endeksi'nde yer alan firmaların, kurumsal yönetim ilkeleri olarak adlandırılan pay sahipleri, kamuyu aydınlatma ve şeffaflık, menfaat sahipleri ve yönetim kurulu ilkeleri ve toplam kurumsal yönetim notu puanları ile firmaların finansal performansları arasındaki ilişkiyi ortaya koymayı amaçlamıştır. Bu doğrultuda uygulanacak olan panel veri analizi yönteminin daha etkin sonuç vermesi adına çalışma, işletme sayısının ve periyodunun maksimize edilebildiği 2013-2017 yıllarını kapsamakta ve 2013-2017 yılları arasında aralıksız olarak endekste yer alıp imalat sanayi sektöründe faaliyet gösteren 15 adet şirketin verilerini içermektedir.

Çalışmanın bağımsız değişkeni konumundaki kurumsal yönetim, derecelendirme kuruluşlarının şirketlere verdiği pay sahipleri, kamuyu aydınlatma ve şeffaflık, menfaat sahipleri, yönetim kurulu ilkeleri puanları ve toplam puan ile temsil edilmiştir. Her bir ilkeye ait kurumsal yönetim derecelendirme notlarına TKYD ve KAP'a ait web sitelerinden erişim sağlanmıştır. Ayrıca yıllık olarak ilan edilen bu notların çalışmada eşit adım yöntemi kullanılarak çeyrek dönemler haline dönüştürülmesine karar verilmiş ve (2013Q1-2017Q4) dönemlerine ait veriler veri setine dahil edilmiştir.

Özkaynağın verimli biçimde kullanılıp kullanılmadığını ortaya koyan özkaynak karlılığı, aktiflerin kar elde etmek için değerlendirip değerlendirilmediğini ifade eden aktif karlılığı, işletme yönetiminin etkinliğinin göstergesi olarak görülen Tobin Q oranı ve piyasa değeri ile defter değerini karşılaştırmaya yarayan piyasa değeri / defter değeri oranlarının her biri ise finansal performansı temsil etmiş ve çalışmanın bağımlı değişkenleri olarak belirlenmiştir. Bunlara ek olarak toplam varlıkların logaritmasının alınmasıyla elde edilen firma büyüklüğü ve varlıkların ne kadarlık kısmının yabancı kaynaklardan finanse edildiğini ortaya koyan finansal kaldıraç oranı ise çalışmanın kontrol değişkenleri olarak yer almıştır. bağımlı ve kontrol değişkenleri için şirketlere ait veri seti oluşturulurken KAP web sitesinden ve Finnet Mali Analiz programından yararlanılmış olup (2013Q1-2017Q4) dönemlerine ait veriler elde edilmiş ve veri setine dahil edilmiştir.

2013-2017 yılları arasında aralıksız olarak Borsa İstanbul Kurumsal Yönetim Endeksi'nde yer alıp imalat sanayi sektöründe faaliyet gösteren 15 şirketin, (2013Q1-2017Q4)'den oluşan 20 dönemlik verileri kullanılarak 300 adet gözlem sayısına ulaşıldığı bu çalışmada panel veri analizi uygulanmasına karar verilmiştir. Birey, ülke gibi N sayıdaki birimlere ait yatay kesit gözlemlere karşılık T sayıda gözlemden oluşan verilere sahip olan panel veri analizi hem zaman serisini hem de yatay kesitlere at verileri birleştirmekte ve bu sayede birçok avantajı barındıran bir yöntem olarak görülmektedir.

Bu avantajları da göz önüne alarak panel veri analizinin kullanıldığı bu çalışmada ilk olarak değişkenlerin durağan olup olmadığı panel birim kök testleriyle incelenmek istenmiştir. Fakat birinci nesil panel birim kök testleri yatay kesit bağımlılığının olmadığı varsayımına göre hareket ederken, ikinci nesil birim kök testleri ise yatay kesit bağımlılığı olduğu varsayımı ile çalışmaktadır. Dolayısıyla öncelikle hangi testin uygulanacağına karar vermeden önce paneli oluşturan seriler arasında yatay kesit bağımlılığının olup olmadığının ortaya konması gerekmektedir. Tüm bunlar göz önüne alındığında çalışmada

ilk olarak Breusch Pagan (1980)'a ait LM Testi kullanılarak paneli oluşturan seriler arasında yatay kesit bağımlılığının olup olmadığı analiz edilmiştir. LM Testi kullanılarak her bir seri grubu için yatay kesit bağımlılığı sınaması yapılmış ve "Ho: yatay kesit bağımlılığı yoktur" hipotezinin reddedildiği sonucuna varılarak seriler arasında yatay kesit bağımlılığı olduğu tespit edilmiştir. Bu bakımdan çalışmada kullanılan ve kurumsal yönetim ilkeleri derecelendirme notları ile finansal performans ilişkisini ölçmeyi amaçlayan Tobin Q, piyasa değeri/defter değeri, özkaynak karlılığı, aktif karlılığı, pay sahipleri, kamuyu aydınlatma ve şeffaflık, menfaat sahipleri, yönetim kurulu, toplam puan, firma büyüklüğü ve finansal kaldıraç oranı değişkenlerinden oluşan tüm seri grubunun yatay kesit bağımlılığı içerdiği görülmüştür.

Her bir seri grubu için yatay kesit bağımlılığı tespit edilmesinin ardından çalışmanın ikinci kısmında yatay kesit bağımlılığını dikkate alan ikinci nesil panel birim kök testlerinden Peseran (2007)'a ait CADF Panel Birim Kök Testleri kullanılarak serilerin durağan olup olmadığı incelenmiştir. Çünkü panel veri analizinde paneli meydana getiren yatay kesitlerin birbirine bağımlı olduğunun ortaya konmasının ardından, her bir değişken için birim kök testleri uygulanarak serilerin durağan olup olmadığının ortaya konulması gerekmektedir. Peseran (2007)'a ait CADF Panel Birim Kök Testi'nden elde edilen bulgular yorumlandığında firma büyüklüğü ve finansal kaldıraç oranına ait seri grubunun düzeyde durağan olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Buna karşın Tobin Q, piyasa değeri/defter değeri, özkaynak karlılığı, aktif karlılığı, pay sahipleri, kamuyu aydınlatma ve şeffaflık, menfaat sahipleri, yönetim kurulu ve toplam puan'a ait seri grubunun düzeyde durağan olamadığı belirlenmiş, düzeyde durağan olmayan her bir seri grubunun ise bir gecikmeli değerleri (yani birinci farkları alındıktan sonraki değerlerinin) CADF testine tabi tutularak serilerin bir gecikmeli olarak durağanlaştığı tespit edilmiştir. Tüm bu açıklamalar ışığında panel veri analizinde kullanılan firma büyüklüğü ve finansal kaldıraç oranı değişkenlerinin düzeyde durağan I(0), Tobin Q, piyasa değeri/defter değeri, özkaynak karlılığı, aktif karlılığı, pay sahipleri, kamuyu aydınlatma ve şeffaflık, menfaat sahipleri, yönetim kurulu ve toplam puan değişkenlerinin ise I(1) yani birinci sıra fark durağan olduğu görülmüştür.

Panel birim kök analizi testi sonucu ortaya çıkan düzeyde durağan ve bir farkta durağanlaşan yeni seriler üzerinden finansal performans göstergeleri ile finansal performans ile eşbütünleşik olduğu düşünülen her bir değişken arasında eşbütünleşme ilişkisinin olup olmadığının ortaya konulabilmesi amacıyla Westerlund (2007) Panel

Eşbütünleşme testi yapılmıştır. Boş hipotezi "Ho: eşbütünleşme yoktur" şeklinde kurulan panel eşbütünleşme testine ait sonuçlar yorumlanmış ve eşbütünleşme olmadığını savunan sıfır hipotezi reddedilmiştir. Dolayısıyla, paneli oluşturan 15 şirketin finansal performans göstergesi olarak değerlendirilen tüm değişkenler (Tobin Q, piyasa değeri/defter değeri, özkaynak karlılığı ve aktif karlılığı) ile diğer tüm bağımsız ve kontrol değişkenleri (pay sahipleri, kamuyu aydınlatma ve şeffaflık, menfaat sahipleri, yönetim kurulu, toplam puan, firma büyüklüğü ve finansal kaldıraç oranı) arasında bir eşbütünleşme ilişkisinin olduğu saptanmıştır. Daha genel bir ifadeyle kurumsal yönetim ilkeleri derecelendirme notları ile finansal performans panel verileri arasında eşbütünleşme ilişkisi tespit edilmiştir.

Özetle yapılan analizler sonucunda kurumsal yönetim ve finansal performans arasındaki ilişkiyi temsil eden tüm seriler arasında yatay kesit bağımlılığı olduğu görülmüş ardından yapılan panel birim kök testleri ile firma büyüklüğü ve finansal kaldıraç oranına ait seri grubunun düzeyde durağan olduğu, Tobin Q, piyasa değeri/defter değeri, özkaynak karlılığı, aktif karlılığı, pay sahipleri, kamuyu aydınlatma ve şeffaflık, menfaat sahipleri, yönetim kurulu ve toplam puana ait seri grubunun düzeyde durağan olamadığı ve serilerin bir gecikmeli olarak durağanlaştığı tespit edilmiştir. Ayrıca yatay kesit bağımlılığı bulunan ve durağan hale getirilen tüm değişkenlere ait serilerin birbirleriyle eşbütünleşik olduğu da saptanmıştır.

Tüm bu veriler ışığında elde edilen bulguların, özellikle pay sahibi, yatırımcı ve yönetici gibi işletme ilgililerine karar almada yol göstereceği, Borsa İstanbul Kurumsal Yönetim Endeksi'nde faaliyet gösteren firmalara kurumsal yönetim uygulamalarıyla ilgili ışık tutacağı ve kurumsal yönetim derecelendirme notlarına uyum için şirketleri çaba sarfetmeye iteceği düşünülmektedir.

Kurumsal yönetim ilkeleri derecelendirme notları ile finansal performans arasındaki ilişkiyi ele alan bu çalışmanın sadece Borsa İstanbul Kurumsal Yönetim Endeksi'nde faaliyet gösteren firmalara uygulanması, yalnızca 2013-2017 yılları arasında aralıksız olarak Borsa İstanbul Kurumsal Yönetim Endeksi'nde yer alıp imalat sanayi sektöründe faaliyet gösteren 15 şirketin verilerini incelemesi, finansal performansı ölçerken sınırlı sayıda finansal performans göstergesi olan oranları kullanması gibi kısıtları mevcuttur. Bu bakımdan ileride bu konuyla ilgili olarak yapılacak olan çalışmalarda araştırmacılara, Borsa İstanbul'a bağlı diğer endekslerde de inceleme yapması, yalnızca imalat sanayi sektöründe değil diğer sektörlere de yer vermesi, sadece 2013-2017 yıl

aralığını değil daha geniş bir aralığı ele alması, yalnızca 15 şirketi değil daha da fazla sayıda şirketi araştırmaya dahil etmesi, daha farklı performans ölçüm tekniklerini kullanması, farklı analiz teknikleri kullanılarak aradaki ilişkinin işaret yoluyla ortaya konması veya farklı modellerle benzer analizler yapılarak sonuçların karşılaştırılması gibi hususlarda önerilerde bulunmak doğru olacaktır.

# KAYNAKÇA


Acar, Mustafa (2003). Tarımsal İşletmelerde Finansal Performans Analizi. *Erciyes Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi, (20),* 21-37.

Acaravcı Kakilli, Songül; Kandır, Serkan; Zelka, Ahmet (2015). Kurumsal Yönetimin BİST Şirketlerinin Performanslarına Etkisinin Araştırılması. *Niğde Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, *8 (1),* 171-183.

Ahmed, Esra; Hamdan, Allam (2015). The İmpact of Corporate Governance on Firm Performance: Evidence from Bahrain Bourse. *International Management Review*, *11(2),* 21-37.

Akal, Zühal (1996). *İşletmelerde Performans Ölçüm ve Denetimi.* Milli Prodüktivite Merkezi Yayınları, Ankara.

Akdoğan, Nalan: Tenker, Nejat (1998). *Finansal Tablolar ve Mali Analiz Teknikleri*. Gazi Kitabevi, Ankara.

Akküçük, Ulaş (2009). İş Etiğinde Sarbanes-Oxley Yasası'nın Etkisi ve Toplam Kalite Yönetimi Uygulamalarında Yansımaları. *İş Ahlakı Dergisi*, *2(1),* 7–17.

Aktan, Coşkun Can (2013). Kurumsal Şirket Yönetimi. *Organizasyon ve Yönetim Bilimleri Dergisi, 5 (1),* 150–191.

Akyüz, Fatma; Yeşil, Tolga; Kara, Ebru (2019). İşletmelerin Dupont Karlılık Analiziyle Performansının Belirlenmesi: Borsa İstanbul İmalat Sektörü Örneği. *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, *(83),* 61-84.

Alayoğlu, Nihat (2010). Üst Düzey Yöneticilerin Ücretlendirilmesi ve Türkiye'deki Uygulamaların Tespitine Yönelik Bir Araştırma. *Sosyal Siyaset Konferansları Dergisi*, *(55),* 151–174.

Alchian, Armen; Demsetz, Harold (1972). Production, Information Costs and Economic Organisation. *The American Economic Review, 62 (5),* 777–795.

Al-Haddad, Waseem; Alzurqa, Saleh; Al Sufy, Fares (2011). The Effect of Corporate Governance on the Performance of Jordanian Industrial Companies: An Empirical Study on Amman Stock Exchange. *International Journal of Humanities and Social Science, 1(4),* 55-69.

Alipour, Mehrdad; Amjadi, Hossein (2013). The Effect of Ownership Structure on Corporate Performance of Listed Companies in Tehran Stock Exchange: An Empirical Evidence of Iran. *International Journal of Business and Social Science*, *2 (13),*49–55.

Alkan, Gönül; Demireli, Erhan (2007). Türkiye'de Kullanılan Bazı Şirket Değerleme Yöntemleri ve Bir Uygulama. *Dokuz Eylül Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, *9(2),* 27-39.

Alp, Ali; Kılıç, Saim (2014). *Kurumsal Yönetim: Nasıl Yönetilmeli*?. İstanbul:Doğan Kitap.

Amba, Muni (2014). Corporate Governance and Firms' Financial Performance. *Journal of Academic and Business Ethics*, *4(2),* 1-11.

Arslan, Muhammed; Zaman, Rashid (2014). Impact of Dividend Yield and Price Earnings Ratio on Stock Returns: A Study Non-Financial listed Firms of Pakistan. *Research Journal of Finance and Accounting*, *5(19),* 68-74.

Arslan, Şerafettin (2018). Kurumsal Yönetim İlkeleri ile Finansal Performans Arasındaki İlişki: Borsa İstanbul Kurumsal Yönetim Endeksinde Bir Uygulama. Yayınlanmamış Doktora Tezi, İzmir: Yaşar Üniversitesi.

Ataay, Aylin (2017). Tepe Yönetici Ücretlerinin Firma Performansına Duyarlılığı: Türkiye'den Bulgular. *Finans Politik ve Ekonomik Yorumlar*, *54 (631),* 65–73.

Ataman, Başak; Gökçen, Gürbüz; Cavlak, Hakan; Cebeci, Yasin (2017). Kurumsal Yönetim Algısı ile Kurumsal Yönetim Notu Arasındaki İlişkinin Analizi. *Maliye Finans Yazıları, (107),* 161-186.

Atmaca, Metin (2012). Muhasebe Skandallarının Önlenmesinde İç Kontrol Sisteminin Etkinleştirilmesi. *Afyon Kocatepe Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi, 14 (1),* 191–205.

Aydeniz, Şule (2009). Makroekonomik Göstergelerin Firmaların Finansal Performans Ölçütleri Üzerindeki Etkisinin Ölçülmesine Yönelik Bir Araştırma: İMKB'ye Kote Gıda ve İçecek İşletmeleri Üzerine Bir Uygulama. *Marmara Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, *27 (2),* 263-277.

Aydın, Alev (2017). İyi Yönetilen Şirketlerin Sırrı Olarak Kurumsal Yönetim ve Firma Performansı Üzerindeki Etkisi. *Atatürk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, *21(4),* 1541-1553.

Aygün, Mehmet; Taşdemir, Aslıhan; Çavdar, Ertuğrul (2010). Banka Performansı Üzerinde Yönetim Kurulu Büyüklüğünün Etkisi. *Atatürk Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi*, *24(3),* 67-78.

Aygün, Mehmet; İç, Süleyman (2010). Genel Müdürün Aynı Zamanda Yönetim Kurulu Üyesi Olması Firma Performansını Etkiler mi?. *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, *47*, 192- 201.

Ayrıçay, Yücel; Kalkan, Göktürk (2014). Sahiplik Yapısı ve Temsilcilik Teorisi. *Kahramanmaraş Sütçü İmam Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, *3 (2),* 153–174.

Aytekin, Mehmet; Sönmez, Adem (2016). Kurumsal Yönetim Uygulamalarının İşletme Performansına Etkisi. *Türk Sosyal Bilimler Araştırmaları Dergisi*, *1(2),* 30-39.

Baki, Barış; Ustasüleyman, Talha (2001). Kurumsal Kaynak Planlaması (ERP) Yazılımları ve Performans Ölçütleri. *Verimlilik Dergisi, 3(2),* 69-80.0

Bakır, Hasan; Şahin, Cumhur (2009). *Yöneticiler İçin Finansal Tablolar Analizi.* Detay Yayıncılık, Ankara.

Banerjee, Anindya; Juan, Dolado; Ricardo Mestre (1998). Error-correction Mechanism Tests in a Single Equation Framework. *Journal of Time Series Analysis*, *19*: 267-85.

Baraz, Barış (2004). Yönetim Kurullarının Kurumsal Yönetişim Açısından Kritik Önemi: Eskişehir'de Bir Araştırma. 3.Ulusal Bilgi Ekonomi ve Yönetim Kongresi, Osmangazi Üniversitesi İktisadi İdari Bilimler Fakültesi, Eskişehir.

Bauer, Rob; Guenster Nadja; Otten Roger. (2003). Empirical Evidence on Corporate Governance in Europe. The Effect on Stock Returns, Firm Value and Performance. EFMA 2004 Basel Meetings Paper

Bauman, Mark (2014). Forecasting Operating Profitability with DuPont Analysis: Further Evidence. *Review of Accounting and Finance*, *13(2),* 191-205.

Bayrakdaroğlu, Ali (2010). Mülkiyet Yapısı ve Finansal Performans: İMKB Örneği. *Ekonomi Bilimleri Dergisi, 2 (2),* 11-20.

Bayrakdaroğlu, Ali; Ersoy, Ersan; Çıtak, Levent (2012). Is There a Relationship Between Corporate Governance and Value-based Financial Performance Measures? A Study of Turkey as an Emerging Market. *Asia-Pacific Journal of Financial Studies*. *(41),* 224–239.

Becht, Marco; Bolton, Patrick; Röell, Ailsa (2005). Corporate Governance and Control. *ECGI Working Paper Series in Finance.*

Becker, Ralph; Lee, Junsoo; Gup, Benton. (2010). An Empirical Analysis of Mean Reversion of the S&P 500's P/E Ratios. *Journal of Economics and Finance*, *36 (3),* 675 – 690.

Berle, Adolf; Means, Gardiner (1932). *The Modern Corporation and Private Property*, New Brunswick, London: Transaction Publishers.

Bhagat, Sanjai; Black, Bernard (1999). The Uncertain Relationship Between Board Composition and Firm Performance. *The Business Lawyer,* (54), 921–963.

Black, Bernard.; Hasung Jang; Woochan Kim (2003). Does Corporate Governance Affect Firm Value? Evidence from Korea. *Stanford Law School Working Paper,* No: 237.

Black, Bernard; Jang, Hasung; Kim, Woochan (2006). Does Corporate Governance Predict Firms' Market Values? Evidence from Korea. *Journal of Law, Economics, and Organization, 22(2),* 366–413.

Bozkurt, Kurtuluş (2012). Dışsal Teknolojik Şokların Gelişmekte Olan Ülkelerin Büyüme Sürecine Etkileri. Muğla Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İktisat Anabilim Dalı, Yayınlanmamış Doktora Tezi.

Bozkurt, Kurtuluş; Pekmezci, Aytaç (2018). Gelişmekte Olan Ülkelerde Fikri ve Sınai Mülkiyet Hakları (FSMH) ve İthalat: Bir Panel Veri Analizi. *Uluslararası Yönetim İktisat ve İşletme Dergisi,14(2), 505-516.*

Breitung, Jörg. (2005). A Parametric Approach to the Estimation of Cointegration Vectors in Panel Data. *Econometric Reviews, 24(2),* 151-173.

Breuer, Boucher; McNown, Robert; Wallace, Myles. (2002). Series-Specific Unit Root Test with Panel Data. *Oxford Bulletin of Economics and Statistics, 64(5),* 527-546.

Breusch, T.S; Pagan, Adrian (1980). The Lagrange Multiplier Test and Its Applications to Model Specification Tests in Econometrics. *Review of Economic Studies*, *47,* 239-253

Bülbül, Serpil; Köse, Ali (2009). Türk Gıda Şirketlerinin Finansal Performanslarının Çok Amaçlı Karar Verme Yöntemleriyle Değerlendirilmesi. *Atatürk Üniversitesi. İİBF Dergisi, 10. Ekonometri ve İstatistik Sempozyumu Özel Sayısı,* 71-97.

Canbaş, Serpil; Doğukanlı, Hatice; Düzakın, Hatice; İskenderoğlu, Ömer (2005). Performans Ölçümlerinde Tobin Q Oranının Kullanılması: Hisse Senetleri İMKB'de İşlem Gören Sanayi İşletmeleri Üzerinde Bir Deneme. *Mufad Journal*, *(28),* 24–36.

Carpenter, Vivian; Feroz, Ehsan (1992). GAAP as a Symbol of Legitimacy: New York State's Decision to Adopt Generally Accepted Accounting Principles. *Accounting, Organizations and Society*, *17(7),* 613-643. https://ssrn.com/abstract=1181942

Carrion, Silvestre; Castro, Tomas; Bazo, Enrique (2005). Breaking the Panels: An Application to the GDP Per Capita, *Econometrics Journal, 8,* 159-175.

Cengiz, Selim (2013). İşletmelerde Kurumsal Yönetim Kapsamında İç Denetimin Yeri ve Önemi: Borsa İstanbul'da Bir Araştırma. *Afyon Kocatepe Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, *15 (2),* 403–448.

Ceylan, Ali; Turhan Korkmaz (2015). *Finansal Yönetim Temel Konular*. 9. Baskı, Ekin Basın Yayın Dağıtım, Bursa.

Choi, In (2001). Unit Roots Tests for Panel Data. *Journal of International Money And Finance, 20,* 229-272.

Cokins, Gary (2004). *Performance Management: Finding the Missing Pieces, To Close The İntelligence Gap.* John Wiley Sons, New Jersey.

Colley, John (2004). *What is Corporate Governance?*. Ohio: McGraw-Hill Professional Publishing.

Coşkun, Metin; Sayılır Özlem (2012). Relationship Between Corporate Governance and Financial Performance of Turkish Companies. *International Journal of Business and Social Science, 3(14),* 59-64

Çabuk, Adem; Lazol, İbrahim (2010). *Mali Tablolar Analizi*, Bursa: Ekin Basım Yayın Dağıtım.

Çağıran, Fevziye; Kayasandık, Alp Eren (2018). Karlılık Oranlarının İşletmelerin Kurumsal Yönetim Derecelendirme Notuna Etkisi: BİST Kurumsal Yönetim Endeksi'nde Panel Veri Analizi. İnovasyon ve Küresel Konular Kongresi, Antalya, 22-24 Kasım 2018, 1283-1298.

Çakır, Hafize; Küçükkaplan, İlhan (2012). İşletme Sermayesi Unsurlarının Firma Değeri ve Kârlılığı Üzerindeki Etkisinin İMKB'de İşlem Gören Üretim Firmalarında 2000-2009 Dönemi İçin Analizi. *Muhasebe ve Finansman Dergisi, (53),* 69-86.

Çarıkçı, İlker Hüseyin; Kalaycı, Şeref; Gök, İbrahim Yaşar (2009). Kurumsal Yönetim ve Şirket Performansı İlişkisi: İMKB Kurumsal Yönetim Endeksi Üzerine Bir Araştırma. *Akdeniz Üniversitesi Uluslararası Alanya İşletme Fakültesi Dergisi, 1(1),* 51-72.

Çatıkkaş, Özgür (2013). Kurumsal Yönetim İlkeleri, Marmara Üniversitesi Sürekli Eğitim Merkezi.

Çelik, Arzum; Digün Onur (2018). DuPont Analizi Yöntemiyle Türk Çimento Sektörü'nün Finansal Performansının Değerlendirilmesi. *Socıal Mentalıty And Researcher Thınkers Journal, 4(11),* 458-471.

Çıtak, Levent (2006). Kurumsal Yönetim Sistemlerinde Yakınsama. *İ.Ü. Siyasal Bilgiler Fakültesi Dergisi*, *(35),* 145–172.

Çonkar, Kemalettin; Elitaş, Cemal; Atar, Gökhan (2011). İMKB Kurumsal Yönetim Endeksi'ndeki Firmaların Finansal Performanslarının TOPSİS Yöntemi İle Ölçümü ve Kurumsal Yönetim Notu ile Analizi. *İstanbul Üniversitesi İktisat Fakültesi Mecmuası*, *61 (1),* 81–115.

Dabor, Alexander; Isiavwe, David (2015), "Impact of Corporate Governance on Firm's Performance", *International Journal of Economics, Commerce and Management*, *3(6),* 634-653.

Damak (2013). The Corporate Governance Mechanisms: Evidence from Tunisian Banks, *Journal of Business and Management, 9(6),* 61-68.

Deloof, Marc (2003). Does Working Capital Management Affects Profitability of Belgian Firms?. *Journal of Business Finance and Accounting, 30(3-4),* 573-587.

Demir, Erdal (2013). *Sermaye Piyasası Kurulu'nun Anonim Şirketlerdeki Yönetim Kuruluna İlişkin Kurumsal Yönetim İlkeleri*. Oniki Levha Yayınları, İstanbul.

Demirbaş, Mahmut; Uyar, Süleyman (2006). *Kurumsal Yönetim İlkeleri ve Denetim Komitesi*, İstanbul: Güncel Akademi.

Demirhan, Kamil; Sadioğlu Uğur (2016). İşlem Maliyeti Kuramı Çerçevesinde Devletin Gerekliliği Tartışması ve Güncel Kamu Yönetimi Yaklaşımları Üzerine Bir İnceleme. *Uluslararası Ekonomik Araştırmalar Dergisi*, *2 (4),*105–116.

Demsetz, Harold; Lehn, Kenneth (1985). The Structure of Corporate Ownership: Causes and Consequences. *Journal of Political Economy*, *93(6),* 1155–1177

Denis, Diane (2001). Twenty-five Years of Corporate Governance Research, and Counting. *Review of Financial Economics, 10 (3),* 191–212.

Denis, Diane; McConnell, John (2003). International Corporate Governance. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, *(38),* 1–36.

Deryal, Yahya; Mehmet Durgut (2009). Türk Ticaret Kanunu Tasarısı ile Anonim Şirketlerin Denetimine Getirilen Yenilikler. *Mali Çözüm Dergisi, 96*, 35-66.

Devers, Cynthia; Albert Cannella; Gregory Reılly; Michele Yoder (2007). Executive Compensation: A Multidisciplinary Review of Recent Developments. *Journal of Management*, *33 (6),* 1016–1072.

Dinç, Engin; Abdioğlu, Hasan (2009). İşletmelerde Kurumsal Yönetim Anlayışı ve Muhasebe Bilgi Sistemi İlişkisi: İMKB-100 Şirketleri Üzerine Ampirik Bir Araştırma. *Balıkesir Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, *12(21),* 157-184.

Doğan, Mesut (2007). *Kurumsal Yönetim.* Siyasal Kitabevi.

Doğan, Mesut (2016). Yönetici ve Yabancı Sahipliğinin Sermaye Yapısı Üzerindeki Etkileri: BİST'te Işlem Gören İmalat Sanayi Firmaları Üzerine Bir Araştırma. *Yönetim Bilimleri Dergisi*, *14 (28),* 49–69.

Doğan, Mesut (2018). Kurumsal Yönetimin Teorik Temelleri. *Uluslararası Yönetim Akademisi Dergisi*, *1(1),* 84–96.

Donaldson, Lex; Davis, James (1991). Stewardship Theory or Agency Theory: CEO Governance and Shareholder Returns. *Australian Journal of Management*, *16 (1),* 49–65.

Donaldson, Thomas; Lee, Preston (1995). The Stakeholder Theory of the Corporation: Concepts, Evidence and Implications. *The Academy of Management Review, 20 (1*): 65–91.

Drobetz, Wolfgang; Schillhofer, Andreas; Zimmermann Heinz (2004). Corporate Governance and Expected Stock Returns: Evidence from Germany. *European Financial Management, 10 (2),* 267–293.

Eccles, Robert; Ioannou, Ioannis; Serafeim, George (2014). The Impact of Corporate Sustainability on Organizational Processes and Performance. *Management Science*, *60(11),* 2835-2857.

Ege, İlhan; Topaloğlu, Emre; Özyamanoğlu, Murat (2013). Finansal Performans ile Kurumsal Yönetim Notları Arasındaki İlişki: BİST Üzerine Bir Uygulama. *Akademik Araştırmalar ve Çalışmalar Dergisi*, *5 (9),* 100-117.

Ege, İlhan; Topaloğlu, Emre (2015). *Uluslararası Bankacılık. Uluslararası Finans Teori, Politika ve Uygulama*. Gazi Kitabevi.

Ege, İlhan; Nur Topaloğlu, Tuğba (2017). Sahiplik Yapısının Sermaye Yapısı Kararlarına Etkisi: Borsa İstanbul'da Bir Uygulama. *Anemon Muş Alparslan Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi, 5 (2),* 471–492.

Eisenhardt, Kathleen (1989). Agency Theory: An Assessment and Review. *The Academy of Management Review, 14(1),* 57–74.

Elitaş, Cemal; Ağca, Veysel; Aydemir, Oğuzhan (2009). Yönetim Kurulu Yapısı İşleyişi ve Performans İlişkisi: Ege Bölgesi Örneği. *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, *42,* 103-116.

Erataş, Filiz; Nur, Hayriye; Özçalık, Melih (2013). Feldstein-Horioka Bilmecesinin Gelişmiş Ülke Ekonomileri Açısından Değerlendirilmesi: Panel Veri Analizi. *Çankırı Karatekin Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, *3(2)* , 18-33.

Erdoğan, Dilek; Demir, Yusuf (2015). Borsa İstanbul Kurumsal Yönetim Endeksi'ne Tabi Olmanın Firmanın Finansal Performansına Etkisi: 2007-2013 BİST 100 Örneği. *Namık Kemal Üniversitesi Sosyal Bilimler Metinleri, (4),* 1-19.

Ersoy, Ersan; Bayrakdaroğlu, Ali; Şamiloğlu, Famil (2011). Türkiye'de Kurumsal Yönetim ve Firma Performansı (Tobin Q ve Anormal Getiri) Arasındaki İlişkinin Analizi. *Finans Politik ve Ekonomik Yorumlar*, *48(554),* 71-83.

Ertikin, Kıvanç (2017). Bağımsız Denetimde Bir Dönüm Noktası: Enron Olayı ve Sarbanes - Oxley Yasası. *Mali Çözüm Dergisi, (141),* 101–119.

Ertugrul, Mine; Hegde, Shantaram (2009). Corporate Governance Ratings and Firm Performance. *Financial Management, 38(1),* 139-160.

Ertuğrul, Murat (2009). Finansal Performans Ölçümünde Dönüşümlerin Türkiye Açısından Değerlendirilmesi. *Anadolu Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi, 9(1),* 19-46.

Ertürk, Süleyman; Uçar, Mustafa; Günay, Yahya; Bilginer, Mesut (2016). TMS 33 - Hisse Başına Kazanç. *Kahramanmaraş Sütçü İmam Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi, 5(2),* 207-224.

Esen, Saban; Yılmaz, Nur (2015). Examinatıon of Corporate Governance Criterıa for Companıes Listed in Istanbul Stock Exchange 100 Index. *Research Journal of Business and Management, 2 (3),* 220–237.

Esendemirli, Ebru; Acar, Ece (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.

Fekadu, Gardachew (2015). Corporate Governance on Financial Performance of Insurance Industry. *Corporate Ownership and Control, 13 (1),* 1201–1209.

Ficici, Aysun; Aybar, Bülent (2012). Corporate Governance and Firm Value in Emerging Markets in Empırıcal Analysis of, DR Issuing Emerging Market Firms. *Emerging Markets Journal, 2(1),* 37-51.

Filatotchev, Igor; Boyd, Brian (2009). Taking Stock of Corporate Governance Research While Looking to the Future. *Corporate Governance: An International Review, 17,* 257-265.

Freeman, Edward; Jeffrey, Harrison; Andrew, Wicks; Bidhan Parmar; Simone de Colle (2010). *Stakeholder Theory*. The State of the Cambridge University Press.

Ghalayani, Alaa; Noble James (1996). The Changing Basis of Performance Measurement. *International Journal of Operations and Production Management, 16(8),* 63-80.

Ghazali, Mohd (2010). Ownership Structure, Corporate Governance and Corporate Performance in Malaysia. *International Journal of Commerce and Management, 20(2),* 109-119.

Gillan, Stuart (2006). Recent Developments in Corporate Governance: An Overview. *Journal of Corporate Finance*, *12 (3),* 381–402.

Granger, Clive; Newbold, Peter (1974). Spurious Regressions in Econometrics. *Journal of Econometrics, 2,* 111-120.

Guest, Paul (2009). The Impact of Board Size on Firm Performance: Evidence from the UK. *The European Journal of Finance. 15(4),* 385-404

Güçlü, Hakan (2010). *Kurumsal Yönetim Uyum Derecelendirmesi*. İstanbul: İMKB Yayını.

Gümüş, Gülüzar; Gümüş, Yusuf; Altunal, Işık (2017). Bankacılık Sektöründe Kurumsal Yönetim ve Finansal Performans İlişkisi: Türkiye ve Kazakistan Örneği. *Kastamonu Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi, 16 (2),* 104–121.

Hadri, Kaddour (2000). Testing for Stationarity in Heterogenous Panels. *Econometrics Journal, 3,* 148-161.

Herciu, Mihaela; Ogrean, Claudia; Belascu, Lucian (2011). A DuPont Analysis of the 20 Most Profitable Companies in The World. *International Conference on Business and Economics Research*, *1,* 45-48.

Hodgson, Allan; Lhaopadchan, Suntharee; Buakes, Sitapa (2011). How Iinformative is the Thai Corporate Governance Index? A Financial Approach. *International Journal of Accounting & Information Management, 19(1),* 53-79.

Horasan, Emre; Meydan, Cebrail; Yılmaz, Tuncer (2019). Sahiplik Yapısının Değer Odaklı Performans Ölçütleri Üzerindeki Etkisi: BİST İmalat Sektörü Üzerine Bir Uygulama. *İşletme Araştırmaları Dergisi, 11(1),* 720-731.

Hüseyni İbrahim, Doru Ömer (2017). Türkiye ve Gelişmiş Ülkelerde Turizm Gelirleri ve GSYH Arasındaki İlişkinin Yeni Nesil Panel Veri Testleri ile İncelenmesi. *Uluslararası Sosyal Araştırmalar Dergisi,* 10(53), 739-746.,

Im, Kuyong; Pesaran, Hashem; Shin, Yongcheol (2003). Testing for Unit Roots in Heterogenous Panels. *Journal of Econometrics*, *115 (1),* 53-74.

Işık, Yalçın; Saygılı, Sedef. (2006). *Kurumsal Şirket Yönetimi Performans İlişkisi ve Gelişme Perspektifi, Kurumsal Şirket Yönetimi*. Ankara: SPK Yayınları.

İçke, Başak; Aytürk, Yusuf (2012). Fiyat - Kazanç Oranı Etkisinin Değer Yatırım Stratejileri Kapsamında Analizi: İMKB İçin Ampirik Bir Uygulama. *Öneri Dergisi, 9 (35) ,* 103–115.

İçten, Orkun (2013). Hisse Başı Kazanç Kalitesinin, Hisse Başı İşletme Faaliyetlerinden Net Nakit Akışı ile Test Edilmesi ve İMKB Ticaret Endeksi Hisse Senetleri Örneği. *Maliye Finans Yazıları*. *27(98),* 47-62.

İstanbul Ticaret Odası (2012). *6102 sayılı Türk Ticaret Kanunu, Ticari İşletme ve Ticaret Şirketlerine Getirilen Yenilikler*. Rehber Yayınlar.

Johansen, Soren (1988). Statistical Analysis of Cointegration Vectors. *Journal of Economic Dynamics and Control*, *12*, 231-254

Jensen, Michael; Meckling, William (1976). Theory of the Firm: Managerial Behaviour, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, *3(4)*, 305–360.

Kabakçı, Yurdagül (2008). Sermaye Yapısı ile İşletme Performansı Arasındaki İlişki: Gıda Sektöründe Bir Uygulama, *Ege Akademik Bakış*, 8 (1), 167-182.

Kalemci, Arzu (2013). İşlem Maliyeti Kuramının Davranışsal Varsayımlarında Güvenin Yeri Tartışması. *İş Ahlakı Dergisi, 6 (2),* 55–83.

Kalmış, Halis (2010). *Örgütlerde Hesap verilebilirlik ve Şeffaflığın Aracı Olarak Performans Muhasebes*i. Orion Yayınevi, Ankara.

Kamal, Miko (2010). Corporate Governance and State-owned Enterprises: A Study of Indonesia's Code of Corporate Governance. *Journal of International Commercial Law and Technology*, (5), 206-224.

Kao, Chihwa (1999). Spurious Regression and Residual-Based Tests for Cointegration in Panel Data. *Journal Of Econometrics*, 1-44.

Kara, Esen; Acar, Duygu; Karabıyık, Lale (2015). Effects of Corporate Governance Level on The Financial Performance of Companies: A Research on BIST Corporate Governance Index (XKURY). *Ege Akademik Bakış Dergisi, 15 (2),* 265-274.

Kara, Hatice (2005). *Katma Değer Yaratmaya Dayalı Finansal Performans Ölçütü Olarak Eva (Economıc Value Added) İMKB Şirketleri Üzerine Bir Uygulama.* SPK Yayınları, Ankara.

Karadeniz, Erdinç; Koşan, Levent; Günay, Fatih; Dalak, Selda (2019). Otel İşletmelerinde Kârlılığı Etkileyen Değişkenlerin DuPont Analiz Tekniğiyle Ölçülmesi: Avrupa Borsalarında Ekonometrik Bir Analiz. *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, *(81) ,* 21-36.

Karakılıç, Ali; Vuran, Bengü (2019). Kurumsal Yönetim Uygulamalarının Firma Değerine Etkisi: Türkiye Uygulaması. *Muhasebe Enstitüsü Dergisi, 17 (60),* 9-19.

Karasu, Rauf (2013). 6102 Sayılı Türk Ticaret Kanunu ile Anonim Şirketlerde Kurumsal Yönetim ile İlgili Getirilen Yenilikler. *İnönü Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi, 4 (2),* 33–60.

Karayel, Mete; Gök, İbrahim (2009). Kurumsal Yönetim-Performans İlişkisi: İMKB Kurumsal Yönetim Endeksine Kayıtlı Halka Açık Şirketlerde Bir Araştırma. *Akademik Fener Dergisi, 12*, 9-28.

Kaya, Ferudun (2015). *Finansal Yönetim.* Beta Yayıncılık, İstanbul.

Keasey, Kevin; Thompson, Steve; Wright, Michale (2005). *Corporate Governance: Accountability, Enterprise and International Comparisons*. New Jersey: John Wiley&Sons.

Keskin, Halil İbrahim; Aksoy, Emre (2019). OECD ve Gelişmekte Olan Ülkelerde Gelir Artışı ve İşgücüne Katılım Arasındaki İlişki: Panel Eşbütünleşme Analizi. *Third Sector Social Economic Review*; 54(1), 1-20.

Keskin, Rıdvan; Gökalp, Füsun (2016). Çalışma Sermaye Yönetiminin Firma Kârlılığı Üzerine Etkisi: Panel Veri Analizi. *Doğuş Üniversitesi Dergisi, 17 (1),* 15-25.

Khan, Khurram; Nemati, Ali; Iftıkhar, Moazzam (2011). Impact of Corporate Governance on Firm Performance Evidence from the Tobacco Industry of Pakistan. *International Research Journal of Finance and Economics, 61*, 7-14.

Kılıç, Meltem; Ayrıçay, Yücel (2018). Yönetim Kurulu ve Sahiplik Yapısının Finansal Performans Üzerindeki Etkisi: BİST İmalat Sanayi Sektöründe Bir Alan Araştırması. *Afyon Kocatepe Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi, 20 (2),* 177–192

Kim, Hyo Jin; Yoon, Soon Suk (2007). Corporate Governance and Firm Performance in Korea. *Malaysian Accounting Review*, *6 (2),* 1–17.

Koçbulut, Özgür; Barış, Serap (2016). Avrupa Birliği Ülkelerinde İhracat ve Doğrudan Yabancı Yatırımların Kadın İstihdamı Üzerindeki Etkisi: Panel Veri Analizi. *Aydın İktisat Fakültesi Dergisi*, *1(2),* 22-39.

Koçbulut, Özgür, Altıntaş, Halil (2016). İkiz Açıklar ve Feldstein-Horioka Hipotezi: OECD Ülkeleri Üzerine Yatay Kesit Bağımlılığı Altında Yapısal Kırılmalı Panel Eşbütünleşme Analizi. *Erciyes Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi , 0 (48) ,* 145-174 .

Korent, Dina; Ivana Dundek; Marina Calopa (2014). Corporate Governance Practices and Firm Performance Measured by Croation Corporate Governnace Index (CCGI). *Economic Research, 27(1),* 222-231.

Koşan, Levent; Karadeniz, Erdinç (2014). Konaklama ve Yiyecek Hizmetleri Alt Sektörünün Finansal Performansının DuPont Finansal Analiz Sistemi Kullanılarak İncelenmesi, *Seyahat ve Otel İşletmeciliği Dergisi*, *11(2),* 75-89.

Krafft, Jackie; Ravix, Laurent (2008). Corporate Governance and the Governance of Knowledge: Rethinking the Relationship in terms of Corporate Coherence. *Economics of Innovation and New Technology*, *17(1-2),* 79-95.

Kula, Veysel (2006*). Kurumsal Yönetim Hissedarların Korunması Uygulamaları ve Türkiye Örneği*. Papatya Yayıncılık.

Kutukız, Doğan; Öncü, Akif (2009). Bağımsız Denetimin Anonim Ortaklıklarda Kurumsal Yönetimin Gelişmesine Etkisi. *Muhasebe-Finansman Dergisi*, *41,* 131–139.

Kyereboah-Coleman, Anthony; Biekpe, Nicholas (2006). The Relationship Between Board Size, Board Com position, CEO Duality and Firm Performance: Experience from Ghana. *Corporate Ownership and Control, 4(2),* 114-122.

Larcker, David; Richardson, Scott; Tuna, Irem (2007). Corporate Governance, Accounting Outcomes and Organizational Performance. *The Accounting Review, 82(4),* 963-1008.

Lee, Paul (2002). Not Badly Paid But Paid Badly, *Corporate Governance: An İnternational Review, 10 (2),* 69–74.

Lehmann, Erik; Weigand, Jürgen (1999). Does the Governed Corporation Perform Better? Governance Structures and Corporate Performance in Germany. *European Finance Review,* (4), 157–195.

Levin, Andrew; Lin, Chia; Chu, Shang (2002). Unit Root Tests in Panel Data: Asymptotic and Finite Sample Properties. *Journal of Econometrics, 10,* 1-24.

Maassen, Gregory Francesco (2012). *An International Comparison of Corporate Governance Models.* Amsterdam: Spencer Stuart Third Edition.

Maddala, Gary; Wu, Sahowen (1999). A Comparative Study of Unit Root Tests with Panel Data and a New Simple test. *Oxford Bulletin of Economics and Statistics, 61,* 631-652.

Mallin, Christine (2013). *Corporate Governance.* New York: Oxford University Press, Fourth Edition.

Martinez, Javier (2000). Assessing Quality, Outcome and Performance Management. *Workshop on Global Health Workforce Strategy*, Annecy, France, December:9-12.

Mashayekhi, Bita; Bazaz, Muhamed (2008). Corporate Governance and Firm Performance in Iran. *Journal of Contemporary Accounting and Economics*, *4(2),* 156-172.

Menteş, Ahmet (2009). *Kurumsal Yönetişim ve Türkiye Analizi.* İstanbul: Derin Yayınları.

Mercan, Mehmet; Peker, Osman; Göçer, İsmet. (2015). Ham Petrol Fiyat Artışlarının Enflasyonist Etkisi: Seçilmiş OECD Ülkeleri İçin Yapısal Kırılmalı Dinamik Panel Veri Analizi. *Doğuş Üniversitesi Dergisi, 16(2),* 123-137.

Moerland, Pieter (1995). Alternative Disciplinary Mechanism in Different Corporate Systems. *Journal of Economic Behavior and Organization, (26),* 17–34.

Moldasheva, Gulnara (2015). Corporate Governance Practices in Emergign Markets: Evidence From Kazakhstan Financial System. *Corporate Ownership and Control*, *13(1),* 889-906.

Moradi, Mahdi; Velashani, Muhammed; Omidfar, Mahdi (2017). Corporate Governance, Product Market Competition and Firm Performance: Evidence From Iran. *Humanomics, 33 (1),* 38–55.

Nargelecekenler, Mehmet (2011). Hisse Senedi Fiyatları ve Fiyat/Kazanç Oranı İlişkisi: Panel Verilerle Sektörel Bir Analiz. *Business and Economics Research Journal, 2(2),* 165–184.

Neely, Andy; Mills, John; Platts, Ken; Gregory, Mike; Richards, Huw (1996). Performance Measurement System Design: Should Process Based Approaches Be Adopted?. *International Journal of Production Economics*, *46(1),* 423-431.

Neely, Andy (2007). *Business Performance Measurement: Unifying Theory and Integrating Practice.* Cambridge University Press; 2 edition, New York.

Ntim, Colllins; Soobaroyen, Teerooven (2013). Corporate Governance and Performance in Socially Responsible Corporations: New Emperical Insights from a Neo-Institutional Framework. *Corporate Governance: An International Review,* 21(5), 468-494.

Oman, Charles (2001). *Corporate Governance and National Development*. OECD Technical Papers, No. 180.

Oral, Tolga; Polat, Erhan; Şit, Ahmet (2017). Borsa İstanbul Kurumsal Yönetim Endeksinde Yer Alan Şirketlerin Sermaye Yapıları ile Hisse Senedi Getirileri Arasındaki İlişkinin İncelenmesi. *Akademik Yaklaşımlar Dergisi, 8 (1)* ,126-141 .

Özelmas, Ebru Karpuzoğlu (2010). *Kurumsal Yönetişimde Yönetim Kurulu*. İstanbul: Hayat Yayıncılık.

Özsoy, Zeynep (2011). *Kurumsal Yönetim ve Yönetim Kurulları*. İmge Kitabevi, Ankara.

Öztürk, Hakkı (2010). Artık Kar, Özsermaye Serbest Nakit Akımı ve Defter Değerlerinin Şirketlerin Piyasa Değerleri Üzerindeki Etkileri: İMKB'de Amprik Bir Uygulama. *Maliye Finans Yazıları*, *24 (89),* 49–72.

Öztürk, Mutlu; Demirgüneş, Kartal (2008). Kurumsal Yönetim Bakış Açısıyla Entelektüel Sermaye. *Selçuk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, *(19),* 395–411.

Parker, Charles (2000). Performance Measurement. *Work Study, 49(2),* 63-66.

Pamukçu, Fatma (2011). Finansal Raporlama ile Kamuyu Aydınlatma ve Şeffaflıkta Kurumsal Yönetimin Önemi. *Muhasebe-Finansman Dergisi*, *(50),* 133–148.

Paslı, Ali (2004). *Anonim Ortaklık Kurumsal Yönetim*. Beta Basım Yayım Dağıtım A.Ş.

Pedroni, Peter (1999). Critical Values for Cointegration Tests in Heterogeneous Panels with Multiple Regressors. *Oxford Bulletin of Economics and Statistics*, *61(0),* 653-670.

Pedroni, Peter (2004). Panel Cointegration: Asymptotic and Finite Sample Properties of Pooled Time Series Tests with an Application to the Ppp Hypothesis. *Econometric Theory*, *20 (3),* 597-625.

Peng, Mike (2004). Outside Directors and Firm Performance During İnstitutional Transitions. *Strategic Management Journal, 25(5),* 453-471.

Pesaran, Hashem (2004). General Diagnostic Tests for Cross Section Dependence in Panels. *Cambridge Working Papers in Economics*, No: 0435.

Pesaran, Hashem (2007). A Simple Panel Unit Root Test in the Presence of Cross-Section Dependence. *Journal of Applied Econometrics, 22*, 265–312.

Rappaport, Alfred (1998). *Creating Shareholder Value: The New Standard for Business Performance.* The Free Press, New York.

Rasiah, Devinaga (2012). The Separation of Ownership and Control in Malaysian Domestic Companies. *International Conference on Economics, Business Innovation, (38),* 118–121.

Renders, Annelies; Gaeremynck, Ann; Sercu, Piet (2010). Corporate Governance Ratings and Company Performance: a Cross - European Study. *Corporate Governance: An International Review*, *18(2),* 87-106.

Rizwan, Muhammed; Asrar, Humera; Siddiqui, Noman (2016). The Impact of Corporate Governance on Financial Performance: An Empirical Investigation. *International Journal of Management Sciences and Business Research, 5(9),* 11-27.

Rosenstein, Stuart; Wyatt, Jeffrey (1990), Outside Directors, Board Independence and Shareholder Wealth. *Journal Of Financial Economics, 26,* 175-191.

Saldanlı, Arif (2012). Kurumsal Yönetim Endeks Performansının Analizi. *AİBÜ-İİBF Ekonomik ve Sosyal Araştırmalar Dergisi,* (8), 137–154.

Sancar, Gaye (2013). Kurumsal Sürdürülebilirlik Bağlamında Kurumsal Yönetişim: Kavramın Doğuşu, Gelişimi ve Değerlendirilmesi. *Selçuk Üniversitesi İletişim Fakültesi Akademik Dergisi, 8 (1),* 71–84.

Sevil, Güven; Temizel, Fatih; Meriç, Ekrem (2017). Fiyat Kazanç Oranı ve Ortalamaya Dönüş: BIST Holding Uygulaması. *Uluslararası Yönetim İktisat ve İşletme Dergis*i, *(17),* 780–787.

Seyidoğlu, Halil (2003). Uluslararası Mali Krizler, IMF Politikaları, Az Gelişmiş Ülkeler, Türkiye ve Dönüşüm Ekonomileri. *Doğuş Üniversitesi Dergisi*, *4 (2),* 141–156.

Shahzad, Farrukh; Ahmed, Naveed; Fareed, Zeeshan; Zulfiqar, Bushra (2015). Corporate Governance İmpact on Firm Performance: Evidence from Cement İndustry of Pakistan. *European Researcher*, 90(1), 37-47.

Sheikh, Ahmed; Wang, Zongjun; Khan, Shoaib (2013). The Impact of Internal Attributes of Corporate Governance on Firm Performance: Evidence From Pakistan. *International Journal of Commerce and Management, 23(1),* 38-55.

Shleifer, Andrei; Vishny, Robert (1997). A Survey of Corporate Governance, *The Journal of Finance, 52 (2),* 737–783.

Sloan, Richard (2001). Financial Accounting and Corporate Governance: A Discussion. *Journal of Accounting and Economics, 32,* 335-347.

Smith, Adam (1937). *The Wealth of Nations.* NewYork: Modern Library.

Solomon, Jill; Aris Solomon (2004). *Corporate Governance and Accountability*. John Wiley and Sons.

Sönmez, Asuman; Toksoy, Andaç (2011). Kurumsal Yönetim İlkelerinin Türkiye'deki Aile İşletmelerine Uygulanabilirliği. *Maliye ve Finans Yazıları Dergisi*, *25(92),* 58-65.

Spitzer, Dean (2007). *Transforming Performance Measurement: Rethinking The Way We Measure And Drive Organizational Success.* Amacom, New York.

Şengür, Evren Dilek (2011). Yeni Türk Ticaret Kanunu ile Anonim Şirketlerde Sermaye ile İlgili Getirilen Yenilikler. *Mali Çözüm Dergisi, (103)*, 97-120.

Şengür, Evren; Püskül, Seden (2015). İMKB Kurumsal Yönetim Endeksindeki Şirketlerin Yönetim Kurulu Yapısı ve İşletme Performansının Değerlendirilmesi. *Dumlupınar Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, *(31),* 33-50.

Şenol, Zekai; Ulutaş, Alptekin (2018). Muhasebe Temelli Performans Ölçümleri ile Piyasa Temelli Performans Ölçümlerinin CRITIC ve ARAS Yöntemleriyle Değerlendirilmesi. *Finans, Politik, Ekonomik Yorumlar Dergisi*, *(641),* 83–102.

Tanrıöven, Cihan; Küçükkaplan, İlhan; Başçı, Eşref (2005). Kurumsal Yönetimde Sahiplik Yapısı ve İMKB'de Faaliyet Gösteren Bankalar İçin Bir Uygulama. Orta Anadolu İşletmecilik Kongresi: Kurumsal Yönetim, Ankara, 13-14 Mayıs, 133-154.

Tatoğlu, Ferda (2016). *Panel Veri Ekonometrisi: Stata Uygulamalı.* İstanbul: Beta Basım.

Taylor, Mark; Sarno, Lucio. (1998). The Behaviour of Real Exchange Rates During the Post-Bretton Woods Period. *Journal of International Economics, 46,* 281-312.

Tarı, Recep (2010). *Ekonometri.* 6. Basım, Umuttepe Yayın No:32.

Taysı, Kemal (2020). Aktif Karlılığa Etki Eden Faktörlerin Panel Veri Analizi Yöntemiyle Belirlenmesi. *Journal of Original Studies, 1(1),* 15-30.

Temiz, Hüseyin; Dalkılıç, Elçin (2018). Sahiplik Yapısı ve Sermaye Kararları Arasındaki İlişkinin İncelenmesi: BİST İmalat Sektörü Örneği. *Abant İzzet Baysal Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, *1(4),* 171–188.

Thomsen, Steen; Pedersen, Torben (2000). Ownership Structure and Economic Performance in The Largest European Companies. *Strategic Management Journal*, *21 (6),* 689–705.

Todorovic, Igor (2013). Impact Of Corporate Governance on Performance of Companies. *Montenegrin Journal of Economics*, *9 (2),* 47–53.

Topaloğlu, Emre (2014). Finansal Krizlerin BIST Metal Eşya Makina Endeksi'nde Faaliyet Gösteren Firmaların Mali Performanslarına Etkisinin TOPSIS Yöntemi İle Ölçülmesi. *Yönetim ve Ekonomi Araştırmaları Dergisi, 22*, 286-305.

Topaloğlu, Emre Esat; Coşkun Nuran; Özkan Ceren (2016). Sahiplik Yapısı ile Finansal Performans Arasındaki İlişkinin Borsa İstanbul 30 Endeksi'ndeki Şirketlerde Test Edilmesi. *Finans Politik ve Ekonomik Yorumlar, 53 (620),* 87–109.

Toroslu, Vefa; Durmuş, Cem (2017). *Finansal Tablolar Analizi, Kavramlar ve Analiz Teknikleri*. Seçkin Yayıncılık, Ankara.

Trabelsi, Muhammed Ali (2010). Governance and Performance of Tunisian Banks. *International Journal of Economics and Finance. 2(3),* 189-198.

Tricker, Bob (2015). *Corporate Governance: Principles, Polices, and Practices (3rd Edition)*. Oxford: Oxford University Press.

Turan, Ülkü; Bayyurt, Nizamettin (2013). Kurumsal Yönetim, Mülkiyet Yapısı ve Performans. *Finans Politik ve Ekonomik Yorumlar*, *50(585),* 27-40.

Turnbull, Shann (1997). Corporate Governance: Its Scope, Concerns and Theories", Corporate Governance. *An International Rewiev, (5),* 180–205.

Tükenmez, Mine; Gençyürek, Ahmet; Karakelleoğlu, Mehmet (2017). Kurumsal Yönetim Derecelendirme Notlarının Şirketlerin Finansal Performansı Üzerindeki Etkisi. *Ege Stratejik Araştırmalar Dergisi, 8 (1),* 1–18.

Türkmen, Sibel; Çağıl, Gülcan (2012). İMKB'ye Kote Bilişim Sektörü Şirketlerinin Finansal Performanslarının TOPSIS Yöntemi ile Değerlendirilmesi. *Maliye Finans Yazıları*, *26 (95),* 59-78.

Uluyol, Osman; Veysel, Eren (2013). Finansal Rasyoların Firma Değerine Etkisi: Borsa İstanbul (BİST)'da Bir Uygulama. *Afyon Kocatepe Üniversitesi İİBF Dergisi*, *15(2),* 365-384.

Uyar, Süleyman (2004). Kurumsal Şeffaflığın Sağlanmasında Kurumsal Yönetim Anlayışının Önemi. *Mali Çözüm Dergisi*, *(66),* 155–169.

Uygurtürk, Hasan; Korkmaz, Turhan (2012). Finansal Performansın TOPSIS Çok Kriterli Karar Verme Yöntemi ile Belirlenmesi: Ana Metal Sanayi İşletmeleri Üzerine Bir Uygulama. *Eskişehir Osmangazi Üniversitesi İİBF Dergisi*, 7(2), 95-115.

Uysal, Şener (2015). Performans Yönetimi Sisteminin Tanımı, Tarihçesi, Amaç ve Temel Unsurlarına Genel Bir Bakış. *Electronic Journal of Vocational Colleges*, *5 (2),* 32-39.

Ülgen, Hayri; Mirze, Kadri (2004). *İşletmelerde Stratejik Yönetim.* Literatür Yayınları, İstanbul.

Ünlü, Ulaş; Bayrakdaroğlu, Ali; Şamiloğlu, Famil. (2011). Yönetici Sahipliği ve Firma Değeri: İMKB İçin Ampirik Bir Uygulama. *Ankara Üniversitesi SBF Dergisi*, *66 (2),* 201-214.

Velnampy, Thirunavukkarasu (2013). Corporate Governance and Firm Performance: A Study of Sri Lankan Manufacturing Companies. *Journal of Economics and Sustainable Development, 4(3),* 228-236.

Verweire, Kurt; Berghe, Lutgart (2004). *Integrated Performance Management; A Guide to Strategy Implementation.* Sage Publications, London.

Vo, Duc; Phan, Thuy (2013). Corporate Governance and Firm Performance: Empirical Evidence from Vietnam. *Journal of Economic Development,* 62-78.

Vo, Ducand; Nguyen, Tri (2014). The Impact of Corporate Governance on Firm Performance: Empricial Study in Vietnam. *International Journal of Economics and Finance,* 6 (6), 1–13.

Weimer, Jeroen; Pape, Joost (1999). A Taxonomy of Systems of Corporate Governance. *Corporate Governance*, *7 (2),* 152–166.

Welch, Emma; (2003). The Relationship Between Ownership Structure and Performance in Listed Australian Companies. *Australian Journal of Management, 28 (3),* 287-305.

Westerlund, Joakim; Edgerton, David (2006). Simple Tests for Cointegration in Dependent Panels with Structural Breaks. University Department of Economics Working Papers, 13.

Westerlund, Joakim. (2007). Testing for Error Correction in Panel Data. *Oxford Bulletin of Economics and Statistics*, *69 (6),* 709-748.

Yalçınkaya, Ömer; Yazgan, Şekip (2016). Kurumsal Yapının Ekonomik Büyüme Üzerindeki Etkileri: G-20 Ülkeleri Üzerinde Bir Uygulama (1996-2014). *Business and Economics Research Journal, 7(4),* 31-50.

Yaslıdağ, Beyhan (2016). *Uygulamalı Finansal Analiz.* Seçkin Yayıncılık, Ankara.

Yazdanfar, Darush; Öhman, Peter. (2014). The İmpact of Cash Conversion Cycle on Firm Profitability: An Empirical Study Based on Swedish Data. *International Journal of Managerial Finance, 10(4),* 442-452.

Yenice, Sedat; Dölen, Tuğba (2013). İMKB'de İşlem Gören Firmaların Kurumsal Yönetim İlkelerine Uyumunun Firma Değeri Üzerindeki Etkisi. *Uluslararası İktisat ve İşletme Yönetim Dergisi*, *9 (19),* 199–214.

Yıldırım, Murat; Demireli, Erhan (2009). Kurumsal Yönetim, Mülkiyet ve Kontrol Yapıları ve Şirketlerin Finansal Performanslarına Etkileri. *Finans, Politik, Ekonomik Yorumlar Dergisi, 46 (532),* 81–96.

Yıldırım, Murat; Altan, İnci; Gemici, Rafet (2018). Kurumsal Yönetim ile Finansal Performans Arasındaki İlişkinin Entropi Ağırlıklandırmalı TOPSIS Yöntemi ile Değerlendirilmesi: BİST'te İşlem Gören Gıda ve İçecek Şirketlerinde Bir Araştırma. *Muhasebe ve Vergi Uygulamaları Dergisi*, *11 (2),* 130-152.

Yıldız, Ayşe (2012). Yabancı Portföy Yatırımlarını Etkileyen Faktörlerin Belirlenmesi. *Atatürk Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi, 26(1) ,* 23-37.

Yıldız, Feyyaz; Doğan, Mesut (2012). Genel Müdürün Yönetim Kurulu Üyesi Olması Halinin Menkul Kıymet Yatırım Ortaklığı Firmalarının Performansına Etkisi. *Süleyman Demirel Üniversitesi İİBF Dergisi, 17(2),* 353-366.

Yılmaz, Özlem (2010). Bankalarda Kurumsal Yönetim ve Entelektüel Sermaye İlişkisi. *Selçuk Üniversitesi Sosyal Bilimler MYO Dergisi, 13 (1–2),* 1–12.

Yörük, Nevin (2006). Aile Şirketlerinde Kurumsallaşma ve Halka Açılmanın Finansal Performans Üzerine Etkisi: Halka Açık Bir Aile Şirketi Üzerinde Vaka Çalışması. *SÜ İİBF Sosyal ve Ekonomik Araştırmalar Dergisi, 6 (12),* 180–202.

Zengin, Asiye Nur; Yılmaz, Ayşe (2017). Kurumsal Yönetim İlkeleri ve Standartları. *Uluslararası Sosyal Araştırmalar Dergisi*, *10 (38),* 684-702.

**İnternet Kaynakları**

BDDK (2005). http://www.bddk.org.tr/ContentBddk/dokuman/mevzuat_0001.pdf, (Erişim Tarihi: 24.02.2020).

BİST (2020). https://www.borsaistanbul.com/endeksler/BİST-pay-endeksleri/kurumsal-yonetim-endeksi, (Erişim Tarihi: 24.02.2020).

Cadbury Report (1992). The Financial Aspects of Corporate Governance, http://www.ecgi.org/codes/documents/cadbury.pdf, (Erişim Tarihi: 24.02.2020).

Finnet Mali Analiz Programı, www.finnet2000.com, (Erişim Tarihi: 24.02.2020).

Greenbury Report (1995). Report of a Study Group Chaired by Sir Richard Greenbury, http://www.ecgi.org/codes/documents/greenbury.pdf, (Erişim Tarihi: 24.02.2020)

Hampel Report, The Committee on Corporate Governance: Final Report (1998). http://www.ecgi.org/codes/documents/hampel.pdf, (Erişim Tarihi: 24.02.2020)

http://kisi.deu.edu.tr//hamdi.emec/UygEko/ZAMAN_SERI_ANALIZINDE_TEMEL_KAVRAMLAR.pdf, (Erişim Tarihi: 24.02.2020)

http://www.jcrer.com.tr/, (Erişim Tarihi: 24.02.2020)

http://www.saharating.com, (Erişim Tarihi: 24.02.2020)

http://www.spk.gov.tr/Duyuru/Goster/20140103/3, (Erişim Tarihi: 24.02.2020).

http://www.spk.gov.tr/Sayfa/Dosya/67, (Erişim Tarihi: 24.02.2020)

http://www.spk.gov.tr/Sayfa/Index/6/10/1, (Erişim Tarihi: 24.02.2020)

http://www.spk.gov.tr/Sayfa/Index/6/10/2, (Erişim Tarihi: 24.02.2020)

http://www.tkyd.org/tr/faaliyetler-kurumsal-yonetim-odulleri.html, (Erişim Tarihi: 24.02.2020)

http://www.tkyd.org/tr/sss.html#sss-kurumsal-yonetim-nedir.html, (Erişim Tarihi: 24.02.2020)

http://www.tkyd.org/tr/tkyd.html, (Erişim Tarihi: 24.02.2020)

https://www.kobirate.com.tr/, (Erişim Tarihi: 24.02.2020)

https://www.kobirate.com.tr/content/Kurmsal-Yonetim-Endeksi.pdf, (Erişim Tarihi: 24.02.2020)

KAP, Kamuyu Aydınlatma Platformu, Merkezi Kayıt Kuruluşu A.Ş., https://www.kap.org.tr/tr/Endeksler, (Erişim Tarihi: 24.02.2020).

McKinsey&Company (2000). Investor Opinion Survey on Corporate Governance, http://www.oecd.org/dataoecd/56/7/1922101.pdf, (Erişim Tarihi: 24.02.2020)

Odabaşı, Cahit; Ergen, Hasan (2016). Bağımsız Denetimde Kamu Gözetimi ve Skandallar. *Muhasebe ve Denetim Dünyası Dergisi,* 1-11. <http://www.kgkuzder.org.tr/upload/files/Bagimsiz_Denetimde_Kamu_gozetimi_ve_Skandallar.pdf>

OECD (1999). Principles of Corporate Governance, Paris. https://www.oecd.org/officialdocuments/publicdisplaydocumentpdf/?cote=C/MIN(99)6&docLanguage=En, (Erişim Tarihi: 24.02.2020)

OECD (2004). Kurumsal Yönetim İlkeleri, Kurumsal Yönetim Derneği ve Ekonomik İşbirliği ve Kalkınma Örgütü. http://www.tkyd.org/files/downloads/faaliyet_alanlari/yayinlarimiz/tkyd_yayinlari/oecd2004.pdf, (Erişim Tarihi: 24.02.2020)

OECD (2004a). Principles of Corporate Governance, Paris. http://www.oecd.org/corporate/ca/corporategovernanceprinciples/31557724.pdf, (Erişim Tarihi: 24.02.2020)

OECD (2015). G20/OECD Kurumsal Yönetim İlkeleri. http://www.oecd.org/daf/ca/Corporate-Governance-Principles-TUR.pdf, (Erişim Tarihi: 24.02.2020)

TBB (1999). Türkiye Bankalar Birliği Türkiye Bankalar Birliği, "Bankalarda Kurumsal Yönetim", (1999), http://www.tbb.org.tr/tr/arastirma-ve-yayinlar/arastirma-ve-sunumlar/1999---1998/276 (Erişim Tarihi: 24.02.2020).

TBB (2000). "IMF"nin Tavsiye Ettiği Uluslararası Standartlar", http://www.tbb.org.tr/tr/arastirma-ve-yayinlar/arastirma-ve-sunumlar/2001-2000/277 (Erişim Tarihi: 24.02.2020).

TDK (2020). Türk Dil Kurumu, www.tdk.gov.tr, (Erişim Tarihi: 24.02.2020).

TKYD (2011). Ekonomi Gazeteciliği İçin Kurumsal Yönetim El Kitabı, Türkiye Kurumsal Yönetim Derneği Yayınları, http://www.tkyd.org/files/downloads/faaliyet_alanlari/yayinlarimiz/tkyd_yayinlari/ekonomi_gazeteciligi_icin_kurumsal_yonetim_el_kitabi.pdf, (Erişim Tarihi: 24.02.2020)

TKYD (2020). Türkiye Kurumsal Yönetim Derneği, http://www.tkyd.org/tr/default.html, (Erişim Tarihi: 24.02.2020).

Tunç, Ferruh (2011). Yeni Türk Ticaret Kanunu'nda Kurumsallaşmayla İlgili Düzenlemeler. X. Türkiye Muhasebe Denetimi Sempozyumu Kurumsallaşma ve Denetim Konferansı, Antalya, 1-7, <http://archive.ismmmo.org.tr/docs/SEMPOZYUMLAR/SEMPOZYUM_10/sunumlar/FERRUHTUNC.pdf>

TÜSİAD (2005). Türk Sanayicileri ve İşadamları Derneği, Sermaye Piyasaları İçin Örnek Şirket Yapısı Raporu, http://www.tusiad.org.tr/__rsc/shared/file/sermaye.pdf, (Erişim Tarihi: 24.02.2020).

TÜSİAD (2002). Kurumsal Yönetim En İyi Uygulama Kodu: Yönetim Kurulunun Yapısı ve İşleyişi, TÜSİAD, İstanbul https://www.tusiad.org/tr/yayinlar/raporlar/item/download/1775_a0ee99fa6cd348256296c7766bd9ec68 (Erişim Tarihi: 24.02.2020)

www.drcrating.com/, (Erişim Tarihi: 24.02.2020)

**Kanunlar, Yönetmelikler**

6102 Sayılı Türk Ticaret Kanunu, https://www.mevzuat.gov.tr/MevzuatMetin/1.5.6102.pdf

Kurumsal yönetim derecelendirme tebliği (http://www.resmigazete.gov.tr/eskiler/2007/07/20070712-24.htm;)

# EKLER

# EK 1

## Kurumsal Yönetim Endeksinde Yer Alan ve Veri Setine Dahil Olan 15 Şirketin 2013:Q1-2017:Q4 Dönemine Ait Finansal Performans Oranları

Hürriyet Gazetecilik Ve Matbaacılık A.Ş. (HURGZ)'ye ait Finansal Performans Oranları

| YILLAR | Özkaynak Karlılığı | Aktif Karlılığı | TOBIN Q | pd/dd | Firma Büyüklüğü | Finansal kaldıraç Oranı |
|---|---|---|---|---|---|---|
| 2013 Q1 | -1,92 | -0,84 | 0,85 | 0,75 | 9,16 | 49,87 |
| 2013 Q2 | -1,77 | -0,79 | 0,79 | 0,63 | 9,15 | 48,74 |
| 2013 Q3 | -3,11 | -1,41 | 0,75 | 0,57 | 9,16 | 48,07 |
| 2013 Q4 | -9,02 | -4,1 | 0,72 | 0,49 | 9,15 | 49,73 |
| 2014 Q1 | -3,77 | -1,75 | 0,73 | 0,49 | 9,14 | 49,82 |
| 2014 Q2 | -3,02 | -1,43 | 0,75 | 0,53 | 9,13 | 49,08 |
| 2014 Q3 | -4,01 | -1,98 | 0,72 | 0,51 | 9,07 | 45,97 |
| 2014 Q4 | -31,02 | -14,21 | 1,05 | 1,14 | 8,97 | 54,31 |
| 2015 Q1 | 1,17 | 0,53 | 0,93 | 0,85 | 8,99 | 56,61 |
| 2015 Q2 | -1,75 | -0,82 | 0,93 | 0,85 | 8,97 | 53,74 |
| 2015 Q3 | -0,27 | -0,13 | 0,91 | 0,79 | 8,96 | 55,43 |
| 2015 Q4 | -7,74 | -3,37 | 0,97 | 0,89 | 8,94 | 59,56 |
| 2016 Q1 | -4,72 | -2,03 | 0,96 | 0,88 | 8,92 | 57,99 |
| 2016 Q2 | -8,46 | -3,76 | 0,95 | 0,83 | 8,93 | 59,94 |
| 2016 Q3 | -10,49 | -4,53 | 1,16 | 0,4 | 8,93 | 58,96 |
| 2016 Q4 | -18,49 | -8,02 | 0,99 | 0,99 | 8,97 | 55,38 |
| 2017 Q1 | -5,03 | -2,17 | 0,96 | 0,91 | 8,98 | 56,36 |
| 2017 Q2 | -18,95 | -7,86 | 1,09 | 1,24 | 8,94 | 59,35 |
| 2017 Q3 | -36,03 | -14,05 | 1,47 | 2,25 | 8,91 | 62,23 |
| 2017 Q4 | -74,14 | -31,07 | 1,56 | 2,45 | 8,88 | 60,59 |

Aygaz A.Ş.'ye (AYGAZ) ait Finansal Performans Oranları

| YILLAR | Özkaynak Karlılığı | Aktif Karlılığı | TOBIN Q | pd/dd | Firma Büyüklüğü | Finansal Kaldıraç Oranı |
|---|---|---|---|---|---|---|
| 2013 Q1 | 1,72 | 1,34 | 1,27 | 1,34 | 9,49 | 21,39 |
| 2013 Q2 | 3,54 | 2,65 | 1,16 | 1,23 | 9,48 | 28,1 |
| 2013 Q3 | 8,57 | 6,38 | 1,13 | 1,19 | 9,50 | 28,52 |
| 2013 Q4 | 8,88 | 6,68 | 1,06 | 1,1 | 9,50 | 29,63 |
| 2014 Q1 | 3,66 | 2,59 | 1,11 | 1,17 | 9,53 | 36,53 |
| 2014 Q2 | 6,7 | 4,71 | 1,14 | 1,2 | 9,52 | 30,96 |
| 2014 Q3 | 9,37 | 6,58 | 1,14 | 1,2 | 9,53 | 30,97 |
| 2014 Q4 | 9,47 | 6,6 | 1,17 | 1,25 | 9,53 | 30,86 |
| 2015 Q1 | 2,4 | 1,52 | 1,15 | 1,24 | 9,56 | 36,31 |
| 2015 Q2 | 6,91 | 4,68 | 1,18 | 1,27 | 9,55 | 33,56 |
| 2015 Q3 | 11,32 | 7,52 | 1,11 | 1,18 | 9,59 | 35,88 |
| 2015 Q4 | 16,84 | 11,42 | 1,10 | 1,16 | 9,59 | 33,33 |
| 2016 Q1 | 2,63 | 1,72 | 1,24 | 1,36 | 9,60 | 33,19 |
| 2016 Q2 | 6,41 | 4,18 | 1,20 | 1,31 | 9,60 | 35,88 |
| 2016 Q3 | 10,72 | 6,96 | 1,13 | 1,21 | 9,61 | 34,36 |
| 2016 Q4 | 15,54 | 10,2 | 1,20 | 1,32 | 9,62 | 35,2 |
| 2017 Q1 | 6,15 | 3,72 | 1,44 | 1,81 | 9,65 | 45,03 |
| 2017 Q2 | 12,39 | 7,85 | 1,46 | 1,74 | 9,63 | 37,35 |
| 2017 Q3 | 17,78 | 11,21 | 1,35 | 1,58 | 9,67 | 39,14 |
| 2017 Q4 | 20,38 | 12,55 | 1,26 | 1,65 | 9,69 | 41,74 |

Tüpraş-Türkiye Petrol Rafinerileri A.Ş.'ye (TUPRS) ait Finansal Performans Oranları

| YILLAR | Özkaynak Karlılığı | Aktif Karlılığı | TOBIN Q | pd/dd | Firma Büyüklüğü | Finansal Kaldıraç Oranı |
|---|---|---|---|---|---|---|
| 2013 Q1 | 2,67 | 0,72 | 1,49 | 2,77 | 10,25 | 71,98 |
| 2013 Q2 | 6,69 | 1,53 | 1,41 | 2,84 | 10,27 | 77,45 |
| 2013 Q3 | 23,23 | 5,48 | 1,26 | 2,15 | 10,34 | 76,94 |
| 2013 Q4 | 24,09 | 6,34 | 1,25 | 2,11 | 10,32 | 75,69 |
| 2014 Q1 | 10,04 | 2,52 | 1,27 | 2,18 | 10,36 | 76,8 |
| 2014 Q2 | 17,89 | 4,31 | 1,31 | 2,22 | 10,34 | 74,14 |
| 2014 Q3 | 22,84 | 5,57 | 1,24 | 1,93 | 10,36 | 73,93 |
| 2014 Q4 | 25,94 | 6,77 | 1,34 | 2,25 | 10,34 | 71,67 |
| 2015 Q1 | 4,8 | 1,2 | 1,40 | 2,47 | 10,36 | 72,63 |
| 2015 Q2 | 15,78 | 4,28 | 1,41 | 2,46 | 10,39 | 71,34 |
| 2015 Q3 | 26,35 | 7,01 | 1,43 | 2,57 | 10,42 | 72,53 |
| 2015 Q4 | 35,27 | 10,76 | 1,35 | 2,1 | 10,40 | 67,14 |
| 2016 Q1 | 1,07 | 0,32 | 1,43 | 2,35 | 10,42 | 67,37 |
| 2016 Q2 | 5,79 | 1,59 | 1,32 | 2,21 | 10,44 | 73,32 |
| 2016 Q3 | 13,24 | 3,47 | 1,21 | 1,84 | 10,48 | 74,42 |
| 2016 Q4 | 21,88 | 6,33 | 1,30 | 2,19 | 10,49 | 73,84 |
| 2017 Q1 | 11 | 2,89 | 1,44 | 3,08 | 10,53 | 78,23 |
| 2017 Q2 | 28,71 | 7,77 | 1,50 | 2,82 | 10,51 | 72,21 |
| 2017 Q3 | 37,48 | 9,78 | 1,55 | 3,05 | 10,57 | 73 |
| 2017 Q4 | 41,29 | 10,99 | 1,52 | 2,93 | 10,58 | 72,54 |

Anadolu Efes Biracılık Ve Malt Sanayii A.Ş.''ye (AEFES) ait Finansal Performans Oranları

| YILLAR | Özkaynak Karlılığı | Aktif Karlılığı | TOBIN Q | pd/dd | Firma Büyüklüğü | Finansal Kaldıraç Oranı |
|---|---|---|---|---|---|---|
| 2013 Q1 | 33,48 | 19,27 | 1,44 | 1,94 | 10,21 | 37,26 |
| 2013 Q2 | 35,71 | 19,63 | 1,36 | 1,84 | 10,24 | 39,73 |
| 2013 Q3 | 35,87 | 20,39 | 1,17 | 1,46 | 10,24 | 36,57 |
| 2013 Q4 | 32,06 | 15,93 | 1,01 | 1,44 | 10,34 | 39,81 |
| 2014 Q1 | -1,1 | -0,52 | 1,04 | 1,54 | 10,34 | 39,78 |
| 2014 Q2 | 2,34 | 1,1 | 1,09 | 1,62 | 10,35 | 39,4 |
| 2014 Q3 | 2,52 | 1,21 | 1,09 | 1,66 | 10,34 | 37,94 |
| 2014 Q4 | -5,96 | -2,41 | 1,08 | 1,77 | 10,30 | 41,21 |
| 2015 Q1 | -2,48 | -0,98 | 1,02 | 1,63 | 10,33 | 42,31 |
| 2015 Q2 | -0,45 | -0,18 | 1,07 | 1,77 | 10,36 | 44,05 |
| 2015 Q3 | -2,03 | -0,79 | 0,97 | 1,53 | 10,37 | 43,62 |
| 2015 Q4 | -2,58 | -0,94 | 0,93 | 1,45 | 10,34 | 42,96 |
| 2016 Q1 | 0,77 | 0,28 | 1,01 | 1,64 | 10,34 | 43,36 |
| 2016 Q2 | 2,88 | 1,01 | 0,94 | 1,44 | 10,36 | 43,97 |
| 2016 Q3 | 4,37 | 1,55 | 0,88 | 1,28 | 10,37 | 42,67 |
| 2016 Q4 | -0,83 | -0,3 | 0,82 | 1,13 | 10,40 | 42,19 |
| 2017 Q1 | -0,97 | -0,34 | 0,87 | 1,21 | 10,43 | 43,3 |
| 2017 Q2 | 1,04 | 0,36 | 0,93 | 1,39 | 10,43 | 44,69 |
| 2017 Q3 | 3,82 | 1,31 | 0,90 | 1,29 | 10,46 | 47,01 |
| 2017 Q4 | 1,57 | 0,54 | 0,95 | 1,46 | 10,47 | 46,95 |

Pınar Entegre Et Ve Un Sanayii A.Ş.'ye (PETUN) ait Finansal Performans Oranları

| YILLAR | Özkaynak Karlılığı | Aktif Karlılığı | TOBIN Q | pd/dd | Firma Büyüklüğü | Finansal Kaldıraç Oranı |
|---|---|---|---|---|---|---|
| 2013 Q1 | 2,43 | 1,81 | 0,96 | 0,94 | 8,63 | 24,31 |
| 2013 Q2 | 5,93 | 4,19 | 1,01 | 1,01 | 8,63 | 28,45 |
| 2013 Q3 | 9,57 | 7,04 | 0,93 | 0,91 | 8,64 | 25,74 |
| 2013 Q4 | 11,79 | 8,96 | 0,98 | 0,98 | 8,64 | 24,53 |
| 2014 Q1 | 2,84 | 2,04 | 1,28 | 1,41 | 8,66 | 32,01 |
| 2014 Q2 | 6,77 | 4,91 | 1,15 | 1,2 | 8,64 | 26,49 |
| 2014 Q3 | 9,65 | 7,09 | 1,13 | 1,18 | 8,66 | 27,36 |
| 2014 Q4 | 13,07 | 9,99 | 1,14 | 1,15 | 8,64 | 22,56 |
| 2015 Q1 | 4,35 | 3 | 1,16 | 1,23 | 8,67 | 29,95 |
| 2015 Q2 | 8,25 | 6,02 | 1,16 | 1,22 | 8,68 | 27,53 |
| 2015 Q3 | 12,18 | 8,84 | 1,17 | 1,24 | 8,70 | 27,48 |
| 2015 Q4 | 17,72 | 13,77 | 1,15 | 1,2 | 8,71 | 22,08 |
| 2016 Q1 | 4,73 | 3,32 | 1,20 | 1,28 | 8,73 | 29,73 |
| 2016 Q2 | 8,3 | 5,99 | 1,12 | 1,17 | 8,73 | 28,08 |
| 2016 Q3 | 12,24 | 8,96 | 1,05 | 1,07 | 8,74 | 26,21 |
| 2016 Q4 | 14,47 | 11,17 | 1,05 | 1,08 | 8,73 | 23,41 |
| 2017 Q1 | 4,06 | 2,82 | 1,14 | 1,2 | 8,75 | 31,24 |
| 2017 Q2 | 6,47 | 4,65 | 1,04 | 1,06 | 8,74 | 28,09 |
| 2017 Q3 | 11,41 | 8,38 | 0,99 | 0,99 | 8,76 | 26,92 |

Pınar Su Sanayi Ve Ticaret A.Ş.'ye (PINSU) ait Finansal Performans Oranları

| YILLAR | Özkaynak Karlılığı | Aktif Karlılığı | TOBIN Q | pd/dd | Firma Büyüklüğü | Finansal Kaldıraç Oranı |
|---|---|---|---|---|---|---|
| 2013 Q1 | -1,02 | -0,66 | 0,77 | 0,63 | 8,08 | 36,19 |
| 2013 Q2 | 1,41 | 0,84 | 0,76 | 0,58 | 8,13 | 43,37 |
| 2013 Q3 | 0,01 | 0,01 | 0,81 | 0,67 | 8,14 | 44,3 |
| 2013 Q4 | -11,44 | -6,94 | 0,75 | 0,56 | 8,11 | 43,86 |
| 2014 Q1 | -3,54 | -1,97 | 0,82 | 0,64 | 8,16 | 51,34 |
| 2014 Q2 | -3,52 | -1,78 | 0,92 | 0,82 | 8,15 | 54,93 |
| 2014 Q3 | -2,91 | -1,47 | 0,91 | 0,8 | 8,15 | 54,99 |
| 2014 Q4 | 3,27 | 1,71 | 0,94 | 0,89 | 8,08 | 51,76 |
| 2015 Q1 | -0,65 | -0,3 | 0,92 | 0,83 | 8,11 | 54,93 |
| 2015 Q2 | -4,28 | -1,77 | 0,95 | 0,87 | 8,17 | 62,27 |
| 2015 Q3 | -3,36 | -1,35 | 0,91 | 0,76 | 8,20 | 64,07 |
| 2015 Q4 | -15,97 | -6,62 | 0,93 | 0,82 | 8,17 | 64,07 |
| 2016 Q1 | 2,18 | 0,79 | 0,94 | 0,78 | 8,26 | 70,11 |
| 2016 Q2 | -9,95 | -3,79 | 0,97 | 0,93 | 8,30 | 61,67 |
| 2016 Q3 | -15,75 | -5,41 | 0,98 | 0,93 | 8,34 | 66,81 |
| 2016 Q4 | -33,21 | -10,76 | 1,07 | 1,25 | 8,32 | 70,09 |
| 2017 Q1 | -7,77 | -2,17 | 1,10 | 1,37 | 8,35 | 73,72 |
| 2017 Q2 | -13,83 | -4,15 | 1,15 | 1,66 | 8,38 | 76,96 |
| 2017 Q3 | -15,96 | -4,37 | 1,12 | 1,55 | 8,39 | 77,8 |
| 2017 Q4 | -30,91 | -8,58 | 1,06 | 1,26 | 8,39 | 74,09 |

Pınar Süt Mamulleri Sanayii A.Ş.'ye PNSUT ait Finansal Performans Oranları

| YILLAR | Özkaynak Karlılığı | Aktif Karlılığı | TOBIN Q | pd/dd | Firma Büyüklüğü | Finansal Kaldıraç Oranı |
|---|---|---|---|---|---|---|
| 2013 Q1 | 3,46 | 2,5 | 1,37 | 1,52 | 8,80 | 28,08 |
| 2013 Q2 | 7,63 | 5,03 | 1,50 | 1,73 | 8,79 | 31,98 |
| 2013 Q3 | 10,42 | 7,38 | 1,55 | 1,77 | 8,81 | 29,02 |
| 2013 Q4 | 14,73 | 10,37 | 1,45 | 1,65 | 8,83 | 29,78 |
| 2014 Q1 | 4,68 | 3,17 | 1,45 | 1,7 | 8,86 | 36,07 |
| 2014 Q2 | 8,29 | 5,49 | 1,45 | 1,69 | 8,87 | 35,3 |
| 2014 Q3 | 11,51 | 7,82 | 1,74 | 2,13 | 8,88 | 34,6 |
| 2014 Q4 | 17,26 | 11,9 | 1,55 | 1,81 | 8,89 | 32,14 |
| 2015 Q1 | 4,93 | 3,04 | 1,76 | 2,27 | 8,90 | 40,28 |
| 2015 Q2 | 6,37 | 4,06 | 1,66 | 2,05 | 8,89 | 37,05 |
| 2015 Q3 | 7,7 | 4,9 | 1,50 | 1,81 | 8,90 | 38,05 |
| 2015 Q4 | 11,15 | 7,48 | 1,17 | 1,26 | 8,94 | 33,56 |
| 2016 Q1 | 4,89 | 2,96 | 1,18 | 1,3 | 8,96 | 38,77 |
| 2016 Q2 | 8,14 | 5,11 | 1,12 | 1,19 | 8,97 | 37,38 |
| 2016 Q3 | 10,24 | 6,46 | 1,07 | 1,11 | 8,96 | 36,05 |
| 2016 Q4 | 10,17 | 6,61 | 1,12 | 1,2 | 8,97 | 36,45 |
| 2017 Q1 | 4,2 | 2,51 | 1,13 | 1,22 | 8,99 | 41,71 |
| 2017 Q2 | 5,02 | 3,04 | 1,09 | 1,15 | 8,99 | 41,12 |
| 2017 Q3 | 6,08 | 3,64 | 1,01 | 1,02 | 9,01 | 43,82 |
| 2017 Q4 | 7,34 | 4,41 | 0,89 | 0,81 | 9,07 | 42,56 |

Coca-Cola İçecek A.Ş.'ye (CCOLA) ait Finansal Performans Oranları

| YILLAR | Özkaynak Karlılığı | Aktif Karlılığı | TOBIN Q | pd/dd | Firma Büyüklüğü | Finansal Kaldıraç Oranı |
|---|---|---|---|---|---|---|
| 2013 Q1 | 14,34 | 6,12 | 3,14 | 6,07 | 9,71 | 53,38 |
| 2013 Q2 | 19,41 | 8,02 | 3,04 | 6,12 | 9,75 | 55,3 |
| 2013 Q3 | 24,26 | 10,73 | 2,81 | 5,18 | 9,76 | 51,33 |
| 2013 Q4 | 21,92 | 8,82 | 2,46 | 5,11 | 9,84 | 59,01 |
| 2014 Q1 | 0,89 | 0,36 | 2,50 | 4,9 | 9,83 | 55,87 |
| 2014 Q2 | 8,92 | 3,56 | 2,48 | 4,87 | 9,84 | 55,95 |
| 2014 Q3 | 12,73 | 5,57 | 2,32 | 4,16 | 9,84 | 51,69 |
| 2014 Q4 | 11,27 | 4,44 | 1,78 | 4,25 | 9,85 | 53,16 |
| 2015 Q1 | -3,07 | -1,23 | 1,94 | 3,47 | 9,90 | 54,43 |
| 2015 Q2 | 1,93 | 0,75 | 1,88 | 3,38 | 9,93 | 55,61 |
| 2015 Q3 | 3,33 | 1,37 | 1,48 | 2,33 | 9,98 | 54,78 |
| 2015 Q4 | 3,53 | 1,45 | 1,59 | 2,62 | 9,95 | 53,7 |
| 2016 Q1 | 0,87 | 0,35 | 1,72 | 2,93 | 9,95 | 54,59 |
| 2016 Q2 | 5 | 1,98 | 1,50 | 2,38 | 9,97 | 53,94 |
| 2016 Q3 | 8,5 | 3,48 | 1,49 | 2,31 | 9,98 | 51,61 |
| 2016 Q4 | -0,72 | -0,29 | 1,32 | 1,96 | 10,01 | 52,21 |
| 2017 Q1 | -2,16 | -0,86 | 1,36 | 2,05 | 10,05 | 53,95 |
| 2017 Q2 | 3,56 | 1,42 | 1,46 | 2,33 | 10,05 | 54,2 |
| 2017 Q3 | 8,92 | 3,39 | 1,31 | 2,04 | 10,12 | 59,44 |
| 2017 Q4 | 5,26 | 1,99 | 1,24 | 1,84 | 10,12 | 59,39 |

İhlas Ev Aletleri İmalat Sanayi Ve Ticaret A.Ş.'ye (IHEVA) ait Finansal Performans Oranları

| YILLAR | Özkaynak Karlılığı | Aktif Karlılığı | TOBIN Q | pd/dd | Firma Büyüklüğü | Kaldıraç Oranı |
|---|---|---|---|---|---|---|
| 2013 Q1 | -13,1 | -8,31 | 0,74 | 0,68 | 8,45 | 31,66 |
| 2013 Q2 | -8,3 | -5,34 | 0,65 | 0,55 | 8,46 | 30,24 |
| 2013 Q3 | -8,65 | -5,58 | 0,66 | 0,55 | 8,47 | 31,48 |
| 2013 Q4 | -12,76 | -8,29 | 0,59 | 0,46 | 8,42 | 30,25 |
| 2014 Q1 | -0,13 | -0,08 | 0,56 | 0,42 | 8,44 | 28,16 |
| 2014 Q2 | 0,91 | 0,63 | 0,47 | 0,32 | 8,37 | 22,37 |
| 2014 Q3 | 0,11 | 0,08 | 0,50 | 0,33 | 8,38 | 24,91 |
| 2014 Q4 | 6,26 | 4,42 | 0,50 | 0,36 | 8,39 | 22,17 |
| 2015 Q1 | 4,28 | 3,04 | 0,46 | 0,3 | 8,41 | 22,69 |
| 2015 Q2 | 3,04 | 2,36 | 0,44 | 0,27 | 8,41 | 22,57 |
| 2015 Q3 | 3,03 | 2,28 | 0,37 | 0,31 | 8,42 | 25,08 |
| 2015 Q4 | 6,3 | 4,89 | 0,44 | 0,28 | 8,42 | 22,77 |
| 2016 Q1 | 0,31 | 0,24 | 0,44 | 0,27 | 8,43 | 23,26 |
| 2016 Q2 | -0,16 | -0,12 | 0,47 | 0,28 | 8,44 | 25,97 |
| 2016 Q3 | -0,53 | -0,39 | 0,49 | 0,3 | 8,41 | 27,35 |
| 2016 Q4 | -0,37 | -0,27 | 0,49 | 0,3 | 8,40 | 27,75 |
| 2017 Q1 | -0,06 | -0,04 | 0,61 | 0,45 | 8,41 | 28,02 |
| 2017 Q2 | 0 | 0 | 0,58 | 0,41 | 8,41 | 28,66 |
| 2017 Q3 | -0,67 | -0,48 | 0,72 | 0,6 | 8,42 | 29,35 |
| 2017 Q4 | -0,91 | -0,65 | 0,66 | 0,53 | 8,41 | 29,1 |

Otokar Otomotiv Ve Savunma Sanayi A.Ş.'ye (OTOKAR ) ait Finansal Performans Oranları

| YILLAR | Özkaynak Karlılığı | Aktif Karlılığı | TOBIN Q | pd/dd | Firma Büyüklüğü | Finansal kaldıraç Oranı |
|---|---|---|---|---|---|---|
| 2013 Q1 | 13,94 | 2,43 | 1,36 | 6,77 | 9,23 | 82,67 |
| 2013 Q2 | 25,31 | 4,54 | 2,00 | 6,97 | 9,14 | 83,27 |
| 2013 Q3 | 29,11 | 5,66 | 1,95 | 6,08 | 9,11 | 81,27 |
| 2013 Q4 | 37,5 | 8 | 1,03 | 4,83 | 9,13 | 80,13 |
| 2014 Q1 | 4,76 | 0,72 | 1,82 | 7,3 | 9,14 | 86,93 |
| 2014 Q2 | 20,66 | 3,44 | 1,89 | 6,4 | 9,12 | 83,45 |
| 2014 Q3 | 20,62 | 3,69 | 1,85 | 6,01 | 9,11 | 82,98 |
| 2014 Q4 | 28,12 | 5,57 | 2,48 | 8,52 | 9,09 | 80,23 |
| 2015 Q1 | -1,3 | -0,17 | 2,73 | 14,28 | 9,09 | 86,95 |
| 2015 Q2 | 0 | 0 | 2,34 | 12,46 | 9,15 | 88,31 |
| 2015 Q3 | 8,26 | 1,17 | 2,10 | 10,46 | 9,19 | 88,32 |
| 2015 Q4 | 32,48 | 5,6 | 2,18 | 8,79 | 9,20 | 84,72 |
| 2016 Q1 | 4,76 | 0,59 | 2,57 | 14,27 | 9,19 | 88,14 |
| 2016 Q2 | 8,93 | 1,03 | 2,30 | 12,35 | 9,22 | 88,68 |
| 2016 Q3 | 17,11 | 1,97 | 2,24 | 11,92 | 9,26 | 88,61 |
| 2016 Q4 | 28,56 | 4,11 | 2,65 | 13,18 | 9,25 | 86,38 |
| 2017 Q1 | 18,55 | 2,19 | 2,41 | 13,01 | 9,27 | 88,27 |
| 2017 Q2 | 14,11 | 1,6 | 2,33 | 12,7 | 9,26 | 88,61 |
| 2017 Q3 | 23,11 | 2,73 | 2,15 | 10,4 | 9,28 | 87,81 |
| 2017 Q4 | 37,77 | 5,24 | 2,33 | 10,48 | 9,30 | 85,89 |

Arçelik A.Ş.'ye (ARCLK ) ait Finansal Performans Oranları

| YILLAR | Özkaynak Karlılığı | Aktif Karlılığı | TOBIN Q | pd/dd | Firma Büyüklüğü | Finansal kaldıraç Oranı |
|---|---|---|---|---|---|---|
| 2013 Q1 | 3,73 | 1,3 | 1,49 | 2,45 | 10,02 | 64,66 |
| 2013 Q2 | 7,76 | 2,68 | 1,43 | 2,29 | 10,05 | 65,33 |
| 2013 Q3 | 11,64 | 4,09 | 1,34 | 1,99 | 10,06 | 65,1 |
| 2013 Q4 | 15,13 | 5,53 | 1,35 | 2,02 | 10,05 | 63,73 |
| 2014 Q1 | 3,51 | 1,19 | 1,35 | 2,08 | 10,07 | 66,04 |
| 2014 Q2 | 7,44 | 2,56 | 1,39 | 2,13 | 10,07 | 64,42 |
| 2014 Q3 | 10,9 | 3,74 | 1,32 | 1,93 | 10,09 | 65,34 |
| 2014 Q4 | 14,66 | 5,18 | 1,46 | 2,33 | 10,09 | 64,51 |
| 2015 Q1 | 3,48 | 1,17 | 1,47 | 2,39 | 10,10 | 65,64 |
| 2015 Q2 | 11,11 | 3,82 | 1,43 | 2,27 | 10,10 | 65,88 |
| 2015 Q3 | 15,16 | 5,09 | 1,36 | 2,11 | 10,16 | 66,98 |
| 2015 Q4 | 19,78 | 6,82 | 1,34 | 2,03 | 10,13 | 65,97 |
| 2016 Q1 | 3,53 | 1,18 | 1,60 | 2,83 | 10,14 | 66,86 |
| 2016 Q2 | 17,59 | 6,03 | 1,56 | 2,63 | 10,15 | 65,31 |
| 2016 Q3 | 21,43 | 7,32 | 1,60 | 2,71 | 10,17 | 66,47 |
| 2016 Q4 | 24,45 | 8,48 | 1,49 | 2,4 | 10,22 | 64,49 |
| 2017 Q1 | 4,53 | 1,48 | 1,45 | 2,54 | 10,27 | 67,43 |
| 2017 Q2 | 8,99 | 3,02 | 1,48 | 2,84 | 10,27 | 66,96 |
| 2017 Q3 | 12,79 | 4,33 | 1,56 | 2,36 | 10,30 | 67,12 |
| 2017 Q4 | 13,11 | 4,51 | 1,37 | 2,11 | 10,31 | 66,16 |

Tofaş Türk Otomobil Fabrikası A.Ş.'ye (TOASO ) ait Finansal Performans Oranları

| YILLAR | Özkaynak Karlılığı | Aktif Karlılığı | TOBIN Q | pd/dd | Firma Büyüklüğü | Finansal kaldıraç Oranı |
|---|---|---|---|---|---|---|
| 2013 Q1 | 6,18 | 1,69 | 1,77 | 3,82 | 9,80 | 72,76 |
| 2013 Q2 | 11,97 | 3,6 | 1,72 | 3,42 | 9,77 | 70,31 |
| 2013 Q3 | 17,05 | 5,44 | 1,74 | 3,39 | 9,77 | 69,02 |
| 2013 Q4 | 21,93 | 7,25 | 1,80 | 3,53 | 9,77 | 67,97 |
| 2014 Q1 | 7,84 | 2,16 | 1,71 | 3,55 | 9,79 | 69,61 |
| 2014 Q2 | 14,68 | 4,38 | 1,74 | 3,47 | 9,80 | 70,11 |
| 2014 Q3 | 20,54 | 6,38 | 1,67 | 3,14 | 9,82 | 68,86 |
| 2014 Q4 | 27,74 | 8,8 | 1,80 | 3,56 | 9,85 | 68,54 |
| 2015 Q1 | 11,17 | 3 | 1,78 | 4 | 9,88 | 74,04 |
| 2015 Q2 | 19,78 | 5,69 | 1,91 | 4,28 | 9,89 | 72,19 |
| 2015 Q3 | 27,23 | 7,42 | 1,77 | 4,14 | 9,95 | 75,6 |
| 2015 Q4 | 34,45 | 9,78 | 1,69 | 5,7 | 9,99 | 67,71 |
| 2016 Q1 | 10,9 | 2,72 | 1,89 | 4,67 | 10,00 | 75,78 |
| 2016 Q2 | 19,81 | 5,25 | 1,86 | 4,36 | 10,02 | 74,42 |
| 2016 Q3 | 27,5 | 7 | 1,75 | 3,85 | 10,03 | 73,65 |
| 2016 Q4 | 35,03 | 8,94 | 1,79 | 4,17 | 10,07 | 75,04 |
| 2017 Q1 | 9,99 | 2,34 | 1,88 | 8,67 | 10,09 | 81,43 |
| 2017 Q2 | 19,9 | 5,01 | 1,92 | 4,71 | 10,09 | 75,2 |
| 2017 Q3 | 28,05 | 7,25 | 1,94 | 4,71 | 10,11 | 74,55 |
| 2017 Q4 | 39,23 | 9,97 | 1,93 | 4,61 | 10,14 | 74,18 |

Türk Prysmian Kablo Ve Sistemleri A.Ş.'ye (PRKAB) ait Finansal Performans Oranları

| YILLAR | Özkaynak Karlılığı | Aktif Karlılığı | TOBIN Q | pd/dd | Firma Büyüklüğü | Finansal kaldıraç Oranı |
|---|---|---|---|---|---|---|
| 2013 Q1 | 2,76 | 0,93 | 1,12 | 1,38 | 8,64 | 68,94 |
| 2013 Q2 | 4,22 | 1,23 | 1,07 | 1,29 | 8,71 | 74,2 |
| 2013 Q3 | 5,27 | 1,59 | 1,05 | 1,18 | 8,68 | 72,23 |
| 2013 Q4 | 6,8 | 1,81 | 1,04 | 1,21 | 8,77 | 77 |
| 2014 Q1 | 0,19 | 0,05 | 1,01 | 1,03 | 8,77 | 76,83 |
| 2014 Q2 | 1,2 | 0,29 | 1,10 | 1,2 | 8,73 | 76,94 |
| 2014 Q3 | -1,97 | -0,48 | 1,04 | 1,2 | 8,77 | 78,55 |
| 2014 Q4 | 8,61 | 1,92 | 1,03 | 1,16 | 8,80 | 78,34 |
| 2015 Q1 | -0,79 | -0,19 | 1,01 | 1,03 | 8,76 | 76,02 |
| 2015 Q2 | -0,13 | -0,03 | 1,02 | 1,08 | 8,81 | 78,5 |
| 2015 Q3 | 7,79 | 1,69 | 0,99 | 0,95 | 8,83 | 78,06 |
| 2015 Q4 | 9,47 | 2,13 | 1,22 | 1,98 | 8,81 | 76,71 |
| 2016 Q1 | 4,4 | 1,12 | 1,26 | 1,97 | 8,77 | 73,14 |
| 2016 Q2 | 10,21 | 2,42 | 1,28 | 2,06 | 8,79 | 73,98 |
| 2016 Q3 | 7,66 | 1,87 | 1,20 | 1,77 | 8,76 | 72,76 |
| 2016 Q4 | 12,76 | 3,05 | 1,13 | 1,46 | 8,82 | 75,51 |
| 2017 Q1 | -1,64 | -0,42 | 1,15 | 1,62 | 8,83 | 76,12 |
| 2017 Q2 | 0,68 | 0,17 | 1,16 | 1,68 | 8,83 | 76,44 |
| 2017 Q3 | 2,94 | 0,77 | 1,26 | 2,03 | 8,80 | 74,49 |
| 2017 Q4 | 4,08 | 1,09 | 1,15 | 1,53 | 8,91 | 71,32 |

Türk Traktör Ve Ziraat Makineleri A.Ş.'ye (TTRAK ) ait Finansal Performans Oranları

| YILLAR | Özkaynak Karlılığı | Aktif Karlılığı | TOBIN Q | pd/dd | Firma Büyüklüğü | Finansal Kaldıraç Oranı |
|---|---|---|---|---|---|---|
| 2013 Q1 | 10,19 | 4,42 | 3,12 | 6,21 | 9,11 | 59,39 |
| 2013 Q2 | 23,56 | 9,82 | 3,17 | 6,04 | 9,14 | 56,9 |
| 2013 Q3 | 32,06 | 16,14 | 2,95 | 4,71 | 9,11 | 47,5 |
| 2013 Q4 | 39,78 | 19,89 | 2,69 | 4,42 | 9,17 | 50,27 |
| 2014 Q1 | 13,39 | 4,66 | 2,44 | 5,72 | 9,23 | 69,61 |
| 2014 Q2 | 23,93 | 8,88 | 2,72 | 6,3 | 9,26 | 67,52 |
| 2014 Q3 | 29,97 | 12,84 | 2,75 | 5,88 | 9,25 | 64,08 |
| 2014 Q4 | 36,06 | 15,32 | 2,77 | 5,82 | 9,28 | 63,17 |
| 2015 Q1 | 8,31 | 2,39 | 2,79 | 7,52 | 9,30 | 72,58 |
| 2015 Q2 | 18,82 | 5,95 | 2,55 | 6,04 | 9,30 | 69,19 |
| 2015 Q3 | 27 | 8,99 | 2,50 | 5,81 | 9,33 | 68,85 |
| 2015 Q4 | 37,88 | 13,07 | 2,51 | 5,7 | 9,30 | 67,71 |
| 2016 Q1 | 16,38 | 3,64 | 2,68 | 10,4 | 9,38 | 82,08 |
| 2016 Q2 | 36,46 | 10,24 | 2,78 | 7,95 | 9,34 | 74,65 |
| 2016 Q3 | 42,69 | 12,91 | 2,76 | 7,01 | 9,33 | 70,69 |
| 2016 Q4 | 54,75 | 17,13 | 2,43 | 5,72 | 9,36 | 69,6 |
| 2017 Q1 | 11,86 | 2,17 | 2,42 | 8,67 | 9,43 | 81,43 |
| 2017 Q2 | 24,05 | 5,8 | 2,42 | 7,23 | 9,41 | 77,22 |
| 2017 Q3 | 33,92 | 8,96 | 2,28 | 6,3 | 9,43 | 75,84 |
| 2017 Q4 | 44,01 | 12,6 | 2,18 | 5,35 | 9,44 | 72,83 |

Vestel Elektronik Sanayi Ve Ticaret A.Ş.'ye (VESTL ) ait Finansal Performans Oranları

| YILLAR | Özkaynak Karlılığı | Aktif Karlılığı | TOBIN Q | pd/dd | Firma Büyüklüğü | Finansal Kaldıraç Oranı |
|---|---|---|---|---|---|---|
| 2013 Q1 | -0,1 | -0,02 | 0,85 | 0,53 | 9,69 | 71,03 |
| 2013 Q2 | -5,75 | -1,15 | 0,90 | 0,66 | 9,73 | 75,78 |
| 2013 Q3 | -8,49 | -1,69 | 0,89 | 0,55 | 9,74 | 77,07 |
| 2013 Q4 | -7,89 | -1,89 | 1,09 | 0,41 | 9,75 | 76,16 |
| 2014 Q1 | 3,79 | 0,9 | 0,86 | 0,43 | 9,77 | 76,99 |
| 2014 Q2 | 9,71 | 2,12 | 0,93 | 0,69 | 9,81 | 77,78 |
| 2014 Q3 | 6,23 | 1,26 | 1,10 | 1,54 | 9,84 | 79,68 |
| 2014 Q4 | 7,52 | 1,5 | 1,05 | 1,61 | 9,86 | 81,28 |
| 2015 Q1 | -5,71 | -1,07 | 1,08 | 1,51 | 9,90 | 83,39 |
| 2015 Q2 | -2,43 | -0,43 | 1,04 | 1,29 | 9,93 | 84,61 |
| 2015 Q3 | -6,25 | -0,99 | 1,01 | 1,08 | 9,98 | 86,53 |
| 2015 Q4 | 4,18 | 0,72 | 1,01 | 1,12 | 9,97 | 83,14 |
| 2016 Q1 | 7,43 | 1,25 | 1,03 | 1,22 | 9,97 | 82,01 |
| 2016 Q2 | 11,79 | 1,98 | 1,04 | 1,26 | 9,97 | 80,99 |
| 2016 Q3 | 17,56 | 2,88 | 1,04 | 1,24 | 9,96 | 79,41 |
| 2016 Q4 | 10,15 | 1,77 | 1,03 | 1,2 | 9,98 | 80,94 |
| 2017 Q1 | 2,24 | 0,39 | 1,04 | 1,29 | 10,01 | 81,72 |
| 2017 Q2 | 7,44 | 1,28 | 1,04 | 1,25 | 10,06 | 83,36 |
| 2017 Q3 | 4,17 | 0,7 | 1,06 | 1,4 | 10,10 | 85,21 |
| 2017 Q4 | 2,77 | 0,47 | 1,01 | 1,15 | 10,14 | 83,55 |

# EK 2

## Kurumsal Yönetim Endeksinde Yer Alan ve Veri Setine Dahil Olan 15 Şirketin 2013:Q1-2017:Q4 Dönemini Kapsayan Kurumsal Yönetim Derecelendirme Notları

Hürriyet Gazetecilik Ve Matbaacılık A.Ş.'nin 2013:Q1-2017:Q4 Dönemini Kapsayan ve Çeyrek Dönemlik Veriler Haline Dönüştürülen Kurumsal Yönetim Derecelendirme Notları

| Dönemler | Pay Sahipleri | Kamuyu Aydınlatma ve Şeffaflık | Menfaat Sahipleri | Yönetim Kurulu | Toplam Puan |
|---|---|---|---|---|---|
| 2013 Q1 | 9,16 | 9,39 | 9,1 | 8,58 | 9,09 |
| 2013 Q2 | 9,2375 | 9,3425 | 9,275 | 8,6875 | 9,1425 |
| 2013 Q3 | 9,315 | 9,295 | 9,45 | 8,795 | 9,195 |
| 2013 Q4 | 9,3925 | 9,2475 | 9,625 | 8,9025 | 9,2475 |
| 2014 Q1 | 9,47 | 9,2 | 9,8 | 9,01 | 9,3 |
| 2014 Q2 | 9,47 | 9,2175 | 9,8 | 9,04 | 9,315 |
| 2014 Q3 | 9,47 | 9,235 | 9,8 | 9,07 | 9,33 |
| 2014 Q4 | 9,47 | 9,2525 | 9,8 | 9,1 | 9,345 |
| 2015 Q1 | 9,47 | 9,27 | 9,8 | 9,13 | 9,36 |
| 2015 Q2 | 9,47 | 9,27 | 9,8 | 9,075 | 9,34 |
| 2015 Q3 | 9,47 | 9,27 | 9,8 | 9,02 | 9,32 |
| 2015 Q4 | 9,47 | 9,27 | 9,8 | 8,965 | 9,3 |
| 2016 Q1 | 9,47 | 9,27 | 9,8 | 8,91 | 9,28 |
| 2016 Q2 | 9,3575 | 9,2725 | 9,6975 | 8,925 | 9,2425 |
| 2016 Q3 | 9,245 | 9,275 | 9,595 | 8,94 | 9,205 |
| 2016 Q4 | 9,1325 | 9,2775 | 9,4925 | 8,955 | 9,1675 |
| 2017 Q1 | 9,02 | 9,28 | 9,39 | 8,97 | 9,13 |
| 2017 Q2 | 9,0325 | 9,38 | 9,39 | 8,99 | 9,165 |
| 2017 Q3 | 9,045 | 9,48 | 9,39 | 9,01 | 9,2 |
| 2017 Q4 | 9,0575 | 9,58 | 9,39 | 9,03 | 9,235 |

Aygaz A.Ş. 'nin 2013:Q1-2017:Q4 Dönemini Kapsayan ve Çeyrek Dönemlik Veriler Haline Dönüştürülen Kurumsal Yönetim Derecelendirme Notları

| Dönemler | Pay Sahipleri | Kamuyu Aydınlatma ve Şeffaflık | Menfaat Sahipleri | Yönetim Kurulu | Toplam Puan |
|---|---|---|---|---|---|
| 2013 Q1 | 8,97 | 9,18 | 9,57 | 9,41 | 9,27 |
| 2013 Q2 | 9,11 | 9,1825 | 9,6425 | 9,2925 | 9,275 |
| 2013 Q3 | 9,25 | 9,185 | 9,715 | 9,175 | 9,28 |
| 2013 Q4 | 9,39 | 9,1875 | 9,7875 | 9,0575 | 9,285 |
| 2014 Q1 | 9,53 | 9,19 | 9,86 | 8,94 | 9,29 |
| 2014 Q2 | 9,53 | 9,19 | 9,86 | 8,9875 | 9,3075 |
| 2014 Q3 | 9,53 | 9,19 | 9,86 | 9,035 | 9,325 |
| 2014 Q4 | 9,53 | 9,19 | 9,86 | 9,0825 | 9,3425 |
| 2015 Q1 | 9,53 | 9,19 | 9,86 | 9,13 | 9,36 |
| 2015 Q2 | 9,5275 | 9,19 | 9,8625 | 9,13 | 9,36 |
| 2015 Q3 | 9,525 | 9,19 | 9,865 | 9,13 | 9,36 |
| 2015 Q4 | 9,5225 | 9,19 | 9,8675 | 9,13 | 9,36 |
| 2016 Q1 | 9,52 | 9,19 | 9,87 | 9,13 | 9,36 |
| 2016 Q2 | 9,5225 | 9,1925 | 9,87 | 9,13 | 9,36 |
| 2016 Q3 | 9,525 | 9,195 | 9,87 | 9,13 | 9,36 |
| 2016 Q4 | 9,5275 | 9,1975 | 9,87 | 9,13 | 9,36 |
| 2017 Q1 | 9,53 | 9,2 | 9,87 | 9,13 | 9,36 |
| 2017 Q2 | 9,53 | 9,2225 | 9,88 | 9,135 | 9,37 |
| 2017 Q3 | 9,53 | 9,245 | 9,89 | 9,14 | 9,38 |
| 2017 Q4 | 9,53 | 9,2675 | 9,9 | 9,145 | 9,39 |

Tüpraş-Türkiye Petrol Rafinerileri A.Ş.'nin 2013:Q1-2017:Q4 Dönemini Kapsayan ve Çeyrek Dönemlik Veriler Haline Dönüştürülen Kurumsal Yönetim Derecelendirme Notları

| Dönemler | Pay Sahipleri | Kamuyu Aydınlatma ve Şeffaflık | Menfaat Sahipleri | Yönetim Kurulu | Toplam Puan |
|---|---|---|---|---|---|
| 2013 Q1 | 8,86 | 9,25 | 9,26 | 9,78 | 9,34 |
| 2013 Q2 | 9,0325 | 9,285 | 9,115 | 9,67 | 9,3325 |
| 2013 Q3 | 9,205 | 9,32 | 8,97 | 9,56 | 9,325 |
| 2013 Q4 | 9,3775 | 9,355 | 8,825 | 9,45 | 9,3175 |
| 2014 Q1 | 9,55 | 9,39 | 8,68 | 9,34 | 9,31 |
| 2014 Q2 | 9,55 | 9,49 | 8,7725 | 9,3225 | 9,3425 |
| 2014 Q3 | 9,55 | 9,59 | 8,865 | 9,305 | 9,375 |
| 2014 Q4 | 9,55 | 9,69 | 8,9575 | 9,2875 | 9,4075 |
| 2015 Q1 | 9,55 | 9,79 | 9,05 | 9,27 | 9,44 |
| 2015 Q2 | 9,55 | 9,655 | 9,2275 | 9,2725 | 9,435 |
| 2015 Q3 | 9,55 | 9,52 | 9,405 | 9,275 | 9,43 |
| 2015 Q4 | 9,55 | 9,385 | 9,5825 | 9,2775 | 9,425 |
| 2016 Q1 | 9,55 | 9,25 | 9,76 | 9,28 | 9,42 |
| 2016 Q2 | 9,55 | 9,2875 | 9,7825 | 9,28 | 9,4325 |
| 2016 Q3 | 9,55 | 9,325 | 9,805 | 9,28 | 9,445 |
| 2016 Q4 | 9,55 | 9,3625 | 9,8275 | 9,28 | 9,4575 |
| 2017 Q1 | 9,55 | 9,4 | 9,85 | 9,28 | 9,47 |
| 2017 Q2 | 9,55 | 9,4 | 9,875 | 9,28 | 9,4725 |
| 2017 Q3 | 9,55 | 9,4 | 9,9 | 9,28 | 9,475 |
| 2017 Q4 | 9,55 | 9,4 | 9,925 | 9,28 | 9,4775 |

Anadolu Efes Biracılık Ve Malt Sanayii A.Ş.'nin 2013:Q1-2017:Q4 Dönemini Kapsayan ve Çeyrek Dönemlik Verilere Dönüştürülen Kurumsal Yönetim Derecelendirme Notları

| Dönemler | Pay Sahipleri | Kamuyu Aydınlatma ve Şeffaflık | Menfaat Sahipleri | Yönetim Kurulu | Toplam Puan |
|---|---|---|---|---|---|
| 2013 Q1 | 8,95 | 9,94 | 9,16 | 9,22 | 9,33 |
| 2013 Q2 | 9,035 | 9,915 | 9,2975 | 9,175 | 9,3525 |
| 2013 Q3 | 9,12 | 9,89 | 9,435 | 9,13 | 9,375 |
| 2013 Q4 | 9,205 | 9,865 | 9,5725 | 9,085 | 9,3975 |
| 2014 Q1 | 9,29 | 9,84 | 9,71 | 9,04 | 9,42 |
| 2014 Q2 | 9,3475 | 9,84 | 9,77 | 9,0725 | 9,4525 |
| 2014 Q3 | 9,405 | 9,84 | 9,83 | 9,105 | 9,485 |
| 2014 Q4 | 9,4625 | 9,84 | 9,89 | 9,1375 | 9,5175 |
| 2015 Q1 | 9,52 | 9,84 | 9,95 | 9,17 | 9,55 |
| 2015 Q2 | 9,52 | 9,84 | 9,95 | 9,19 | 9,5575 |
| 2015 Q3 | 9,52 | 9,84 | 9,95 | 9,21 | 9,565 |
| 2015 Q4 | 9,52 | 9,84 | 9,95 | 9,23 | 9,5725 |
| 2016 Q1 | 9,52 | 9,84 | 9,95 | 9,25 | 9,58 |
| 2016 Q2 | 9,52 | 9,84 | 9,95 | 9,25 | 9,58 |
| 2016 Q3 | 9,52 | 9,84 | 9,95 | 9,25 | 9,58 |
| 2016 Q4 | 9,52 | 9,84 | 9,95 | 9,25 | 9,58 |
| 2017 Q1 | 9,52 | 9,84 | 9,95 | 9,25 | 9,58 |
| 2017 Q2 | 9,52 | 9,84 | 9,95 | 9,255 | 9,58 |
| 2017 Q3 | 9,52 | 9,84 | 9,95 | 9,26 | 9,58 |
| 2017 Q4 | 9,52 | 9,84 | 9,95 | 9,265 | 9,58 |

Pınar Entegre Et Ve Un Sanayii A.Ş.'nin 2013:Q1-2017:Q4 Dönemini Kapsayan ve Çeyrek Dönemlik Veriler Haline Dönüştürülen Kurumsal Yönetim Derecelendirme Notları

| Dönemler | Pay Sahipleri | Kamuyu Aydınlatma ve Şeffaflık | Menfaat Sahipleri | Yönetim Kurulu | Toplam Puan |
|---|---|---|---|---|---|
| 2013 Q1 | 8,2 | 9,25 | 9,57 | 9,6 | 9,16 |
| 2013 Q2 | 8,34 | 9,2 | 9,6125 | 9,4825 | 9,1475 |
| 2013 Q3 | 8,48 | 9,15 | 9,655 | 9,365 | 9,135 |
| 2013 Q4 | 8,62 | 9,1 | 9,6975 | 9,2475 | 9,1225 |
| 2014 Q1 | 8,76 | 9,05 | 9,74 | 9,13 | 9,11 |
| 2014 Q2 | 8,7625 | 9,105 | 9,74 | 9,15 | 9,1325 |
| 2014 Q3 | 8,765 | 9,16 | 9,74 | 9,17 | 9,155 |
| 2014 Q4 | 8,7675 | 9,215 | 9,74 | 9,19 | 9,1775 |
| 2015 Q1 | 8,77 | 9,27 | 9,74 | 9,21 | 9,2 |
| 2015 Q2 | 8,78 | 9,295 | 9,7425 | 9,2275 | 9,215 |
| 2015 Q3 | 8,79 | 9,32 | 9,745 | 9,245 | 9,23 |
| 2015 Q4 | 8,8 | 9,345 | 9,7475 | 9,2625 | 9,245 |
| 2016 Q1 | 8,81 | 9,37 | 9,75 | 9,28 | 9,26 |
| 2016 Q2 | 8,81 | 9,3775 | 9,77 | 9,285 | 9,2675 |
| 2016 Q3 | 8,81 | 9,385 | 9,79 | 9,29 | 9,275 |
| 2016 Q4 | 8,81 | 9,3925 | 9,81 | 9,295 | 9,2825 |
| 2017 Q1 | 8,81 | 9,4 | 9,83 | 9,3 | 9,29 |
| 2017 Q2 | 8,81 | 9,41 | 9,83 | 9,31 | 9,295 |
| 2017 Q3 | 8,81 | 9,42 | 9,83 | 9,32 | 9,3 |
| 2017 Q4 | 8,81 | 9,43 | 9,83 | 9,33 | 9,305 |

Pınar Su Sanayi Ve Ticaret A.Ş.'nin 2013:Q1-2017:Q4 Dönemini Kapsayan ve Çeyrek Dönemlik Veriler Haline Dönüştürülen Kurumsal Yönetim Derecelendirme Notları

| Dönemler | Pay Sahipleri | Kamuyu Aydınlatma ve Şeffaflık | Menfaat Sahipleri | Yönetim Kurulu | Toplam Puan |
|---|---|---|---|---|---|
| 2013 Q1 | 8,98 | 9,25 | 9,48 | 9,6 | 9,34 |
| 2013 Q2 | 9,0975 | 9,2 | 9,535 | 9,48 | 9,325 |
| 2013 Q3 | 9,215 | 9,15 | 9,59 | 9,36 | 9,31 |
| 2013 Q4 | 9,3325 | 9,1 | 9,645 | 9,24 | 9,295 |
| 2014 Q1 | 9,45 | 9,05 | 9,7 | 9,12 | 9,28 |
| 2014 Q2 | 9,455 | 9,105 | 9,7 | 9,1425 | 9,3025 |
| 2014 Q3 | 9,46 | 9,16 | 9,7 | 9,165 | 9,325 |
| 2014 Q4 | 9,465 | 9,215 | 9,7 | 9,1875 | 9,3475 |
| 2015 Q1 | 9,47 | 9,27 | 9,7 | 9,21 | 9,37 |
| 2015 Q2 | 9,4825 | 9,26 | 9,6975 | 9,2175 | 9,3725 |
| 2015 Q3 | 9,495 | 9,25 | 9,695 | 9,225 | 9,375 |
| 2015 Q4 | 9,5075 | 9,24 | 9,6925 | 9,2325 | 9,3775 |
| 2016 Q1 | 9,52 | 9,23 | 9,69 | 9,24 | 9,38 |
| 2016 Q2 | 9,52 | 9,2875 | 9,69 | 9,2575 | 9,4 |
| 2016 Q3 | 9,52 | 9,345 | 9,69 | 9,275 | 9,42 |
| 2016 Q4 | 9,52 | 9,4025 | 9,69 | 9,2925 | 9,44 |
| 2017 Q1 | 9,52 | 9,46 | 9,69 | 9,31 | 9,46 |
| 2017 Q2 | 9,525 | 9,47 | 9,69 | 9,325 | 9,47 |
| 2017 Q3 | 9,53 | 9,48 | 9,69 | 9,34 | 9,48 |
| 2017 Q4 | 9,535 | 9,49 | 9,69 | 9,355 | 9,49 |

Pınar Süt Mamulleri Sanayii A.Ş.'nin 2013:Q1-2017:Q4 Dönemini Kapsayan ve Çeyrek Dönemlik Veriler Haline Dönüştürülen Kurumsal Yönetim Derecelendirme Notları

| Dönemler | Pay Sahipleri | Kamuyu Aydınlatma ve Şeffaflık | Menfaat Sahipleri | Yönetim Kurulu | Toplam Puan |
|---|---|---|---|---|---|
| 2013 Q1 | 8,11 | 9,25 | 9,65 | 9,6 | 9,15 |
| 2013 Q2 | 8,2375 | 9,2 | 9,69 | 9,485 | 9,135 |
| 2013 Q3 | 8,365 | 9,15 | 9,73 | 9,37 | 9,12 |
| 2013 Q4 | 8,4925 | 9,1 | 9,77 | 9,255 | 9,105 |
| 2014 Q1 | 8,62 | 9,05 | 9,81 | 9,14 | 9,09 |
| 2014 Q2 | 8,6225 | 9,105 | 9,81 | 9,1575 | 9,1125 |
| 2014 Q3 | 8,625 | 9,16 | 9,81 | 9,175 | 9,135 |
| 2014 Q4 | 8,6275 | 9,215 | 9,81 | 9,1925 | 9,1575 |
| 2015 Q1 | 8,63 | 9,27 | 9,81 | 9,21 | 9,18 |
| 2015 Q2 | 8,6425 | 9,2975 | 9,815 | 9,225 | 9,195 |
| 2015 Q3 | 8,655 | 9,325 | 9,82 | 9,24 | 9,21 |
| 2015 Q4 | 8,6675 | 9,3525 | 9,825 | 9,255 | 9,225 |
| 2016 Q1 | 8,68 | 9,38 | 9,83 | 9,27 | 9,24 |
| 2016 Q2 | 8,6675 | 9,3925 | 9,83 | 9,2775 | 9,245 |
| 2016 Q3 | 8,655 | 9,405 | 9,83 | 9,285 | 9,25 |
| 2016 Q4 | 8,6425 | 9,4175 | 9,83 | 9,2925 | 9,255 |
| 2017 Q1 | 8,63 | 9,43 | 9,83 | 9,3 | 9,26 |
| 2017 Q2 | 8,63 | 9,4325 | 9,83 | 9,305 | 9,2625 |
| 2017 Q3 | 8,63 | 9,435 | 9,83 | 9,31 | 9,265 |
| 2017 Q4 | 8,63 | 9,4375 | 9,83 | 9,315 | 9,2675 |

Coca-Cola İçecek A.Ş.'nin 2013:Q1-2017:Q4 Dönemini Kapsayan ve Çeyrek Dönemlik Veriler Haline Dönüştürülen Kurumsal Yönetim Derecelendirme Notları

| Dönemler | Pay Sahipleri | Kamuyu Aydınlatma ve Şeffaflık | Menfaat Sahipleri | Yönetim Kurulu | Toplam Puan |
|---|---|---|---|---|---|
| 2013 Q1 | 8,15 | 9,54 | 9,83 | 9,43 | 9,2 |
| 2013 Q2 | 8,3075 | 9,58 | 9,8 | 9,335 | 9,2125 |
| 2013 Q3 | 8,465 | 9,62 | 9,77 | 9,24 | 9,225 |
| 2013 Q4 | 8,6225 | 9,66 | 9,74 | 9,145 | 9,2375 |
| 2014 Q1 | 8,78 | 9,7 | 9,71 | 9,05 | 9,25 |
| 2014 Q2 | 8,7925 | 9,7375 | 9,7675 | 9,1 | 9,2875 |
| 2014 Q3 | 8,805 | 9,775 | 9,825 | 9,15 | 9,325 |
| 2014 Q4 | 8,8175 | 9,8125 | 9,8825 | 9,2 | 9,3625 |
| 2015 Q1 | 8,83 | 9,85 | 9,94 | 9,25 | 9,4 |
| 2015 Q2 | 8,83 | 9,85 | 9,915 | 9,285 | 9,4125 |
| 2015 Q3 | 8,83 | 9,85 | 9,89 | 9,32 | 9,425 |
| 2015 Q4 | 8,83 | 9,85 | 9,865 | 9,355 | 9,4375 |
| 2016 Q1 | 8,83 | 9,85 | 9,84 | 9,39 | 9,45 |
| 2016 Q2 | 8,83 | 9,85 | 9,84 | 9,39 | 9,45 |
| 2016 Q3 | 8,83 | 9,85 | 9,84 | 9,39 | 9,45 |
| 2016 Q4 | 8,83 | 9,85 | 9,84 | 9,39 | 9,45 |
| 2017 Q1 | 8,83 | 9,85 | 9,84 | 9,39 | 9,45 |
| 2017 Q2 | 8,83 | 9,85 | 9,84 | 9,39 | 9,45 |
| 2017 Q3 | 8,83 | 9,85 | 9,84 | 9,39 | 9,45 |
| 2017 Q4 | 8,83 | 9,85 | 9,84 | 9,39 | 9,45 |

İhlas Ev Aletleri İmalat Sanayi Ve Ticaret A.Ş.'nin 2013:Q1-2017:Q4 Dönemini Kapsayan ve Çeyrek Dönemlik Verilere Dönüştürülen Kurumsal Yönetim Derecelendirme Notları

| Dönemler | Pay Sahipleri | Kamuyu Aydınlatma ve Şeffaflık | Menfaat Sahipleri | Yönetim Kurulu | Toplam Puan |
|---|---|---|---|---|---|
| 2013 Q1 | 7,55 | 8,59 | 7,61 | 8,21 | 8,05 |
| 2013 Q2 | 7,5125 | 8,4925 | 7,5525 | 8,145 | 7,985 |
| 2013 Q3 | 7,475 | 8,395 | 7,495 | 8,08 | 7,92 |
| 2013 Q4 | 7,4375 | 8,2975 | 7,4375 | 8,015 | 7,855 |
| 2014 Q1 | 7,4 | 8,2 | 7,38 | 7,95 | 7,79 |
| 2014 Q2 | 7,57 | 8,2 | 7,425 | 8,0025 | 7,8575 |
| 2014 Q3 | 7,74 | 8,2 | 7,47 | 8,055 | 7,925 |
| 2014 Q4 | 7,91 | 8,2 | 7,515 | 8,1075 | 7,9925 |
| 2015 Q1 | 8,08 | 8,2 | 7,56 | 8,16 | 8,06 |
| 2015 Q2 | 8,08 | 8,1775 | 7,56 | 8,1925 | 8,065 |
| 2015 Q3 | 8,08 | 8,155 | 7,56 | 8,225 | 8,07 |
| 2015 Q4 | 8,08 | 8,1325 | 7,56 | 8,2575 | 8,075 |
| 2016 Q1 | 8,08 | 8,11 | 7,56 | 8,29 | 8,08 |
| 2016 Q2 | 8,08 | 8,11 | 7,685 | 8,3225 | 8,11 |
| 2016 Q3 | 8,08 | 8,11 | 7,81 | 8,355 | 8,14 |
| 2016 Q4 | 8,08 | 8,11 | 7,935 | 8,3875 | 8,17 |
| 2017 Q1 | 8,08 | 8,11 | 8,06 | 8,42 | 8,2 |
| 2017 Q2 | 8,1225 | 8,1925 | 8,255 | 8,42 | 8,245 |
| 2017 Q3 | 8,165 | 8,275 | 8,45 | 8,42 | 8,29 |
| 2017 Q4 | 8,2075 | 8,3575 | 8,645 | 8,42 | 8,335 |

Otokar Otomotiv Ve Savunma Sanayi A.Ş.'nin 2013:Q1-2017:Q4 Dönemini Kapsayan ve Çeyrek Dönemlik Veriler Haline Dönüştürülen Kurumsal Yönetim Derecelendirme Notları

| Dönemler | Pay Sahipleri | Kamuyu Aydınlatma ve Şeffaflık | Menfaat Sahipleri | Yönetim Kurulu | Toplam Puan |
|---|---|---|---|---|---|
| 2013 Q1 | 8,95 | 9,27 | 9,79 | 8,58 | 9,1 |
| 2013 Q2 | 9,0925 | 9,235 | 9,77 | 8,6325 | 9,125 |
| 2013 Q3 | 9,235 | 9,2 | 9,75 | 8,685 | 9,15 |
| 2013 Q4 | 9,3775 | 9,165 | 9,73 | 8,7375 | 9,175 |
| 2014 Q1 | 9,52 | 9,13 | 9,71 | 8,79 | 9,2 |
| 2014 Q2 | 9,52 | 9,155 | 9,71 | 8,83 | 9,22 |
| 2014 Q3 | 9,52 | 9,18 | 9,71 | 8,87 | 9,24 |
| 2014 Q4 | 9,52 | 9,205 | 9,71 | 8,91 | 9,26 |
| 2015 Q1 | 9,52 | 9,23 | 9,71 | 8,95 | 9,28 |
| 2015 Q2 | 9,5225 | 9,235 | 9,71 | 8,9725 | 9,29 |
| 2015 Q3 | 9,525 | 9,24 | 9,71 | 8,995 | 9,3 |
| 2015 Q4 | 9,5275 | 9,245 | 9,71 | 9,0175 | 9,31 |
| 2016 Q1 | 9,53 | 9,25 | 9,71 | 9,04 | 9,32 |
| 2016 Q2 | 9,5325 | 9,2625 | 9,71 | 9,04 | 9,3225 |
| 2016 Q3 | 9,535 | 9,275 | 9,71 | 9,04 | 9,325 |
| 2016 Q4 | 9,5375 | 9,2875 | 9,71 | 9,04 | 9,3275 |
| 2017 Q1 | 9,54 | 9,3 | 9,71 | 9,04 | 9,33 |
| 2017 Q2 | 9,3925 | 9,2925 | 9,73 | 8,925 | 9,2725 |
| 2017 Q3 | 9,245 | 9,285 | 9,75 | 8,81 | 9,215 |
| 2017 Q4 | 9,0975 | 9,2775 | 9,77 | 8,695 | 9,1575 |

Arçelik A.Ş.'nin 2013:Q1-2017:Q4 Dönemini Kapsayan ve Çeyrek Dönemlik Veriler Haline Dönüştürülen Kurumsal Yönetim Derecelendirme Notları

| Dönemler | Pay Sahipleri | Kamuyu Aydınlatma ve Şeffaflık | Menfaat Sahipleri | Yönetim Kurulu | Toplam Puan |
|---|---|---|---|---|---|
| 2013 Q1 | 8,98 | 9,19 | 9,66 | 9,39 | 9,28 |
| 2013 Q2 | 9,11 | 9,3 | 9,645 | 9,3175 | 9,3125 |
| 2013 Q3 | 9,24 | 9,41 | 9,63 | 9,245 | 9,345 |
| 2013 Q4 | 9,37 | 9,52 | 9,615 | 9,1725 | 9,3775 |
| 2014 Q1 | 9,5 | 9,63 | 9,6 | 9,1 | 9,41 |
| 2014 Q2 | 9,5 | 9,63 | 9,6675 | 9,1175 | 9,4275 |
| 2014 Q3 | 9,5 | 9,63 | 9,735 | 9,135 | 9,445 |
| 2014 Q4 | 9,5 | 9,63 | 9,8025 | 9,1525 | 9,4625 |
| 2015 Q1 | 9,5 | 9,63 | 9,87 | 9,17 | 9,48 |
| 2015 Q2 | 9,5025 | 9,6525 | 9,88 | 9,18 | 9,49 |
| 2015 Q3 | 9,505 | 9,675 | 9,89 | 9,19 | 9,5 |
| 2015 Q4 | 9,5075 | 9,6975 | 9,9 | 9,2 | 9,51 |
| 2016 Q1 | 9,51 | 9,72 | 9,91 | 9,21 | 9,52 |
| 2016 Q2 | 9,51 | 9,72 | 9,91 | 9,21 | 9,52 |
| 2016 Q3 | 9,51 | 9,72 | 9,91 | 9,21 | 9,52 |
| 2016 Q4 | 9,51 | 9,72 | 9,91 | 9,21 | 9,52 |
| 2017 Q1 | 9,51 | 9,72 | 9,91 | 9,21 | 9,52 |
| 2017 Q2 | 9,51 | 9,72 | 9,91 | 9,22 | 9,5225 |
| 2017 Q3 | 9,51 | 9,72 | 9,91 | 9,23 | 9,525 |
| 2017 Q4 | 9,51 | 9,72 | 9,91 | 9,24 | 9,5275 |

Tofaş Türk Otomobil Fabrikası A.Ş.'nin 2013:Q1-2017:Q4 Dönemini Kapsayan ve Çeyrek Dönemlik Veriler Haline Dönüştürülen Kurumsal Yönetim Derecelendirme Notları

| Dönemler | Pay Sahipleri | Kamuyu Aydınlatma ve Şeffaflık | Menfaat Sahipleri | Yönetim Kurulu | Toplam Puan |
|---|---|---|---|---|---|
| 2013 Q1 | 8,1 | 9,35 | 9,92 | 9,39 | 9,14 |
| 2013 Q2 | 8,1875 | 9,335 | 9,835 | 9,2825 | 9,1075 |
| 2013 Q3 | 8,275 | 9,32 | 9,75 | 9,175 | 9,075 |
| 2013 Q4 | 8,3625 | 9,305 | 9,665 | 9,0675 | 9,0425 |
| 2014 Q1 | 8,45 | 9,29 | 9,58 | 8,96 | 9,01 |
| 2014 Q2 | 8,4575 | 9,3075 | 9,58 | 8,9775 | 9,0225 |
| 2014 Q3 | 8,465 | 9,325 | 9,58 | 8,995 | 9,035 |
| 2014 Q4 | 8,4725 | 9,3425 | 9,58 | 9,0125 | 9,0475 |
| 2015 Q1 | 8,48 | 9,36 | 9,58 | 9,03 | 9,06 |
| 2015 Q2 | 8,48 | 9,3675 | 9,6725 | 9,0375 | 9,08 |
| 2015 Q3 | 8,48 | 9,375 | 9,765 | 9,045 | 9,1 |
| 2015 Q4 | 8,48 | 9,3825 | 9,8575 | 9,0525 | 9,12 |
| 2016 Q1 | 8,48 | 9,39 | 9,95 | 9,06 | 9,14 |
| 2016 Q2 | 8,4925 | 9,39 | 9,95 | 9,06 | 9,1425 |
| 2016 Q3 | 8,505 | 9,39 | 9,95 | 9,06 | 9,145 |
| 2016 Q4 | 8,5175 | 9,39 | 9,95 | 9,06 | 9,1475 |
| 2017 Q1 | 8,53 | 9,39 | 9,95 | 9,06 | 9,15 |
| 2017 Q2 | 8,53 | 9,39 | 9,95 | 9,1175 | 9,1625 |
| 2017 Q3 | 8,53 | 9,39 | 9,95 | 9,175 | 9,175 |
| 2017 Q4 | 8,53 | 9,39 | 9,95 | 9,2325 | 9,1875 |

Türk Prysmian Kablo ve Sistemleri A.Ş.'nin 2013:Q1-2017:Q4 Dönemine Ait Çeyrek Dönemlik Veriler Haline Dönüştürülen Kurumsal Yönetim Derecelendirme Notları

| Dönemler | Pay Sahipleri | Kamuyu Aydınlatma ve Şeffaflık | Menfaat Sahipleri | Yönetim Kurulu | Toplam Puan |
|---|---|---|---|---|---|
| 2013 Q1 | 8,93 | 8,2 | 9,16 | 8,55 | 8,65 |
| 2013 Q2 | 8,995 | 8,4275 | 9,175 | 8,6275 | 8,7525 |
| 2013 Q3 | 9,06 | 8,655 | 9,19 | 8,705 | 8,855 |
| 2013 Q4 | 9,125 | 8,8825 | 9,205 | 8,7825 | 8,9575 |
| 2014 Q1 | 9,19 | 9,11 | 9,22 | 8,86 | 9,06 |
| 2014 Q2 | 9,19 | 9,1375 | 9,22 | 8,86 | 9,0675 |
| 2014 Q3 | 9,19 | 9,165 | 9,22 | 8,86 | 9,075 |
| 2014 Q4 | 9,19 | 9,1925 | 9,22 | 8,86 | 9,0825 |
| 2015 Q1 | 9,19 | 9,22 | 9,22 | 8,86 | 9,09 |
| 2015 Q2 | 9,19 | 9,22 | 9,22 | 8,86 | 9,09 |
| 2015 Q3 | 9,19 | 9,22 | 9,22 | 8,86 | 9,09 |
| 2015 Q4 | 9,19 | 9,22 | 9,22 | 8,86 | 9,09 |
| 2016 Q1 | 9,19 | 9,22 | 9,22 | 8,86 | 9,09 |
| 2016 Q2 | 9,19 | 9,235 | 9,22 | 8,865 | 9,095 |
| 2016 Q3 | 9,19 | 9,25 | 9,22 | 8,87 | 9,1 |
| 2016 Q4 | 9,19 | 9,265 | 9,22 | 8,875 | 9,105 |
| 2017 Q1 | 9,19 | 9,28 | 9,22 | 8,88 | 9,11 |
| 2017 Q2 | 9,19 | 9,28 | 9,22 | 8,9225 | 9,1275 |
| 2017 Q3 | 9,19 | 9,28 | 9,22 | 8,965 | 9,145 |
| 2017 Q4 | 9,19 | 9,28 | 9,22 | 9,0075 | 9,1625 |

Türk Traktör ve Ziraat Makineleri A.Ş.'nin 2013:Q1-2017:Q4 Dönemine Ait Çeyrek Dönemlik Veriler Haline Dönüştürülen Kurumsal Yönetim Derecelendirme Notları

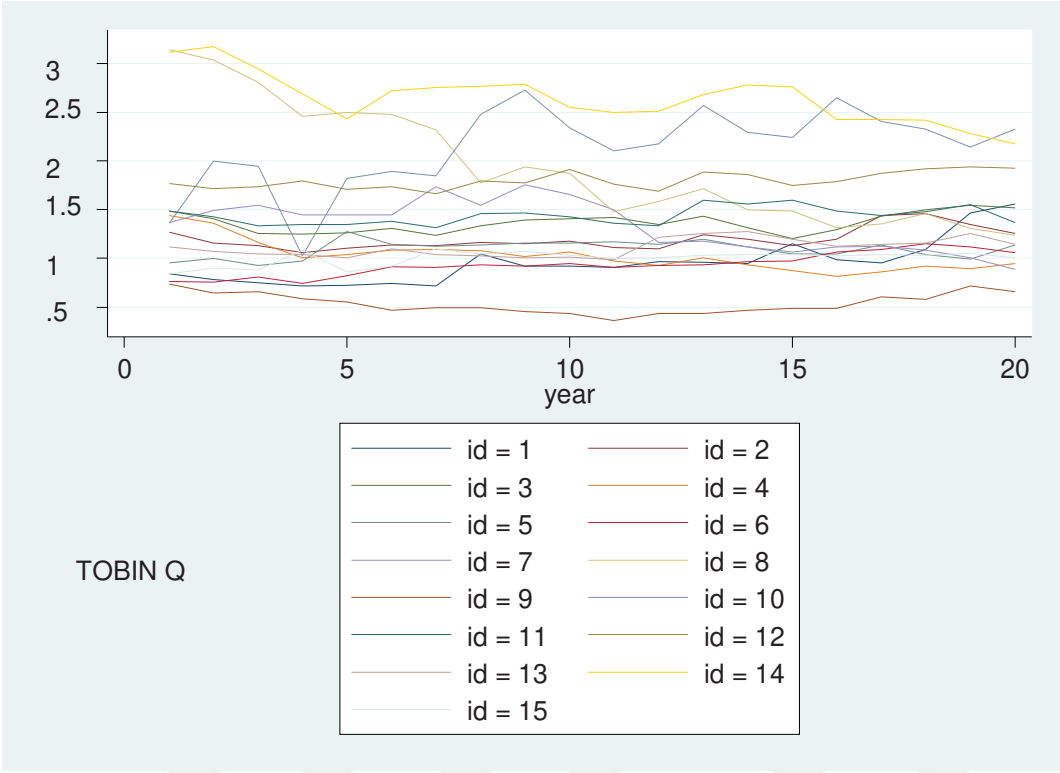
| Dönemler | Pay Sahipleri | Kamuyu Aydınlatma ve Şeffaflık | Menfaat Sahipleri | Yönetim Kurulu | Toplam Puan |
|---|---|---|---|---|---|
| 2013 Q1 | 8,09 | 9,2 | 9,76 | 9,47 | 9,1 |
| 2013 Q2 | 8,1875 | 9,2275 | 9,7475 | 9,3425 | 9,0875 |
| 2013 Q3 | 8,285 | 9,255 | 9,735 | 9,215 | 9,075 |
| 2013 Q4 | 8,3825 | 9,2825 | 9,7225 | 9,0875 | 9,0625 |
| 2014 Q1 | 8,48 | 9,31 | 9,71 | 8,96 | 9,05 |
| 2014 Q2 | 8,48 | 9,34 | 9,71 | 8,9675 | 9,06 |
| 2014 Q3 | 8,48 | 9,37 | 9,71 | 8,975 | 9,07 |
| 2014 Q4 | 8,48 | 9,4 | 9,71 | 8,9825 | 9,08 |
| 2015 Q1 | 8,48 | 9,43 | 9,71 | 8,99 | 9,09 |
| 2015 Q2 | 8,48 | 9,4525 | 9,77 | 8,995 | 9,105 |
| 2015 Q3 | 8,48 | 9,475 | 9,83 | 9 | 9,12 |
| 2015 Q4 | 8,48 | 9,4975 | 9,89 | 9,005 | 9,135 |
| 2016 Q1 | 8,48 | 9,52 | 9,95 | 9,01 | 9,15 |
| 2016 Q2 | 8,48 | 9,52 | 9,95 | 9,055 | 9,165 |
| 2016 Q3 | 8,48 | 9,52 | 9,95 | 9,1 | 9,18 |
| 2016 Q4 | 8,48 | 9,52 | 9,95 | 9,145 | 9,195 |
| 2017 Q1 | 8,48 | 9,52 | 9,95 | 9,19 | 9,21 |
| 2017 Q2 | 8,48 | 9,52 | 9,95 | 9,1925 | 9,2125 |
| 2017 Q3 | 8,48 | 9,52 | 9,95 | 9,195 | 9,215 |
| 2017 Q4 | 8,48 | 9,52 | 9,95 | 9,1975 | 9,2175 |

Vestel Elektronik Sanayi ve Ticaret A.Ş.'nin 2013:Q1-2017:Q4 Dönemini Kapsayan ve Çeyrek Dönemlik Veriler Haline Dönüştürülen Kurumsal Yönetim Derecelendirme Notları

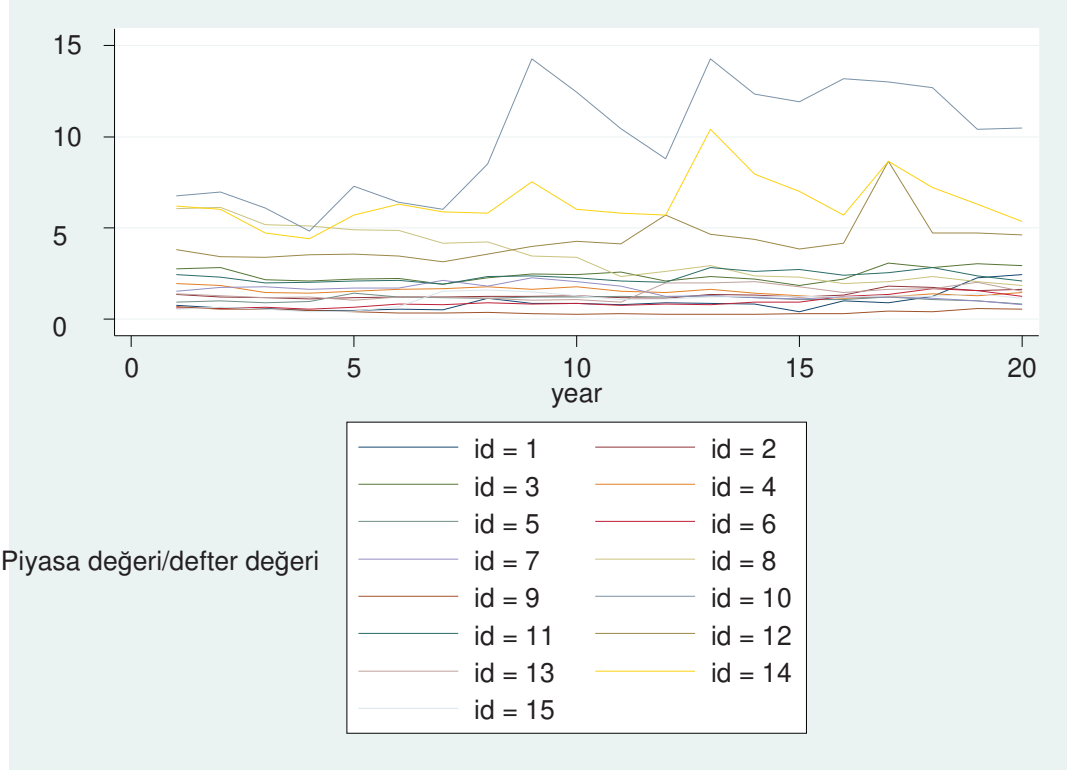
| Dönemler | Pay Sahipleri | Kamuyu Aydınlatma ve Şeffaflık | Menfaat Sahipleri | Yönetim Kurulu | Toplam Puan |
|---|---|---|---|---|---|
| 2013 Q1 | 9,13 | 9,28 | 9,08 | 8,78 | 9,09 |
| 2013 Q2 | 9,18 | 9,195 | 9,0825 | 8,8 | 9,075 |
| 2013 Q3 | 9,23 | 9,11 | 9,085 | 8,82 | 9,06 |
| 2013 Q4 | 9,28 | 9,025 | 9,0875 | 8,84 | 9,045 |
| 2014 Q1 | 9,33 | 8,94 | 9,09 | 8,86 | 9,03 |
| 2014 Q2 | 9,3675 | 8,99 | 9,0425 | 8,88 | 9,0525 |
| 2014 Q3 | 9,405 | 9,04 | 8,995 | 8,9 | 9,075 |
| 2014 Q4 | 9,4425 | 9,09 | 8,9475 | 8,92 | 9,0975 |
| 2015 Q1 | 9,48 | 9,14 | 8,9 | 8,94 | 9,12 |
| 2015 Q2 | 9,48 | 9,2825 | 8,9525 | 8,985 | 9,18 |
| 2015 Q3 | 9,48 | 9,425 | 9,005 | 9,03 | 9,24 |
| 2015 Q4 | 9,48 | 9,5675 | 9,0575 | 9,075 | 9,3 |
| 2016 Q1 | 9,48 | 9,71 | 9,11 | 9,12 | 9,36 |
| 2016 Q2 | 9,48 | 9,72 | 9,25 | 9,1425 | 9,3925 |
| 2016 Q3 | 9,48 | 9,73 | 9,39 | 9,165 | 9,425 |
| 2016 Q4 | 9,48 | 9,74 | 9,53 | 9,1875 | 9,4575 |
| 2017 Q1 | 9,48 | 9,75 | 9,67 | 9,21 | 9,49 |
| 2017 Q2 | 9,48 | 9,76 | 9,7025 | 9,2325 | 9,505 |
| 2017 Q3 | 9,48 | 9,77 | 9,735 | 9,255 | 9,52 |
| 2017 Q4 | 9,48 | 9,78 | 9,7675 | 9,2775 | 9,535 |

# EK 3

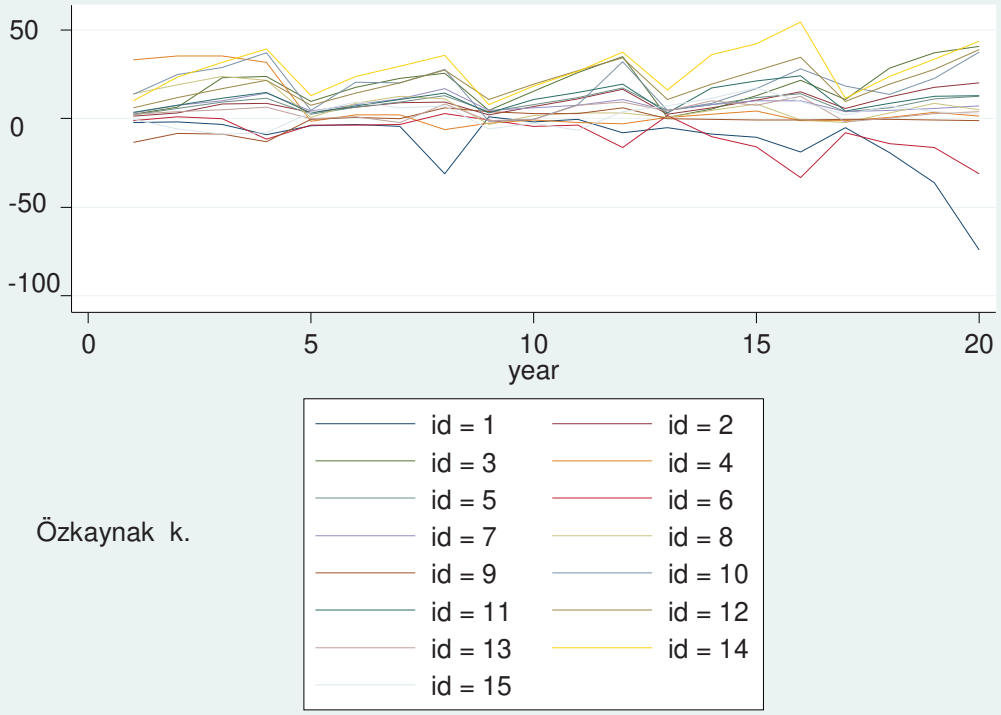
## Panel Veri Setini Oluşturan Serilere İlişkin Grafikler



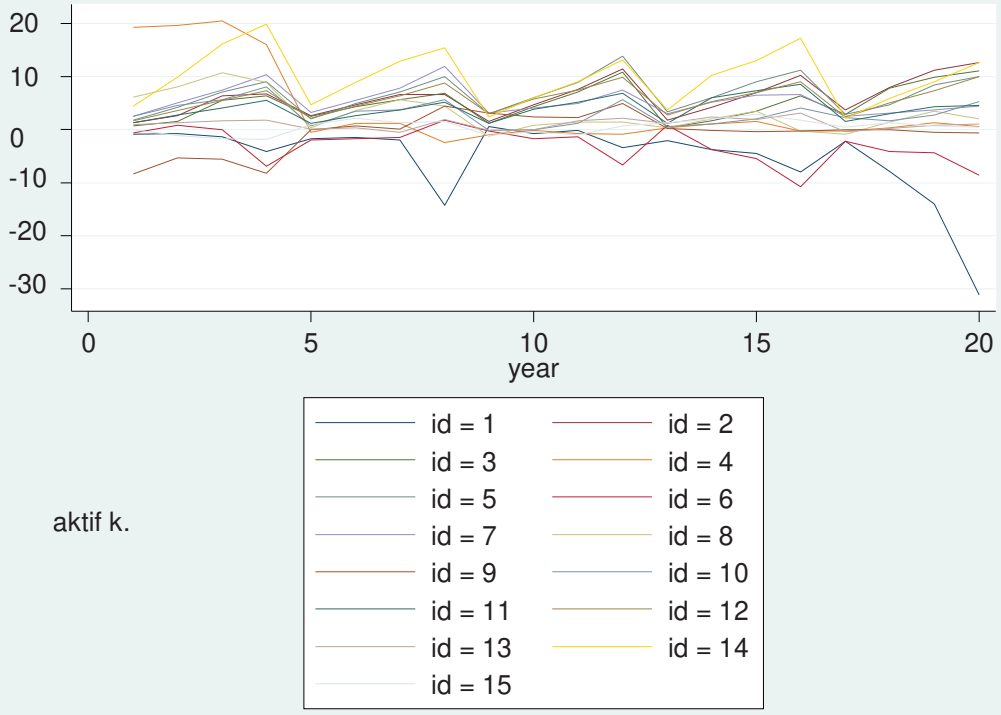

TOBIN Q



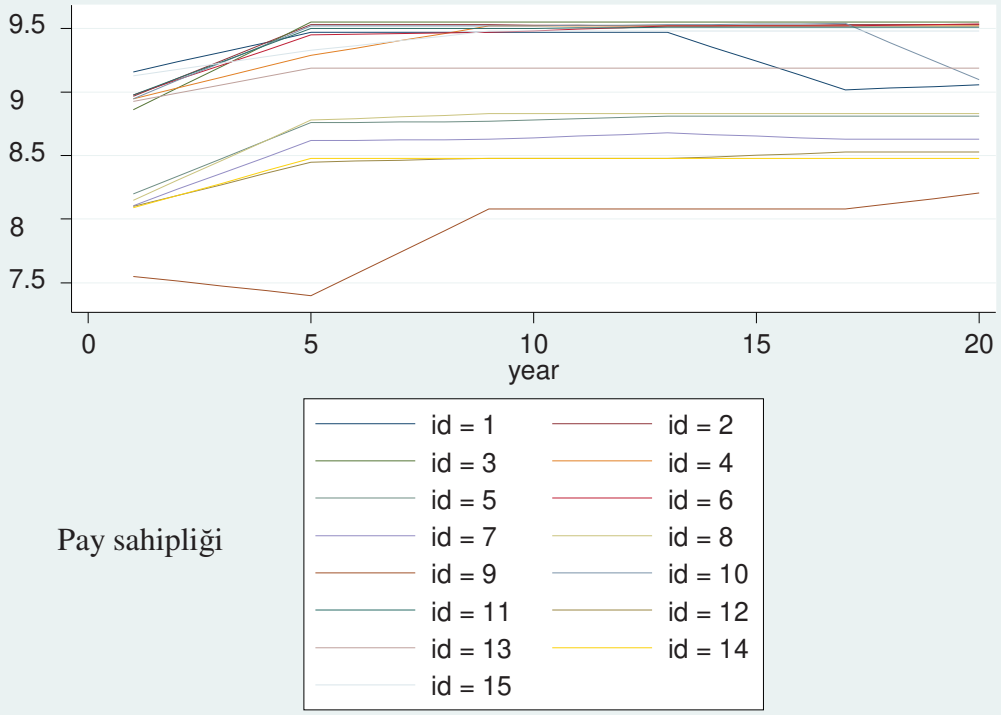

Piyasa değeri/defter değeri



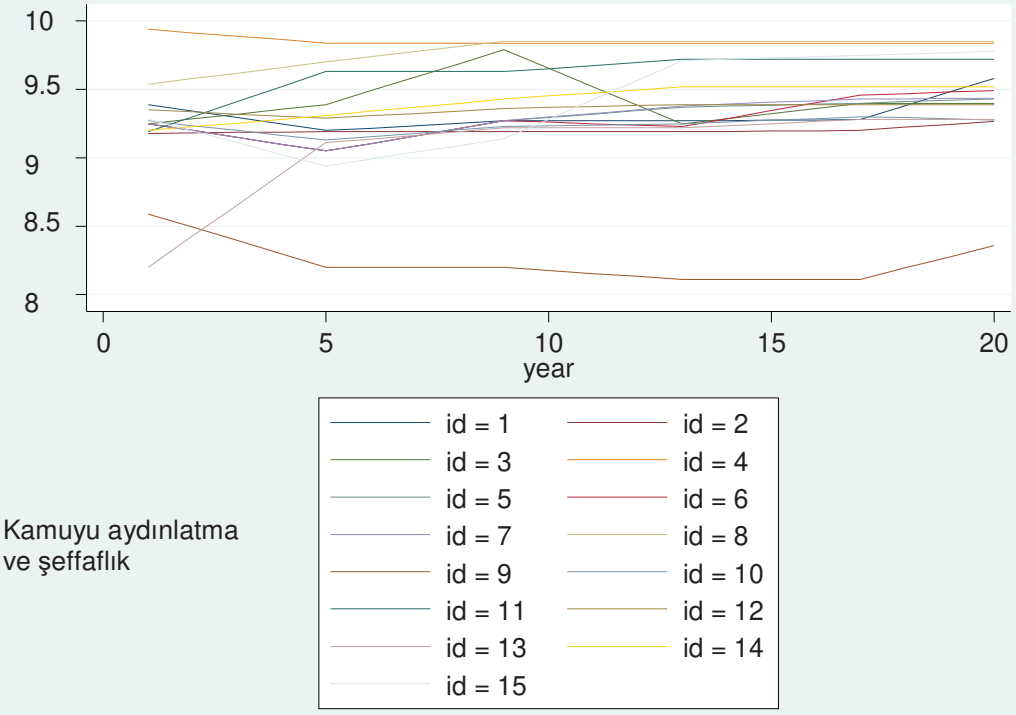

Özkaynak k.



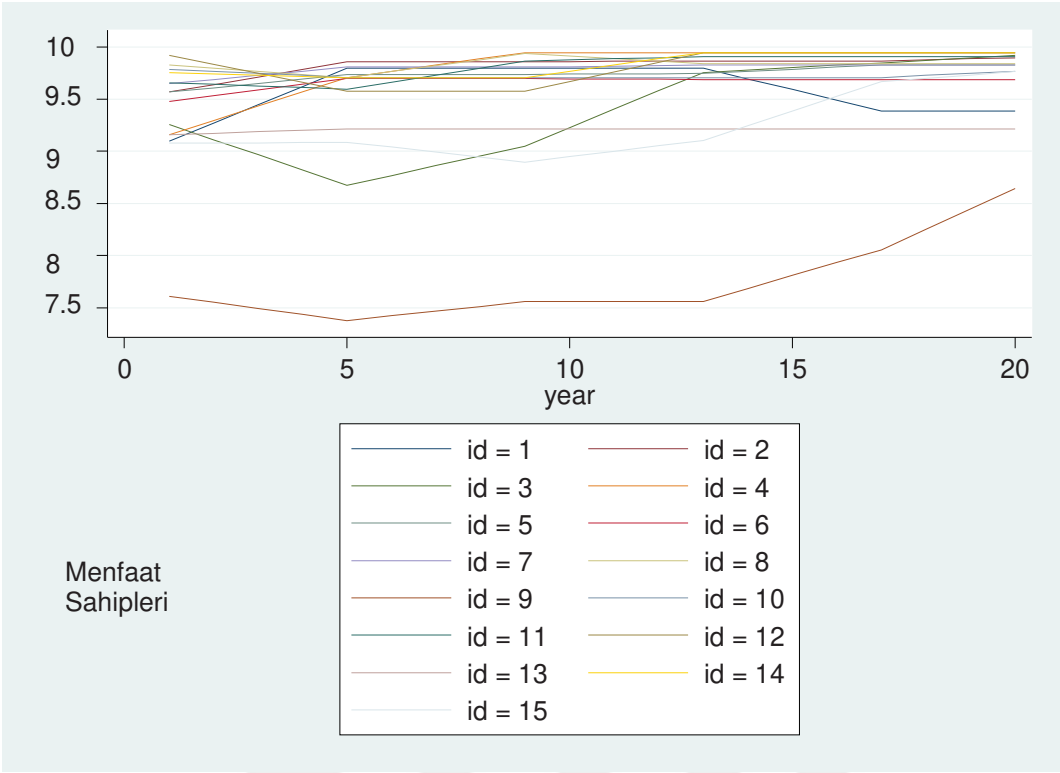

aktif k.

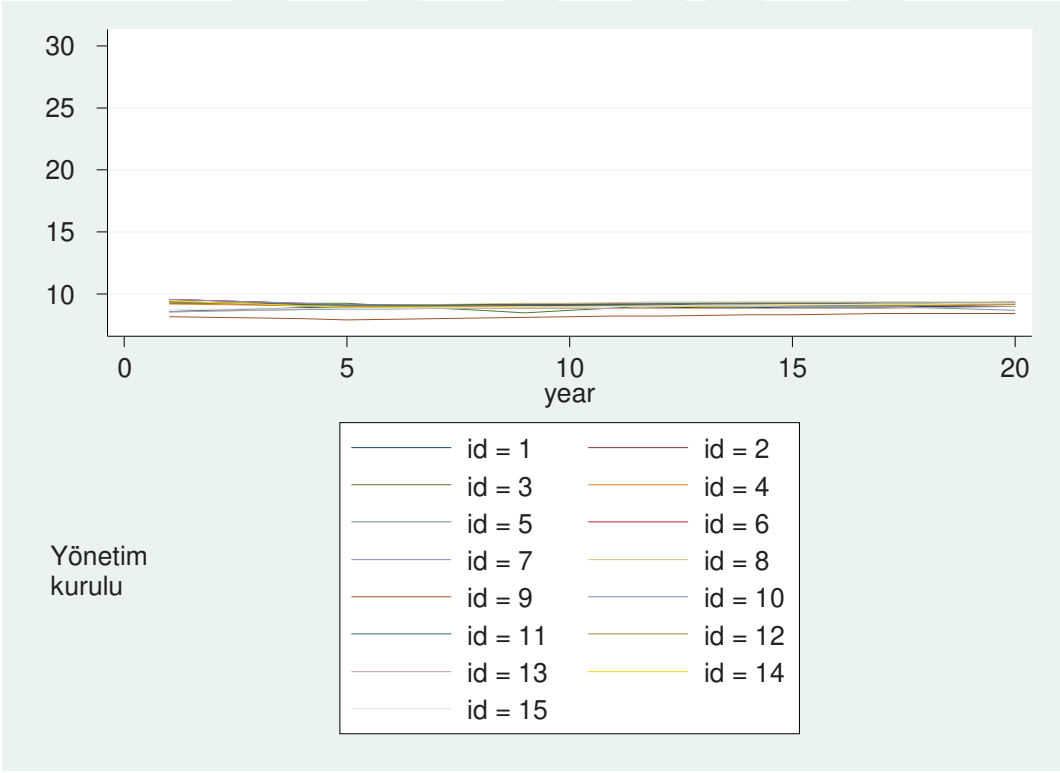


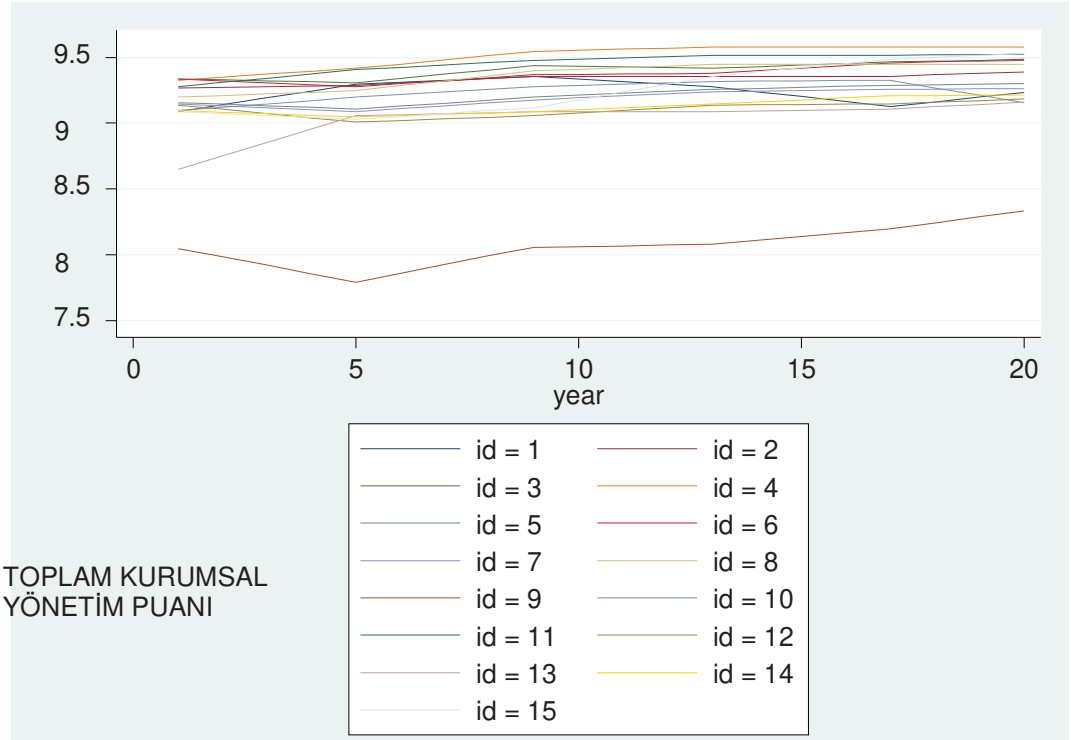

Pay sahipliği



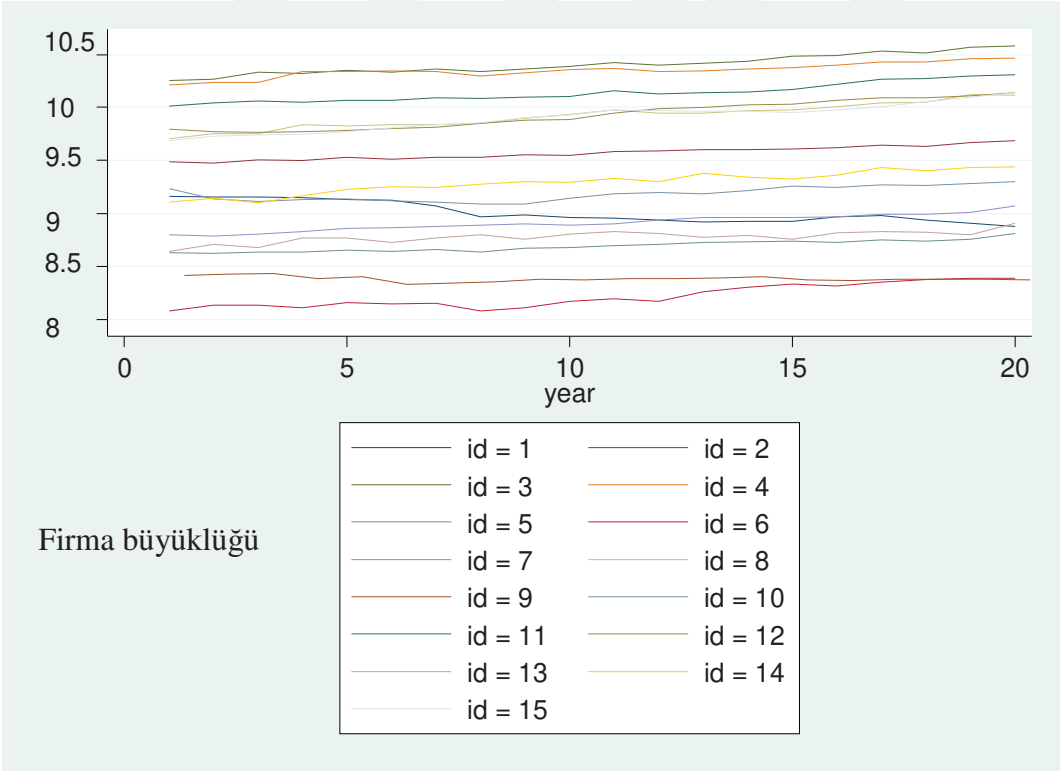

Kamuyu aydınlatma
ve şeffaflık


10
9.5
9
8.5
8
7.5
0
5
10
15
20
year
id = 1
id = 2
id = 3
id = 4
id = 5
id = 6
id = 7
id = 8
id = 9
id = 10
id = 11
id = 12
id = 13
id = 14
id = 15
Menfaat
Sahipleri

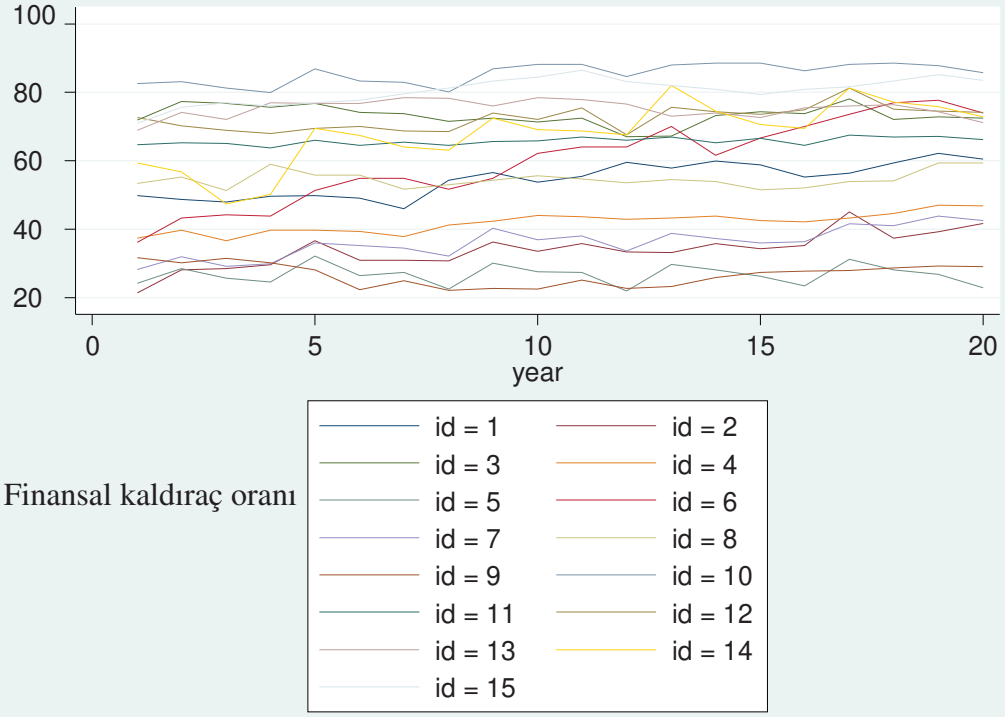

30
25
20
15
10
0
5
10
15
20
year
id = 1
id = 2
id = 3
id = 4
id = 5
id = 6
id = 7
id = 8
id = 9
id = 10
id = 11
id = 12
id = 13
id = 14
id = 15
Yönetim
kurulu




TOPLAM KURUMSAL YÖNETİM PUANI




Firma büyüklüğü




Finansal kaldıraç oranı

# ÖZGEÇMİŞ

**Kişisel Bilgiler**


| | |
|---|---|
| Soyadı, Adı | : KURT, Ahmet |
| Uyruğu | : T.C. |
| Doğum Tarihi ve Yeri | : 26.05.1986 / Çanakkale |
| Telefon | : 0542 553 4994 |
| E-mail | : ahmetkurt@comu.edu.tr |


**Eğitim**

| *Derece* | *Eğitim Birimi* | *Mezuniyet Tarihi* |
|---|---|---|
| Yüksek lisans | Çanakkale Onsekiz Mart Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İşletme Anabilim Dalı | 2013 |
| Lisans | Bolu Abant İzzet Baysal Üniversitesi İşletme Bölümü | 2009 |
| Lise | Çanakkale Lisesi | 2004 |

**İş Deneyimi**

| *Yıl* | *Yer* | *Görev* |
|---|---|---|
| 2013- ….. | Çanakkale Onsekiz Mart Üniversitesi Biga Meslek Yüksekokulu | Öğretim Görevlisi |

**Yabancı Dil**

İngilizce (YÖKDİL 71,25)

**Yayınlar**

**Kurt, Ahmet** (2020). Büyük ve Orta Boy İşletmeler İçin Finansal Raporlama Standartlarının (Bobi FRS) Büyük ve Orta Boy İşletmelere Uygunluğu Üzerine Bir Araştırma. *International Social Sciences Studies Journal,* 6(58), 1133-1141.

Elagöz, İsmail; Gezen, Aslı; **Kurt, Ahmet** (2017). Muhasebe Meslek Mensubu Adaylarının Aldıkları Eğitim Üzerine Bir Araştırma: Çanakkale Onsekiz Mart Üniversitesi Örneği. 6th International Vocational Schools Symposium, Saraybosna-Bosna Hersek, 134-142.

**Kurt, Ahmet;** Elagöz, İsmail (2015). 6102 Sayılı Türk Ticaret Kanunu Perspektifinde Adli Muhasebecilik Mesleğine Bakış. *Girişimcilik ve Kalkınma Dergisi,* 10, 213-238.