



Hacettepe Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü

İşletme Anabilim Dalı

Muhasebe–Finans Bilim Dalı

**KURUMSAL YÖNETİM İLKELERİ’NİN VE MALİ PERFORMANS  
GÖSTERGELERİN KOBİ’LERİN PERFORMANSINA ETKİSİ: BİST  
ÜZERİNE BİR UYGULAMA**

Mehmet SAĞLAM

Yüksek Lisans Tezi

Ankara, 2018

KURUMSAL YÖNETİM İLKELERİ’NİN VE MALİ PERFORMANS  
GÖSTERGELERİN KOBİ’LERİN PERFORMANSINA ETKİSİ: BİST  
ÜZERİNE BİR UYGULAMA

Mehmet SAĞLAM

Hacettepe Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü

İşletme Ana Bilim Dalı

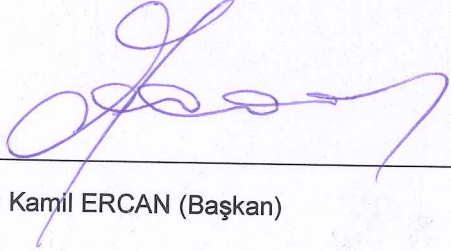
Muhasebe – Finans Bilim Dalı

Yüksek Lisans Tezi

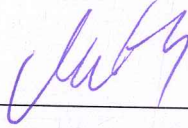
Ankara, 2018

## KABUL VE ONAY

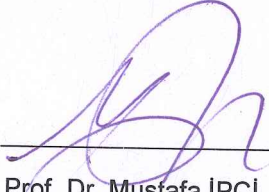
Mehmet SAĞLAM tarafından hazırlanan “Kurumsal Yönetim İlkeleri’nin ve Mali Performans Göstergelerinin KOBİ’lerin Performansına Etkisi: BİST Üzerine Bir Uygulama ” başlıklı bu çalışma, 28/05/2018 tarihinde yapılan savunma sınavı sonucunda başarılı bulunarak jürimiz tarafından Yüksek Lisans Tezi olarak kabul edilmiştir.



Prof. Dr. Metin Kamil ERCAN (Başkan)



Prof. Dr. Mehmet Baha KARAN (Danışman)



Prof. Dr. Mustafa İPCİ



Prof. Dr. Semra KARACAER



Doç. Dr. Göknur BÜYÜKKARA

Yukarıdaki imzaların adı geçen öğretim üyelerine ait olduğunu onaylarım.

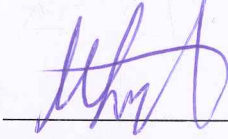
Prof. Dr. Musa Yaşar SAĞLAM  
Enstitü Müdürü

## BİLDİRİM

Hazırladığım tezin/raporun tamamen kendi çalışmam olduğunu ve her alıntıya kaynak gösterdiğimi taahhüt eder, tezimin/raporumun kâğıt ve elektronik kopyalarının Hacettepe Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü arşivlerinde aşağıda belirttiğim koşullarda saklanmasına izin verdiğimi onaylarım:

- ☐ Tezimin/Raporumun tamamı her yerden erişime açılabilir.
- ☐ Tezim/Raporum sadece Hacettepe Üniversitesi yerleşkelerinden erişime açılabilir.
- ☒ Tezimin/Raporumun .2.. yıl süreyle erişime açılmasını istemiyorum. Bu sürenin sonunda uzatma için başvuruda bulunmadığım takdirde, tezimin/raporumun tamamı her yerden erişime açılabilir.

28/05/2018



Mehmet SAĞLAM

## YAYIMLAMA VE FİKRİ MÜLKİYET HAKLARI BEYANI

Enstitü tarafından onaylanan lisansüstü tezimin/raporumun tamamını veya herhangi bir kısmını, basılı (kâğıt) ve elektronik formatta arşivleme ve aşağıda verilen koşullarla kullanıma açma iznini Hacettepe Üniversitesine verdiğimi bildiririm. Bu izinle Üniversiteye verilen kullanım hakları dışındaki tüm fikri mülkiyet haklarım bende kalacak, tezimin tamamının ya da bir bölümünün gelecekteki çalışmalarda (makale, kitap, lisans ve patent vb.) kullanım hakları bana ait olacaktır.

Tezin kendi orijinal çalışmam olduğunu, başkalarının haklarını ihlal etmediğimi ve tezimin tek yetkili sahibi olduğumu beyan ve taahhüt ederim. Tezimde yer alan telif hakkı bulunan ve sahiplerinden yazılı izin alınarak kullanılması zorunlu metinlerin yazılı izin alınarak kullandığımı ve istenildiğinde suretlerini Üniversiteye teslim etmeyi taahhüt ederim.

- Tezimin/Raporumun tamamı dünya çapında erişime açılabilir ve bir kısmı veya tamamının fotokopisi alınabilir.

(Bu seçenekle teziniz arama motorlarında indekslenebilecek, daha sonra tezinizin erişim statüsünün değiştirilmesini talep etseniz ve kütüphane bu talebinizi yerine getirirse bile, teziniz arama motorlarının önbelleklerinde kalmaya devam edebilecektir)

- Tezimin/Raporumun 28.10.5/2018 tarihine kadar erişime açılmasını ve fotokopi alınmasını (İç Kapak, Özet, İçindekiler ve Kaynakça hariç) istemiyorum.

(Bu sürenin sonunda uzatma için başvuruda bulunmadığım takdirde, tezimin/raporumun tamamı her yerden erişime açılabilir, kaynak gösterilmek şartıyla bir kısmı veya tamamının fotokopisi alınabilir)

- Tezimin/Raporumun.....tarihine kadar erişime açılmasını istemiyorum ancak kaynak gösterilmek şartıyla bir kısmı veya tamamının fotokopisinin alınmasını onaylıyorum.

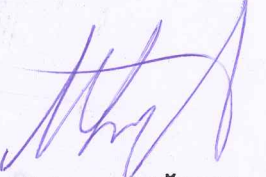
- Serbest Seçenek/Yazarın Seçimi

28/05/2018

  
Mehmet SAĞLAM

## ETİK BEYAN

Bu çalışmadaki bütün bilgi ve belgeleri akademik kurallar çerçevesinde elde ettiğimi, görsel, işitsel ve yazılı tüm bilgi ve sonuçları bilimsel ahlak kurallarına uygun olarak sunduğumu, kullandığım verilerde herhangi bir tahrifat yapmadığımı, yararlandığım kaynaklara bilimsel normlara uygun olarak atıfta bulunduğumu, tezimin kaynak gösterilen durumlar dışında zgn olduğunu, **Prof. Dr. Mehmet Baha KARAN** danışmanlığında tarafımdan üretildiğini ve Hacettepe Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Tez Yazım Yönergesine göre yazıldığını beyan ederim.



**Mehmet SAğLAM**

## TEŞEKKÜR

Bu çalışmanın ortaya çıkmasında yardım eden, yol gösteren ve desteğini hiçbir zaman esirgemeyen tez danışmanım Prof. Dr. Mehmet Baha KARAN'a teşekkürlerimi arz ederim. Ayrıca çalışma süresince tüm zorlukları benimle göğüsleyen ve hayatımın her evresinde bana destek olan değerli dostum Mustafa YAVUZ'a sonsuz teşekkürlerimi sunarım.



## ÖZET

SAĞLAM, Mehmet. *Kurumsal Yönetim İlkeleri'nin ve Mali Performans Göstergelerinin KOBİ'lerin Performansına Etkisi: BİST Üzerine Bir Uygulama*, Yüksek Lisans Tezi Ankara, 2018.

Çoğu ülkelerin sahip olduğu sorunların başında gelen işsizlik probleminin çözümü için çok önemli olan KOBİ'ler, ekonomideki payı ve etkisi sebebiyle günümüzde gittikçe de önemi artan ve artık vazgeçilmez hale gelen yapılar olmuştur. Bu yapıların en önemli sorunu çoğunluğunun aile şirketi temelli olması ve bunun da yönetim açısından bir takım sorunlara yol açmasıdır. Günümüzün öncü anlayışlarından biri olan kurumsal yönetim ilkelerinin de bu sorunların giderilmesinde etkili olabileceği öne sürülmüştür. Bu çalışmada da Borsa İstanbul'da işlem gören KOBİ'lerde kurumsal yönetim uygulamalarının finansal performans göstergelerine etkisi ölçülmeye çalışılmıştır.

Borsa İstanbul'da işlem gören 25 şirket ele alınarak yönetim kurulu büyüklüğü, CEO'nun görevde kalma süresi ve ikililiği, yönetim kurulundaki bağımsız yönetici oranı ve kadın yönetici oranı gibi kurumsal yönetim ilkeleri değişkenlerinin şirketlerin finansal performanslarına etkileri, ROA (aktif karlılık), ROE (öz sermaye karlılığı) değişkenleri kullanılarak test edilmiştir. Araştırmada panel veri regresyon analizi yöntemi kullanılmış ve açıklayıcı istatistikler, korelasyon matrisi, ve regresyon sonuçları analiz edilmiştir.

Çalışmada panel veri regresyon analizi sonucunda kurumsal yönetim ilkeleri değişkenlerinden sadece CEO'nun görevde kalma süresinin KOBİ'lerin finansal performansına olumlu yönde bir etkisi olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Değişkenler arasındaki karşılıklı ilişkileri özetleyecek olursak ise, bağımsız yönetici sayısı ile CEO'nun ikililiği ve toplam aktif arasında pozitif; bağımsız yönetici sayısı ile CEO'nun görevde kalma süresi ve cari oran arasında ise negatif bir ilişki bulunmuştur. Ayrıca, yönetim kurulu büyüklüğü ile toplam aktif ve bağımsız yönetici sayısı arasında pozitif; finansal performans göstergeleriyle ise negatif ilişki tespit edilmiştir. Son olarak, CEO'nun görevde kalma süresi ile CEO'nun ikililiği, toplam aktif ve dış satış oranı arasında pozitif ilişki bulunmuştur. Aynı şekilde dış satış oranı ile aktif karlılık arasında da pozitif, fakat CEO'nun ikililiği ile cari oran arasında negatif ilişki gözlenmiştir.

**Anahtar Sözcükler**

Kurumsal Yönetim İlkeleri, Finansal Performans, KOBİ, Türkiye, BİST



## ABSTRACT

SAĞLAM, Mehmet. *Corporate Governance Principles and Financial Performance Indicator Influence on the Performance of SMEs : An Application on Istanbul Stock Exchange*, Master Thesis, Ankara, 2018.

SMEs, which are very important for eliminating the problem of unemployment which is the primary problems that most countries have, have become increasingly important and indispensable at the present time owing to their share and influence in the economy. The most important problem of these structures is that the majority is a family business based, and which leads to some problems in the sense of management. It has been alleged that corporate governance principles, which are one of the pioneering insights of our day, may be effective to solve these problems. In this thesis, it was studied to measure the effects of corporate governance practices on the financial performance indicators in SMEs traded in Istanbul Stock Exchange.

The 25 companies traded on the Istanbul Stock Exchange were analyzed to determine the effects of corporate governance principles variables such as the size of the board of directors, the CEO's tenure and duality, the ratio of independent directors in the board and the female directors ratio to financial performance of the companies, ROA(return on asset), ROE(return on equity). Panel data regression analysis method was used in the study and descriptive statistics, correlation matrix, and regression results were analyzed.

As a result of the panel data regression analysis, only the CEO's tenure was found to have a positive effect on the financial performance of the SME's among the corporate governance policy variables. If we are to summarize the reciprocal relations between the variables, positive result was found between the number of independent managers with the CEO's duality and total assets; a negative relationship was found between the number of independent directors with the CEO's tenure and the current ratio. Otherwise, there is a positive relationship between the size of the board of directors with the number of total assets and independent directors; and a negative relationship with financial performance indicators. In conclusion, there was the positive relationship

between the CEO's tenure with CEO duality, total assets and foreign sales. Likewise, there was the positive relationship between the foreign sales rate and the ROA, but the negative relationship between CEO's duality and current ratio was observed.

**Keywords**

Corporate Governance Principles, Financial Performance, SME, Turkey, İstanbul Stock Exchange



## İÇİNDEKİLER

|                                                           |      |
|-----------------------------------------------------------|------|
| KABUL VE ONAY .....                                       | i    |
| BİLDİRİM .....                                            | ii   |
| YAYIMLAMA VE FİKRİ MÜLKİYET HAKLARI BEYANI.....           | iii  |
| ETİK BEYAN.....                                           | iv   |
| TEŞEKKÜR .....                                            | v    |
| ÖZET.....                                                 | vi   |
| ABSTRACT .....                                            | viii |
| İÇİNDEKİLER .....                                         | x    |
| KISALTMALAR .....                                         | xii  |
| TABLO DİZİNİ.....                                         | xiii |
| GİRİŞ .....                                               | 1    |
| 1. BÖLÜM : BORSA İSTANBUL VE KOBİ PİYASASI .....          | 6    |
| 1.1.BORSA İSTANBUL İLE İLGİLİ GENEL BİLGİLER.....         | 6    |
| 1.2.KOBİ PİYASASI .....                                   | 7    |
| 1.2.1. KOBİ'nin Tanımı.....                               | 7    |
| 1.2.1.1. Dünyada KOBİ Tanımları.....                      | 8    |
| 1.2.1.2 Türkiye’de KOBİ Tanımı.....                       | 11   |
| 1.2.2.KOBİ’nin Önemi .....                                | 13   |
| 1.2.3. Gelişen İşletme Pazarı (GİP) .....                 | 14   |
| 1.2.3.1. GİP’te İşlem Görmenin Yararları.....             | 14   |
| 1.2.3.1.1. Finansman Kaynağına Erişim .....               | 14   |
| 1.2.3.1.2 Fiyat Oluşumu ve Likidite Sağlama .....         | 15   |
| 1.2.3.1.3. Ortaklıktan Çıkış İmkânı Sunma .....           | 15   |
| 1.2.3.1.4. Tanınırlık ve Kredibilite Sağlama .....        | 15   |
| 1.2.3.1.5. Kurumsallaşma .....                            | 16   |
| 1.2.3.1.6. İkincil Halka Arz İmkânı .....                 | 16   |
| 1.2.3.2.GİP’te Nasıl Halka Arz Olur ? .....               | 16   |
| 1.2.3.3.Başvuru Nasıl Yapılır ? .....                     | 16   |
| 1.2.3.4.Piyasa Danışmanlığı Nedir? .....                  | 17   |
| 1.2.3.5.GİP’in Kabul Şartları .....                       | 17   |
| 1.2.3.6.Maliyetler .....                                  | 18   |
| 1.2.3.6.1.Kurul Ücreti.....                               | 18   |
| 1.2.3.6.2.İşlem Görme Başvuru ve Kotta Kalma Ücreti ..... | 18   |
| 1.2.3.6.3. MKK’ya Ödenen Ücret .....                      | 19   |

|                                                                                               |           |
|-----------------------------------------------------------------------------------------------|-----------|
| 1.2.3.6.4. Aracı Kuruluş ve Piyasa Danışmanlığı Ücreti.....                                   | 19        |
| 1.2.3.6.5. Diğer Ücretler.....                                                                | 19        |
| 1.2.3.7.KOSGEB Destekleri .....                                                               | 19        |
| <b>2. BÖLÜM : KURUMSAL YÖNETİM İLKELERİ.....</b>                                              | <b>22</b> |
| <b>2.1. KURUMSAL YÖNETİM .....</b>                                                            | <b>22</b> |
| 2.1.1. Kurumsal Yönetimin Önemi.....                                                          | 23        |
| 2.1.2. Kurumsal Yönetimin Amacı.....                                                          | 25        |
| <b>2.2. KURUMSAL YÖNETİM İLKELERİ .....</b>                                                   | <b>25</b> |
| 2.2.1. Şeffaflık İlkesi.....                                                                  | 26        |
| 2.2.2. Hesap Verebilirlik İlkesi .....                                                        | 26        |
| 2.2.3. Adillik İlkesi .....                                                                   | 27        |
| 2.2.4. Sorumluluk.....                                                                        | 27        |
| <b>2.3. ÜLKEMİZDE KURUMSAL YÖNETİM ÇALIŞMALARI .....</b>                                      | <b>28</b> |
| 2.3.1 Sermaye Piyasası Kurulu Kurumsal Yönetim İlkeleri.....                                  | 29        |
| <b>2.4. KURUMSAL YÖNETİM ENDEKSİ .....</b>                                                    | <b>30</b> |
| 2.4.1. Kurumsal Yönetim Endeksi'nin Amacı.....                                                | 31        |
| 2.4.2. Kurumsal Yönetim Endeksi'nin Hesaplanması.....                                         | 31        |
| 2.4.3. Kurumsal Yönetim Derecelendirmesi .....                                                | 31        |
| 2.4.4. Kurumsal Yönetim Endeksindeki Şirketler .....                                          | 31        |
| <b>2.5. LİTERATÜR ÇALIŞMASI.....</b>                                                          | <b>33</b> |
| 2.5.1.Kurumsal Yönetim İlkelerinin Finansal Performansı Etkilemesine Yönelik Çalışmalar ..... | 33        |
| 2.5.1.1Türkiye’de Yapılmış Çalışmalar .....                                                   | 44        |
| <b>3. BÖLÜM : VERİLER .....</b>                                                               | <b>48</b> |
| <b>3.1. ÇALIŞMANIN AMACI VE ÖNEMİ .....</b>                                                   | <b>48</b> |
| <b>3.2.ÇALIŞMANIN VERİ SETİ, DEĞİŞKENLERİ VE TANIMLAYICI İSTATİSTİKLER.....</b>               | <b>49</b> |
| <b>4. BÖLÜM : YÖNTEM VE MODEL.....</b>                                                        | <b>53</b> |
| <b>4.1.ÇALIŞMANIN YÖNTEMİ .....</b>                                                           | <b>53</b> |
| <b>4.2.MODEL TAHMİNİ VE ARAŞTIRMA SONUÇLARI .....</b>                                         | <b>55</b> |
| <b>5. BÖLÜM : BULGULAR VE YORUMLAR.....</b>                                                   | <b>60</b> |
| <b>SONUÇ.....</b>                                                                             | <b>64</b> |
| <b>KAYNAKÇA .....</b>                                                                         | <b>69</b> |
| <b>EK 1. ORJİNALLİK RAPORU .....</b>                                                          | <b>79</b> |
| <b>EK 2. ETİK KURUL İZİN MUAFİYET FORMU .....</b>                                             | <b>80</b> |

## KISALTMALAR

|        |                                                                                 |
|--------|---------------------------------------------------------------------------------|
| A.Ş    | : Anonim Şirketi                                                                |
| AB     | : Avrupa Birliği                                                                |
| ABD    | : Amerika Birleşik Devletleri                                                   |
| BİST   | : Borsa İstanbul                                                                |
| CEO    | : Chief Executive Officer ( Genel Müdür )                                       |
| GİP    | : Gelişen İşletmeler Pazar ( KOBİ Piyasası )                                    |
| İMKB   | : İstanbul Menkul Kıymetler Borsası                                             |
| KAP    | : Kamuyu Aydınlatma Platformu                                                   |
| KOBİ   | : Küçük ve Orta Büyüklükteki İşletmeler                                         |
| KOSGEB | : Küçük ve Orta Ölçekli İşletmeleri Geliştirme ve Destekleme İdaresi Başkanlığı |
| KUSGET | : Küçük Sanayi Geliştirme Teşkilatı                                             |
| MKK    | : Merkezi Kayıt Kuruluşu                                                        |
| OECD   | : Ekonomik Kalkınma ve İşbirliği Örgütü                                         |
| SMEs   | : Small and Medium-sized Enterprises                                            |
| SPK    | : Sermaye Piyasası Kurumu                                                       |
| TKYD   | : Türkiye Kurumsal Yönetim Derneği                                              |
| TL     | : Türk Lirası                                                                   |
| TÜİK   | : Türkiye İstatistik Kurumu                                                     |
| TÜSİAD | : Türk Sanayi ve İş Adamları Derneği                                            |
| VOBAŞ  | : Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası                                               |

## TABLO DİZİNİ

|                                                                         |    |
|-------------------------------------------------------------------------|----|
| Tablo 1: AB KOBİ Tanımı .....                                           | 9  |
| Tablo 2: ABD’de Çalışan Kişi Sayısına Göre İşletme Tanımı .....         | 9  |
| Tablo 3: Japonya’da Sektöre Göre KOBİ Tanımı.....                       | 10 |
| Tablo 4: Güney Kore’de Sektöre Göre KOBİ Tanımı .....                   | 11 |
| Tablo 5: Türkiye’de KOBİ’nin resmi tanım tablosu.....                   | 13 |
| Tablo 6: KOSGEB Destekleri .....                                        | 20 |
| Tablo 7: Gelişen İşletmeler Pazarı’nda İşlem Gören Şirketler .....      | 20 |
| Tablo 8: Kurumsal Yönetim Endeksi.....                                  | 31 |
| Tablo 9: Tanımlayıcı İstatistikler .....                                | 51 |
| Tablo 10: Korelasyon Matrisi .....                                      | 52 |
| Tablo 11: Birim kök test sonuçları.....                                 | 56 |
| Tablo 12: 1.derece farkı alındıktan sonra birim kök test sonuçları..... | 57 |
| Tablo 13: Hausman Test Sonuçları .....                                  | 57 |
| Tablo 14: Model 1 .....                                                 | 58 |
| Tablo 15: Model 2 .....                                                 | 59 |

## GİRİŞ

Yaşanan küresel ölçekli krizler neticesinde büyük ölçekli yapılanma düşüncesi şirketler dünyasından uzaklaşmıştır. Ölçeği küçük ve esnek yapılanmalara sahip KOBİ olarak adlandırılan şirketler ön plana çıkmıştır. Krizlere dayanıklılık açısından büyük şirketleri geride bırakan bu yapılanmalar, ülkelerdeki sanayilerin gelişmesine, dolayısıyla da ekonomik açıdan milli gelirin artışına sebebiyet verdiği için 21. yy dünyasında gittikçe önemli bir konuma sahip olmuştur. Dünya çapında neredeyse her ülkede uygulanmakta olan KOBİ'ler, işsizliğe ve yoksulluğa olan etkisinden kaynaklı teşvik edilmekte ve uygulanma alanının artması istenmektedir. Türkiye'de de ekonomiye olan etkisiyle kendini ispatlamış olan KOBİ'ler, devlet tarafından desteklenmektedir. Zira istihdam üzerindeki kayda değer payı ve oluşan yeni girişimlerin neredeyse tamamına sahip olması açısından ülkemiz ekonomisi üzerinde çok değerli bir konuma sahiptir.

Bu kadar önemli bir konumda olan KOBİ'ler ölçeği büyüdükçe günümüz teknolojisi ve beraberinde gelen küreselleşme neticesiyle tek bir kişi veya bir aile şirketi olarak yönetilmesi zorlaşan kurumlar haline gelmektedir. Buna rağmen ülkemizdeki KOBİ yapılanmalarının büyük bir bölümü gelenekselci aile yapılanmalarından oluşmaktadır. (Gümüştekin, 2005, s. 73) Türkiye'de ise son yıllardaki girişimcilik faaliyetlerinin neredeyse tamamını aile şirketleri çerçevesinde KOBİ'ler oluşturmaktadır. Girişim olmalarından kaynaklı öncelikli amacı sürdürülebilirlik olan bu yapılar, bireylerin kendi öz çabalarının yanında birçok değişkene bağlı olarak gelişmekte veya gerilemektedir. Genellikle aile şirketlerinin yetkinlik veya deneyim gibi özelliklerden ziyade, kan bağıını ön plana çıkaran yapılanmaları onların zayıf yönlerini oluşturmaktadır.

Girişimcilik ruhuyla temelleri atılan KOBİ'ler belirli bir gelişim dönemi sonrası faaliyetleri, denetimleri ve sorumluluklarının artması sonucu karmaşık bir yapıya bürünerek kontrol edilmesi güç yapılar olmaktadır. Gelenekselciliğin baskın olduğu ve kendi kendine yetme düşüncesinde olarak bu kontrol kaybına göz yuman işletmeler, gerekli finans kaynaklarından kaçınarak ve rekabetin daha az olduğu yanlış alanlara yönelerek belli bir seviyeye kadar ilerlemekte fakat üzerine çıkamamaktadır. Tam bu seviyeye gelinirken pazardaki boşluktan faydalanarak çalışma ve müşteri sahasını genişleten işletmeler, yapısal eksikliklerinden kaynaklı olarak işleyişe ayak

uyduramayarak daha öteye geçememektedir. Bu noktada KOBİ'lerin yönetim yapıları onların gelişimine engel teşkil etmektedir. Zira işletme, kuruluşundan beri yürürlüğünü devam ettiren şahısların artık bütün şirket fonksiyonlarına koşturamayacağı kadar büyümüş olmaktadır. Temel amacı olan sürdürülebilirlik tehlikeye girmekte ve bir sistem ve kurallar bütünlüğü ile çerçevesi çizilen yapı haline gelme zorunluluğu doğmaktadır. (İlter, 2001, s. 10-22) Bu noktada gelişimin farkına vararak kurumsallaşma sürecinin başlatılması, şirketin işleyişine yönelik yapılabilecek en mantıklı şey olacaktır. Bu sürecin devamıyla KOBİ'de oluşmaya başlayacak sistemli yapı onun eksikliklerine ve yanlış kararlarına cevap verecek, gelişiminin tekrar önüne çıkmasını sağlayacaktır. Profesyonellerin ve deneyim sahiplerinin ortak bir anlayışla yürüttüğü şirket gelişen dünyaya uyum sağlama noktasında geçmişteki hatalarını tekrar etmeyecektir. Kurumsallık tam bir sistem haline geldiğinde ise kurumsal yönetimin idaresinde yürütülen şirketin çerçevesini ve sınırlarını, önceden olduğu gibi bir kişi veya aile değil kurumsal yönetim ilkeleri çizecektir. Kurumsal yönetim ilkeleri kapsamında oluşturulan kurumsal yönetim, günümüzde sadece halka açık büyük ölçekli şirketlerde değil, bu tür aile yapılanmaları olan KOBİ'lerde de uygulanması açısından teşvik edilmekte ve devlet tarafından da desteklenmektedir.

Devlet desteğinin en büyük adımlardan biri olarak, Borsa İstanbul çatısı altında Gelişen İşletmeler Pazarı (KOBİ Piyasası) oluşturulmuştur. Bu pazar açık bir şekilde KOBİ'lere fayda sağlayan özelliklere sahiptir. Düşük maliyetle kolay finans kaynağı sağlamak ve likidite elde etme imkânı sunmak temel faydalar olarak sayılabileceği gibi, KOBİ'lerin bilinirliğini sağlayarak kredibilitesini arttırmak ve kurumsal bir yapıya bürünmesine katkı sağlamak da yan faydalar olarak sayılabilir. Ayrıca KOBİ'lerin kaynak ihtiyacının giderilmesine yönelik olarak ikincil halka arz imkânı sağlamak da bu işletmelere sunulan bir diğer kolaylıktır.

Şeffaflık, hesap verilebilirlik, adillik ve sorumluluk ilkeleri kapsamında oluşturulan kurumsal yönetim, en temel anlamıyla şirketlerin iyi bir şekilde yönetilmesi ve kontrol edilmesidir. Bu tanıımı açacak olursak, kurumsal yönetimin 3 farklı boyutu olduğunu söylenebilir. Birincisi, tüm menfaat sahiplerinin haklarının gözetilmesi ve adalet çerçevesinde haklarının verilmesi iken; ikincisi, şirketin kanun ve mevzuatlar dahilinde

faaliyetlerini sürdürmesidir. Son olarak da şirketin sürdürülebilirliğinin sağlanarak faaliyetlerinde verimliliğin yakalanmasıdır.

Kurumsal yönetim ilkeleri, şirkette yürütülen tüm işlemlerde aktif olarak yürürlüğü sağlar. Pay sahipleri ve tedarikçiler gibi şirketle ilişki içerisinde olan tüm menfaat sahipleri, şeffaflık ve adillik ilkeleri kapsamında en doğru şekilde bilgilendirilerek haklarında eşit muamele uygulanması sağlanır. Aynı şekilde yönetim sisteminde sistemli bir yapı oluşturulması ve kontrol altında faaliyetlerini yürütmesinde hesap verilebilirlik ve sorumluluk ilkeleri önemli şekilde rol oynar.

Bu kapsamda, kurumsal yönetim ile şirketlerin bu denli bağımlı bir ilişki içerisinde bulunması, bu konunun akademik araştırmalarda da üzerinde durulan konulardan biri haline gelmesini sağlamıştır. Literatür incelendiğinde çeşitli açıları baz alarak kurumsal yönetimin şirketlere etkisini inceleyen birçok çalışma yapılmıştır. 1991 yılında Rechner ve Dalton tarafından gerçekleştirilen araştırmada kurumsal yönetim uygulayan şirketlerin diğerlerine nazaran daha yüksek bir performansa sahip olduğu tespit etmişlerdir. 1994 yılında yapılan Mejia ve Tosi'nin çalışmasında ise kurumsal yönetim ilkelerinden biri olan hesap verilebilirlik ilkesinden yola çıkarak CEO ücretlerinin denetlenme oranının artması ile firma performansının doğru orantılı bir ilişki içerisinde olduğu belirtilmişlerdir. Kanagaretman, Lobo ve Whalen 'in 2007 de yaptıkları çalışmada ise şeffaflık ilkesiyle hareket eden şirketlerde menfaat sahipleri ile şirket arasındaki bilgi farklılıkları yani asimetrik bilginin azaldığı söylemişlerdir. 2011'de kurumsal yönetim ilkelerinin firma değerine etkisine bakan Ammann, Oesch ve Schmid ise iki değişken arasında pozitif yönlü bir ilişkiyi ön görmüş ve bu durumun firmanın piyasa değerine olumlu etkisini gözlemlemişlerdir. Kurumsal yönetim ilkelerinin KOBİ'ler bazında uygulanmasını ölçen Yasan (2016), yönetim kurulu yapıları ile firma performansını değişken olarak almış ve yaptığı inceleme sonucunda yönetim kuruluna sahip firmaların performanslarında kayda değer ölçüde daha fazla olduğunu belirlemiştir.

Literatür taraması sonucu görülmüştür ki, kurumsal yönetimin büyük ölçekli işletmeler üzerinde yarattığı olumlu ya da olumsuz etkilere dair çok sayıda çalışma bulunmakta iken, KOBİ'lerin mali performansı üzerindeki etkisine yönelik hiç bir çalışma

bulunmamaktadır. Bu nedenden dolayı çalışma, literatürde bu alana dair bir ilki oluşturmaktadır. Bu sayede, küresel kriz sonrası KOBİ'lerdeki finansal performans ile kurumsal yönetim anlayışı hakkında akademik çalışmalara farklı bir bakış açısı kazandırılacaktır. Öte yandan, genellikle geleneksel bir yapıda girişimcilik temelli kurulan bu şirketlerin gelişim göstermeye yönelik faaliyetleri için de yol gösterici bilgiler sunulacaktır.

Bu çalışmanın temel hipotezi, kurumsal yönetim ilkelerinin Borsa İstanbul'da işlem gören KOBİ'lere ilişkin finansal açıdan etkileri olup olmadığıdır. Bu hipotezi açacak olursak, bağımlı değişken konumunda olan finansal performans göstergeleri ile bağımsız değişken konumunda olan kurumsal yönetim göstergeleri arasındaki ilişkinin seviyesi incelenecek ve regresyon modeli aracılığıyla bağımsız değişkenlerin KOBİ'lerin finansal yapısına etkisi ölçülecektir.

Çalışmada, Borsa İstanbul'da işlem gören KOBİ'lerin 2011'den 2017 yılına kadar olan 7 dönemlik 175 firma yılı esas alınmıştır. Verilerin baz alınmaya başlandığı zaman diliminin 2011 yılı ile başlamasının sebebi, KOBİ piyasasındaki çoğu şirketin bu tarihten itibaren borsaya kota olmaya başlaması ve bununla birlikte bu tarihten itibaren faaliyet raporlarını kamuyu aydınlatma platformunda yayınlamalarıdır. Çalışmada Borsa İstanbul'da işlem gören KOBİ'lerin veri seti kısıtlı olduğundan dolayı daha iyi sonuç alınabileceği düşünüldüğü için yöntem olarak Panel Veri Regresyon Analizi kullanılmış ve 2 adet model kurulmuştur.

Çalışma beş ana bölümden oluşturulmuştur. Birinci bölümde, Borsa İstanbul hakkında genel bilgiler verilmiş ve KOBİ'nin Türkiye ve dünyadaki tanımları yapılarak günümüz ekonomisindeki öneminden söz edilmiştir. Ayrıca, GİP'in yapısı ve işleyişinden bahsedilerek KOBİ'lere yönelik etkisi ele alınmıştır.

İkinci bölümde, Kurumsal Yönetim konusu her açıdan incelenerek önemi ve amacından bahsedilmiştir. Kurumsal yönetim ilkelerinin çerçevesi çizilerek ülkemizdeki tarihsel süreci detaylarıyla verilmiştir. Ayrıca, şirketlerin Kurumsal Yönetim İlkeleri'ne uyum göstergesi olan Kurumsal Yönetim Endeksi yapısı, işleyişi ve önemiyle açıklanmıştır. Son olarak da Kurumsal Yönetim İlkeleri'nin finansal performansı etkilemesine yönelik literatürdeki çalışmalara yer verilmiştir.

Çalışmanın üçüncü bölümünde, çalışmanın amacı ve önemi ortaya konmuştur. Bu kapsamda çalışmada kullanılan verilerin özelliklerinden, model dahilindeki değişkenlerden ve bu değişkenlere dayalı tanımlayıcı istatistiklerinden bahsedilmiştir.

Dördüncü bölümde ise KOBİ’lerde kurumsal yönetim ilkelerinin finansal performanslarına etkisini ölçmeye yönelik ampirik bir çalışma yapılmıştır. Bu kapsamda KOBİ’lerin finansal göstergelerinin kurumsal yönetim uygulamalarından etkilenip etkilenmediği incelenmiştir. Bu amaçla KAP’tan ve Thomson Reuters Eikon veri merkezinden elde edilen veriler bir araya getirilmiş ve panel veri regresyon analizi kullanılarak modellerin sonucu ortaya konmuştur.

Son olarak beşinci bölümde elde edilen tüm bulgular literatürdeki çalışmalarla karşılaştırılarak yorumlanmıştır.

## 1.BÖLÜM

### BORSA İSTANBUL VE KOBİ PİYASASI

#### 1.1. BORSA İSTANBUL İLE İLGİLİ GENEL BİLGİLER

Borsa İstanbul resmi olarak 3 Ocak 1986 yılında faaliyete geçmiştir. Fakat borsa faaliyetlerinin topraklarımızdaki tarihçesi aslında 1864 yılı itibariyle Osmanlı döneminde devletin çıkardığı tahvil hükmündeki hisse senetlerinin elden ele dolaşmasıyla başlamıştır. (İstanbul Menkul Kıymetler Borsası, 1990, s. 15) Bu hisse senetlerinin çoğu Galata Bankerleri olarak adlandırılan gayrimüslim iş adamlarındaydı. (Kazgan, 2005, s. 14). Bu bankerler başlangıçta hisse senetleri ve tahvillerin alım satım faaliyetlerini Galata’da Havyar Hanı diye bilinen dükkânlarda yapmışlardır. Daha sonra ise onun karşısındaki Komisyon Hanı’na taşınmışlar ve Borsa adıyla hisse senetleri ve tahvillerin alım satım işlemleri yapmışlardır. (İstanbul Menkul Kıymetler Borsası, 1990, s. 16).

İlk resmi borsamız, 1873-1874 yılları arasında çıkarılan tüzük ile “Dersaadet Tahvilat Borsası” adı altında kurulmuş ve Maliye’ye bağlanarak başına bir komiser atanmıştır. (İstanbul Menkul Kıymetler Borsası, 1990, s. 21). Daha sonra yapılan tüzük değişikliği ile borsanın ismi “Esham ve Tahvilat Borsası” olarak değiştirilmiştir. (İstanbul Menkul Kıymetler Borsası, 1990, s. 21). Borsa, I. Dünya Savaşı döneminde durgunluk yaşamış olsa da Cumhuriyet’in ilanına kadar varlığını korumuştur. Hatta bazı dönemler Avrupa’daki borsalarla yarışabilecek potansiyele ulaşmıştır. Fakat Cumhuriyet’in ilanını takiben ülkemizin hem Osmanlı borçlarını üstlenmesi hem de ekonomik politikalarında içe kapanık kalması borsa faaliyetlerini büyük ölçüde azaltmıştır. (Karan, 2013, s. 71). 1922 yılında çıkarılan tüzük ile Borsa İstanbul’un temellerini sarsacak kararlar alınmıştır. 1929 yılında çıkarılan 1477 sayılı Menkul Kıymetler ve Kambiyo Borsaları Kanunu ve 8172 sayılı nizamname ile de borsa yeniden düzenlenmiştir. Bu düzenlemeden sonra Borsa, Ankara’ya taşınana kadar “İstanbul Menkul Kıymetler Borsası” olarak anılmıştır. 1938 yılında Ankara’ya taşındığında ise

"Kambiyo, Esham ve Tahvilat Borsası" adını almıştır. Ancak 3 yıl sonra tekrar İstanbul'a taşınmıştır. (Borsa İstanbul, Borsa İstanbul, 2012, s. 3).

1970 ve 1980 yılları arasında ortaya çıkan ve "Banker" denilen tefeciler büyük bir krize girmişlerdir. Bu kriz ile birlikte sermaye piyasasının düzenlenmesi gerektiği ortaya çıkmıştır. (Karan, 2013, s. 73). Bu yüzden 1981 yılında 2499 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu çıkarılmış ve sermaye piyasası yeniden düzenlenmiştir. Bu düzenlemeyi takiben Menkul Kıymetler Borsası, 06.10.1983 tarihli ve 91 sayılı Menkul Kıymetler Borsası Hakkında Kanun Hükmünde Kararname ile yeniden şekil ve içerik bakımından düzenlenmiştir. Son düzenlemelerden sonra 26 Aralık 1985 tarihinde "İstanbul Menkul Kıymetler Borsası" törenle açılarak faaliyete geçmiştir. (Borsa İstanbul, Borsa İstanbul, 2012, s. 3)

İMKB'den başka 26 Temmuz 1996 tarihinde İstanbul Altın Borsası, 4 Şubat 2005 tarihinde ise ülkemizin ilk türev araç borsası olan VOBAS faaliyete geçmiştir. 2012 yılı itibariyle eski Sermaye Piyasası Kanunu kaldırılarak yerine 6362 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu yayımlanmıştır. Bu kanunla birlikte 3 Nisan 2013 yılında tüm borsalar Borsa İstanbul çatısı altında birleştirilmiştir. (Karan, 2013, s. 73). Borsa İstanbul'da şu anda faaliyette olan pazarlar şunlardır; Yıldız Pazar, Ana Pazar, Gelişen İşletme Pazarı, Yakın İzleme Pazarı, Kolektif Yatırım Ürünleri ve Yapılandırılmış Ürünler Pazarı, Nitelikli Yatırımcı İşlem Pazarı ve Piyasa Öncesi İşlem Platformu'dur. (Borsa İstanbul, 2018, s. 1)

## **1.2.KOBİ PİYASASI**

### **1.2.1. KOBİ'nin Tanımı**

Küçük ve orta ölçekli işletmelerin tanımında nedensellik çerçevesinde oluşturulan bilimsel bir tanım değil, sonuç odaklı pragmatik bir tanım vardır. Tanım bilimsel olmayınca genel kabul görmesi de düşünülemez. (Müftüoğlu & Durukan, 2004, s. 90) Küçük işletmelerin nelerden oluştuğuna dair temel veya tek bir tanım da yoktur. (Carter & Jones-Evans, 2006, s. 8). Çünkü KOBİ'lere yönelik tanım ve belirlemelerde farklı hususlar dikkate alınır. Bu hususlardan biri KOBİ 'nin tanımının her ülke için farklılık gösteren geniş bir yelpazeye sahip olmasıdır. (Ayyagari, Beck, & Demirgüç-Kunt,

2005, s. 5). Aynı şekilde kültürlerarası ve bölgelerarası görüş ayrılıkları da yaşanmaktadır. Hatta kuruluşun türü ve bulunduğu iş kolu dahi bu durumu güçlendirici niteliktedir. Diğer bir husus, şirketin bağımlılığı ile ilgilidir. Şirket bireysel ve bağımsız ise ayrı bir tanım, bir şirketin yan veya alt kuruluşu ise ayrı bir tanımı vardır. KOBİ tanımlarında kullanılan ölçüt ve göstergelerde de farklılıklar göze çarpar. (Çetin, 1996, s. 34-35). Yine de satışlar, yatırım oranı ve işçi sayısı gibi göstergeler ortaktır. Birçok kaynağa göre bir işletmenin KOBİ sayılabilmesinin belirleyicisi işçi sayısıdır. (Ayyagari, Beck, & Demirgüç-Kunt, 2005, s. 5).

Sonuç olarak KOBİ'lerin tanımlarını etkileyen etmenlerin bazılarının şirket açısından, bazılarının ise bulundukları ülkeler açısından olduğu anlaşılmaktadır. Ekonomik düzey, sanayileşme seviyesi ve teknoloji ülkeler için farklılık arz ederken; ticari sektörün genişliği, aktif olunan iş kolu, üretimde kullanılan teknikler ve buna bağlı olarak üretilen ürünlerin özellikleri de şirketler için farklılık arz eder. Bütün bu etmenlerdeki çeşitlilik de KOBİ tanımının sabit olamayacağını delilidir. (Şimşek, 2002, s. 2)

#### **1.2.1.1. Dünyada KOBİ Tanımları**

OECD'ye göre KOBİ, çalışan sayısı belirli bir sınıra sahip, başka bir firmanın alt veya yan kuruluşu olmayan bağımsız işletmelerdir. Çalışan sayısındaki bu sınır, genellikle 250 olmakla beraber ülkeden ülkeye farklılık gösterir. (OECD, 2005, s. 1). Dünya Bankası ise, çalışan üst limiti olarak 300 kişi belirlerken ciro veya varlıklar konusunda 15 milyon doları sınır kabul etmiştir. (Gibson & Vaart, 2008, s. 5)

Avrupa Birliği 1996 yılındaki tanımlamayı 2003/361/EC sayılı “6 Mayıs 2003 Tarihli Komisyon Tavsiyesi” ile genişleterek küçük ve orta büyüklükteki işletmelerin tanımını yapmıştır. Tanımlama yaparken dünya bankası gibi kriterlerden birini işçi sayısı, diğerini ise ciro veya toplam bilanço olarak seçmiştir. Bu kriterlere göre Avrupa Birliği'nin KOBİ tanımı Tablo 1' de verilmiştir. (Taş, 2010, s. 34)

Tablo 1: AB KOBİ Tanımı

| İşletme Sınıfı | İşçi Sayısı | Ciro                                         | Toplam Bilanço                               |
|----------------|-------------|----------------------------------------------|----------------------------------------------|
| Orta Ölçekli   | < 250       | < 50 Milyon Euro<br>(1996' da 40 milyon)     | < 43 Milyon Euro<br>(1996' da 27 milyon)     |
| Küçük Ölçekli  | < 50        | < 10 Milyon Euro<br>(1996'da 7 milyon)       | < 10 Milyon Euroz<br>(1996'da 5 milyon)      |
| Mikro Ölçekli  | < 10        | < 2 Milyon Euro<br>(Daha önce tanımlanmamış) | < 2 Milyon Euro<br>(Daha önce tanımlanmamış) |

Kaynak: European Commission, The New SME Definition: User Guide and Model Declaration, EC Enterprise and Industry Publications, 2005, s. 32.

ABD'de de KOBİ'ler her ülkede olduğu gibi çok önemli bir yere sahiptir ki, iş yüküne yaklaşık olarak yüzde 75 katkı sağlamaktadırlar. Bu oran özel sektörde yüzde 50 civarında, bütün iş gücü içerisinde ise yüzde 99.7 gibi bir orana tekabül etmektedir. (Altman & Sabato, 2005, s. 2). Bu derece önemli olmasına rağmen kamu tarafından açıklanan herhangi resmi bir tanımı yoktur. (Çetin, 1996, s. 37) . Fakat, KOBİ'lere her türlü desteği veren SBA kuruluşu, KOBİ'leri tanımlarken sektör bazlı yaklaşımda bulunmuştur. ( U. S. Small Business Administration, 2016). Ayrıca tanım yapılırken kantitatif gösterge olarak işçi sayısı ve satış miktarı esas alınmıştır. (Çetin, 1996, s. 37).

Tablo 2: ABD'de Çalışan Kişi Sayısına Göre İşletme Tanımı

| İşletme Sınıfı | İşçi Sayısı        |
|----------------|--------------------|
| Küçük Ölçekli  | 1-499              |
| Orta Ölçekli   | 500-1499           |
| Büyük Ölçekli  | 1500 Kişiden Fazla |

Kaynak: Tahir Akgemci, KOBİ'lerin Temel Sorunları ve Sağlanan Destekler. (Ankara: KOSGEB, 2001) 12.

Asya kıtasındaki görüşleri dikkate alacak olursak, Japonya’da KOBİ’lerin tanımında çalışan işçi sayısı ve toplam sermaye dikkate alınır. (Çetin, 1996, s. 42). Japonya’da bir şirketin KOBİ sayılabilmesi için hizmet sektöründe işçi sayısı 50 kişiyle sınırlı iken, ticaret sektöründe 100 kişi, imalat sektöründe ise 300 kişiyle sınırlıdır. Sermaye açısından ise hizmette 10 milyon yen, ticarete bunun 3 katı yani 30 milyon yen, imalatla ise 100 milyon yen tepe noktası gösterilmiştir. KOBİ ayırımında sektörel sınıflandırmanın yanında farklı detaylar baz alınarak da bölümlendirmeler yapılmıştır. (Taş, 2010, s. 39)

Tablo 3: Japonya’da Sektöre Göre KOBİ Tanımı

| Sektör  | İş Sayısı | Sermaye Toplamı |
|---------|-----------|-----------------|
| İmalat  | < 300     | <100 Milyon Yen |
| Ticaret | < 100     | <30 Milyon Yen  |
| Hizmet  | < 50      | <10 Milyon Yen  |

Kaynak: KÜSGET, Küçük Sanayi Yönlendirme Raporu.(Ankara: Cem Matbacılık,1987) 1.

Hindistan’da ise KOBİ tanımı yapılırken küçük işletmeler, yardımcı işletmeler ve çok küçük işletmeler olarak ayrı ayrı sınıflandırma yapılmaktadır. Bu sınıflandırmalar yapılırken işletmelerin arazi ve makinalara yaptıkları sabit maliyetlerin miktarı esas alınmıştır. Arazi ve makinalara yapılan sabit yatırımlar çok küçük işletmelerde en fazla 16 bin dolar, küçük işletmelerde en fazla 300 bin dolar ve yardımcı işletmelerde ise en fazla 350 bin dolar olarak belirlenmiştir. Yardımcı işletmeler; ara ürün, parça ve yedek parça üretimi ve hizmetinde bulunan ya da üretim faaliyetlerinin yüzde 50’sini diğer ürünlerin imalatı için ayıran, başka firmaya bağlı veya denetiminde olmayan işletmelerdir. (Küçük Sanayi Geliştirme Teşkilatı, 1987, s. 35).

Güney Kore’de önceleri sadece işçi sayısı göz önünde bulundurularak tanımlama yapılırken, 1992 yılında KOBİ Kanunu’nda yapılan değişiklikle tam gün çalışan işçi sayısının esas alınması kararlaştırılmıştır. (Çetin, 1996, s. 43). İşçi sayısına ek olarak KOBİ’lerin sermaye kısıtı en fazla 8 milyon dolar olabilir. Ancak Güney Kore’de mikro

işletmelerin bütün işletmeler içerisindeki oranı diğerlerine göre oldukça fazladır. (OECD, 2016, s. 316).

Tablo 4: Güney Kore’de Sektöre Göre KOBİ Tanımı

| Sektör                     | Orta Boy işletmeler | Küçük Boy işletmeler | Mikro İşletmeler |
|----------------------------|---------------------|----------------------|------------------|
| İmalat                     | En fazla 300 işçi   | En fazla 50 işçi     | En fazla 10 işçi |
| Madencilik, İnşaat, Ulaşım | En fazla 300 işçi   | En fazla 50 işçi     | En fazla 10 işçi |
| Ticaret ve Hizmet          | En fazla 300 işçi   | En fazla 10 işçi     | En fazla 5 işçi  |

Kaynak: Financing SMEs and Entrepreneurs 2016: An OECD Scoreboard - © OECD 2016

#### 1.2.1.2 Türkiye’de KOBİ Tanımı

Ülkemizde resmi olarak KOBİ tanımı 18 Ocak 2005 tarihli Resmi Gazete’ de yayınlanan Yönetmelikle yürürlüğe girmiştir. Bu Yönetmelik yürürlüğe girmeden önce birçok KOBİ tanımı zaten mevcuttu. (Müftüoğlu M. , 2013, s. 134) Bu tanımlar, tüm dünyada olduğu gibi ülkemizde de büyük kuruluşların tanımlamalarına benzer olarak oluşturulmuştur. Ülkemizdeki bazı kuruluşların Yönetmelikten önceki KOBİ tanımları şunlardır; (Müftüoğlu & Durukan, 2004, s. 92-94)

- KOSGEB yaptığı sınıflandırmayla; 1-50 arasında işçi çalıştıran firmaları küçük, 51-150 arasında işçi çalıştıran firmaları orta ve 150 üstü işçi çalıştıran firmaları ise büyük ölçekli işletmeler olarak tanımlamıştır.
- Halkbank KOBİ için; imalat ve tarım sanayi sektöründe bina ve arsa hariç defter kaydı toplam 400 milyar TL’yi aşmaması gerektiğini söylemiştir. Ayrıca 1 ile 9 arası işçi bulunduranlar mikro, 10 ile 49 işçi bulunduranlar küçük ve 50-250 işçi bulunduranların orta ölçekli işletmeler olduğunu belirtmiştir.
- Devlet İstatistik Kurumu; işletmeleri işçi sayısı açısından 1-9 arasını mikro, 10-49 arasını küçük, 50-99 arasını orta, 100’den fazla olanları da büyük ölçekli olarak tanımlamıştır.

- Sanayi ve Ticaret Bakanlığı ise 1-19 arası işçi barındıranları mikro, 20-99 arası işçi barındıranları orta ve 100’den fazla işçi barındıranları büyük ölçekli işletmeler olarak gördüğünü açıklamıştır.
- Hazine Müsteşarlığı da tanımında 1-9 arası işçiye sahip işletmelerin mikro, 10-49 arası işçiye sahip işletmelerin küçük, 50-250 arası işçiye sahip olan işletmelerin orta ve 250’den fazla işçiye sahip olan işletmelerin büyük ölçekli işletmeler olduğunu açıklamıştır.

Bu tanımlarda her kuruluş sahip olduğu bilgi birikimini katarak kendisine özgü bir tanım oluşturmuştur. (Müftüoğlu & Durukan, 2004, s. 94) Tanımlamalardaki ufak çaplı farklılıklardan kaynaklı çok fazla tartışma gerçekleşmiştir. Resmi bir dayanağı olan tek bir tanım da bulunmadığı için işletmelere destekler konusunda sıkıntılar yaşanmıştır. Bu sebeple Bakanlar Kurulu kararıyla 2005’te çıkarılan Yönetmelik ile Türkiye tek bir KOBİ tanımına sahip olmuştur. Bakanlar Kurulu’nun 2005/9617 sayılı kararında KOBİ;

“Küçük ve orta büyüklükte işletme (KOBİ): İki yüz elli kişiden az yıllık çalışan istihdam eden ve yıllık net satış hasılatı ya da mali bilançosu yirmi beş milyon Yeni Türk Lirasını aşmayan ve bu Yönetmelikte mikro işletme, küçük işletme ve orta büyüklükteki işletme olarak sınıflandırılan ve kısaca "KOBİ" olarak adlandırılan ekonomik birimleri,”

şekilde ifade edilmiştir. (Küçük ve Orta Büyüklükteki İşletmelerin Tanımı, Nitelikleri ve Sınıflandırılması Hakkında Yönetmelik, 2005) Ayrıca KOBİ’lerin sınıflandırılması da Yönetmelikte “Mikro işletme: On kişiden az yıllık çalışan istihdam eden ve yıllık net satış hasılatı ya da mali bilançosu bir milyon Yeni Türk Lirasını aşmayan çok küçük ölçekli işletmeler; Küçük işletme: Elli kişiden az yıllık çalışan istihdam eden ve yıllık net satış hasılatı ya da mali bilançosu beş milyon Yeni Türk Lirasını aşmayan işletmeler; Orta büyüklükteki işletme: İki yüz elli kişiden az yıllık çalışan istihdam eden ve yıllık net satış hasılatı ya da mali bilançosu yirmi beş milyon Yeni Türk Lirasını aşmayan işletmeler.” olarak belirtilmiştir. (Küçük ve Orta Büyüklükteki İşletmelerin Tanımı, Nitelikleri ve Sınıflandırılması Hakkında Yönetmelik, 2005) KOBİ’lerin tanımında daha sonra 2012 yılında değişikliğe gidilmiştir. Yıllık net satış hasılatları ile mali bilanço büyüklüklerinin üst limiti değiştirilmiştir. En son olarak güncel tanım aşağıdaki tablodaki gibi olmuştur; (Müftüoğlu M. , 2013, s. 137)

Tablo 5: Türkiye’de KOBİ’nin resmi tanım tablosu

| Sınıflandırma | İşçi Sayısı | Yıllık Net Satış<br>Miktarı | Toplam Varlıkları |
|---------------|-------------|-----------------------------|-------------------|
| Mikro Ölçekli | < 10        | < 1.000.000 TL              | < 1.000.000 TL    |
| Küçük Ölçekli | < 50        | < 8.000.000 TL              | < 8.000.000 TL    |
| Orta Ölçekli  | <250        | < 40.000.000 TL             | < 40.000.000 TL   |

Kaynak: Müftüoğlu,2013,s. 137

### 1.2.2.KOBİ’nin Önemi

Sanayi devriminden sonra özellikle II. Dünya Savaşı yılları teknolojinin gelişimiyle birlikte büyük şirketlere yönelik eğilimler artmıştır. Fakat sonraki dönemde yaşanan krizler neticesinde yapılan araştırmalarda, KOBİ’lerin krizlerde büyük şirketlere göre daha dayanıklı olduğu görülmüştür. Bunun da etkisiyle 1980 sonrası KOBİ’lerle ilgili yeni fikirler ortaya atılmaya başlamıştır. (Çetin, 1996, s. 73) Şu anki geline noktada ise KOBİ’lerin, ülke sanayisine büyük katkıları, milli gelirdeki oranları ve sayılarının fazlalığı gibi nedenlerle ekonomilerde önemli bir paya sahip olduğu düşünülmektedir. (Şimşek, 2002, s. 15). Dünya Bankası’nın küçük işletmeler hakkında yaptığı araştırmada KOBİ’lerin ekonomik büyümeyi teşvik ettiği, işsizliği ve yoksulluğu azalttığını belirtilmiştir. Buna istinaden Dünya Bankası KOBİ’lere sadece 2004 yılında 2.8 milyar dolar para yardımı yapmıştır. (Ayyagari, Beck, & Demirgüç-Kunt, 2005, s. 2)

KOBİ’ler dünyadaki çoğu ülkenin ekonomisinde sürekli kendini geliştiren dinamik bir yapı konumundadır. Son 15 yıldır küreselleşmenin etkisiyle gelişimlerini hızlandıran KOBİ’ler tüm kıtalarda hatta Afrika’da bile kendisini göstermiştir. OECD ülkelerindeki firmaların yüzde 95’inin işçi gereksinimi yüzde 60 ile 70 arasında KOBİ’ler tarafından karşılanmaktadır. (Levy & Powell, 2004, s. 19) Zaman zaman krizler nedeniyle sorunlar yaşayan küresel ve bölgesel ekonomilerin yeniden onarımında da KOBİ’ler olmazsa

olmaz işletmelerdir. (Ayyagari, Beck, & Demirgüç-Kunt, 2005, s. 2) KOBİ'lerin büyük şirketlere göre önem arz etmesindeki bazı etkenler şunlardır; (Şimşek, 2002, s. 15)

- Talep değişikliklerine hızlı uyum sağlarlar.
- Üretim şekillerini ve ürünlerini kolayca değiştirebilirler.
- Yeniliklere daha fazla açıktırlar.
- Daha az sermayeye sahip oldukları için ekonomik koşulların değişmesi gibi farklı durumlara çabuk uyum sağlar, hızlı geri bildirim yaparlar.

Tüm dünyada olduğu gibi ülkemizde de KOBİ'ler önemli bir yere sahiptir. TÜİK verilerine göre 2014 yılında toplam girişim sayısının yüzde 99,8'ini ve istihdamın yüzde 73,5'ini KOBİ'ler oluşturmuştur. (TÜİK, 2016, s. 1) Türkiye'de KOBİ'ler çoğunlukla imalat sanayinde faaliyet gösterdiği için ülkemizin sanayi sektöründe de önemli bir konumdadırlar. (Şimşek, 2002, s. 17) Küresel ölçekle bakıldığında görüldüğü üzere Türkiye'de de ekonomik gelişmeye çok fazla katkıları vardır. Bu sebeple KOBİ'lerin gelişimi için devlet tarafından önemli destekler verilmektedir.

### **1.2.3. Gelişen İşletme Pazarı (GİP)**

Ülkemizde KOBİ'ler borsada Gelişen İşletmeler Pazarı'nda işlem görmektedir. Gelişen İşletmeler Pazarı (GİP), gelişme potansiyeli olan KOBİ'lerin halka arz olması yoluyla geleceğe yönelik ve geri ödeme mecburiyeti olmayan sermaye elde edebilmeleri için kurulmuştur. Gelişen İşletmeler Pazarı'nda işlem gören KOBİ'lerin aktif varlıkları toplamı en az 5,8 milyon Türk Lirası, net satış gelirleri ise en az 11,6 milyon Türk Lirası olan sermayeleri paylara bölünmüş şirket statüsünde olması gerekir. Bunlara ek olarak şirketlerin halka arz edilen paylarının değeri 25 milyon Türk Lirası'ndan az olması gerekmektedir. (Borsa İstanbul, 2016, s. 6)

#### **1.2.3.1. GİP'te İşlem Görmek Yolları**

##### **1.2.3.1.1. Finansman Kaynağına Erişim**

GİP, KOBİ'lerin minimum risk ile maliyeti en aza indirebilecekleri ve geri ödemesi olmayan bir kaynak bulmalarını sağlar. Bu kaynak, diğer kaynak bulma yöntemlerine göre şirketin nakit akışını sektöre uğratmaz ve faiz gibi yükümlölükler altında

bırakmaz. GİP’te şirket halka arz edildiği için öz sermayesi artış eğilimindedir. Öz sermaye ile borçlanma kapasitesi doğru orantılı olduğundan şirketin borçlanma gücü de artar. Borçlanabilen şirket finansmana daha düşük maliyetle daha kolay ulaşır. Aynı zamanda borç/sermaye oranlarını düşüren bu eğilim, şirketin mali gücünü sağlamlaştırarak anormal zamanlarda şirkete direnme gücü verir. Ayrıca, şirketlerin halka arz edildikten sonra paylarını teminat gösterme ve böylelikle kredi imkânı yaratma gücü de vardır. Yine borç senedi ihracı da kullanılabilecek bir finansman kaynağıdır. (Borsa İstanbul, 2014, s. 2)

#### **1.2.3.1.2 Fiyat Oluşumu ve Likidite Sağlama**

GİP’te piyasa ortamının özellikleri sayesinde şirketlerin halka arz edilen payları arz talep dengesine göre oluşan fiyat üzerinden alım satıma konu olur. Bu sayede sağlıklı bir fiyat oluşur ve bu da şirketlere likidite sağlar. Paydaşlar kredi teminatında likidite sağladıkları paylardan yararlanabilirler. Şirketlerin referans sayılabilecek GİP’te işlem görmesi, şirket yapılarındaki olası değişimlerde veya halka arz işlemlerinin tekrarı durumunda şirkete ayrıcalıklı bir statü kazandırır. (Borsa İstanbul, 2014, s. 2)

#### **1.2.3.1.3. Ortaklıktan Çıkış İmkânı Sunma**

GİP’te işlem gören bir şirketin sermayedarı sahip olduğu payını satarak pazardan çıkış yapmak istediğinde GİP’in oluşturduğu fiyat ve pay değeri esas alınır. Buna rağmen çıkış yapmak isteyen pay sahiplerine belli koşullar öne sürülür. GİP’te işlem değeri kalmamış olan payların satışı üçüncü kişilere yönelik borsa dışında gerçekleştirilebilir. Bir diğer çıkış yolu ise, paylara bölünmüş ortaklığın zamanla farklı pazarlara kayması yoluyla gerçekleşebilir. Bu pazarlar Ana Pazar veya Yıldız Pazar olmakla birlikte burada işlem gören bütün payların işlemde olması şartı aranır. Böylece paydaşlar kendi paylarını satın pazardan çıkabilir. (Borsa İstanbul, 2014, s. 3)

#### **1.2.3.1.4. Tanınırlık ve Kredibilite Sağlama**

KOBİ’lerin GİP’te işlem görmesi, şirket üzerinde yatırım raporları yazılmasını ve medya tarafından haber ve analizlere maruz kalmasını sağlar. Borsa İstanbul’un bültenleri, tüm medya/yayın kuruluşları ve Kamu Aydınlatma Platformu aracılığıyla GİP’te işlem gören şirketler hakkında başta mali durumu olmak üzere bir çok bilgi yerli

ve yabancı tüm yatırımcılara ulaşır. Bu sayede yatırımcılar dışında kredi veren kuruluşların, şirket ortaklarının ve diğer paydaşların da şirketi izlemesine olanak sağlanır. Tanınırlığı artan şirketin de yelpazesi her açıdan genişler. (Borsa İstanbul, 2014, s. 3)

#### **1.2.3.1.5. Kurumsallaşma**

Aile şirketlerinin halka arzı ve GİP’te işlem görmeye başlaması şirketin kurumsallaşma sürecini olumlu etkiler. Şeffaflık, hesap verilebilirlik ve sorumluluk ilkeleri çerçevesinde şirketin raporlama, bilgilendirme, yönetim vs. faaliyetleri yürütmesi kurumsal yönetim anlayışının gelişmesine yardımcı olur. Artan kurumsallaşmayla birlikte şirketin devamlılığı artar ve sınırlı bir ömre sahip olmasını engeller. (Borsa İstanbul, 2014, s. 3)

#### **1.2.3.1.6. İkincil Halka Arz İmkânı**

Şirketlere GİP’te işlem görürken kaynak gereksinimlerini karşılamak amacıyla ikincil halka arz imkânı sunulur. Böylece firmalar yeniden finansman imkânına sahip olur. Ekonomi ve ticaretin küreselleşmesi neticesiyle güçlü sermayeye sahip olması gereken firmalar rekabet ortamından kopmamak için bu finansman imkanını değerlendirirler. Bu imkân günümüzde oldukça önemli hale gelmiştir. (Borsa İstanbul, 2016, s. 5)

#### **1.2.3.2.GİP’te Nasıl Halka Arz Olur ?**

KOBİ’lerin GİP’te halka arzı ve işlem görmesindeki amaç, şirketlerin borçlanmadan kaynak edinmeleri yoluyla öz kaynaklarının güçlendirilmesi ve elde ettikleri finansman yardımıyla gelecekte büyük şirketlere dönüşmelerinin sağlanmasıdır. Burada esas olan elde edilecek kaynağın şirketin mali yapısını güçlendirmesidir. (Borsa İstanbul, 2014, s. 4)

#### **1.2.3.3.Başvuru Nasıl Yapılır ?**

GİP’e katılmak için başvuran şirketlerin halka arz edecekleri paylarının piyasa değerinin 25 milyon TL’yi geçmemesi gerekir. Şirket GİP ölçeğinin üstünde olmak üzere Yıldız Pazar ve Ana Pazar başvuru şartlarını sağlıyor ise bu pazarlara entegrasyonu sağlanır. (Borsa İstanbul, 2014, s. 5)

GİP’te işlem görmek isteyen KOBİ’ler öncelikle Borsa’nın izin verdiği “Piyasa Danışmanı” ile anlaşır. Piyasa danışmanı şirketi halka arz için hazırlar ve şirket hakkında rapor hazırlar. Eğer bu rapor olumlu ise şirket ve piyasa danışmanının ortak imzalarını içeren bir dilekçeyle GİP’e başvurulur. Bu dilekçeye Borsa Genel Müdürlüğü’nün belirlediği belgeler de eklenir. (Borsa İstanbul, 2016, s. 7)

#### **1.2.3.4.Piyasa Danışmanlığı Nedir?**

Piyasa danışmanı, şirketler GİP’te işlem görmeye başlamadan önce hazırlık aşamasında, işlem görmeye başladıktan sonra ise şirketin mevzuat ve düzenlemelere uyumlu hareket ederek şeffaflık ilkesi çerçevesinde faaliyet göstermesinde yardımcı olan merciidir. Piyasa danışmanı olabilme yetkisi Borsa tarafından verilir. Hangi kurumda görevlendirileceği ise SPK tarafından Borsa Yönetim Kurulu’nun görüşü alınarak belirlenir. (Borsa İstanbul, 2016, s. 7)

#### **1.2.3.5.GİP’in Kabul Şartları**

Gelişen İşletme Pazarı’na kabul şartları şunlardır; (Borsa İstanbul, 2014, s. 8)

- Piyasa danışmanı tarafından şirket paylarının GİP’te işlem görmesinde sakınca olmadığı belirtilmesi ve ortaklıkla ilgili olumlu görüş bildirilmesi gerekir.
- Borsa Yönetim Kurulu’nun şirketin mali raporlarını inceleyerek şirket paylarının işlem görmesi hakkında olumlu bir karar alması gereklidir.
- Şirketin esas sözleşmesinde işleme tabi payların üzerinde herhangi bir kısıt olmaması
- Şirketin faaliyetini etkileyecek herhangi bir uyuşmazlığın olmaması gerekir. Ayrıca payların ve ortaklık yapısının yasal prosedüre uygun olması gerekir. Bir diğer husus ise, şirketin mevzuata uygunluğunun şirketle bağı olan danışmanlarla illiyet bağı kurulamayacak bir hukukçu tarafından belgelenmesidir.
- Şirketin piyasa danışmanı ile en az iki yıl anlaşması olmalıdır.
- Şirketin yılsonu mali tablo sonuçlarına göre sermayesinin toplam öz kaynaklarından az olması gerekir.

- Şirket Borsanın kabul ettiği nedenler dışında son 2 yıl içerisinde maksimum 3 ay olmak üzere faaliyetlerini durdurmamış olmalıdır. Aynı şekilde faaliyetlerini sektöre uğratacak hukuksal durumlara da maruz kalmamalıdır.

#### **1.2.3.6.Maliyetler**

GİP'te işlem gören şirketlere başta mali konular olmak üzere pek çok alanda kolaylıklar, düzenlemeler ve teşvikler yapılmıştır. Teşviklerin mahiyeti halka arz konusunda şirketi desteklemeye yöneliktir. Kolaylıklar ise şirketin sorumlulukları çerçevesinde ödeyeceği ücretleri ve yükümlülüklerini kapsar. Bunların amacı da şirketin fon ihtiyacını daha kolay şekilde gidermesini sağlamaktır. GİP'te işlem gören şirketler, diğer pazarlara göre SPK'ya kaydolurken ödenen ücreti, aynı şekilde MKK'ye üye olunurken ve işlem yapılması halinde ödenecek ücreti onda bir oranında öderler. (Borsa İstanbul, 2016, s. 11)

##### **1.2.3.6.1.Kurul Ücreti**

Paylara bölünmüş olan şirket, nominal değer altında olmayıp kamuya açılan payların ihraç değerinin binde biri kadar ücreti SPK hesabına yatırır. Fakat birincil halka arz için payların ihraç değeriyle nominal değeri arasındaki farka uygulanan SPK ücreti on binde beş olarak belirlenmiştir. Ayrıca yine birincil halka arzda satışa sunulmayacak olan payların nominal değerine yönelik binde bir oranında ücret alınır. Buna kurul ücreti denir. GİP'te işlem gören şirketler için ise bu ücret on binde bir oranına göre hesaplanır. (Borsa İstanbul, 2016, s. 11)

##### **1.2.3.6.2.İşlem Görme Başvuru ve Kotta Kalma Ücreti**

Şirketler GİP'te işlem görmeye başlamadan önce yani kabul esnasında kotta kalma ücretinden muaf tutulurlar. İşleme başlamak için alınan 2.600 TL başvuru ücreti ise, başvurunun kabulü mukabilinde ilk kotta kalma ücretinden düşürülerek iade edilir. Paylara yönelik kotta kalma bedeli mali yıl sonu itibariyle işleme tabi payların nominal değeri üzerinden 1 baz, yıllık ortalama toplam piyasa değeri üzerinden 0,50 baz puan olarak alınır. Bu değerler GİP'te işlem gören firmalar için 52.500 TL'yi geçemez. (Borsa İstanbul, 2016, s. 11)

#### **1.2.3.6.3. MKK'ya Ödenen Ücret**

GİP'te işlem gören şirketler için, Merkezi Kayıt Kuruluşu A.Ş. 'de yapacakları bütün işlemlere yönelik uygulanacak ücretlerde alt ve üst ücret limiti olarak onda bir oranında uygulama yapılır. GİP'e tabi olmayan şirketler için ise alt sınır 2.000 TL'den düşük, üst sınır da 50.000 TL'den büyük olamaz. (Borsa İstanbul, 2016, s. 11)

#### **1.2.3.6.4. Aracı Kuruluş ve Piyasa Danışmanlığı Ücreti**

Şirketler, halka arz olurken çeşitli değişkenlere göre farklılık gösterecek aracılık yapan tüm kurumlara komisyon ücreti öderler. Bu komisyon bedelini şirket ve birlikte çalıştığı aracı kuruluş sözleşmeyle belirler. Aynı şekilde şirket ile piyasa danışmanlığı hizmeti veren merci arasında belirlenecek ücret de tarafların iradesine bırakılmıştır. (Borsa İstanbul, 2016, s. 12)

#### **1.2.3.6.5. Diğer Ücretler**

Şirketlerin yasal olarak kendilerinden istenen bağımsız denetim raporları, hukukçu raporları vs. oluşturmak için yüklendiği masraflar bu kapsamdadır. Ticari prestijini arttırılması ve pay değerlerinin yükseltilmesine yönelik girişilen tanıtım ve reklam faaliyetleri tutarı da yine bu kapsamdadır. (Borsa İstanbul, 2016, s. 12)

#### **1.2.3.7.KOSGEB Destekleri**

04.02.2011 tarihinde SPK, Borsa İstanbul, Küçük ve Orta Ölçekli İşletmeleri Geliştirme ve Destekleme İdaresi Başkanlığı (KOSGEB) ve Türkiye Sermaye Piyasaları Birliği (TSPB) kuruluşları arasında bir işbirliği protokolü imzalanmıştır. Bu protokole göre KOBİ'lere yönelik finansman kolaylığı sağlamak ve GİP'e katılmalarına yönelik teşvik vermek amacıyla KOSGEB tarafından "Gelişen İşletmeler Piyasası KOBİ Destek Programı" başlatılmıştır. KOSGEB, bu program ile KOBİ'lere 100.000 TL'ye kadar geri ödemesiz destek vermektedir. Bu destekten faydalanmak için şirketlerin KOSGEB'te kaydı olması ve GİP'te işlem görmek üzere başvuruda bulunması şart koşulmuştur. Destekler aşağıdaki tabloda belirtildiği gibidir. (Borsa İstanbul, 2014, s. 11)

Tablo 6: KOSGEB Destekleri

| <b>Destek Unsurları</b>                                  | <b>Destek Ödemesi<br/>En Fazla (TL)</b> | <b>Oranı (%)</b> |
|----------------------------------------------------------|-----------------------------------------|------------------|
| Piyasa danışmanı danışmanlık hizmet bedeli (azami 2 yıl) | 60.000                                  | 75               |
| Bağımsız denetim hizmeti bedeli                          | 20.000                                  | 75               |
| SPK kurul kaydına alma ücreti                            | 10.000                                  | 100              |
| Borsa İstanbul (BIST) Listesine kabul ücreti             |                                         |                  |
| Merkezi Kayıt Kuruluşu masrafı                           |                                         |                  |
| Aracı kuruluşa ödenecek aracılık komisyonu               | 10.000                                  | 75               |

Kaynak: Borsa İstanbul,2014,s.11

Tablo 7: Gelişen İşletmeler Pazarı'nda İşlem Gören Şirketler

| <b>Şirket</b>                                               | <b>İlk İşlem Tarihi</b> | <b>Sermayesi (TL)</b> | <b>GİP'te Bulunan Pay Tutarı (TL)</b> | <b>Halka Açıldığında Toplam Şirket Değeri (TL)</b> | <b>Halka Arzdan Elde Edilen Kaynak (TL)</b> |
|-------------------------------------------------------------|-------------------------|-----------------------|---------------------------------------|----------------------------------------------------|---------------------------------------------|
| Berkosan Yalıtım ve Tecrit Maddeleri Üretim ve Ticaret A.Ş. | 04.02.2011              | 8.000.000             | 4.000.000                             | 16.320.000                                         | 8.160.000                                   |
| Vanet Gıda San. İç ve Dış Tic. A.Ş.                         | 24.08.2011              | 20.000.000            | 8.950.000                             | 40.400.000                                         | 18.079.000                                  |
| Osmanlı Menkul Değ. A.Ş.                                    | 27.02.2012              | 6.100.000             | 1.315.500                             | 15.250.000                                         | 3.288.750                                   |
| Hitit Holding A.Ş.                                          | 09.03.2012              | 20.000.000            | 5.000.000                             | 72.000.000                                         | 18.000.000                                  |
| Beyaz Filo Oto Kiralama A.Ş.                                | 28.03.2012              | 36.250.000            | 3.528.000                             | 163.165.468                                        | 15.876.000                                  |
| Sanifoam Sünger Sanayi ve Ticaret A.Ş.                      | 18.04.2012              | 10.550.000            | 4.000.000                             | 26.375.000                                         | 10.000.000                                  |
| Mega Polietilen Köpük Sanayi ve Ticaret A.Ş.                | 18.05.2012              | 13.221.450,25         | 4.000.000                             | 26.446.281                                         | 8.000.000                                   |
| MCT Danışmanlık A.Ş.                                        | 30.05.2012              | 5.141.000             | 771.000                               | 18.606.800                                         | 2.791.020                                   |
| Etiler Gıda ve Ticari Yatırımlar Sanayi ve Ticaret A.Ş.     | 16.07.2012              | 7.500.000             | 2.500.000                             | 21.075.000                                         | 7.025.000                                   |
| Denge Yatırım Holding A.Ş.                                  | 02.08.2012              | 8.000.000             | 3.000.000                             | 26.800.000                                         | 10.050.000                                  |

|                                                                                |            |            |           |            |            |
|--------------------------------------------------------------------------------|------------|------------|-----------|------------|------------|
| Taze Kuru Gıda Sanayi ve Ticaret A.Ş.                                          | 19.10.2012 | 890.443,94 | 293.764   | 7.978.555  | 2.632.125  |
| Avrupa Yatırım Holding A.Ş. (Baysan Trafo Radyatörleri Sanayi ve Ticaret A.Ş.) | 07.12.2012 | 8.300.000  | 2.215.620 | 35.280.573 | 9.416.385  |
| Taç Tarım Ürünleri Hayvancılık Gıda Sanayi ve Ticaret A.Ş.                     | 27.05.2013 | 5.500.550  | 1.500.000 | 18.701.870 | 5.100.000  |
| Bakanlar Medya A.Ş.                                                            | 03.06.2013 | 3.300.330  | 1.000.000 | 15.973.597 | 4.840.000  |
| Menba Holding A.Ş. (Tepa Tıbbi ve Elektronik Ürünler Sanayi ve Ticaret A.Ş.)   | 27.06.2013 | 4.350.000  | 1.000.000 | 13.050.000 | 3.000.000  |
| Say Reklamcılık Yapı Dekorasyon Proje Taahhüt Sanayi ve Ticaret A.Ş.           | 28.06.2013 | 21.000.000 | 5.000.000 | 46.200.000 | 11.000.000 |
| Rodrigo Tekstil Sanayi ve Ticaret A.Ş.                                         | 13.08.2013 | 6.800.000  | 2.000.000 | 15.980.000 | 4.700.000  |
| Sekuro Plastik Ambalaj Sanayi A.Ş.                                             | 07.10.2013 | 13.885.000 | 3.000.000 | 37.350.650 | 8.070.000  |
| İz Hayvancılık Tarım ve Gıda Sanayi Ticaret A.Ş.                               | 12.11.2013 | 6.650.000  | 2.989.000 | 18.154.500 | 8.159.970  |
| Yayla Üretim Turizm ve İnşaat Ticaret A.Ş.                                     | 22.11.2013 | 9.350.000  | 2.500.000 | 44.880.000 | 12.000.000 |
| Temapol Polimer Plastik ve İnşaat Sanayi Ticaret A.Ş.                          | 16.12.2013 | 5.250.000  | 1.250.000 | 34.755.000 | 8.275.000  |
| Plaspak Kimya Sanayi ve Ticaret A.Ş.                                           | 21.01.2014 | 5.750.000  | 1.750.000 | 15.295.000 | 4.655.000  |
| Politeknik Metal Sanayi ve Ticaret A.Ş.                                        | 06.03.2014 | 3.750.000  | 750.000   | 31.350.000 | 6.270.000  |
| Bomonti Elektrik Mühendislik Müşavirlik İnşaat Turizm ve Ticaret A.Ş.          | 13.06.2014 | 17.000.000 | 3.400.000 | 34.850.000 | 6.970.000  |
| İzmir Fırça Sanayi ve Ticaret A.Ş.                                             | 07.07.2014 | 10.450.000 | 3.200.000 | 19.332.500 | 5.920.000  |
| Özerden Plastik Sanayi ve Ticaret A.Ş.                                         | 18.02.2015 | 8.760.000  | 1.750.000 | 23.739.600 | 4.742.500  |
| Seyitler Kimya Sanayi A.Ş.                                                     | 03.08.2015 | 8.400.000  | 1.800.000 | 23.520.000 | 5.040.000  |

Kaynak: Borsa İstanbul,2016,s.1

## 2.BÖLÜM

### KURUMSAL YÖNETİM İLKELERİ

#### 2.1. KURUMSAL YÖNETİM

Kurumsal yönetimin resmi bir tanımı olmamakla beraber çok farklı tanımları yapılmaktadır. (Turner, 2009, s. 5). En temel anlamıyla şirketlerin yönlendirilmesi ve kontrol edilmesini içerir. Paydaşlar kendileri ve kurum üzerindeki bütün hak sahiplerini temsil edecek yönetim yapısına uygun yöneticiler atayarak yönetim kurulu oluşturur. Yönetim kurulu da kanunlar ve yönetmelikler çerçevesinde şirketin stratejik hedeflerini gerçekleştirerek liderlik etme, denetleme ve raporlama fonksiyonlarını yerine getirir. (Cadbury, 1992, p. 14).

Daha geniş anlamıyla, finansal piyasaları aktif bir şekilde kullanarak gerekli fonu elde etmek ve faaliyetlerinde etkililik yaratarak şirket vizyonu doğrultusunda gelişim sağlamak, şirketin sektörel ve hukuksal açıdan sorumluluklarını gözetmek suretiyle faaliyetleri ile doğrudan veya dolaylı etkileşimi olan tüm menfaat sahiplerinin haklarının önemsendiği bir yönetim felsefesidir. (Gregory, 2000, p. 5). Yani; kurumsal yönetim, kurumların yönetimi ve faaliyetleri konusunda olumlu veya olumsuz etkilenebilen herkesi içine alır. Kâr elde etme ve bunu paydaşlara dağıtma hususunun yanında hakları gözetme ve ilişkileri düzenlemeyi de kapsar. (Aktan Ç. C., 2013, s. 3).

Dünya ekonomisinde büyük söz sahibi olan OECD'nin yaptığı diğer bir tanıma göre ise, kurumsal yönetim, rekabet seviyesi üst düzeyde olan ürün ve faktör piyasalarını içeren büyük ekonomilerde makroekonomik bakış açısıyla işlemlerini yürüten firmaların faaliyet gösterdiği ekonomik bağlamın bir ayağıdır. Kurumsal yönetimin hukuksal, denetsel ve sektörel anlamda da bir bağımlılığı vardır. Bununla beraber şirketin bu bağlamda yaptıkları hem kendisinin ileriye dönük hedeflerini ve kalitesini hem de toplumun etik ve ahlaki değerlerini etkiler. (OECD, 2004, s. 12)

Bu ifadelerden de anlaşıldığı üzere kurumsal yönetimin çok boyutlu fonksiyonlara sahip olduğu söylenebilir. Bir boyutu yatırımcıları koruma amaçlı olup, payları nisbetinde elde edecekleri karı garanti etmek iken (Shleifer & Vishny, 1997, s. 737), diğer boyut

şirketin kendisini koruma amaçlı yatırımcıların yönetimdeki faaliyetlerini kontrol altında tutmaktır. (La Porta, Lopez-de-Silanes, & Shleifer, 1998, p. 1). Üçüncü ve kapsayıcı bir boyut da şirketin toplum nezdinde misyonunu gözeterek başta paydaşları olmak üzere diğer tüm menfaat sahipleri ile ilişkilerinde kurumsal yönetim ilkelerine bağlı kalmaktır. (Arıkboğa & Menteş, 2009, s. 86). Bu ilkeler doğrultusunda kurumsal yönetim uygulamaları da ülkelerdeki gerek mali gerek hukuksal yaptırım ve standartlarla şekillenmektedir. Günümüzde bu kapsamda mevzuatını düzenlemeyen ülke sayısı oldukça azalmıştır. (Küçüksözen & Küçükkocaoğlu, 2005, s. 3). Fakat, etkili ve verimli bir kurumsal yönetim için tüm bu ilişkileri düzenlemek bir bütün oluşturmamıza imkan sağlamaz. Zira bunların yanında stratejik ve sinerjik yönetim gibi finans, toplam kalite, insan kaynakları yönetimi alanlarında da kurumda etkin bir uygulama gereklidir. (Aktan Ç. C., 2013, s. 4)

### 2.1.1. Kurumsal Yönetimin Önemi

21.yy'ın başlarında gerçekleşen finansal krizler sadece az gelişmiş veya gelişmekte olan ekonomileri değil, gelişmiş ekonomileri de içine alarak pek çok şirkete ağır bir darbe indirmiştir. Şirketlerin aldıkları kötü kararlar ve riskleri azaltmaya değil arttırmaya yönelik hamleler finansal açıdan şirketleri dibe vurdurmuştur. Bu durumdan şirketlerin yanında finansal hizmet kurumları, yönetim kurulları, hisse sahipleri ve diğer bütün çalışanlar harap olmuş; küresel durgunluktan etkilenmeyen kalmamıştır. (Conyon, Judge, & Useem, 2011, p. 399). Bunun yanı sıra, küreselleşmenin artması neticesinde uluslararası piyasalardaki ölçeğini büyütme zorunda kalan firmalar pek çok zorlukla mücadele etme mecburiyetinde kaldı. Kurumların yönetim yapısı, misyon ve vizyonları bu anlamda pek çok değişikliğe ihtiyaç duydu. Ancak, bu değişiklik uygulansa dahi küresel ölçeğin beraberinde getirdiği bilinmezlik ve riskler başarı kazanımında engellere yol açtı. Bütün bu durumlar kurumsal yönetime önem arzeden basamak taşlarını bir bir koymuştu. (Musteen, Datta, & Herrmann, 2009, p. 321)

Bu bilgiler ışığında, kurumsal yönetimin şirketlerin temel yapı taşlarından biri haline gelmesinde etkili olan faktörleri genel bir çerçeveye anlatacak olursak:

- **Özelleştirme:** Özel şirketlerin doğuşundan itibaren topluma büyük fayda sağlayan, iş olanakları ile avantajlar yaratan ve ekonomilerin üzerindeki yükü

azaltarak kazanımlara yol açan özelleştirme dalgası aynı zamanda derin skandal ve yıkımlara da sebep olmuştur. (Şehirli, 1999, s. 12). Bu özelleştirme dalgası hemen hemen tüm ülkelerde 1980'lerden itibaren başlamıştır. (Bal, 2013, s. 355). İster istemez, bu dalga yeni özelleştirilen şirketlerin nasıl yönetileceği ve kontrol altında tutulacağı sorularını gündeme getirmiştir. (Becht, Bolton, & Röell, 2002, p. 4)

- **Şirket skandalları:** 2001 yılında ABD'de patlak veren Enron skandalı ile başlayan zincir, 2002 yılında yine ABD şirketi olan WorldCom ile devam etmiş, 2003 yılında da Hollanda devi Ahold ve İtalyan devi Parmalat ile iyice çapını genişletmiştir. Son olarak Çin'de gerçekleşen Yanguangxia skandalı ile de küresel bir boyut kazanmıştır. Bütün bu gelişmeler 21. yy'ın başında uzmanlar tarafından dile getirilen kurumsal yönetime olan ihtiyacı zirveye ulaştırmıştır. (Aktan Ç. C., 2005, s. 14)
- **Şirket birleşmeleri & Devralmaları:** 1980'ler ABD'sini etkisi altına alan devralma trendi, 1990'larda avrupa ülkelerindeki benzer eğilimle birleşerek gücünü arttırmış ve kurumsal yönetim hususunda medyanın da etkisiyle kamu tarafından ciddiye kavranan bir konu haline gelmiştir. (Becht, Bolton, & Röell, 2002, p. 6)
- **Finansal krizler:** Bütün etkilerin ötesinde kurumsal yönetimin bugün vazgeçilmez hale gelmesindeki en önemli etken şüphesiz küresel ölçekli finansal krizlerdir. (Şehirli, 1999, s. 11). En önemli örneği olarak da Doğu Asya Krizi'ni söyleyebiliriz. Büyük fon sahipleri olan ve merkezi örgütlenme içerisine girmiş endüstri kuruluşları, bu kriz neticesinde uyguladıkları finans modellerini ve yönetim anlayışlarını yeniden gözden geçirmeye gittiler. Bu tavır küçük fon sahiplerini güvence altına almayı da kapsayacaktı. Dolayısıyla da milletlerarası işlemlerde karar verenlerin küresel ölçekli gerçekleşen krizleri önleyemedikleri sonucuna ulaşıldı. (Becht, Bolton, & Röell, 2002, p. 7).
- **Ekonomik bağımlılık ve sermaye hareketlerindeki artış:** 21.yy'a gelindiğinde küreselleşmenin tüm dünyayı kuşatmasından kaynaklı olarak ülkeler birbirlerine her anlamda kenetlendiler. Elbette bu bağı en güçlü tutan da finans kaynaklı sermaye hareketlerindeki artış oldu. Hisse senedi yatırımcıları küresel ölçekli her yatırım olanağını kullanarak yerli yabancı her piyasada

yatırım yapmaya başladı. Piyasalar arası oluşan bu denli kuvvetli bağ, piyasa dalgalanmalarının hassasiyetine sebebiyet verdi. (Şehirli, 1999, s. 14). Sonucunda da yatırımcılarda çekingenliğe yol açtı. Tüm dünya piyasalarındaki bu çekingenliğin önüne geçerek yatırımların korunması ve teşvikini sağlayan da kurumsal yönetimin yaygınlaşması oldu. (Becht, Bolton, & Röell, 2002, p. 7).

### 2.1.2. Kurumsal Yönetimin Amacı

Kurumsal yönetimin önem kazanmasına neden olan hususları yukarıda sıralamıştık. Bütün bu olaylar neticesinde belli amaçlar gereğince şirketler uygulamalarında kurumsal yönetim anlayışına ihtiyaç duydu. Bunların başlıcalarını sıralayacak olursak:

- Şirketlerin en üst düzey karar verici mekanizmalarının denetimini sağlayarak fevriliğini önlemek.
- Yatırımcıların sahip olduğu hakları güvence altına almak.
- Hisse senedi sahiplerine her durumda aynı muameleyi sunmak.
- Şirketle ilgili miktarı önemsiz olmak üzere menfaat kazanan herkesin haklarını korumak.
- Kurumsal açıdan kamuoyun şeffaflık ilkesi çerçevesinde zamanında ve doğru olarak bilgilendirilmesi. Kamuoyunun da dilediği zaman şirket hakkında bilgi kazanabilmesinin sağlanması.
- Yönetim kurulu başta olmak üzere şirket üst yönetiminde görev yapan tüm personelin görev ve sorumluluklarının belirlenmesi. Aralarındaki ilişkileri kurallara tabii tutma yoluyla da hesap verilebilirliğinin sağlanması.
- Şirket üzerinde daha çok söz sahibi olan büyük hissedarların, küçük hissedarlara kurban edilmesinin ve haklarının göz ardı edilmesinin önüne geçmek.
- Kurumu daha güvenilir hale getirerek yatırımcıların teşvik edilmesi ve şirketin finans kaynaklarının arttırılması. (Aktan Ç. C., 2005, s. 13-14)

## 2.2. KURUMSAL YÖNETİM İLKELERİ

İlk kez 1999 yılında kapsamlı bir şekilde oluşturularak kabul gören OECD kurumsal yönetim ilkeleri, 2004 yılında tekrar incelenerek uygulanmaya devam etti. Başta 2008

yılında başlayan ve neredeyse tüm dünyayı etkisi altına alan kriz olmak üzere yaşanan diğer küresel ölçekli olaylar neticesinde 2015 yılında bu ilkeler tekrar gözden geçirildi ve 4 temel ilkeleye ek olarak yeni maddelerle güncellendi. Kurumsal yönetimin eksik veya yanlış uygulanması Küresel Ekonomik Krizi'nin yaşanmasında büyük rol oynamıştır. Kurumsal yönetimin şirketler üzerindeki hedeflerine bakıldığında da bu ve benzeri krizlerin etkilerini minimize etmek temel amaç olarak görülecektir. Nitekim yaşanan bütün bu gelişmeler ve küreselleşmenin önlenemez artışı ilkelerin kapsamını genişletti. Bu ilkeler şunlardır;

### **2.2.1. Şeffaflık İlkesi**

Şirketin kamuoyunu bilgilendirmeye yönelik karşılaştırılabilir nitelikteki doğru ve anlaşılır bilgileri paylaşma zorunluluğunu ifade eden ilkedir. (TKYD, 2011, s. 16). Kapsamı genişletilen diğer bir tanımda ise, şirketin ticari sırları hariç tutularak aynı nitelikteki bilgilerin daha tasarruflu ve erişimi kolay şekilde duyurulması ifadesi yer almıştır. (SPK, 2005, s. 3). Şeffaflık ilk görünüşte tamamen olumlu gibi gözüksede aslında şirketler arası rekabeti olumsuz etkiler. Çünkü, kamuoyunu bilgilendirme amacıyla açığa vurulan bilgiler, rakip firmalar hatta girişimciler tarafından da takip edilmekte ve koz olarak kullanılabilmektedir. Şirketler de bilgi açıklarken bu dengeleri gözetmek mecburiyetinde kalmaktadır. Zira, hisse senedi fiyatları, olumlu nitelikteki haberlerden, olumsuz nitelikteki haberlere göre daha az etkilenmektedir. (Arsoy, 2008, s. 28)

### **2.2.2. Hesap Verebilirlik İlkesi**

Yönetim ile ilgili tüm kuralların belirlenerek sorumlulukların ifade edilmesi ve kurum üzerinde karar verici olanlar ile paydaşlar arasındaki çıkar ilişkisinin doğru orantılı olmasını ifade eden ilkedir. (TÜSİAD, 2002, s. 35) .Bu ilke, şirket ve paydaşlarının yasal çerçevede işlemlerini sürdürmesine olanak sağlar. Aynı şekilde hissedarların temsilcisi konumunda bulunan yöneticilerin işlerini liyakatle ve özenle yerine getirmesini gerekli kılar. (Gregory & Simms, 1999, s. 8-9). Şeffaflık ilkesi, şirket faaliyetlerinin her aşamasında geçerli iken, hesap verilebilirlik ilkesi yalnızca faaliyetin sonuçlanmasından sonar devreye girer. (Deloitte, 2010, s. 5)

### 2.2.3. Adillik İlkesi

Paydaşların şirket üzerindeki ve kendi aralarındaki hak ve menfaatlerinin adalet ve eşitlik esası üzerine kurulmasını konu edinen ilkedir. İlke, yalnızca paydaşların menfaatlerinin karşılığını adaletle almasını değil, şirket üzerindeki bütün bilgi edinme ve katılım haklarını, hisse senedi ile alakalı kayıt, devir ve satış haklarını da kapsar. (Dinç & Abdioğlu, 2009, s. 4-5) Farklı bir noktaya değinilen başka bir tanımda, paydaşlar içindeki azınlık grubunun haklarının korunması ve yönetim ile tüm menfaat sahipleri arasında aynı seviyeli ilişki kurulması adillik olarak tanımlanmıştır. (Turgay & Çalıyurt, 2018, s. 127). TÜSİAD tarafından yapılan adillik ilkesi tanımında ise, paydaşların hakları önemsenmiş ve tedarikçiler ile şirket arasında hayata geçirilebilecek sözleşmeler kurulması esas alınmıştır. (TÜSİAD, 2002, s. 35)

### 2.2.4. Sorumluluk

Bu ilke, kurumların faaliyetleri dahilinde bulundukları ülkelerde hakim olan mevzuat, yönetmelik ve yasalara uyma zorunluluğunu ifade eder. Yine de her ülkenin aynı hukuksal değerlere sahip olamayacağı aşikar olduğundan, şirketlerin kendi değer ve kimliklerini kendilerinin oluşturması gerektiğini ve bunları baz alarak etik kurallar ve ahlaki değerler çerçevesinde hareket etmesini vurgular. (Gregory & Simms, 1999, s. 10). Kanun sınırları içinde hareket eden şirket açısından sorumluluk minimum düzeyde kabul edilir. Her şirketin bu seviyenin üzerine çıkarak üst düzey bir benlik kazanması beklenir. (TKYD, 2011, s. 16). Ayrıca şirketlerin kendisinden alacaklı olan kişi ve kurumların haklarına yönelik icra ve iflas gibi tüm yaptırımları da kendine uygulatmasını zorunlu kılar. (Deloitte, 2010, s. 5)

Kurumsal yönetimin şirketler üzerindeki hedeflerine bakıldığında krizler başta olmak üzere olumsuz kapsamdaki tüm olayların etkilerini minimize etmek temel amaç olarak görülecektir. Kurumsal yönetimin eksik veya yanlış uygulanmasının en önemli işareti 2008 yılında yaşanan küresel ölçekli ekonomik krizin önlenememesi ve etkilerinin azaltılamamasıdır. Nitekim küreselleşmenin hızlı artışı, bahsi geçen kriz ve yaşanan diğer küresel ölçekli olaylar neticesinde 2015 yılında kurumsal yönetim ilkeleri tekrar gözden geçirilmiş ve 4 temel ilke kapsamı genişletilerek güncellenmiştir. (Denetimnet, 2018) Dört ilke birbirinin sınırlarını geçerek harmanlanmış ve kurumsal yönetimde

etkinliğin temellerine dikkat çekilmiş; hissedarların hakları neticesiyle eşit muameleye tabi tutulmaları dile getirilerek aralarındaki ortaklık ilişkisi açıklanmış; yatırımcılar, borsalar ve diğer finansal araçlara vurgu yapılmış; şirket üzerinde menfaat sağlayanların rolleri açıklanmış; şeffaflık ilkesi üzerinde durularak kamuoyunun bilgilendirilmesi hususu ele alınmış; son olarak da şirket üzerinde nihai karar verici konumda bulunan yönetim kurulunun görev ve sorumluluklarının altı çizilmiştir. (OECD, 2015, s. 7)

### 2.3. ÜLKEMİZDE KURUMSAL YÖNETİM ÇALIŞMALARI

Türkiye, kurumsal yönetim açısından dünya çapında gelişen olayları yakından incelemiştir. İlk olarak TÜSİAD'ın gayretleriyle 2001 yılında “Kurumsal yönetim: En iyi uygulama kodu” rehberini hazırlamıştır. 2003 yılına gelindiğinde Sermaye Piyasası Kurulu tarafından “Sermaye Piyasası Kurulu Kurumsal Yönetim İlkeleri” adlı çalışma yayınlanmıştır. (TKYD, 2011, s. 21-22). Bu çalışmadaki ilkeler oluşturulurken, başta 1999 yılında yayınlanan “OECD Kurumsal Yönetim İlkeleri” olmak üzere pek çok yabancı ülkenin konu hakkındaki düzenlemeleri gözden geçirilmiş ve neticede dünya çapında kabul görmüş olan temel esaslar ile ülkemizin koşulları ve yapısı dikkate alınmıştır. O dönemde öncelikli olarak anonim şirketler için hazırlanan bu ilkelerin, aslında kamu sektöründe de özel sektörde de uygulanabilirliği varsayılmaktadır. Ne var ki, ilkelerin uygulanması isteğe bağlı tutulmuştur. (SPK, 2005, s. 4).

Literatürde “Uygula ya da açıkla” olarak geçen prensip 2004 yılında ilgili kanun maddesinde beyan zorunluluğu olarak gösterilirken, 2005 yılında bu beyanların “Kurumsal Yönetim Uyum Beyanları” adı altında şirketlerin yıllık faaliyet raporlarında gösterilmesi mecburi kılındı. (TKYD, 2011, s. 22). SPK ise derecelendirme kuruluşları vasıtasıyla bu raporları inceleyecek ve ilkelerin uygulanma durumunu belirleyecektir. (SPK, 2005, s. 4). Kabul edilen bu kanun maddesinin içeriğine 2005 yılındaki bu güncelleme OECD kurumsal yönetim ilkelerindeki güncellemelerle eş zamanlı olarak gerçekleştirilmiştir. 2011 yılında ise bu kanun maddesine SPK tarafından şu karar eklenmiştir. (SPK, 2018, s. 1)

“11.10.2011 tarih ve 28081 sayılı Mükerrer Resmi Gazete’de yayımlanan 654 sayılı Kanun Hükmünde Kararname ile Kurulumuza tanınan yetki çerçevesinde hazırlanan Seri: IV, No: 54 sayılı Kurumsal Yönetim İlkelerinin Belirlenmesine ve Uygulanmasına İlişkin Tebliğ, 11.10.2011 tarih ve 28081 sayılı

2. Mükerrer Resmi Gazete’de yayımlanarak yürürlüğe girmiştir.” ibaresi ile “Sermaye piyasasında kurumsal yönetim ilkelerini tespit ve ilan etmek, yatırım ortamının iyileştirilmesine katkıda bulunmak üzere, borsada işlem gören halka açık anonim ortaklıklardan halka açıklık oranları, yatırımcı sayısı ve niteliği, dâhil oldukları endeks ve belirli bir zaman dilimindeki işlem yoğunluğunu dikkate alarak belirlemiş olduğu gruplarda yer alanların kurumsal yönetim ilkelerine kısmen veya tamamen uymalarını zorunlu tutmak, buna ilişkin usul ve esasları belirlemek, getirilen uyum zorunluluğuna aykırı işlemlerin hukuka aykırılığının tespiti veya iptali için her türlü teminattan muaf olarak ihtiyati tedbir istemek, dava açmak, açılan davada uyum zorunluluğunun yerine getirilmesi sonucunu doğuracak şekilde karar alınmasını istemek.”

Yukarıda da bahsi geçtiği gibi kurumsal yönetim ilkeri başlangıçta anonim şirketler için geliştirilmişse de, kapalı şirketlerin de bu gereksinime ihtiyaç duyduğu aşikârdır. Bu sebeple 1 Temmuz 2012 tarihli Yeni Türk Ticaret Kanunu, borsada işlem görmeyen şirketleri de içine alacak şekilde kapsamını genişletmiştir. Kurumsal yönetim alanında birçok değişikliğe yol açan bu kanun ile sermaye şirketlerinin yönetiminde mükemmellik hedeflenmiştir. (TKYD, 2011, s. 22).

2015 yılına gelindiğinde yine ülke gündemimizde yer kaplayan kurumsal yönetim hususu, ülkemizin dönem başkanlığında gerçekleşen G20 zirvesinin bir parçası olarak Ankara’da düzenlenen toplantı neticesinde “G20/OECD Kurumsal Yönetim İlkeleri” olarak kabul edilmiştir. Aynı dönemde Avrupa İmar ve Kalkınma Bankası (EBRD) ile yürütülen işbirliği sonucunda 2017’de tamamlanması öngörülen bir projeye girilmiş ve proje kapsamında 2 hususta hedefler belirlenmiştir. Birincisi, İMKB’de işlem gören şirketlerin kurumsal yönetim uygulamalarında, Serbest Piyasa Kurulu’nun da gözetim faaliyetlerinde gelişiminin sağlanması; ikincisi de, kurumsal yönetim ilkelerine yönelik raporlamaların iyileştirilmesidir. (TKYD, 2011, s. 48)

### **2.3.1 Sermaye Piyasası Kurulu Kurumsal Yönetim İlkeleri**

Öncelikle bu ilkeleri muhatapları açısından dört bölüme ayırabiliriz. İlk bölüm olan pay sahiplerini inceleyecek olursak, adillik ve şeffaflık ilkeleri çerçevesinde “Pay sahipleri ile ilişkiler birimi” kurulması ve bu birimin görev ve sorumluluklarının belirlenmesi ilk husus olan “pay sahipliği haklarının kullanımının kolaylaştırılması” olarak karşımıza çıkmaktadır. Bu birimin çalışma sahası paydaşların haklarını korumak ve kullanmalarını kolaylaştırmaya yöneliktir. İkinci husus “bilgi alma ve inceleme hakkı”dır. Bu hak, şirketin menfaat ilişkisi içinde olduğu gerçek veya tüzel kişilerle olan yasal ve ticari

ilişkilerini içine alır. Ayrıca, paydaşlara dair bir hak gibi görünen bu husus aynı zamanda yönetici ve denetçilerin de yükümlülüklerini ifade eder. Yine özel denetçi tayini istemek bu hakkın kapsamındadır. Üçüncü husus “genel kurula katılım hakkı” olmakla beraber dahilinde pek çok konu ve detayı barındırır. Kurula yönelik davet, bilgilendirme, gündem ve şirketin durumu ile ilgili bütün detayların hisse senedi sahiplerine ve kamuya açıklanması temeldir. Kurul toplantısının işleyişine dair konular (düşüncelerini açıklama, soru sorma, faydalı bir müzakere süreci oluşturma vs.), bağımsız denetim kuruluşunun şirketle ilgili mali konulara ilişkin yazılı açıklaması ve hisse senetleri ile ilgili alım/satım/devir gibi işlemlerin tamamı genel kurula katılım hakkı kapsamında düzenlenmiştir. Dördüncü husus ise “oy hakkı”na ilişkindir. Paydaşların sahip olduğu oy hakkı, niteliği, kapsamı, sınırları, uygulanışı ve hükümleri ile burada detaylandırılır. İmtiyazdan kaçınılması esastır. Beşinci husus “azınlık hakları”na ilişkindir ve azınlık pay sahiplerinin birikimli oy kullanma yöntemine değinir. Altıncı husus” kar payı hakkı”dır. Karın ne şekilde dağıtılacağı veya dağıtılmayacağının tutarlı bir prosedür ile ortaya konulmasıdır. Yine dahilinde yasal olmayan işlemler ile karın azaltılmasının engellendiği ve düzenli bir şekilde kamuoyuna duyurularak dağıtılmasının esas olduğunu düzenleyen husustur. Yedinci husus “payların devri”ni düzenlerken işlem sırasında zorlaştıracı faaliyetlerden sakınılmasını ifade eder. Sekizinci ve son hususta “pay sahiplerine eşit işlem ilkesi” düzenlenir. Bu ilke tüm paydaşlar arasında eşitlik esası üzerine oluşturulmuştur. (SPK, 2005, s. 7-19)

## 2.4. KURUMSAL YÖNETİM ENDEKSİ

Kurumsal Yönetim Endeksi Borsa İstanbul’da işlem gören şirketlerin kurumsal yönetim ilkelerine uyum notuna göre oluşturulmuştur. Bu endekste yer alabilmek için kurumsal yönetim uyum notu olarak 10 üzerinden en az 7 alınması ve her ana başlık için ise en 6.5 olması gerekir. Kurumsal yönetim uyum notunu firmalara SPK tarafından yetkilendirilmiş derecelendirme şirketleri verir. Kurumsal Yönetim Endeksi ilk defa 31.08.2007 tarihinde hesaplanmıştır. Şirketlerin derecelendirme notlarına KAP’tan ulaşılabilir. (Borsa İstanbul, 2018, s. 1)

#### 2.4.1. Kurumsal Yönetim Endeksi'nin Amacı

Borsa İstanbul'da işlem gören şirketlerin kurumsal yönetim uygulamalarına teşvikinin sağlanması, onların bu ilkeleri benimsemesi ve pay piyasasının gelişmesi amacıyla Kurumsal Yönetim Endeksi oluşturulmuştur. (Dağlı, Ayaydın, & Eyüboğlu, 2010, s. 22) Ayrıca bu endeks "Borsa İstanbul Kurumsal Yönetim Endeksi Temel Kuralları" çerçevesinde şirketin fiyat ve kazanç performanslarının ölçülmesi amacına hizmet etmektedir. (Denetimnet, 2018, s. 1)

#### 2.4.2. Kurumsal Yönetim Endeksi'nin Hesaplanması

Başlangıç değeri olarak İMKB-100 endeksinin en son değeri alınmıştır. Endeksin hesaplanmasında şirketin hisse fiyat ve getirisi ile piyasa değeri dikkate alınmaktadır. Fiyatlar, işlemler sırasında belirlenirken, getiri endeksi ise gün sonunda hesaplanır. Şirketlerin piyasa değeri eski ve (varsa) yeni hisse senetlerine göre hesaplanır. (Denetimnet, 2018, s. 2)

#### 2.4.3. Kurumsal Yönetim Derecelendirmesi

Kurumsal yönetim derecelendirme notu, şirketin SPK'nin açıkladığı kurumsal yönetim ilkelerine ne kadar uyum sağladığını gösteren bir görüştür. (İMKB, 2009, s. 1) Bu görüşü açıklayan derecelendirme şirketleri, firmaların pay ve menfaat sahiplerinin haklarını gözetip gözetmediği ile kamuoyunu doğru bilgilendirip bilgilendirmediğini irdeler. Ayrıca şirketlerin yönetim kurullarının faaliyetlerini de mercek altına alırlar.

#### 2.4.4. Kurumsal Yönetim Endeksindeki Şirketler

Tablo 8: Kurumsal Yönetim Endeksi

| Şirket                                     | İlk Derecelendirme Tarihi | İlk Notu | Son Notu |
|--------------------------------------------|---------------------------|----------|----------|
| Vestel Elektronik                          | 01.03.2007                | 7,591    | 9,550    |
| Tofaş Türk Otomobil Fabrikası A.Ş.         | 28.05.2007                | 7,572    | 9,148    |
| Türk Traktör ve Ziraat Makineleri A.Ş.     | 23.08.2007                | 7,517    | 9,213    |
| Hürriyet                                   | 01.09.2007                | 7,967    | 9,127    |
| Tüpraş Türkiye Petrol Rafinerileri A.Ş.    | 08.10.2007                | 7,912    | 9,467    |
| Otokar Otobüs Karoseri Sanayi A.Ş.         | 20.03.2008                | 7,940    | 9,332    |
| Anadolu Efes Biracılık ve Malt Sanayi A.Ş. | 11.06.2008                | 8,096    | 9,577    |
| Yapı ve Kredi Bankası A.Ş.                 | 29.12.2008                | 8,021    | 9,429    |
| Şekerbank                                  | 27.02.2009                | 8,136    | 9,270    |

|                                                 |            |       |       |
|-------------------------------------------------|------------|-------|-------|
| Coca Cola İçecek A.Ş.                           | 01.07.2009 | 8,304 | 9,452 |
| Arçelik A.Ş.                                    | 30.07.2009 | 8,209 | 9,523 |
| TAV Havalimanları Holding A.Ş.                  | 04.09.2009 | 8,334 | 9,617 |
| Türkiye Sınai Kalkınma Bankası A.Ş. (TSKB)      | 20.10.2009 | 8,769 | 9,357 |
| Doğan Şirketler Grubu Holding A.Ş.              | 03.11.2009 | 8,264 | 9,406 |
| Logo Yazılım Sanayi ve Ticaret A.Ş.             | 22.12.2009 | 8,053 | 9,083 |
| Türk Telekomünikasyon A.Ş.                      | 28.12.2009 | 8,011 | 9,175 |
| Türk Prysmian Kablo ve Sistemleri               | 29.12.2009 | 7,758 | 9,113 |
| Turcas Petrol A.Ş.                              | 12.03.2010 | 7,520 | 9,570 |
| Park Elektrik A.Ş.                              | 09.06.2010 | 8,645 | 9,079 |
| Aygaz A.Ş.                                      | 30.06.2010 | 8,461 | 9,364 |
| Albaraka Türk Katılım Bankası A.Ş.              | 21.10.2010 | 8,138 | 8,805 |
| Yazıcılar Holding                               | 08.11.2010 | 8,040 | 9,201 |
| İhlas Holding                                   | 28.12.2010 | 7,710 | 8,145 |
| İhlas Ev Aletleri İmalat Sanayi ve Ticaret A.Ş. | 28.12.2010 | 7,120 | 8,199 |
| Doğuş Otomotiv                                  | 01.02.2011 | 7,705 | 9,630 |
| Pınar Süt Mamulleri Sanayi A.Ş.                 | 24.11.2011 | 8,343 | 9,262 |
| Türkiye Halk Bankası A.Ş.                       | 19.12.2011 | 8,740 | 9,376 |
| İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş.                 | 23.12.2011 | 8,629 | 9,382 |
| Global Yatırım Holding A.Ş.                     | 28.12.2011 | 8,364 | 9,052 |
| Garanti Faktoring Hizmetleri A.Ş.               | 23.08.2011 | 8,358 | 9,321 |
| ENKA İnşaat ve Sanayi A.Ş.                      | 26.11.2011 | 9,159 | 9,179 |
| Pınar Entegre Et ve Un Sanayi A.Ş.              | 07.12.2012 | 8,773 | 9,288 |
| Aselsan Elektronik Ticaret A.Ş.                 | 13.12.2012 | 8,773 | 9,204 |
| İş Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.           | 27.12.2012 | 8,527 | 9,476 |
| Garanti Yatırım Ortaklığı A.Ş.                  | 21.01.2013 | 8,390 | 9,430 |
| Creditwest Faktoring A.Ş.                       | 24.06.2013 | 8,028 | 8,526 |
| Pınar Su Sanayi ve Ticaret A.Ş.                 | 04.12.2013 | 9,341 | 9,460 |
| Pegasus Hava Taşımacılığı A.Ş.                  | 31.12.2013 | 8,130 | 9,250 |
| AKSA Akrilik Kimya Sanayi A.Ş.                  | 05.08.2013 | 9,218 | 9,157 |
| Akiş Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.         | 21.11.2014 | 9,157 | 9,490 |
| Türkiye Garanti Bankası A.Ş.                    | 11.12.2014 | 9,141 | 9,508 |
| Türkiye Şişe ve Cam Fabrikaları A.Ş.            | 29.12.2014 | 9,278 | 9,483 |
| İzocam Ticaret ve Sanayi A.Ş.                   | 30.12.2014 | 8,760 | 9,310 |
| Lider Faktoring                                 | 05.08.2008 | 6,973 | 9,097 |
| Doğuş Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.        | 07.07.2015 | 8,001 | 9,170 |
| Ereğli Demir ve Çelik Fabrikaları T.A.Ş.        | 29.07.2015 | 8,832 | 9,220 |
| Anadolu Sigorta                                 | 06.11.2015 | 9,155 | 9,300 |
| Migros                                          | 30.12.2016 | 9,455 | 9,577 |
| Akmerkez                                        | 06.12.2016 | 9,224 | 9,374 |

Kaynak : (TKYD, 2018)

## 2.5. LİTERATÜR ÇALIŞMASI

### 2.5.1.Kurumsal Yönetim İlkelerinin Finansal Performansı Etkilemesine Yönelik Çalışmalar

Literatürde, kurumsal yönetim uygulamalarının şirketin finansal performansına etkisinin genel olarak bir netlik kazanmadığı, fakat bununla birlikte olumlu sonuçların bir adım daha baskın olduğu görülür. Bazı çalışmalarda hiç sonuç bulunamazken, bazılarında ise sonuçların olumsuz olduğu kayda değer ölçüde mevcuttur. Öncelikle burada yapılan araştırmaya benzer çalışmalardan bahsetmekte fayda vardır.

Bağımsız yönetici ile şirketin uzun dönem performansını karşılaştıran Bhagat ve Black (1998) bağımsız yönetici oranı arttıkça şirketin finansal performansının artmadığını, aksine ters orantılı bir seyir izleyerek şirketin düşük karlılık gösterdiğini analiz etmişlerdir. Öte yandan, bu analizle ilgili net bir kanıt bulamadıkları için böyle bir ilişkinin kesin olarak söz konusu olduğunu da söyleyememişlerdir. Analizlerini ispatlayamamalarına ek olarak bağımsız yönetici sayısı fazla olan bazı şirketlerin yüksek karlılık göstermesi de onların görüşleriyle zıt düşmektedir. (Bhagat & Black, 1998, s. 231) Kurumsal yönetim ilkeleri ve firma performansı arasındaki ilişkiyi araştırdıkları bir başka çalışmada ise, yönetim kurulu üyelerinin hisse senedi sahipliği ve CEO'nun ikililiği (duality) ile firmanın faaliyet performansı arasında doğru yönlü bir bağlantı bulmuşlardır. Ayrıca kurumsal yönetim ilkelerinin de, firmanın gelecekteki hisse senedi performansını etkilemeyeceğini belirtmişlerdir. (Bhagat & Bolton, 2008, s. 257)

Drobetz, Schillhofer ve Zimmermann (2004) çalışmalarında Almanya'daki firmaların kurumsal yönetim uygulamaları ve firma performansı arasındaki ilişkiyi regresyon analizi yöntemiyle incelemişlerdir. Analiz yaparken firma performansı için Tobin's Q oranı kullanılırken, kurumsal yönetim uygulamaları için kurumsal yönetim endeksi kullanılmıştır. Kurumsal yönetim seviyesiyle firma değeri arasında doğru orantılı bir ilişki olduğunu tespit etmişlerdir. Tobin's Q testi için orta değerli olan bir firmada kurumsal yönetim seviyesindeki 1 birimlik sapmanın, Tobin's Q değerinde yüzde 24

lük artışa neden olduğunu belirtmişlerdir. Ayrıca, hisse getirisinin sermaye maliyeti yerine kullanılması halinde beklenen hisse senedi değeri ile firmanın kurumsal yönetim seviyesi arasında negatif bir ilişkinin gerçekleşeceğini açıklamışlardır. (Drobetz, Schillhofer, & Zimmermann, 2004, s. 267-293)

Mashatekhi ve Bazaz (2008) kurumsal yönetim ilkelerinin firma performansına etkisine bakmışlar ve regresyon analizi yöntemini kullanmışlardır. Kurdukları modelde bağımsız değişken olarak yönetim kurulunun büyüklüğü, sahip olduğu bağımsız üye sayısı, liderlik yapısı ve üzerindeki kurumsal yatırımcıları; bağımlı değişkenler olarak ise ERS (hisse başına kazanç), ROA (aktif karlılık) ve ROE (öz sermaye karlılığı) almışlardır. Veri olarak da 2005-2006 yıllarında Tahran Borsası'nda işlem gören firmalar alınmıştır. Bu bilgiler ışığında yapılan çalışmada, kurumsal yönetim büyüklüğü ile firma performansı arasında negatif bir ilişki bulmuşlardır. Bağımsız yöneticiler firma performansını güçlendirirken, liderlik yapısı ile firma performansı arasında bir ilişkinin bulunmadığını açıklamışlardır. Ayrıca kurumsal yatırımcılar ile firma performansı arasında aynı yönlü bir ilişkinin olmadığını vurgulamışlardır. (Mashayekhi & Bazaz, 2008, s. 156)

Alzurqan ve Al\_Sufy (2011) Ürdün Borsasında işlem gören endüstri şirketlerine yönelik kurumsal yönetim uygulamalarının şirket performanslarına olan etkisini araştırmışlardır. Veri olarak da 96 firma kullanmışlardır. Aktif getiri oranı ve hisse başına kazanç ile kurumsal yönetim ilkeleri arasında pozitif ilişki olduğunu belirtmişler, aynı zamanda şirket performansı ile temettü dağıtımı, şirketin likidite oranı ve şirketin büyüklüğünün doğru orantılı bir ilişkiye sahip olduğunu söylemişlerdir. (Alzurqan & Al\_Sufy, 2011, s. 55)

Al-Najjar (2014) çalışmasında kurumsal yönetimin turizm şirketlerinin performansına etkisini araştırmıştır. Veri olarak 5 Orta Doğu ülkesinden 32 firmayı iki aşamalı en küçük kareler yöntemiyle test etmiş, sonucunda da yönetim kurulundaki bağımsız üye sayısının şirket ve hisse performansı ile pozitif ilişkiye sahip olduğunu belirlemiştir. Geniş yönetim kurullarının şirket karını arttırdığını, küçük yönetim kurullarının ise daha etkili hisse performansı sağladığını açıklamıştır. Ayrıca yönetim kurulu büyüklüğü ve

bağımsız üye sayısının finansal performansa (ROA ve ROE) olumlu etki yaptığını belirtmiştir. (Al-Najjar, 2014, s. 342-351)

Vintila ve Paunescu (2016) tarafından yapılan araştırma, 2010-2013 döneminde NASDAQ'da listelenen teknoloji sektöründeki şirketlerin kullandığı kurumsal yönetim yapısı ile finansal performans arasındaki bağlantı hakkında fikir vermektedir. Şirketlerin finansal performans göstergesi olarak aktif karlılık ve öz sermaye karlılığı kullanılmış; kurumsal yönetim ilkeleri ölçütü olarak ise yönetim kurulu büyüklüğü, bağımsız yönetici oranı, kadın yönetici oranı ve CEO'nun maaşı, görevde kalma süresi ve ikililiği baz alınmıştır. Yöntem olarak çoklu regresyon ve genelleştirilmiş en küçük kareler yönetimini kullanan araştırmacılar, sonuç olarak CEO'nun maaşı ve firmanın piyasada uzun süre işlem görmesinin finansal performans üzerinde pozitif etkisi olduğunu söylemişlerdir. Yönetim kurulu büyüklüğü ve bağımsız yönetici oranı ile CEO'nun ikililiği arasında ise negatif bir etkinin varlığını belirtmişlerdir. (Vintila & Paunescu, 2016, s. 1-20)

Uygulanan testler ve kullanılan değişkenler sonucu ortaya çıkan verilerde çalışmalarının olumlu sonuçlandığını beyan eden pek çok araştırmacı mevcuttur. Bunlar kayda değer ölçüde literatürlerde yer etmiş, bilim dünyasına kazandırılmıştır.

Rechner ve Dalton (1991) etkili kurumsal yönetim ilkelerinin olduğu yerlerde bağımsız yönetim kurulu liderliğinden yola çıkarak CEO'nun ikililiği (duality) ve örgüt performansı arasındaki bağlantıyı incelemişlerdir. Bu çalışmada örneklem olarak farklı mali yapılara sahip 141 şirketin 6 yıllık zaman dilimlerini kullanmışlardır. Yaptıkları MANOVA testinde, bağımsız liderlik yapısını seçen firmaların, CEO'nun ikilliliğini (şirketin hem yönetim kurulu başkanı hem de tepe yöneticisi) benimseyen firmalardan tutarlı bir şekilde daha üstün performansa sahip olduğunu tespit etmişlerdir. (Rechner & Dalton, 1991, s. 155-160)

Yermack (1996) çalışmasında, küçük bir yönetim kurulu ile şirketlerin daha yüksek piyasa değerlemesinin olup olmadığını araştırmıştır. Veri olarak 1984 yılından 1991 yılına kadarki süreçte Amerika'da faaliyet gösteren endüstri şirketlerini, şirketlerin piyasa değeri için ise Tobin's Q teorisini kullanmıştır. Yönetim kurulu büyüklüğüyle Tobin's Q oranı arasında ters yönlü bir bağlantı bulmuş ve daha küçük yönetim

kuruluna sahip olan şirketlerin daha etkili performansa sahip olduğunu ortaya çıkarmıştır. Son olarak da küçük yönetim kurullarının daha iyi finansal oranlar ve daha güçlü icra kurulu başkanı performansı için elverişli olduğunu tespit etmiştir. (Yermack, 1996, s. 185-211)

Core ve Larcker (2002) yönetici hisse sahipliğindeki zorunlu artışların firma performansına olan etkisine bakmışlardır. Bu araştırmayı yaparken örneklem olarak “hedef sahiplik planları” altında yöneticilerin minimum hisse sahibi olmaları gerektiğini benimseyen firmaları almışlardır. Neticede de bu planı benimseyen firmalarda iki yıl içerisinde yönetim hisse sahipliğinde önemli bir artış olduğunu gözlemlemişlerdir. Aynı zamanda bu planın yönetim kurulunun yönetimi ve teşvikini arttırdığını ve firma performansını da geliştirdiğini belirtmişlerdir. (Core & Larcker, 2002, s. 317–340)

Bhat, Hope ve Kang (2006) iki ayrı ülke seviyesi faktörü kullanarak kurumsal yönetimin şeffaflık ilkesinin finansal tahmin analizlerine etkisini araştırmışlardır. Bu araştırmada 21 ülke kullanılmış ve şeffaflık ilkesinin finansal tahminlerle pozitif ilişkiye sahip olduğu bulunmuştur. Ayrıca şirketlerin kamuoyuna sundukları finansal açıklamaların az olması halinde, yönetim açıklamalarının bilgi ortamını iyileştirdiğini belirtmişlerdir. Bunların dışında, yasal uygulamaların az olduğu ülkelerde finansal tahminler için yönetim şeffaflığının daha da önemli bir hale geldiğini açıklamışlardır. (Bhat, Hope, & Kang, 2006, s. 715-732)

Haniffa ve Hudaib (2006) Kuala Lumpur Borsası’nda 1996 ile 2000 yılları arasında işlem gören 347 şirketin kurumsal yönetim yapısını ve performansını regresyon yöntemi kullanarak incelemişlerdir. Muhasebe performansı için aktif karlılık (ROA), piyasa performansı için ise Tobin’s Q oranını kullanmışlardır. Bu araçlarla yapılan incelemeler sonucu, yönetim kurulu büyüklüğüyle şirketin muhasebe ve piyasa performansı arasında önemli bir ilişkinin olduğunu söylemişlerdir. Bundan öte çoklu yönetim anlayışı yani hem yönetim kurulu hem de genel kurulun olması ile şirketin piyasa performansı arasında; CEO’nun ikililiği (duality) ve yönetimin hisse sahibi olması ile de muhasebe performansı arasında önemli bir ilişkinin olduğu sonucuna ulaşmışlardır. (Haniffa & Hudaib, 2006, s. 1034)

Özkan (2007) kurumsal yönetim mekanizmasının CEO'nun maaşını etkileyip etkilemediğini araştırmıştır. Bu araştırmada veri seti olarak Birleşik Krallık'taki 414 tane büyük şirketin 2003 ile 2004 yılındaki mali tablolarını kullanmıştır. Bu araştırma sonucu, kurumsal yönetim mekanizmasının CEO'nun maaşını etkilediğini, ayrıca büyük yönetim kuruluna sahip ve bağımsız üye sayısının fazla olduğu şirketlerde CEO maaşının daha yüksek olduğunu belirtmiştir. (Özkan, 2007, s. 349-364)

Adams ve Ferreira (2007) yumuşak yönetim kurulları oluşturmaya yönelik teorileri kullanan firmalardaki danışman ve denetim rollerinin sonuçlarını analiz etmişlerdir. Yönetim kurullarının bu rollerini etkin ve verimli bir şekilde yapabilmeleri için CEO'ların bilgi paylaşımı yapmak zorunda olduklarını söylemişlerdir. Fakat yönetim kurulunda bağımsız yöneticiler olması halinde, bazen CEO'ların bilgi paylaşımında isteksiz olabileceğini söylemişlerdir. Bunun önüne geçmek için de teoride çift yönetim kurulu sisteminin en uygun yönetim kurulu olabileceğini iddia etmişlerdir. Ayrıca maksimum verimlilikte uygulanan yumuşak yönetim kurullarının hissedar değerini artırdığını belirtmişlerdir. (Adams & Ferreira, 2007, s. 217-242)

Kanagaretman, Lobo ve Whalen (2007) kurumsal yönetim ilkelerinin şirketin açıkladığı üç aylık kazanç duyuruları çerçevesinde asimetric bilgiyi azalttığını bulmuşlardır. Yöntem olarak en küçük kareler yöntemini kullanmışlar ve asimetric bilginin ölçümü için de bilgilendirmeye ilişkin oluşan piyasa likiditesindeki değişimi (hisse alım-satım fiyat farkı) baz almışlardır. Ek olarak, karın açıklandığı zamanki alım-satım fiyat farkları ile yönetim kurulu aktiviteleri, bağımsız yönetici oranı ve yöneticilerin ellerinde tuttukları hisse senedi yüzdeleri gibi değişkenler arasında negatif bir ilişkinin mevcut olduğunu söylemişlerdir. (Kanagaretnam, Lobo, & Whalen, 2007, s. 497-522)

Guest (2008) yönetim kurulunun boyutunun ve oluşumunun belirleyicileri adlı çalışmada Büyük Britanya'daki 1981'den 2002 yılına kadarki süreci baz alarak firmaların yönetim kurullarının eğilimlerini ve belirleyicilerini incelemiştir. ABD ve Büyük Britanya'da yönetim kurulları ile ilgili yapılan kurumsal ve hukuki düzenlemeleri karşılaştırmış ve ABD'deki reformların CEO'nun yönetim kurulu yapılarını etkileme gücünü azalttığını, Büyük Britanya'da ise düzenlemeler sayesinde yönetimin denetleme rolünün zayıf kaldığını söylemiştir. Bununla birlikte, yaptığı

regresyon analizinde firma performansı ile bağımsız yönetici sayısı arasında herhangi bir negatif ilişki bulamamıştır. (M.Guest, 2008, s. 51-72).

Bhagat, Bolton ve Subramanian (2010) CEO'nun eğitim durumunun firma performansına ve CEO'nun kovulması veya yerine bir başkasının getirilmesi durumuna etkisini, 1993-2007 yılları arasındaki CEO değişimleriyle ilgili 2600 olayı veri olarak almış ve incelemişlerdir. Firmaların CEO'ların kovulurken eğitim durumlarına değil performanslarına baktıklarını, fakat yeni CEO alımlarında eğitim durumunun önemli bir etken olduğunu belirtmişlerdir. Ayrıca CEO'nun eğitim durumunun firmanın uzun dönem finansal performansı ile ilgisinin bulunmadığını öne sürmüşlerdir. (Bhagat, Bolton, & Subramanian, 2010, s. 1)

Kurumsal yönetim ilkeleri ve firma değeri arasındaki ilişkiye bakan Ammann, Oesch ve Schmid (2011), firma değeri ile firmanın kurumsal yönetim seviyesinin doğru orantılı ve güçlü bir ilişkiye sahip olduğunu dile getirmişlerdir. Örneklem olarak 22 gelişmiş ülkeden 2300'ü aşkın firmanın 5 yıllık dönemlerini almışlardır. (Ammann, Oesch, & Schmid, 2011, s. 36–55)

Bae, Chang ve Kang (2012) firmaların temettü politikalarını kurumsal yönetim ilkeleri ile birlikte ülkeden ülkeye kültürel farklılıklara göre incelemişlerdir. Kurumsal yönetim uygulamalarının firmanın temettü seviyesine olumlu etkide bulunduğunu söylemişlerdir. Yaptıkları regresyon analizinde kurumsal yönetimi firma büyüklüğü, yatırımcı koruma ve temettü vergi avantajı değişkenleriyle ölçmüşlerdir. (Bae, Chang, & Kang, 2012, s. 289–316)

CEO'nun cinsiyeti ile şirketin performansı arasındaki ilişkiyi ölçen Khan ve Vieito (2013) ortalama değer bulmuşlardır. Yöntem olarak panel veri analizi kullanırken, veri olarak da 1992'den 2004 yılına kadar olan dönemi almışlardır. CEO'nun kadın olduğu dönemlerde firmanın risk seviyesinin daha düşük olduğunu belirtmekte sakınca görmemişlerdir. Diğer bir bakış açısıyla yönetim kurulundaki yöneticilerin CEO'nun cinsiyetine göre riskten kaçınıp kaçınmadığıyla ilgilenmediğini belirtmişlerdir. (Khan & Vieito, 2013, s. 55– 66)

Ararat, Black ve Yurtoğlu (2017) kurumsal yönetimin firma değeri ve karlılığı üzerinde etkisini incelemişler ve 2006-2012 yılları arasında faaliyet gösteren firmalar üzerinden kurumsal yönetim endeksi oluşturmuşlardır. Yöntem olarak panel veri analizi kullanmış ve kurumsal yönetimle firma değeri arasında güçlü bir ilişkinin mevcut olduğunu dile getirmişlerdir. (Ararat, Black, & Yurtoglu, 2017)

Farklı kıstaslarla yapılan incelemelerin ve araştırmaların elbette farklı sonuçları oluşabilecektir. Daha önce belirtildiği gibi olumlu görüşler olabildiği gibi literatüre geçmiş olumsuz çalışmalar da vardır.

Kerr ve Bettis (1987) kurumsal yönetim uygulamaları ve vekâlet teorisine göre, hissedarların finansal getirileri yardımıyla yönetim kurullarının yöneticileri ödüllendirmesi gerektiğini iddia etmişlerdir. Araştırmalarında yönetim kurulları, üst yöneticilerin ücretleri ve hissedarların getirisini ele almışlardır. Time-event metodolojisini yani finansal ekonomilerde normal olmayan getirileri incelemek için kullanılan bir tekniği kullanmışlardır. Yönetim kurullarının şirketin hisse performansını izleyerek yönetim performansı hakkında hüküm vermesinin anlamlı olmadığını ve yetersiz bir kıstas olduğunu belirtmişlerdir. (Kerr & A.Bettis, 1987, s. 645-664)

Fizel ve Louie (1990) çalışmalarında CEO değişim hızının şirket performansının bir değişkeni olup olmadığına ve hissedarların bununla ne ölçüde ilgilendiğine bakmışlardır. CEO'ların sahip oldukları güç nedeniyle hissedarlara karşı sorumlu oldukları hesap verilebilirlik ilkesinin sınırlandığını vurgulamışlardır. Buna ek olarak, CEO değişiminin şirketin karı veya satış performansında bir etkiye yol açmadığını, etkinin daha çok dahili kurumsal yönetim mekanizmasından kaynaklanmakta olduğunu açıklamışlardır. (Fizel & Louie, 1990, s. 167)

Boyd (1994) CEO'nun maaşını belirleyen temel unsurun yönetim kurulu olduğunu gündeme getirmiş ve yönetim kuruluyla CEO'nun aldığı ücretin ilişkisini ölçmüştür. Veri olarak 12 endüstriden 193 firmayı incelemiş, model olarak da doğrusal yapı ilişkisi modelini kullanmıştır. Sonuç olarak da yönetim kurulunun kontrol seviyesi ile CEO ücreti arasında ters yönlü bir ilişki olduğunu tespit etmiştir. (Boyd, 1994, s. 335-344)

Kurumsal yönetim ve küreselleşme arasındaki ilişkiyi araştıran O'Sullivan (2000) kurumsal yönetimin ulusal mekanizmaları üzerinden yakınsama baskısının mevcut olduğunu ve özellikle finansal piyasaların küresel uyumunda kendisini gösterdiğini söylemiştir. Amerika ve Almanya'da gerçekleşen vakalara göre incelemesini yapmış ve son yıllarda kurumsal yönetim mekanizmalarında ciddi değişimler olduğunu belirtmiştir. Ayrıca bu değişimin piyasa odaklı açıklanamayacağını ifade etmiştir. (O'Sullivan, 2000, s. 153)

Hermalin ve Weisbach (2003) yönetim kurulunun yapısal özelliklerinin yani büyüklüğü ve oluşumunun kurulun yapmış olduğu faaliyetleri ve şirket karlılığını etkileyip etkilemediğini, ikincil olarak da yönetim kurulunun öz yapısı ile oluşumunu etkileyen etmenleri incelemişlerdir. Kurul oluşumunun şirket performansı ile ilişkisi olmadığını, bunun yanı sıra kurulun büyüklüğünün performansı negatif etkilediğini belirtmişlerdir. Ek olarak, her iki etmenin de CEO'nun değiştirilmesi, kazanımlar ve yönetici maaşları ile ilgili alınan kararların kalitesini etkilediğini dile getirmişlerdir. Son olarak yönetim kurullarının, CEO'nun pazarlık pozisyonundaki bir dayanağı olarak geliştiğini söylemişlerdir. Yönetim kurullarının değişmesinde rol oynayan değişkenlerin ise firma performansı, ortaklık yapısındaki değişimler ve CEO değişim hızı olduğunu belirlemişlerdir (Hermalin & Weisbach, 2003, s. 7-26).

Hillier ve McColgan (2006) kurumsal yönetim ilkelerinin gelişim sürecinde yönetim kurullarının yapısındaki değişimleri analiz etmişlerdir. Ölçüt olarak Büyük Britanya'daki şirketlerin yönetim kurullarındaki bağımsız üye sayısındaki artış, bağımsız yönetici bulundurma eğilimleri ve CEO ikililiğini (duality) yani hem icra müdürü hem de tepe yöneticisi olup olmadıklarını almışlardır. Yönetim kurulundaki değişimlerin, firmaların hisse senedi ihracı ve performanslarına göre çalışma ortamlarında yapılan değişimlerden daha kolay olduğunu belirtmişlerdir. Ayrıca, CEO'nun ikincil görevi olarak tepe yöneticisi olmamasının yönetim kontrolünü negatif etkilediğini tespit etmişlerdir. (Hillier & McColgan, 2006, s. 575–607)

Kurumsal yönetim kurulunun boyutunu ve oluşumunu belirleyen etmenlerin panel veri analizini kullanarak ve firmanın ilk halka arzından sonraki 10 senesini baz alarak inceleyen Boone, Field, Karpoff ve Raheja (2007), firmanın kendini geliştirmesi ve

farklı alanlara yönelmesinin, yönetim kurulu ve bağımsız üye sayısında artışa sebebiyet verdiğini gözlemlemişlerdir. Bir diğer açıdan, bağımsız üye sayısını hariç tutmak suretiyle yönetim kurulunun barındırdığı üye sayısının, firmanın çıkarlarını ve denetleme maliyetlerini dengelediğini belirtmişlerdir. Son olarak da bağımsız üye sayısı ile yöneticinin nüfuz gücü arasında olumsuz bir ilişki olduğu sonucuna varmışlardır. (Boone, Field, Karpoff, & Raheja, 2007, s. 66)

Yönetim kurulu büyüklüğünün şirketin performans değişimine ne kadar etkisi olduğunu araştıran Cheng (2008), büyük yönetim kurullarında etkinin daha az olduğunu söylemiştir. Bir diğer bulgu ise, yönetim kurulu büyüklüğü ile aylık hisse getiri oranı, yıllık aktif getiri oranı, Tobin's Q değeri, tahakkuklar, olağandışı kalemler, ARGE harcamaları ve ARGE giderlerinin seviyesi arasında negatif bir ilişki olduğudur (Cheng, 2008, s. 157)

Adams ve Ferreira (2009) yönetim kurulundaki kadın yöneticilerin şirketin kurumsal yönetimine ve performansına etkisini inceledikleri çalışmada, yönetim kurulunda cinsiyet çeşitliliği olan şirketlerde kurulların denetim rolünün daha fazla olduğunu ve şirket performansını ortalama açıdan negatif etkilediğini belirtmişlerdir. Bir diğer tespitleri ise, kadın yöneticilerin yönetim kurul toplantılarına erkek yöneticilere kıyasla daha fazla katılım gösterdiğidir. Ayrıca cinsiyet çeşitliliğinin olduğu kurullarda CEO değişim hızının hisse senedi performansı ile ilgili olduğunu ve yöneticilerin daha çok sermaye temelli maaş aldığını öne sürmüşlerdir. Pozitif etki olarak ise cinsiyet çeşitliliği olan kurulların daha verimli işlev gördüğünü açıklamışlardır. (Adams & Ferreira, 2009, s. 291-309)

Honore, Munari ve Van Pottelsberghe De La Potterie (2010) kurumsal yönetim uygulamalarının firmaların ARGE çalışmalarına ayırdığı kaynakları etkileyip etkilemediğini ampirik olarak incelemişlerdir. Çalışma kapsamında ARGE aktivitesine sahip 279 Avrupa firmasına bakmışlardır. Yüksek kurumsal yönetim skoruna sahip şirketlerin düşük ARGE yönelimine sahip olduğunu bulmuşlar ve finansal performansla ilgili yönetici ücretlendirme sisteminin ARGE konusunda oldukça negatif bir etkiye sahip olduğunu neticelendirmişlerdir. (Honore, Munari, & Pottelsberghe, 2010, s. 1-46)

Firmanın yaşı ile performansını kıyasladıkları çalışmada Loderer ve Waelchli (2010), iki değişken arasında ters yönlü bir ilişki bulmuşlar ve buna gerekçe olarak da kötü yönetim uygulamalarını, büyük çaplı yönetim kurullarını ve aşırı yüksek CEO maaşlarını göstermişlerdir. (Loderer & Waelchli, 2010, s. 1)

Beekes, Hong ve Owen (2010) temel bileşen analizi kullanarak kurumsal yönetim ilkelerini ölçmeye çalışmışlardır. Geniş yönetim kurullarının gelecekteki aktif getiri oranını önemli ölçüde olumsuz etkilediğini belirtmişlerdir. Diğer bir bakış açısıyla ise yaşlı yöneticilerin anormal tahakkuk ve getiri artışlarıyla olumsuz bir ilişki içerisinde olduğunu vurgulamışlardır. (Beekes, Hong, & Owen, 2010, s. 1-40)

Aebi, Sabato ve Schmid (2012) finansal kriz döneminde kurumsal yönetim ilkelerinin, risk yönetiminin banka performansı ile ilişkisini incelemişlerdir. Tüm dünyayı etkisi altına alan 2008 küresel ekonomik kriz dönemini veri seti olarak kullanmışlardır. Kriz döneminde standart kurumsal yönetim uygulamalarının banka performansı ile ilişkisini önemsiz, hatta düşünülenin aksine negatif yönlü olduğunu belirtmişlerdir. Ayrıca risk yönetim müdürünün kriz döneminde direkt CEO veya yönetim kuruluna rapor verip vermemesine göre banka performansına baktıklarında, direkt yönetim kuruluna rapor verilmesi durumunda şirketin hisse getirileri ve öz sermaye karlılığının önemli ölçüde diğer duruma göre daha yüksek çıktığı sonucuna ulaşmışlardır. (Aebi, Sabato, & Schmid, 2012, s. 3213–3226). Bu çalışmayı destekler nitelikte olan Erkens, Hung ve Matos (2012) ‘un yaptığı araştırmada ise, kurumsal yönetim ilkelerinin kriz döneminde şirketin firma performansına etkisine baktıklarında bağımsız üye sayısı fazla ve kurumsallığı daha üst seviyede olan şirketlerin daha kötü hisse getirisi gösterdiklerini söylemişlerdir. (Erkens, Hung, & Matos, 2012, s. 1)

Albring, Robinson ve Robinson (2014) denetim komitesi kalitesi, kurumsal yönetim ve denetim komitesinin kararları arasındaki ilişkiyi irdelemişlerdir. Şirketlerin daha fazla bağımsız yöneticiye, geniş finansal uzman kadrosuna sahip denetim kurullarına, yönetici ve kurumların sahip oldukları gibi daha fazla hisse senedine ve CEO ikililiğine (duality) sahip olmak, öte yandan da daha yüksek vergili denetim ücretlerinden kaçınmak gibi nedenlerden dolayı denetlenmeyen şirketlere kaydıklarını iddia etmişlerdir. Ayrıca güçlü finansal uzmanların ve kurumsal yönetimin bağımsız

denetçinin denetimini geliştireceğini söylemişlerdir. (Albring, Robinson, & Robinson, 2014, s. 81)

McCahery, Sautner ve Straks (2015), kurumsal yatırımcıların kurumsal yönetim tercihlerini anket çalışması yaparak incelemişler ve sonuç olarak da kurumsal yatırımcıların şirketin kısa sorunlarından ziyade kurumsal yönetim anlayışlarına odaklandıklarını tespit etmişlerdir. (McCahery, Sautner, & Starks, 2016, s. 2905)

Yukarıda belirtildiği gibi bazı çalışmalar olumlu, bazı çalışmalar ise olumsuz sayılabilecek sonuçlar vermiştir. Oysa bazı araştırmacılar yaptıkları gözlemler sonucu kayda değer bir taraf oluşturamamış, bu tarafsızlıklarını da görüş olarak açıklamışlardır.

Mejia ve Tosi (1994) CEO ücretinin denetlenmesinin firma performansına etkisini ortaya çıkarmışlar ve bunu da kurumsal yönetim literatürü ve temsilci (vekalet) teorisine göre iki hipotez oluşturarak yapmışlardır. Hipotezleri regresyon analizi yöntemiyle test etmişlerdir. Bu hipotezlere göre CEO ücretiyle firma performansı arasında asimptotik ilişki gözlemlenmiştir. Bunun yanında, aile şirketlerine kıyasla yönetimi kontrollü yani daha kurumsal olan firmalardaki CEO ücretini denetlenme oranı ile firma performansı arasındaki ilişkinin daha güçlü olduğu tespit etmişlerdir. (Tosi & Mejia, 1994, s. 1002-1016)

Frydman ve Jenter (2010) çalışmalarında 1930 yılından günümüze kadar CEO'ların aldıkları ücret ile firma performansı arasındaki ilişkiyi araştırmışlar. Fakat firma performansı ile CEO ücreti arasında herhangi bir ilişki bulamadıklarını beyan etmişlerdir. (Frydman & Jenter, 2010, s. 75)

Miller ve Yang (2015) borsada işlem gören sigorta şirketlerinin yönetim kurulu liderlik yapısı üzerine yaptıkları çalışmada CEO'nun hem yönetim kurulu başkanı hem de şirketin tepe yöneticisi olarak görev yapmasının işletme performansına olan etkisi incelemişlerdir. Fakat inceleme sonucu bu durumun şirket performansına zararı olduğuna dair herhangi bir delil bulamamışlardır. CEO ikililiğinin (duality) büyük sigortacılar için değerlendirme etkisi pozitif çıkmıştır. (Miller & Yang, 2015, s. 184-232)

### 2.5.1.1Türkiye’de Yapılmış Çalışmalar

Türkiye’de kurumsal yönetimin şirketin finansal performansına etkisini araştıran çalışma sayısı çok azdır. Bu çalışmalarda çoğunlukla olumlu sonuçlar bulunmuştur.

Karamustafa, Varıcı ve Er (2009) kurumsal yönetim ve firma performansını araştırmışlardır. Araştırmalarına İMKB yeni adıyla Borsa İstanbul kurumsal yönetim endeksindeki firmaları almışlardır. Firmaların endekste işlem görmeden önceki ve sonraki finansal durumları ile faaliyet performansları arasında anlamlı bir fark olup olmadığına bakmışlardır. Çalışmada performans göstergesi olarak alınan aktif döviz hızı, aktif karlılık ve öz sermaye karlılık oranlarının endeks öncesi ve sonrası anlamlı farklılıklar gösterdiğini ortaya koymuşlardır. (Karamustafa, Varıcı, & Er, 2009, s. 100)

Dinç ve Abdioğlu (2009) işletmelerde kurumsal yönetim anlayışının muhasebe bilgi sistemiyle ilişkisini ölçmeye yönelik deneysel çalışma yapmışlardır. İMKB-100 endeksindeki şirketler üzerinde çalışmışlar, yöntem olarak da anket tekniğini kullanılmışlardır. Çalışma sonucunda, muhasebe bilgi sistemleri ile kurumsal yönetim uygulamaları arasında istatistiki olarak pozitif yönde bir bağlantının mevcut olduğunu açıklamışlardır. (Dinç & Abdioğlu, 2009, s. 157)

Kurumsal yönetim uygulamalarının internet tabanlı finansal raporlara etkisini araştıran Uyar, Alnıpak ve Erzengin (2010), raporları güçlü bir şekilde etkilediği sonucuna ulaşmışlardır. Bu bilgiyi saha çalışması yaparak edinmişlerdir. (Uyar, Alnıpak, & Erzengin, 2010, s. 17-28)

Sakarya (2011) kurumsal yönetim endeksinde işlem gören şirketlerin derecelendirme skorları ile hisse getirileri arasındaki ilişkiyi incelemiştir. Toplam 11 tane şirketi değerlendirmeye tabi tutmuş ve olay çalışması yöntemini kullanmıştır. Kurumsal yönetim skorları iyi olarak açıklanan şirketlerle hisse getirileri arasında doğru orantılı bir ilişki olduğunu, ayrıca açıklama öncesi ve sonrasında endekste şirketlerin hisse senetlerinden anormal getiriler kazanılabileceğini dile getirmiştir. Bu durumun gerçekleşme sebebi olarak da ülkemizin piyasa durumunun yarı güçlü formda bile etkin olmamasını göstermiştir. (Sakarya, 2011, s. 147)

Bankalarda kurumsal yönetim ve entelektüel sermaye ilişkisini araştıran Yılmaz (2011), bankalar için kurumsal yönetim uygulamalarının rekabet edebilmek için önemli bir araç haline geldiğini söylemiştir. (Yılmaz F. Ö., 2011, s. 1-12)

Yıldırım (2007) Türkiye’de kurumsal yönetimin şirketlerin finansal performanslarına etkisini araştırmıştır. Araştırmasında, şirketlerin mülkiyet ve kontrol yapılarının finansal performanslarına etkilerini bulmayı amaçlamıştır. Örneklem olarak İMKB-100 endeksi “İmalat Sanayi Sektörü”ndeki 44 tane şirketin 2002-2006 dönemlerini almıştır ve yöntem olarak çoklu regresyon analizini kullanmıştır. Halka arz oranı hariç mülkiyet ve kontrol yapılarının, aktif karlılık, satışların karlılığı ve öz sermaye karlılığı ile negatif ilişkisi olduğunu söylerken, piyasa tabanlı piyasa değeri ve Tobin’s Q değeri ile pozitif ilişki içerisinde olduğunu belirtmiştir. Halka arz oranının ise şirketin finansal performansı ile pozitif, piyasa değeriyle ise negatif ilişkiye sahip olduğunu dile getirmiştir. (Yıldırım, 2007, s. 1-198)

Büber (2008) kurumsal yönetim ilkelerinin uygulama derecesi ile şirketin performansı üzerine bir araştırma yapmıştır. Araştırmada İMKB’de faaliyet gösteren aile işletmelerini almıştır. Veriler çoklu regresyon yöntemiyle analiz edilmiştir. Çalışmada şeffaflık ilkesinden yola çıkarak firmada bağımsız üye bulunmasının, şirketin gelişimine ve müşteri memnuniyetine olumlu katkı sağladığını belirlemiştir. Öte yandan sorumluluk, hesap verilebilirlik ve adillik ilkelerinin performans göstergelerine etkisini tespit edememiştir. (Büber, 2008, s. 1)

Türkiye’de kurumsal yönetim derecelendirme çalışmalarını araştıran Karayel (2011), İMKB Kurumsal Yönetim Derecelendirme notu olan, ahlaki değerlerini kamuoyuyla paylaşan ve kurumsal yönetim komisyonu kuran şirketlerin diğerlerine göre daha fazla kurumsal yönetim standartlarına uyduklarını söylemiştir. (Karayel, 2011)

Önder (2012) firmaların kar yönetimi uygulamalarında kurumsal yönetimin rolünü araştırmıştır. İMKB’de işlem gören 125 firmanın 2006-2010 yılları arasındaki dönemlerini örneklem olarak seçmiştir. Firmalarda kar yönetim uygulamalarının yönetim kurulu ve denetim komitesinin bağımsızlığı azalttığını, bununla beraber blok sahiplik, yönetsel sahiplik, denetim komitesi ve yönetim kurulu büyüklüğü gibi değişkenlerin bağımsızlığı arttırdığını belirtmiştir. (Önder, 2012, s. 1-226) Bu çalışmaya

benzer diğerk bir çalışmada ise, Yavuzaslan (2014) kar yönetimi uygulamalarını azaltan etmenlere ek olarak denetim komitesinin ye sayısını da saymıştır. (Yavuzaslan, 2014, s. 1)

Kurumsal yönetimin şirketin değerine ve performansına etkisini inceleyen Saldanlı (2012), kurumsal yönetim uygulamalarının firmaya bazı pozitif etkileri olduğunu neticelendirmiştir. Saldanlı'nın belirttiğine göre bunlar; şirketin kısa vadeli borç ödeme gücünün artması ve şirket değerinin az da olsa yükselmesidir. Ek olarak, işletme karlılığında kurumsal yönetim uygulamalarının fazla etkili olmadığını dile getirmiştir. Altını çizdiği bir diğerk husus da sadece kurumsal yönetim ilkelerinin bu karmaşık ilişkiyi aydınlığa kavuşturamayacağıdır. (Saldanlı, 2012, s. 1-196)

Beycan (2013) kurumsal yönetimin Türk Bankacılık Sistemi zerine etkisini irdelemiştir. Verileri 20 mevduat bankasından almış ve panel veri analizi yöntemini kullanmıştır. Çalışmada halka arz oranının, yönetim kurulu toplantı sayısının ve yönetim kurulu büyüklüğünün aktif karlılık ile pozitif ilişki içerisinde olduğunu vurgulamıştır. Ayrıca bağımsız ye sayısı ile öz sermaye karlılığı arasında da doğru orantılı bir etkileşim olduğunu açıklamıştır. (Beycan, 2013, s. 1-244) Türk Bankacılık Sistemi'nde kurumsal yönetimin krizlerin çözümüne etkisini araştıran Balkan (2014) ise kurumsal yönetim seviyesi arttıķa öz sermaye karlılığının da arttığını söylemiştir. (Balkan, 2014)

Aghabaki (2014) kurumsal yönetim ilkelerinin firma değerine ve hisse getiri oranına etkisini araştırmıştır. İMKB'de işlem gören şirketlerin 2008-2012 yılları arasındaki durumlarına bakmıştır. Analiz yöntemi olarak çoklu regresyonu kullanmış ve sonuç olarak da şirketin kurumsal yönetim endeksinin öz sermaye net karlılığını olumlu etkilediğini, büyüklüğünün ise şirket kaldıraç oranını anlamlı olarak etkilemediğini söylemiştir. Ele aldığı bir diğerk konu olarak da, şirketin kurumsal yönetim endeksinin hisse getiri oranını negatif etkilediğini belirtmiştir. (Aghabaki, 2014, s. 1-118)

Güzeldere (2014) BİST-30 da işlem gören firmaların kamuya yönelik açıklamaları ve şeffaflık uygulamalarını temel alarak kurumsal şeffaflık endeksini oluşturmuş ve bu endeksin firma değerine ve performansına etkisini analiz etmiştir. şeffaflık endeksi

yardımı ile de şirketin piyasa defter değeri, aktif karlılığı ve öz sermaye karlılığı arasında sadece anlamlı bir ilişkinin var olduğunu tespit etmiştir. (Güzeldere, 2014, s. 1)

Yasan (2016), Türkiye'deki KOBİ'lerin yönetim kurullarının yapısının firma performansına etkisini incelemiştir. Bu etkiyi 703 kurumla yüz yüze anket çalışması yaparak ölçmeye çalışmıştır. Çalışma sonucunda KOBİ'lerde yönetim kurulu olanların olmayanlara göre daha güçlü performans gösterdiği ve kaynak yaratma kabiliyetlerinin daha iyi olduğu sonucuna ulaşmıştır. (Yasan, 2016, s. 1)

Yılmaz (2016), Türkiye'deki kurumsal yönetim uygulamalarının şirketlerin finansal performansına etkisini test etmiştir. BİST-100 ve kurumsal yönetim endeksinde yer alan firmalar örneklem olarak kullanmış ve panel veri analizi yapmıştır. Çalışmada, kurumsal yönetim ilkelerinin finansal performans göstergeleri ile ilişkisinin anlamlı ama zayıf bir yapı içerisinde olduğunu söylemiştir. (Yılmaz C. , 2016, s. 1-139)

### 3. BÖLÜM

#### VERİLER

##### 3.1. ÇALIŞMANIN AMACI VE ÖNEMİ

Bu araştırmanın ana amacı, Borsa İstanbul'da işlem gören KOBİ'lerin finansal performanslarına kurumsal yönetim ilkelerinin etkisini ekonometrik yöntem kullanarak ölçmektir. Bu çalışmada bağımlı değişken olarak finansal performans göstergeleri, bağımsız değişken olarak kurumsal yönetim ilkeleri göstergeleri ve bazı bağımsız kontrol değişkenleri önceki çalışmalardan yararlanılarak kullanılmıştır. En nihai amaç ise bağımlı değişken durumundaki finansal performans göstergeleriyle bağımsız değişkenler arasında ne tür ilişkilerin olduğu ve bağımsız değişkenlerin işletmelerin finansal durumunu etkileyip etkilemediğinin regresyon modeliyle ortaya çıkarılmasıdır. Bu amaçla Borsa İstanbul'da Gelişen İşletmeler Pazarı'nda işlem gören KOBİ'lerin finansal performansını etkileyebilecek bağımsız değişkenlerin kullanıldığı ekonometrik modeller kurulup analiz yapılacaktır.

Krizlerle birlikte tüm dünyada giderek önemi artan kurumsal yönetim ilkeleri, ülkemizde de 2003'te SPK'nin kurumsal yönetim ilkeleri çalışmasıyla yürürlüğe girmiş ve bu tarihten sonra şirket yönetiminde ve krizlerde kayda değer bir etkiye sahip olduğu için önemi artmaya başlamıştır. Ayrıca, SPK tarafından şirketlerin kurumsal yönetim ilkelerine uymaları sağlanmaya çalışılmıştır. Krizlerin atlatılmasına ve önlenmesine yardım sağlayan bir diğer önemli yapı olan KOBİ'ler de ekonomide önemli bir yere sahiptir. KOBİ'lerin küreselleşmeyle birlikte sayıları giderek artan büyük şirketler karşısında faaliyetlerini en iyi şekilde sürdürebilmeleri için parasal olarak kısıtlı kaynaklarını iyi yönetmeleri gerekir. Araştırmada KOBİ'lerin kaynaklarını iyi yönetme konusunda yani finansal olarak verimlilik sağlamasında kurumsal yönetim ilkelerinin ne kadar etkili olduğu sonucuna bakılacaktır. Bu sonuç sayesinde hisseleri işlem gören KOBİ'ler finansal performanslarını artıran veya azaltan kurumsal yönetim etmenlerini öğrenecekler, bu sayede performanslarını yükseltmek istediklerinde hangi etmeni geliştirip hangi etmeni geliştirmeyecekleri konusunda strateji oluşturabileceklerdir.

### 3.2.ÇALIŞMANIN VERİ SETİ, DEĞİŞKENLERİ VE TANIMLAYICI İSTATİSTİKLER

Çalışmada, hisseleri Borsa İstanbul'da işlem gören KOBİ'ler alınmıştır. Sadece Gelişen İşletmeler Pazarı'nda işlem gören KOBİ'ler ve daha sonra bu pazardan bir üst pazara geçen şirketler de alınmıştır. Çalışmada veri seti olarak 2011'den 2017 yılına kadar olan 7 dönemlik 175 firma yılı kullanılmıştır. KOBİ'lere ilişkin finansal ve kurumsal yönetim uygulamaları ile ilgili bazı veriler Kamuyu Aydınlatma Platformu'nun (KAP) internet sitesinden alınmıştır. Diğer veriler ise Thomson Reuters Eikon veri merkezinden elde edilmiştir.

Birçok çalışmada şirketler için finansal gösterge olarak kullanılan 2 bağımlı değişken ile kurumsal yönetim ölçülmesine ilişkin kullanılan 5 bağımsız değişken ve 5 kontrol değişkeni seçilmiştir. Seçilen bu değişkenlerle 2 farklı model kurulacaktır. Araştırmada kullanılan bağımlı değişkenler şunlardır:

Aktif Karlılık Oranı (AKO) : Bhagat ve Black (2000), Cheng (2006), Haniffa ve Hudaib (2006), Bhagat ve Bolton (2008), Mashayeki ve Bazaz (2008), Karamustafa, Varıcı ve Er (2009), Bhagat, Bolton ve Subramanian (2010), Fidanoski, Mateska ve Simeonovski (2013), Al-Najjar (2014), Yılmaz (2016) ve Paunescu (2016) şirketlerin finansal performansları için bağımlı değişken olarak seçmişlerdir. Aktif karlılık oranı işletmenin varlıklarını ne kadar verimli kullandığını gösterir. Bu yüzden yüksek olması beklenir. Oranı vergi sonrası karın veya vergi öncesi karın aktif toplamına bölünmesiyle bulunabilir. Fakat kar olarak dönem karı kullanılması daha uygundur. (Çabuk, 2013, s. 74)

Öz Sermaye Karlılık Oranı (OKO) : Drobetz, Schillhofer ve Zimmermann (2003), Mashayeki ve Bazaz (2008), Karamustafa, Varıcı ve Er (2009), Fidanoski, Mateska ve Simeonovski (2013), Al-Najjar (2014) ve Paunescu (2016) modellerinde şirketin finansal göstergesi olarak göstermişlerdir. Dönem karının öz sermayeye bölünmesiyle bulunur.

Bağımlı değişkenleri açıklamak amacıyla kullanılan bağımsız değişkenler ( kurumsal yönetim değişkenleri ) şunlardır:

CEO'nun Görevde Bulunduğu Süre (GBS) : Cheng (2006), Bhagat, Bolton ve Subramanian (2010), Khan ve Vieto (2013) yaptıkları çalışmalarda kurumsal yönetim ilkeleri için bağımsız değişken olarak kullanmışlardır. Bu değişkeni kullanmamın sebebi görevde uzun süre bulunan CEO'nun finansal performansı negatif etkileyeceği hipotezidir. (Berger, Kick, & Schaeck, 2014, s. 48-65)

CEO'nun ikililiği (DUA): Mashayeki ve Bazaz (2008), Bhagat ve Bolton (2008), Erkens, Hung ve Matos (2012) kurdukları modelde kurumsal yönetim ilkeleri için bağımsız değişken olarak seçmişlerdir. CEO ikililiği CEO'nun hem yönetim kurulu başkanı olması hem de tepe yöneticisi olması anlamına gelmektedir.

Yönetim Kurulundaki Bağımsız Oranı (BS): Mashayeki ve Bazaz (2008), Bhagat ve Bolton (2008), Erkens, Hung ve Matos (2012) yaptıkları analizde değişken olarak tercih ettikleri bağımsız yönetici sayısını işletmelerin kurumsal yönetim ilkelerinin sağlıklı işleyişi için olmazsa olmaz fonksiyonu saymışlardır.

Yönetim Kurulundaki Kadın Yöneticilerin Oranı (KDO) : Bhagat ve Bolton (2008), Adams ve Ferreira (2009) ve Paunescu (2016) yaptıkları regresyon analizinde kurumsal yönetim için bağımsız değişken olarak kullanmışlardır. Bu değişkeni kullanmadaki amaç kadınların olduğu yani cinsiyet çeşitliliğinin olduğu firmalarda yönetim kurulunun denetim rolünün arttığı yönündeki bulgulardır. (Adams & Ferreira, 2009)

Yönetim Kurulu Büyüklüğü (YKB) : Mashayeki ve Bazaz (2008), Adams ve Ferreira (2009), Paunescu (2016) birçok çalışmada yönetim kurulu büyüklüğünü kurumsal yönetimin en temel değişkeni olarak almışlardır. Bu değişken doğal logaritması alınarak modele eklenmiştir.

Literatürdeki çalışmalara bakıldığında bazı bağımsız değişkenlerin kontrol değişkeni olarak kullanıldığı görülmüştür. Kontrol değişkenlerini kullanarak bağımlı değişkenlere kurumsal yönetim ilkeleri dışında etkisi olabilecek değişkenler modele eklenerek, bağımsız değişkenin etkisini çoğaltmaya ve modelde olabilecek içsellik sorununa engel olunmaya çalışılmıştır. (Güzeldere,2014,s.191) Kontrol değişkenleri şunlardır:

Dış Satış Oranı (DSO) : Ararat, Black ve Yurtoğlu (2017) çalışmalarında kontrol değişkeni olarak kullandıkları dış satış oranı, toplam ihracatın toplam satışa bölünmesiyle bulunur.

İşletme Büyüklüğü (TA) : Mashayeki ve Bazaz (2008), Bhagat ve Bolton (2008), Erkens, Hung ve Matos (2012) kontrol değişkeni olarak seçtikleri çalışmalarında işletme büyüklüğü, aktif toplam olarak ifade edilmiştir. Çalışmada aktif toplamın doğal logaritması alınarak kullanılmıştır.

Diğer kullanılan kontrol değişkenleri, dönen varlıkların kısa vadeli yabancı kaynaklara bölünmesiyle bulunan Cari Oran (CO), dönen varlıklardan stokların çıkarılıp kısa vadeli yabancı kaynaklara bölünmesiyle bulunan Asit-Test Oranı (ATO), hazır değerler ile menkul kıymetlerin kısa vadeli yabancı kaynaklara bölünmesiyle bulunan Nakit Oranı (NO) değerleridir.

Verilerin tanımlayıcı istatistikleri tablo halinde aşağıdaki gibidir:

Tablo 9: Tanımlayıcı İstatistikler

|                      | AKO    | OKO    | DUA    | BS    | GBS   | KDO   | YKB    | TA    | ATO   | CO    | DSO   | NO     |
|----------------------|--------|--------|--------|-------|-------|-------|--------|-------|-------|-------|-------|--------|
| <b>Ortalama</b>      | 0,006  | -0,017 | 0,658  | 0,139 | 12    | 0,207 | 1,450  | 17,08 | 2,495 | 2,921 | 0,137 | 0,570  |
| <b>Medyan</b>        | 0,010  | 0,026  | 1      | 0     | 10    | 0,200 | 1,609  | 17,18 | 1,146 | 1,455 | 0,039 | 0,067  |
| <b>Maksimum</b>      | 0,478  | 1,253  | 1      | 0,500 | 31    | 0,800 | 2,197  | 19,44 | 96,79 | 96,79 | 1,176 | 38,95  |
| <b>Minimum</b>       | -1,603 | -2,042 | 0      | 0     | 1     | 0     | 1,098  | 15,09 | 0,085 | 0,085 | 0     | 4,810  |
| <b>Std. Sapma</b>    | 0,166  | 0,322  | 0,475  | 0,188 | 8,959 | 0,209 | 0,263  | 0,920 | 8,504 | 8,514 | 0,212 | 3,030  |
| <b>Çarpıklık</b>     | -5,173 | -2,322 | -0,670 | 0,636 | 0,461 | 0,636 | -0,284 | 0,122 | 9,512 | 9,381 | 2,278 | 11,95  |
| <b>Basıklık</b>      | 52,91  | 15,97  | 1,449  | 1,447 | 1,968 | 2,603 | 1,845  | 2,876 | 98,58 | 96,84 | 8,813 | 151,3  |
| <b>Jarque-Bera</b>   | 18622  | 1361   | 30,29  | 29,05 | 13,48 | 12,79 | 11,95  | 0,542 | 68071 | 65635 | 388,7 | 161776 |
| <b>Olasılık</b>      | 0      | 0      | 0      | 0     | 0     | 0,001 | 0,002  | 0,762 | 0     | 0     | 0     | 0      |
| <b>Gözlem Sayısı</b> | 172    | 172    | 173    | 173   | 169   | 173   | 173    | 172   | 172   | 172   | 171   | 172    |

Tanımlayıcı istatistiklere göre Gelişen İşletme Pazarı'nda işlem gören KOBİ'ler genel olarak kaynaklarını verimli kullanmadıkları görülmektedir. Fakat oranı düşük olsa da şirketlerin mali rantabiliteleri ortalama olarak pozitiftir. Şirketlerin ortalama likidite oranları iyi durumdadır ve borçlarını ödeme konusunda sıkıntı yaşamamaktadırlar. Ancak likidite oranlarında yüksek standart sapma olduğundan bazı KOBİ'ler için bu durumun geçerli olmadığı görülmektedir. İşletmelerin yaptıkları satışlarda ihracatın oranı ortalama olarak %13 tür, bu da dış satışlarının ne kadar az olduğunun göstergesidir. Yönetim kurullarında her beş yöneticiden birisi kadındır ve CEO'ların görevde kalma süreleri kısadır.

Verilerin korelasyon matrisi şöyledir;

Tablo 10: Korelasyon Matrisi

|     | AKO             | OKO            | DUA             | BS               | GBS           | KDO    | YKB           | TA           | ATO           | CO            | DSO          | NO            |
|-----|-----------------|----------------|-----------------|------------------|---------------|--------|---------------|--------------|---------------|---------------|--------------|---------------|
| AKO | 1               | <b>0,870</b>   | 0,067           | -0,078           | <b>0,237</b>  | 0,038  | <b>-0,202</b> | 0,119        | <b>0,148</b>  | <b>0,148</b>  | <b>0,185</b> | 0,111         |
| OKO | <b>0,870*</b>   | 1              | 0,122           | -0,061           | <b>0,251</b>  | 0,091  | <b>-0,207</b> | 0,086        | 0,100         | 0,101         | <b>0,201</b> | 0,077         |
| DUA | 0,067           | 0,122          | 1               | <b>0,317</b>     | <b>0,404</b>  | 0,120  | -0,048        | 0,105        | <b>-0,192</b> | <b>-0,186</b> | 0,062        | <b>-0,152</b> |
| BS  | -0,078          | -0,061         | <b>0,317*</b>   | 1                | <b>0,179</b>  | 0,063  | <b>0,470</b>  | <b>0,508</b> | -0,121        | <b>-0,132</b> | -0,098       | -0,096        |
| GBS | <b>0,237*</b>   | <b>0,251*</b>  | <b>0,404*</b>   | <b>0,179**</b>   | 1             | 0,065  | -0,052        | <b>0,237</b> | -0,025        | -0,019        | <b>0,268</b> | -0,012        |
| KDO | 0,038           | 0,091          | 0,120           | 0,063            | 0,065         | 1      | -0,064        | -0,093       | -0,003        | 0,002         | 0,039        | 0,005         |
| YKB | <b>-0,202*</b>  | <b>-0,207*</b> | -0,048          | <b>0,470*</b>    | -0,052        | -0,064 | 1             | <b>0,451</b> | 0,032         | 0,024         | -0,124       | 0,029         |
| TA  | 0,119           | 0,086          | 0,105           | <b>0,508*</b>    | <b>0,237*</b> | -0,093 | <b>0,451*</b> | 1            | 0,023         | 0,009         | -0,070       | 0,010         |
| ATO | <b>0,148***</b> | 0,100          | <b>-0,192**</b> | -0,121           | -0,025        | -0,003 | 0,032         | 0,023        | 1             | <b>0,9985</b> | -0,0760      | <b>0,5868</b> |
| CO  | <b>0,148***</b> | 0,101          | <b>-0,186**</b> | <b>-0,132***</b> | -0,019        | 0,002  | 0,024         | 0,009        | <b>0,998*</b> | 1             | -0,0618      | <b>0,5870</b> |
| DSO | <b>0,185**</b>  | <b>0,201*</b>  | 0,062           | -0,098           | <b>0,268*</b> | 0,039  | -0,124        | -0,070       | -0,076        | -0,061        | 1            | -0,0669       |
| NO  | 0,111           | 0,077          | <b>-0,152**</b> | -0,096           | -0,012        | 0,005  | 0,029         | 0,010        | <b>0,586*</b> | <b>0,587*</b> | -0,066       | 1             |

\*P<0.01, \*\*P<0.05, \*\*\*P<0.10

## 4.BÖLÜM

### YÖNTEM VE MODEL

#### 4.1.ÇALIŞMANIN YÖNTEMİ

Borsa İstanbul'da işlem gören KOBİ'lerin kurumsal yönetim uygulamalarının finansal performansını ne ölçüde etkilediğini bulmak için en uygun model olarak panel veri regresyon yöntemi kullanılacaktır. Finansal performans analizlerinde hem zamana hem de birimlere göre bilgi elde etmek için panel veri kullanılmalıdır. (Tatoğlu, 2012, s. 3) Panel veri veya diğer adıyla uzunlamasına veri, değişkenlerin iki veya daha fazla zaman dilimlerinde gözlenebildiği çok birimli veridir. (H.Stock & W.Watson, 2011, s. 13) Panel veri setiyle kurulan modeller yardımıyla ekonomik ilişkilerin tahmin edilmesi yöntemine panel veri analizi denilmektedir. Her birim tüm zaman dilimlerinde gözlenmişse dengeli panel veri, tam olarak gözlenmemişse dengesiz panel veri olarak sınıflandırılır. (Tatoğlu, 2012, s. 5) Çalışmada dengesiz panel veri kullanılmıştır. Panel veri kullanmanın yatay kesit veya zaman serisi veri kullanımına göre bazı avantajları vardır; (Gujarati, 2004, s. 637-638)

- Panel verisi tahmin tekniklikleri, bütün birimleri zaman içinde ele alarak her birime özgü açıklamalar getirmeye çalışır.
- Yatay kesit verisiyle zaman serilerini birleştiren panel verisi, daha fazla bilgi ve değişkenlik, değişkenler arasında daha az doğrusallık, daha çok serbestlik derecesi gösterir ve daha etkilidir.
- Gözlemlerin yatay kesit kısmını tekrarlı inceleyen panel verisi, hareketli verilerin incelenmesi için daha iyidir. Örnek olarak işsiz oranlarındaki iniş çıkışlar verilebilir.
- Panel verisi sadece yatay kesit veya zaman serisinde diğer yöntemlerde gözlenemeyen etkileri daha iyi ölçebilir.
- Panel verisi daha karmaşık modelleri araştırmamıza kolaylık sağlar.
- Binlerce veriyi ele alan panel verisi, kişileri veya firmaları bir araya getirerek sapmayı en aza indirir.

Bu çalışmada, model kurulurken model olarak sabit etkiler (fixed effect) ya da rassal etkiler (random effects) modellerinden yararlanılacaktır. Sabit etkiler modeli şöyledir (Gujarati, 2004, s. 624):

$$Y_{it} = \theta + \beta_2 X_{2it} + \beta_3 X_{3it} + u_{it}$$

Sabit etkiler modelinde  $Y_{it}$  bağımlı değişken,  $X_{2it}$  ve  $X_{3it}$  bağımsız değişkenler,  $\theta$  sabit sayı birimden birime değişen,  $\beta_2$  ve  $\beta_3$  bağımsız değişkenlerin eğim katsayıları ve  $u_{it}$  hata terimini gösterirken;  $i$  modeldeki her birimi,  $t$  ise zamanı ifade eder. Sabit etkiler modeli, dışlanan verilerin her biri birimden birime göre değiştiği, fakat zamana göre değişmediği durumlarda dışlanan değişkenin kontrolü için kullanılır. (Stock & Watson, 2011, s. 358) Diğer bir deyişle eğim parametreleri yatay kesitler için aynı, sabit terim ise her birim için farklı sonuç gösterir. (Tatoğlu, 2012, s. 79-80)

Panel veri analizinde diğer bir model ise tesadüfi etkiler modelidir. Bu model aşağıdaki gibi gösterilir: (Gujarati, 2004, s. 647)

$$Y_{it} = \beta_{1i} + \beta_2 X_{2it} + \beta_3 X_{3it} + \varepsilon_i + u_{it}$$

Bu modelin sabit etkiler modelinden farkı; birimlerin sabit terime göre değil, hata terimlerine göre farklılık göstermesidir.  $\varepsilon_i$  terimi kesit ya da kişiye göre hata bileşimini,  $u_{it}$  ise yatay kesit ve zaman serisi hatalarının karışımından oluşan ve duruma göre değişiklik gösteren hata bileşimini gösterir. Bu iki hata bileşiminin etkisine bakılmasından dolayı modelin bir diğer adı “Hata Bileşenleri Modeli” dir.

Çalışmada aktif karlılık ile öz sermaye karlılığının bağımlı değişken olduğu iki tane panel regresyon modeli kurulacaktır. Veri setinde önceden sunulan korelasyon matrisinde CO ve ATO arasında 0,8’i aşan ilişki tespit edilmiştir. Bu da kurulacak modelde çoklu bağlantı (multicollinearity) hatası olmasına sebebiyet vermektedir. Değişkenlerin arasındaki ilişki 0,50’nin altında olsa bile çoklu bağlantı sorunu modelde olabilir. (Gujarati, 2004, s. 359) Bu yüzden çoklu bağlantının tespiti için bağımsız değişkenlerin varyans şişirme faktörlerine (variance inflation factors- VIF) bakılır. Varyans şişirme faktör değerleri Gujarati (2004) ‘ye göre 10’dan küçük ve açıklayıcılık oranı 0,90’nı aşamamışsa sıkıntı olmayacaktır. Fakat literatürdeki çoğu çalışmada VIF

değerinin 5'in altında olmasının daha iyi olacağı söylenmiştir. Varyans şişirme faktörleri<sup>1</sup> CO ve ATO için sırayla 487 ve 489 çıkmıştır; CO değişkeni modelden çıkarılıp tekrar hesaplanmıştır ve VIF değerlerinin hepsi 5'in altında çıkmıştır. (Gujarati, 2004, s. 374) Bhagat ve Bolton (2008), Masheyekhi ve Bazaz (2008), Fidanoski, Mateska ve Simeonovski (2013), Yılmaz (2016) ve Paunescu (2016) çalışmalarından yararlanılarak oluşturulan ve araştırmada tahmin edilecek panel regresyon modelleri aşağıdaki gibidir:

#### **Model 1**

$$AKO_{it} = \theta + \beta_1 GBS_{it} + \beta_2 KDO_{it} + \beta_3 BS_{it} + \beta_4 YKB_{it} + \beta_5 DSO_{it} + \beta_6 TA_{it} + \beta_7 ATO_{it} + \beta_8 NO_{it} + \varepsilon_{it}$$

#### **Model 2**

$$OKO_{it} = \theta + \beta_1 GBS_{it} + \beta_2 KDO_{it} + \beta_3 BS_{it} + \beta_4 YKB_{it} + \beta_5 DSO_{it} + \beta_6 TA_{it} + \beta_7 ATO_{it} + \beta_8 NO_{it} + \varepsilon_{it}$$

### **4.2.MODEL TAHMİNİ VE ARAŞTIRMA SONUÇLARI**

Panel veri analizi yöntemi kullanılırken testin doğrulunu sağlamak için değişkenlere bir takım testler uygulanır, aksi takdirde modelin sonucu yanlış çıkabilmektedir. Bu yöntem kullanılırken karşılaşılan sorunlar genellikle zaman serilerinde görülen sorunlarla aynıdır. (Tatoğlu, 2012, s. 199) Bu sorunlardan ilki serilerin durağan olup olmaması yani birim köke sahip olmasıdır. Granger ve Newbold (1974) yaptıkları çalışmada seriler durağan olmadığı zaman (birim köke sahipse) tahmin edilen modelin sahte regresyon olabileceğini bunun da modeldeki katsayıların sonuçlarının etkisiz, denklemdaki tahminlerin en düşük seviye ve kat sayıların güvenilirlik testlerinin yanlış olmasına sebep olacağını söylemişlerdir. (Granger & Newbold, 1974, s. 1) Modelin tahminin sağlıklı sonuçlar vermesi için verilerin durağanlığının ölçülmesi gerekmektedir. Durağanlığı sınamak için geliştirilen testlerden birisi son yıllarda popüler hale gelen birim kök testidir. Ekonometri literatüründe en çok kullanılan birim kök testleri şunlardır; ortak panel birim kök testleri Levin, Lin, Chu (2001) ve Breitung

---

<sup>1</sup> Varyans şişirme faktörleri, Eviews 8.1 ekonometrik analiz programıyla ölçülmüştür.

(2000), bireysel panel birim kök testleri ise Fisher tabanlı Artırılmış Dickey-Fuller (ADF) ve Phillips-Perron (PP) ve Im, Pesaran, Shin (2003) testleridir. Maddala ve Wu (1999), dengeli olmayan panel için Fisher testinin daha iyi olduğunu söylemiştir. (Maddala & Wu, 1999, s. 636) Bu yüzden birim kök sınaması için Fisher tabanlı Phillips-Perron (PP) testi kullanılacaktır. PP testi için hipotezler şöyledir;

H0: Seri durağan değildir (Birim kök içerir)

H1: Seri durağandır (Birim kök içermez)

Newey-West bant genişliği için Bartlett Kernel'in kullanıldığı birim kök testlerinin sonuçları düzeyde sabitli ve sabitli-trendli olarak aşağıdaki gibidir<sup>2</sup> :

Tablo 11: Birim kök test sonuçları

|     | <b>PP- Fisher Ki-Kare</b> |                 |
|-----|---------------------------|-----------------|
|     | <b>(Olasılık-p)</b>       |                 |
|     | Sabitli                   | Sabitli Trendli |
| AKO | 0,0000                    | 0,0000          |
| OKO | 0,0000                    | 0,0000          |
| GBS | 0,8390                    | 0,5764          |
| DUA | 0,9528                    | 0,3896          |
| KDO | 0,5920                    | 0,3588          |
| BS  | 0,3164                    | 0,5491          |
| YKB | 0,3994                    | 0,9912          |
| DSO | 0,0000                    | 0,0006          |
| TA  | 0,0000                    | 0,0000          |
| ATO | 0,0042                    | 0,0000          |
| NO  | 0,0000                    | 0,0000          |

<sup>2</sup> Birim kök testi Eviews 8.1 ekonometrik analiz programı yardımıyla yapılmıştır.

Modelde yararlanılacak olan verilerden GBS, DUA, KDO, BS ve YKB dışındaki tüm değişkenler % 1 ya da % 5 anlamlılık düzeyinde ve  $I(0)$  seviyesinde durağandır. GBS, KDO, BS ve YKB değişkenlerinin 1. derece farkları alınarak  $I(1)$  durağanlaştırılmıştır. DUA değişkeni ise 2. derece farkı alınsa da durağanlaşmamıştır, bu yüzden modelden çıkarılmıştır.

Tablo 12: 1. derece farkı alındıktan sonra birim kök test sonuçları

|     | PP- Fisher Ki-Kare<br>(Olasılık-p) |                 |
|-----|------------------------------------|-----------------|
|     | Sabitli                            | Sabitli Trendli |
| AKO | 0,0000                             | 0,0000          |
| OKO | 0,0000                             | 0,0000          |
| GBS | 0,0763                             | 0,0127          |
| KDO | 0,0028                             | 0,0000          |
| BS  | 0,0017                             | 0,0000          |
| YKB | 0,0215                             | 0,0000          |
| DSO | 0,0000                             | 0,0006          |
| TA  | 0,0000                             | 0,0000          |
| ATO | 0,0042                             | 0,0000          |
| NO  | 0,0000                             | 0,0000          |

Modelin sabit mi yoksa tesadüfi etkiler mi olduğuna karar vermek için Hausman (1984) testi yapılacaktır. Bu testin  $H_0$  hipotezi “tesadüfi etkiler modeli sabit etkiler modelinden daha iyidir” şeklindedir. Kurulacak iki model için Hausman test sonuçları şöyledir:

Tablo 13: Hausman Test Sonuçları

|         | İstatistik | Serbestlik Derecesi | Olasılık |
|---------|------------|---------------------|----------|
| Model-1 | 12,870684  | 8                   | 0,1164   |
| Model-2 | 10,753077  | 8                   | 0,2161   |

Her iki modelde de boş hipotez reddedilemediği için modeller tesadüfi etkilere göre kurulacaktır.

Panel veri modellerinde karşılaşılan diğer bir sorun zaman serilerinde de sıkça görülen otokorelasyon problemidir. (Kutlar, 2007, s. 181) Modelde otokorelasyon sorununun olup olmadığına bakmak için Durbin - Watson (DW) istatistiği kullanılacaktır. Durbin - Watson'un %5 anlamlılık düzeyinde değişken sayısına göre hazırladığı tablodaki en yüksek ve en düşük istatistik değeri denklemde yerine koyulduğu zaman 2'ye yakın değerlerde otokorelasyondan bahsedilemez. (Kutlar, 2007, s. 189-190) Her iki modelde de DW istatistiği 2'ye yakın değerler çıkmıştır ve modellerde otokorelasyon sorunu olmadığı gözlenmiştir. Panel verilerde heteroskedasite (değişen varyans) sorunu çok fazla görülmemekle birlikte daha çok yatay kesit verilerinde rastlanmaktadır. Fakat yine de heteroskedasite test edilmesi gerekir. Bu sorunu çözmek için araştırmada Reed ve Ye (2011) 'nin değişen varyans sorununu gidermek için kullandığı coef kovaryans methodu olarak white (diagonal) kullanılacaktır. Çoklu bağlantı, otokorelasyon ve heteroskedasite sorunlarından arındırılarak tahmin edilen modellerin sonuçları şöyledir:

Tablo 14: Model 1

Dependent Variable: AKO  
Method: Panel EGLS (Cross-section random effects)  
Date: 03/31/18 Time: 11:55  
Sample: 2011 2017  
Periods included: 7  
Cross-sections included: 25  
Total panel (unbalanced) observations: 167  
Swamy and Arora estimator of component variances  
White diagonal standard errors & covariance (no d.f. correction)

| Variable              | Coefficient | Std. Error | t-Statistic | Prob.  |
|-----------------------|-------------|------------|-------------|--------|
| BS                    | -0.058209   | 0.063160   | -0.921617   | 0.3581 |
| GBS                   | 0.002819    | 0.001189   | 2.371983    | 0.0189 |
| KDO                   | 0.043464    | 0.074812   | 0.580976    | 0.5621 |
| YKB                   | -0.139631   | 0.115471   | -1.209230   | 0.2284 |
| TA                    | 0.048612    | 0.039885   | 1.218805    | 0.2247 |
| NO                    | 0.001117    | 0.001425   | 0.784018    | 0.4342 |
| DSO                   | 0.088899    | 0.054426   | 1.633389    | 0.1044 |
| ATO                   | 0.001742    | 0.000334   | 5.218722    | 0.0000 |
| C                     | -0.674277   | 0.559536   | -1.205064   | 0.2300 |
| Effects Specification |             |            |             |        |
|                       |             | S.D.       | Rho         |        |
| Cross-section random  |             | 0.054954   | 0.1268      |        |
| Idiosyncratic random  |             | 0.144213   | 0.8732      |        |

| Weighted Statistics   |          |                    |          |
|-----------------------|----------|--------------------|----------|
| R-squared             | 0.123378 | Mean dependent var | 0.004213 |
| Adjusted R-squared    | 0.078992 | S.D. dependent var | 0.152841 |
| S.E. of regression    | 0.146696 | Sum squared resid  | 3.400093 |
| F-statistic           | 2.779669 | Durbin-Watson stat | 2.105282 |
| Prob(F-statistic)     | 0.006649 |                    |          |
| Unweighted Statistics |          |                    |          |
| R-squared             | 0.165556 | Mean dependent var | 0.006774 |
| Sum squared resid     | 3.892608 | Durbin-Watson stat | 1.838910 |

Tablo 15: Model 2

Dependent Variable: OKO

Method: Panel EGLS (Cross-section random effects)

Date: 03/31/18 Time: 11:53

Sample: 2011 2017

Periods included: 7

Cross-sections included: 25

Total panel (unbalanced) observations: 167

Swamy and Arora estimator of component variances

White diagonal standard errors &amp; covariance (no d.f. correction)

| Variable | Coefficient | Std. Error | t-Statistic | Prob.  |
|----------|-------------|------------|-------------|--------|
| BS       | -0.072355   | 0.154888   | -0.467144   | 0.6410 |
| GBS      | 0.007285    | 0.003302   | 2.206061    | 0.0288 |
| KDO      | 0.135805    | 0.133573   | 1.016712    | 0.3108 |
| YKB      | -0.255359   | 0.168622   | -1.514392   | 0.1319 |
| TA       | 0.073486    | 0.064845   | 1.133260    | 0.2588 |
| NO       | 0.001815    | 0.002364   | 0.767812    | 0.4437 |
| DSO      | 0.196773    | 0.141315   | 1.392445    | 0.1657 |
| ATO      | 0.002032    | 0.000653   | 3.111770    | 0.0022 |
| C        | -1.042352   | 0.954222   | -1.092358   | 0.2763 |

| Effects Specification |  |          |        |
|-----------------------|--|----------|--------|
|                       |  | S.D.     | Rho    |
| Cross-section random  |  | 0.112391 | 0.1348 |
| Idiosyncratic random  |  | 0.284792 | 0.8652 |

| Weighted Statistics   |          |                    |           |
|-----------------------|----------|--------------------|-----------|
| R-squared             | 0.123988 | Mean dependent var | -0.013013 |
| Adjusted R-squared    | 0.079633 | S.D. dependent var | 0.299757  |
| S.E. of regression    | 0.287527 | Sum squared resid  | 13.06217  |
| F-statistic           | 2.795348 | Durbin-Watson stat | 1.790257  |
| Prob(F-statistic)     | 0.006378 |                    |           |
| Unweighted Statistics |          |                    |           |
| R-squared             | 0.152530 | Mean dependent var | -0.017133 |
| Sum squared resid     | 14.96157 | Durbin-Watson stat | 1.562980  |

## 5. BÖLÜM

### BULGULAR VE YORUMLAR

Borsa’da işlem gören KOBİ’lerin finansal açıdan durumlarına Tablo 9’a bakıldığında, aktif karlılıklarının ortalama olarak çok düşük olduğu, bunun da şirket faaliyetlerinin minimum karlılıkta sürmesine sebebiyet verdiği anlaşıyor. Ayrıca öz sermaye karlılık oranlarına bakıldığında KOBİ’lerin ortalama olarak zararda olduğu ve işletme kaynaklarını iyi kullanmadıkları göze çarpıyor. Şirketlerin likidite durumları ise genel olarak iyi durumdadır. Nakit durumu açısından bakıldığında, ortalama olarak hazır değerler ve menkul kıymetler kısa dönem borçların sadece yüzde 57’sini karşılamaktadır. İşletmeler yaptıkları satışların ortalama olarak yüzde 13’ünü ihracatla sağlamaktadır.

KOBİ’lerin kurumsal yönetim uygulamalarını etkileyen etmenler Tablo 9 incelendiğinde, şirketlerin çoğunluğunda CEO ve Tepe Yöneticisi aynı kişidir. Yani, genel olarak şirketin sahipleri aynı zamanda CEO’luk yapmaktadır. Yönetim kurullarındaki kişi sayısı miktarı çok değildir. Bağımsız yöneticiler ise ortama her 5 yöneticiden 2 sini oluşturmaktadır. Çok fazla olmamakla birlikte bağımsız yöneticiye sahip olmayan şirketler de mevcuttur. Kurullarda yöneticilerin ortalama yüzde 20’si kadın yöneticilerden oluşmaktadır. CEO’ların görevde kalma süreleri ortalama 10 yıl iken, bu süre en fazla 31 yıla çıkmaktadır.

Korelasyon matrisi Tablo 10’a bakıldığında bazı değişkenler arasında istatistiki olarak anlamlı ilişkiler bulunmuştur ve bu ilişkiler şunlardır;

- Bağımsız yönetici oranı ile CEO’nun ikililiği (duality) arasında Molz (1995) ve Mak ve Li (2001) herhangi bir ilişki bulamamış, Miller ve Yang (2015) ise negatif ilişki bulmuşlardır. Bu çalışmada ise zayıf da olsa aralarında %30 uyumlu pozitif yönlü bir ilişki bulunmuştur. Millier ve McColgan (2006), Grinstein ve Valles (2008), Linck, Netter ve Yang (2008), Pathen ve Skully (2010) ve son olarak Dey, Engel ve Liu (2011) çalışmalarında aynı sonuca ulaşmışlardır.

- Molz (1995) ile Pathan ve Skully (2010) yaptıkları araştırmada bağımsız yönetici oranı ile CEO’nun görevde kalma süresi arasında anlamlı bir ilişki bulamamalarına

rağmen, bu çalışmada orta dereceli negatif bir ilişki bulunmuştur. Yani Borsa’da işlem gören KOBİ’lerdeki CEO’ların görevde kalma süreleri arttıkça kuruldaki bağımsız yönetici sayısında düşüş yaşanmaktadır. Fizel ve Louie (1990), Denis ve Sarin (1999), Arthur (2001), Baker ve Gompers (2003), Boone, Field, Karpoff ve Raheja (2007), Coles, Daniel ve Naveen (2008) ile Miller ve Yang (2015) yaptıkları araştırmada bu ilişkiyi aynı şekilde negatif bulmuşlardır.

- Bağımsız yönetici oranı ve toplam aktif arasında pozitif yönlü orta derece bir ilişki bulunmuştur. Örneklemdaki şirketlerde bağımsız yönetici sayısının artması toplam aktifini arttırmaktadır. Arthur (2001), Baker ve Gompers (2003), Hillier ve McColgan (2006), Kanagaretham, Lobo ve Whalen (2007), Boone, Field, Karpoff ve Raheja (2007), Guest (2008), Pathan ve Skully (2010), Miller ve Yang (2015) çalışmalarında bu sonuçla aynı sayılabilecek bulgular bulmuşlardır.

- Yönetim kurulu büyüklüğü ile toplam aktif arasında pozitif orta seviyeli ilişki vardır. Borsa’da işlem gören KOBİ’lerin yönetim kurullarındaki yönetici sayısı fazla olan şirketlerin daha fazla toplam aktife sahip olduğu söylenebilir. Bu sonuca Arthur (2001), Hillier ve McColgan (2006), Kanagaretham, Lobo ve Whalen, (2007), Pathen ve Skully (2010) çalışmalarında ulaşmışlardır.

- Haniffa ve Hudaib (2006) ile Fidanoski, Mateska ve Simeonovski (2013) yaptıkları çalışmada yönetim kurulu büyüklüğünün aktif karlılığı arttırdığını söylemiştir. Fakat bu araştırmada iki değişken arasında negatif yönlü zayıf bir ilişki bulunmuştur ve ek olarak birçok çalışmada da negatif ilişki olduğu belirtilmiştir. Negatif ilişki bulan araştırmacılar şunlardır; Yermack (1996), Lasfer (2006), Boone, Field, Karpoff ve Raheja (2007), Guest (2008), Coles, Daniel ve Naveen (2008), Mashayekhi ve Bazaz (2008), Cheng (2008), Adams ve Ferreira (2009), Beekes, Hong ve Owen (2010), Al-Najjar (2014) ile Miller ve Yang (2015).

- Fidanoski, Mateska ve Simeonovski (2013) ile Al-Najjar (2014) yaptıkları çalışmada yönetim kurulu büyüklüğünün öz sermaye karlılığı ile doğru orantılı bir ilişkisi olduğunu açıklamıştır. Bu çalışmada ise tam tersine yönetim kurulu büyüklüğü ile öz sermaye karlılığı arasında negatif yönlü zayıf bir ilişki bulunmuş ve KOBİ’lerde yönetim kurullarının büyük olması öz sermaye karlılığı için negatif bir etkiye sahip

olduğu tespit edilmiştir. Mashayekhi ve Bazaz (2008) da bu değişkenler arasında olumsuz ilişki olduğunu dile getirmiştir.

- Bağımsız yönetici oranı ile yönetim kurulu büyüklüğü arasında orta seviyeli olumlu bir ilişki bulunmuştur. Dalton ve Kesner (1987), Yermach (1996), Dennis ve Sarin (1999), Arthur (2001), Hillier ve McColgan (2006), Kanagaretham, Lobo ve Whalen (2007), Boone, Field, Karpoff ve Raheja (2007), Mashayokhi ve Bazaz (2008), Lynch, Netter ve Yang (2008), Pathen ve Skully (2010), Al-Najjar (2014) ile Armstrong, Blouin, Jagolinzer ve Larcker (2015) çalışmalarında aynı ilişkiyi bulmuşlardır.

- Molz (1995) yaptığı çalışmada CEO'nun ikililiği (duality) ve CEO'nun görevde kalması arasında ilişki bulamamışken, bu çalışmada aralarında pozitif orta büyüklükte ilişki bulunmuştur. CEO'nun şirkette ayrıca tepe yöneticisi olmasının görev süresini arttırıcı bir etkiye sahip olduğu anlaşılmıştır. Fazel ve Louie (1990), Pathan ve Skully (2010) ile Dey, Engel ve Liu (2011) de çalışmalarında aynı ilişkiyi bulmuşlardır.

- CEO'nun görev süresiyle toplam aktif arasında Loderer ve Waelchli (2010) ile Miller ve Yang (2015) negatif ilişki bulurken, Arthur (2001) ilişki bulamamıştır. Bu araştırmada ise iki değişken arasında olumlu zayıf bir ilişki olduğu sonucuna ulaşılmış ve Boone, Field, Karpoff ve Raheja (2007) da bu sonucu destekler bulgular bulmuştur.

- İhracat ile aktif karlılık arasında Ararat, Black ve Yurtoglu (2017) araştırmalarında herhangi bir ilişki olmadığı sonucuna ulaşmışlardır. Yapılan korelasyon testinde dış satış ile aktif karlılık arasında zayıf pozitif bağlantı olduğu ortaya çıkmıştır.

- Korelasyon Matrisi Tablo 10'a bakıldığında bulunan diğer bulgular; CEO'nun ikililiği (duality) ile şirketlerin likidite oranları ve bağımsız yönetici oranı ile cari oran arasında negatif zayıf bir ilişki olduğudur. Ayrıca CEO'nun görevde kalma süresiyle dış satış arasında zayıf seviyede olumlu ilişki olduğu tespit edilmiştir.

Panel Veri Regresyon analizinin bulgularına bakıldığında, Model 1'de aktif karlılık oranı bağımlı değişken olarak kullanılmıştır. Tablo 14 Model 1'in F-istatistik olasılık değerine bakıldığında model genel olarak % 1 düzeyinde anlamlıdır. Ayrıca bağımsız değişkenler bağımlı değişkenin % 7'sini açıklamaktadır. Model'de bağımsız değişkenlerden GBS ve ATO sırasıyla % 5 ve % 1 düzeyinde anlamlı çıkmıştır, diğer

değişkenler ile bağımlı değişken arasında ise anlamlı istatistiksel bir değer çıkmamıştır. Her iki değişken de aktif karlılık oranını pozitif etkilemektedir. Diğer değişkenler sabit kalmak koşuluyla, aktif karlılık oranını CEO'nun görevde kalma süresindeki 1 br'lik artış 0,002 br, likidite oranındaki 1 br'lik artış ise 0,001 br arttırmaktadır. Model tahmininden çıkan sonuç, aktif karlılık oranı ile CEO'nun görevde kalma süresi arasında olumlu ilişkiler bulan Bhagat, Bolton ve Subramanian (2010), Fidasnoski, Mateska ve Simeonovski (2013) ile Miller ve Yang'ın (2015) çalışmalarında ulaştıkları bulguları desteklemektedir.

Öz sermaye karlılık oranının bağımlı değişken olarak kullanıldığı Model 2'de de benzer sonuçlar çıkmıştır. GBS ve ATO değişkenleri sadece istatistiksel olarak anlamlı çıkmıştır. Her iki değişken sırasıyla % 5 ve % 1 düzeyinde anlamlıdır. Diğer değişkenler sabit kalmak şartıyla, CEO'nun görevde kalma süresindeki 1 br artış, öz sermaye karlılık oranını 0,007 br artırırken, likidite oranındaki 1 br artış ise öz sermaye karlılık oranını 0,002 br arttırmaktadır. Fidasnoski, Mateska ve Simeonovski (2013) yaptıkları çalışmada öz sermaye karlılık oranı ve CEO'nun görevde kalma süresi arasında model tahminine benzer şekilde aralarında olumlu ilişki bulmuşlardır.

## SONUÇ

Teknolojinin tetiklemesiyle artan küreselleşme ortamına uyum sağlayabilecek yegâne şirket yapısının büyük ölçekli küresel çapta firmalar olduğu düşünülmekteydi. Bu anlayışla II. Dünya Savaşı'nın sonlanmasıyla birlikte büyük şirketlere olan eğilim çoğalmıştır. Devletler de politikalarını bu şirket yapılarının geliştirilmesine olanak sağlayacak doğrultuda oluşturmuştur. Fakat kriz dönemlerinde büyük yapıli şirketler bu süreci başarılı bir şekilde atlatamadı. Nitekim daha önceleri önemi pek anlaşılmayan ve ikinci planda kalan KOBİ'lerin esnek yapısı ve değişikliklere hızlı uyum sağlama gücü bu yapıların öneminin anlaşılmasını sağladı. (Çetin, 1996)

Günümüze gelindiğinde ekonomideki payı ve etkisi ilk sırada önem arz eden KOBİ'ler, artık vazgeçilmez unsurlar haline gelmiştir. Hemen hemen tüm ülkelerin sahip olduğu sorunların başında gelen işsizlik problemi altında, en çok yükü sırtlanan yapılar da yine KOBİ'lerdir. Yoksulluğu azaltmadaki etkisiyle de milli gelir üzerinde kayda değer ölçüde olumlu etkileri vardır.

Ülkemizde KOBİ'ler Türkiye İstatistik Kurumu'nun açıkladığı verilere göre sadece 2014 yılında gerçekleşen istihdamın %73.5 'i KOBİ'ler tarafından sağlanırken, yine bu verilerde girişimlerin de neredeyse tamamının KOBİ'lere ait olduğu belirtilmiştir. Özellikle imalat sektöründe yer alan KOBİ'ler ülkemiz sanayi çarkının dönmesinde aktif rol oynamaktadır. Bu ve benzeri sebeplerle tüm dünyada olduğu gibi ülkemizde de bu yapıları teşvik edici ve gelişmelerine imkân sağlayıcı yapıda politikalar geliştirilmiştir. Bu politikalardan en önemlisi devlet aracılığıyla KOSGEB'in yeni KOBİ'lerin oluşmasını özendirici ve var olan KOBİ'lerin gelişmesine yardımcı olucu mahiyette yaptığı desteklerdir. Bir diğer politika ise KOBİ'lerin yeni kaynak bulmasına yönelik Borsa İstanbul'da gelişen işletmeler pazarı kurulmasıdır. GİP sayesinde ise KOBİ'lerin daha kolay kaynak bulması ve sağlam yapılar haline gelmesi hedeflenmektedir. Bir diğer hedefi ise, KOBİ'lerin kurumsallaşmasının arttırılması ile günümüz trendi kurumsal yönetim anlayışına uyum sağlamasıdır.

Kurumsal yönetim anlayışının tarihsel açıdan önem kazanması bazı aşamalar neticesinde gerçekleşmiştir. 1980'lerden itibaren başlayan özelleştirme dalgası sonrası oluşan yönetim sorunları, 2000'lerin başında patlak veren şirket skandalları, şirket

birleşmeleri ve devralmaları, finansal krizler gibi gerçekleşen bir dizi olaydan sonra şirket yönetiminde oluşan problemlerle birlikte şirketlerin eskiden olduğu gibi sınırlı fonksiyonlarla hareket etmesi, oluşan küresel dünya pazarında mümkün görünmemekteydi. Şirketler her açıdan düzenleme sağlayacak bir yapı bir sistem gereksinimi içerisindeydi. Bu sistem sadece kurumların içyapılarını değil, tüm ekonomik bağlantılarını ve menfaat sahiplerinin haklarını da kapsayacak özellikte olmalıydı. Sebepler doğrultusunda 1992 yılında oluşturulan Cadbury raporunda hissedarların kendilerinin haklarını koruyacak ve kendilerini temsil edecek yönetim kurullarının yapılarından bahsedilmiştir. Bu yapılar şirketlerin yasal çerçevede tüm faaliyetlerinin yürütülmesini, denetim ve raporlamalarıyla kontrol altında tutulmasını içeriyordu. 1999 yılında OECD tarafından bu ihtiyaçlara yönelik ilkeler oluşturulmuştur.

Türkiye’de TÜSİAD tarafından 2001 yılında hazırlanan uygulama rehberi ve 2003 yılında yayımlanan kurumsal yönetim ilkeleri ile ivme kazanan kurumsal yönetim uygulaması, başlangıçta sadece anonim şirketlere yönelik geliştirilmişken süreç içerisinde diğer şirket türlerinin de ihtiyacı dahiline girmiştir. Uygulama ve denetimine yönelik yaşanan pek çok basamak neticesinde bugün gelinen noktada kurumsal yönetim ilkelerine uyum hususu önem kazanmış ve uygulamanın teşviki, pay piyasasının gelişimi gibi amaçlarla tüm dünyada olduğu gibi ülkemizde de kurumsal yönetim endeksi uygulanmaya başlamıştır.

Esas olarak sürdürülebilirlik hedefiyle kurulan ve kendi kendine yetebilme anlayışıyla büyüyen KOBİ’ler, belirli büyüklüğe gelene kadar aldığı kararlar neticesinde gelişerek pazar ölçeğini büyütebilecektir. Fonksiyonları çoğalarak kuruluş yapısındaki işleyiş yeterli gelmemeye başlayınca ise KOBİ’lerde bir sistem ihtiyacı doğar. Bu sistem, şirkete yeni bir vizyon kazandırarak yönetim, denetim ve sorumluluklar açısından daha düzenli ve kurumsal bir yapı olmayı amaçlamaktadır. Bu açığı kapatacak yegâne yapı ise günümüzün vazgeçilmez unsurlarından biri haline gelen kurumsal yönetim anlayışıdır. Halka açık büyük ölçekli anonim şirketler gibi kurumsal yönetim ilkeleri kapsamında faaliyetlerini sürdüren KOBİ’ler, büyüme çitasını daha yükseğe çıkaracaklardır. Aksi takdirde bir seviyeye gelecek ve daha öteye geçemeyecektir. Bu açıdan bakıldığında kurumsal yönetimin şirketleri finansal açıdan etki altında bırakması

beklenir. Zira KOBİ'nin yönetim ve yapısında bu denli değişikliğe yol açan anlayış, elbette faaliyetleri ve işleyişinde de etki yaratacaktır.

Çalışmada bu etkinin ölçülmesi amaçlanarak, Borsa İstanbul'da işlem gören KOBİ'lerin kurumsal yönetim ilkeleri ile finansal performansları kıyaslanarak bir sonuca varmak ve bu sonuçla da kurumsal yönetim ilkelerine eğilimi olan firmalara yol göstermek amaçlanmıştır. Bu açıdan bakıldığında KOBİ'ler için benzeri bir çalışma bulunmadığından literatürdeki bu boşluğun doldurulması hedeflenmiştir. Ek olarak, küresel kriz sonrası KOBİ'lerin finansal ve kurumsal yönetim değişkenleri hakkında önemli bilgiler kazanılmaya gayret edilmiştir. Son olarak ise, günümüzün iki trendi olan kurumsal yönetim anlayışı ve KOBİ'lerin nasıl bir etkileşim içerisinde olduğu öğrenilmeye çalışılmıştır.

Çalışmada 7 dönemlik 175 firma yılı esas alınarak Borsa İstanbul'da işlem gören KOBİ'lerin 2011 ile 2017 yılları arasındaki süreç ölçülmüştür. Borsa İstanbul'a kota olan KOBİ'lerin 2011'den sonra işlem görmeye başlamaları ve ayrıca 2011'den önceki verilerinin çoğunun kamuya açık olmamasından dolayı gözlem dönemi 2011'den başlanarak alınmıştır. Veriler tam olarak gözlenemediği için dengesiz panel (unbalanced panel) veri yöntemi kullanılarak Panel Veri Regresyon Analizi yapılmıştır. Bu ölçümde 2 model oluşturulmuştur.

Çalışmanın sonucunda edindiğimiz bulgulara bakacak olursak, Tablo 9'da yer alan veriler ışığında KOBİ'lerin finansal kaynaklarını verimli bir şekilde kullanamadıklarını ve buna bağlı olarak aktif karlılıklarının düşük olduğu çıkarımı yapılıyor. Öz sermaye üzerindeki incelemenin de ortalama olarak zararlı sonuçlanması bu çıkarımı destekler niteliktedir. KOBİ'lerde nakit akışının sürdürülebilirlik için yeterli miktarda olması ve nakit kaynaklarıyla kısa dönem borçlarının yarıdan fazlasını ödeyebildiği de anlaşıyor. İşletmelerin satışlarında ihracat payı %13 oranındadır. KOBİ'lerde şirket yöneticilerinin aynı zamanda şirketin sahipleri olması, aile şirketi mantığının devam ettiğini kanıtıyor. Aynı zamanda yönetim kurullarındaki kişi sayısının az olduğu fakat yarıya yakın bir oranla bağımsız yönetici bulundurduğu da tespit edilmiştir. Bağımsız yönetici sahibi olmayan şirket sayısı çok azdır. Bu da KOBİ'lerin yavaş yavaş kurumsal bir yapıya büründüklerini göstermektedir. Yönetim kurullarındaki kadın yönetici sayısının da her

beş yöneticiden birini oluşturması yönetim kurullarında çeşitliliğin olduğunu göstermektedir.

Korelasyon matrisi incelendiğinde istatistiki açıdan değişkenler arasında literatürdeki çalışmalarla benzeşen anlamlı ilişkiler tespit edilmiştir. Bağımsız yönetici oranı ile CEO'nun ikililiği arasında çift yönlü olumlu zayıf bir ilişki bulunmuştur. Bu ise, az da olsa CEO'nun ikililiğe sahip olmasının bağımsız yönetici sayısını arttırdığını göstermektedir. Aynı zamanda bağımsız yönetici oranı ile CEO'nun görevde kalma süresinin etkileşimine bakıldığında ise orta derecede olumsuz bir ilişki belirlenmiştir. Yani, KOBİ'lerde CEO'nun görev süresindeki artışın bağımsız yönetici sayısında azalmaya sebep olduğu anlaşılmıştır. Borsa İstanbul'da işlem gören KOBİ'lerde bağımsız yönetici sayısının artmasının toplam bilançoyu büyüten bir etkisi olduğu da gözlenmiştir.

Yönetim kurulu büyüklüğü ile toplam bilanço ve yönetim kurulu büyüklüğü ile bağımsız yönetici oranı arasında doğru orantılı pozitif bir ilişki olduğu tespit edilmiştir. Bu da, KOBİ'lerde yönetim kurulunun büyümesinin firmanın bilançosunu genişletici bir etkiye yol açtığını gösterir. Fakat finansal performans açısından bakıldığında yönetim kurulu büyüklüğünün firmanın karlılık göstergelerini negatif etkilediği gözlenmiştir.

CEO'nun görevde kalma süresiyle CEO'nun ikililiği arasındaki ilişki olumlu bulunmuştur. Yani, KOBİ'ler için CEO'nun hem tepe yöneticisi hem de yönetim kurulu başkanı olması, CEO'nun görev süresinin uzamasına yol açmaktadır. Ek olarak, CEO'nun görev süresinin uzamasına paralel olarak şirketin toplam aktiflerinin ve dış satış oranının da olumlu etkilendiği tespit edilmiştir.

Değişkenler arasındaki ilişkilere dair diğer bulgulara bakıldığında ise ihracat ile aktif karlılık arasında pozitif ilişki bulunurken; CEO'nun ikililiği ile şirketlerin likidite oranları ve bağımsız yönetici oranı ile cari oran arasında da negatif bir ilişki bulunmuştur.

Çalışmada yöntem olarak kullanılan Panel Veri Regresyon Analizi'yle elde edilen bulgulara göre aktif karlılığın bağımlı değişken olarak kullanıldığı Model 1 genel olarak

yüzde 1 düzeyinde anlamlı çıkmıştır. Bağımsız değişkenler bağımlı değişkenin yüzde 7'sini açıklamaktadır. Model'de istatistiki olarak CEO'nun görevde kalma süresi ve likidite oranı anlamlı çıkarken, diğer değişkenler kabul edilebilir güven aralığında çıkmamıştır. Anlamlı çıkan bu değişkenler aktif karlılık oranını olumlu etkilemektedir. Diğer değişkenler sabit kalmak koşuluyla, CEO'nun görevde kalma süresinde ve likidite oranında 1 birimlik artış, aktif karlılık oranını sırasıyla 0,002 birim ve 0,001 birim arttırmaktadır.

Diğer kurulan Model 2'de ise bağımlı değişken olarak öz sermaye karlılık oranı kullanılmış ve Model 1'e yakın sonuçlara ulaşılmıştır. CEO'nun görevde kalma süresi ile likidite oranı istatistiksel olarak anlamlı çıkarken, öz sermaye karlılık oranını da pozitif etkiledikleri gözlemlenmiştir. Diğer değişkenler sabit kalmak koşuluyla, CEO'nun görevde kalma süresinde ve likidite oranında 1 birimlik artış, öz sermaye karlılık oranını sırasıyla 0,007 birim ve 0,002 birim arttırmaktadır.

Bu analiz sonucunda KOBİ'lerdeki kurumsal yönetimi hakim kılıcı etmenlerin KOBİ'lerin finansal performansları üzerinde etkisi olduğuna dair genel bir kanıya varılamamıştır. Sadece CEO'nun görevde kalma süresinin, KOBİ'lerin finansal performansını belirli oranlarla olumlu yönde etkilediği sonucuna ulaşılmıştır.

KOBİ'lerin finansal performansı ile kurumsal yönetim ilkeleri arasındaki ilişkinin tam olarak açıklanamamasının en büyük sebebi, KOBİ'lerin henüz kurumsal yönetim ilkelerine tam olarak uyum göstermemeleridir. Bazı verilerin eksik olması da bu durumu tetiklemektedir. Bu sebeple bundan sonra yapılacak olan çalışmalarda bahsi geçen hususlar dikkate alındığında daha açıklayıcı sonuçlar elde edilebilir.

## KAYNAKÇA

- U. S. Small Business Administration. (2016). *Table of Small Business Size Standards Matched to North American Industry Classification System Codes*. Washington, DC: U. S. Government Printing Office.
- Küçük ve Orta Büyüklükteki İşletmelerin Tanımı, Nitelikleri ve Sınıflandırılması Hakkında Yönetmelik*. (2005, Kasım 6). Resmi Gazete (Sayı:9617):  
<http://www.resmigazete.gov.tr/eskiler/2005/11/20051118-5.htm> adresinden alınmıştır
- Adams, B. R., & Ferreira, D. (2009). Women in the boardroom and their impact on governance and performance. *Journal of Financial Economics*, 291-309.
- Adams, R. B., & Ferreira, D. (2007). A Theory Of Friendly Boards. *The Journal Of Finance*, 217-242.
- Aebi, V., Sabato, G., & Schmid, M. (2012). Risk management, corporate governance, and bank performance in the financial crisis. *Journal of Banking & Finance*, 3213–3226.
- Aghabaki, M. (2014). *Kurumsal Yönetim İlkeleri İle Firma Değeri ve Hisse Senedi Getiri Oranı Arasındaki İlişki: İMKB'de Bir Uygulama* Yayınlanmış Doktora Tezi. Erzurum: Atatürk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Aktan, Ç. C. (2005). Kurumsal Yönetim. C. C. Aktan içinde, *Kurumsal Şirket Yönetimi* (s. 7 - 34). Ankara: SPK Yayınları.
- Aktan, Ç. C. (2013). Kurumsal Şirket Yönetimi. *Organizasyon ve Yönetim Bilimleri Dergisi*, 150 - 191.
- Albring, S., Robinson, D., & Robinson, M. (2014). Audit committee financial expertise, corporate governance, and the voluntary switch from auditor-provided to non-auditor-provided tax services. *Advances in Accounting, incorporating Advances in International Accounting*, 81-94.
- Al-Najjar, B. (2014). Corporate governance, tourism growth and firm performance:Evidence from publicly listed tourism firms in five Middle Eastern countries. *Tourism Management*, 342-351.
- Altman, I., & Sabato, G. (2005). *Modeling Credit Risk for SMEs: Evidence from the US Market*. Amsterdam.
- Alzurqan, S. T., & Al\_Sufy, F. J. (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*, 55-69.

- Ammanna, M., Oesch, D., & Schmid, M. M. (2011). Corporate governance and firm value: International evidence. *Journal of Empirical Finance*, 36–55.
- Ararat, M., Black, B. S., & Yurtoglu, B. (2017). The effect of corporate governance on firm value and profitability: Time-series evidence from Turkey. *Emerging Markets Review*, 113–132.
- Arıkboğa, F., & Menteş, A. (2009). Türkiye'de Kurumsal Yönetişim İklimi. *İktisat Fakültesi Mecmuası*, 85-120.
- Arsoy, A. P. (2008). Kurumsal Şeffalık ve Muhasebe Standartları. *Afyon Kocatepe Üniversitesi, İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 17-35.
- Arthur, N. (2001). Board composition as the outcome of an internal bargaining process: empirical evidence. *Journal of Corporate Finance*, 307–340.
- Ayyagari, M., Beck, T., & Demirgüç-Kunt, A. (2005). *Small and Medium Enterprises across the Globe*. Washington, D.C.: World Bank Policy Research Working Paper 3127.
- Bae, S. C., Chang, K., & Kang, E. (2012). Culture, Corporate Governance, and Dividen Policy: International Evidence. *The Journal of Financial Research*, 289–316.
- Baker, M., & Gompers, P. A. (2003). The Determinants of Board Structure at the Initial Public Offering. *Journal of Law and Economics*, 569-598.
- Bal, O. (2013). Özelleştirmenin Teorik Temelleri ve Türkiye'deki Sonuçları. *Session 3B Makroekonomi* (s. 355 - 364). Petersburg: International Conference of Eurasian Economics.
- Balkan, B. (2014). *Türk Bankacılık Sisteminde Kurumsal Yönetimin Krizlerin Çözümüne Etkileri Yayınlanmış Doktora Tezi*. İstanbul: Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Becht, M., Bolton, P., & Röell, A. (2002). Corporate Governance and Control. *ECGI Working Paper Series in France*, 1-168.
- Beekes, W., Hong, A., & Owen, S. A. (2010). An Alternative Measure of Corporate Governance Using Discrete Principal Component Analysis. *Social Science Research Network (SSRN) Electronic Journal*, 1-40.
- Berger, A. N., Kick, T., & Schaeck, K. (2014). Executive board composition and bank risk taking. *Journal of Corporate Finance*, 48-65.
- Beycan, M. (2013). *Kurumsal Yönetim ve Türk Bankacılık Sektörü Üzerine Etkileri Yayınlanmış Doktora Tezi*. İzmir: Dokuz Eylül Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Bhagat, S., & Black, B. S. (1998). The Non-Correlation between Board Independence and Long-Term Firm Performance. *Journal of Corporation Law*, 231-273.

- Bhagat, S., & Bolton, B. (2008). Corporate governance and firm performance. *Journal of Corporate Finance*, 257–273.
- Bhagat, S., Bolton, B., & Subramanian, A. (2010). CEO Education, CEO Turnover, and Firm Performance. *Social Science Research Network (SSRN) Electronic Journal*, 1-48.
- Bhat, G., Hope, O.-K., & Kang, T. (2006). Does Corporate Governance Transparency affect the Accuracy of Analyst Forecasts? *Accounting and Finance*, 715-732.
- Boone, A. L., Field, L. C., Karpoff, J. M., & Raheja, C. G. (2007). The determinants of corporate board size and composition: An empirical analysis. *Journal of Financial Economics*, 66–101.
- Borsa İstanbul. (2012, Ocak 9). *Borsa İstanbul*. Mart 25, 2018 tarihinde Borsa İstanbul: <http://www.borsaistanbul.com/data/yayinlar/ik.pdf> adresinden alındı
- Borsa İstanbul. (2014). *Gelişen İşletmeler Pazarı*. İstanbul: Borsa İstanbul.
- Borsa İstanbul. (2016, Kasım 14). *Borsa İstanbul Anonim Şirketi*. Mart 25, 2018 tarihinde Borsa İstanbul Anonim Şirketi: <http://www.borsaistanbul.com/data/kilavuzlar/Gelisen-%C4%B0sletmeler-Piyasasi.pdf> adresinden alındı
- Borsa İstanbul. (2018). *Pay Piyasası*. Mart 25, 2018 tarihinde Borsa İstanbul: <http://www.borsaistanbul.com/urunler-ve-piyasalar/piyasalar/pay-piyasasi> adresinden alındı
- Boyd, B. K. (1994). Board Control and CEO Compensation. *Strategic Management Journal*, 335-344.
- Büber, H. (2008). *Kurumsal Yönetim İlkelerini Uygulama Derecesi İle Performans Arasındaki İlişki: İMKB'de Faaliyet Bulunan Aile İşletmeleri Üzerine Bir Uygulama Yayınlanmış Doktora Tezi*. Kütahya: Dumlupınar Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Cadbury, A. (1992). *Committee On The Financial Aspects of Corporate Governance*. London, UK: Gee.
- Carter, S., & Jones-Evans, D. (2006). *Enterprise and Small Business: Principles, Practice and Policy*. Harlow: Prentice Hall.
- Cheng, S. (2008). Board size and the variability of corporate performance. *Journal of Financial Economics*, 157–176.
- Coles, J. L., Daniel, N. D., & L. N. (2008). Boards: Does one size fit all? *Journal of Financial Economics*, 329–356.
- Conyon, M., Judge, W., & Useem, M. (2011). Corporate Governance and the 2008-09 Financial Crisis. *Corporate Governance an International Review*, 399-404.

- Core, J. E., & Larcker, D. F. (2002). Performance consequences of mandatory increases in executive stock ownership. *Journal of Financial Economics* 64, 317–340.
- Çabuk, A. (2013). Finansal Analiz Teknikleri. S. Önce içinde, *Finansal Tablo Analizi* (s. 74). Eskişehir: Anadolu Üniversitesi.
- Çetin, C. (1996). *Yeniden Yapılanma Girişimcilik Küçük ve Orta Boy İşletmeler ve Bunların Özendirilmesi*. İstanbul: Der Yayınları.
- Deloitte. (2010). *Nedir Bu Kurumsal Yönetim?* İstanbul: Türkiye Kurumsal Yönetim Derneği ve Deloitte.
- Denetimnet. (2018, Şubat Çarşamba). *Kurumsal Yönetim Endeksi İle İlgili Bilgiler*. Mart Perşembe, 2018 tarihinde Denetimnet: [www.denetimnet.net/PrintPage.aspx?pgID=6998](http://www.denetimnet.net/PrintPage.aspx?pgID=6998) adresinden alındı
- Denis, D. J., & Sarin, A. (1999). Ownership and board structures in publicly traded corporations. *Journal of Financial Economics*, 187-223.
- Dey, A., Engel, E., & Liu, X. (2011). CEO and board chair roles: To split or not to split? *Journal of Corporate Finance*, 1595–1618.
- Dinç, E., & Abdioğlu, H. (2009). İşletmelerde Kurumsal Yönetim Anlayışı ve Muhasebe Bilgi Sistemi İlişkisi: İMKB-100 Şirketleri Üzerine Ampirik Bir Araştırma. *Balıkesir Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 157-184.
- Drobetz, W., Schillhofer, A., & Zimmermann, H. (2004). Corporate Governance and Firm Performance: Evidence from Germany. *European Financial Management*, 267-293.
- Erkens, H. D., Hung, M., & Matos, P. (2012). Corporate governance in the 2007–2008 financial crisis: Evidence from financial institutions worldwide. *Journal of Corporate Finance*, 389-411.
- Fizel, J. L., & Louie, K. K. (1990). CEO Retention, Firm Performance and Corporate Governance. *Managerial and Decision Economics*, 167-176.
- Frydman, C., & Jenter, D. (2010). CEO Compensation. *Annual Review of Financial Economics* 2, 75-102.
- Gibson, T., & Vaart, H. (2008). *Defining SMEs: A Less Imperfect Way of Defining Small and Medium Enterprises in Developing Countries*. Washington, DC: Brookings Global Economy and Development.
- Granger, C., & Newbold, P. (1974). Spurious Regression in Econometrics. *Journal of Econometrics*, 111-120.

- Gregory, H. (2000). *The Globalisation of Corporate Governance*. New York, USA: Weil, Gotshal & Manges.
- Gregory, H., & Simms, M. (1999). Corporate Governance: What It Is and Why It Matters. *Conference Papers 9th International Anti-Corruption Conference* (s. 1-20). Durban, South Africa: International Anti-Corruption Conference.
- Grinstein, Y., & Grinstein, Y. (2008). Separating the CEO from the Chairman Position: Determinants and Changes after the New Corporate Governance Regulation. *SSRN Electronic Journal*, 1-47.
- Gujarati, D. N. (2004). Why Panel Data. D. N. Gujarati içinde, *Basic Econometrics, Fourth Edition* (s. 637-638). New York: The McGraw-Hill Companies.
- Gümüştekin, G. E. (2005). KOBİ Niteliğindeki Aile İşletmelerinin Yönetim ve Organizasyon Sorunları: Kütütahya Seramik Sanayi Örneği. *Cumhuriyet Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi*, 71-93.
- Güzeldere, H. (2014). *Kurumsal Şeffaflık, Firma Değeri ve Firma Performansları İlişkisi: BİST İncelemesi Yayınlanmış Doktora Tezi*. İstanbul: İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- H.Stock, J., & W.Watson, M. (2011). Panel Veriler. B. Saraçoğlu içinde, *Ekonometriye Giriş* (s. 13). Ankara: Efil.
- Haniffa, R., & Hudaib, M. (2006). Corporate Governance Structure and Performance of Malaysian Listed Companies. *Journal of Business Finance & Accounting*, 1034–1062.
- Hermalin, B. E., & Weisbach, M. S. (2003, Nissan 1). Boards of Directors as an Endogenously Determined Institution: A Survey of the Economic Literature. *FRB New York - Economic Policy Review*, s. 7-26.
- Hillier, D., & McColgan, P. (2006). An Analysis of Changes in Board Structure during Corporate Governance Reforms. *European Financial Management*, 575–607.
- Honore, F., Munari, F., & Pottelsberghe, B. v. (2010). *Corporate governance practices and companies' R&D orientation:evidence from European countries*. Brüksel: Bruegel Working Papers .
- İlter, H. M. (2001). *Aile Şirketlerinde Kurumsallaşma ve KOBİ'lerin Yönetim Sorunları*. İstanbul: İstanbul Ticaret Odası ( İTO ).
- İstanbul Menkul Kıymetler Borsası. (1990). *Borsa rehberi (1928)*. İstanbul: İMKB.
- Kanagaretnam, K., Lobo, G. J., & Whalen, D. J. (2007). Does good corporate governance reduce information asymmetry around quarterly earnings announcements? *Journal of Accounting and Public Policy*, 497–522.

- Karamustafa, O., Varıcı, İ., & Er, B. (2009). Kurumsal Yönetim ve Firma Performansı: İMKB Kurumsal Yönetim Endeksi Kapsamındaki Firmalar Üzerinde Bir Uygulama. *Kocaeli Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 100 - 119.
- Karan, M. B. (2013). *Yatırım Analizi ve Portföy Yönetimi*. Ankara: Gazi Kitabevi.
- Karayel, M. (2011). *Türkiye'de Kurumsal Yönetimin Dünü, Bugünü ve Yarını: İKMB 100 Şirketlerinde Kurumsal Yönetim Dercelelendirme Çalışması Yayınlanmış Doktora Tezi*. Isparta: Süleyman Demirel Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Kazgan, H. (2005). *Galata Bankerleri*. Ankara: Orion.
- Kerr, J., & A.Bettis, R. (1987). Boards of Directors, Top Management Compensation, and Shareholder Returns. *Academy of Management Journal*, 645-664.
- Khana, W. A., & Vieito, J. P. (2013). Ceo gender and firm performance. *Journal of Economics and Business*, 55– 66.
- Kutlar, A. (2007). Ardışık Bağımlılık. A. Kutlar içinde, *Ekonometriye Giriş* (s. 181). Ankara: Nobel.
- Küçük Sanayi Geliştirme Teşkilatı. (1987). *Küçük Sanayi Yönlendirme Raporu*. Ankara: Cem Matbaacılık.
- Küçüksözen, C., & Küçükkocaoğlu, G. (2005). *Kurumsal Şirket Yönetimi'nde Finansal Tabloların Rolü*. Ankara.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., & Shleifer, A. (1998, June). *Corporate Ownership Around The World*. Cambridge: National Bureau of Economic Research.
- Lasfer, M. A. (2006). The Interrelationship Between Managerial Ownership and Board Structure. *Journal of Business Finance & Accounting*, 1006–1033.
- Levy, M., & Powell, P. (2004). Background to SMEs. M. Levy, & P. Powell içinde, *Strategies for Growth in SMEs* (s. 19). Oxford: Butterworth-Heinemann.
- Licht, A. N. (2013). Corporate Governance. G. Caprio içinde, *Handbook of Key Global Financial Markets, Institutions, and Infrastructure* (s. 369). London: Elsevier.
- Linck, J. S., Netter, J. M., & Yang, T. (2008). The determinants of board structure. *Journal of Financial Economics*, 308-328.
- Loderer, C., & Waelchli, U. (2010). *Firm age and performance*. Brüksel: ECGI European Corporate Governance Institute.
- M.Guest, P. (2008). The determinants of board size and composition: Evidence from the UK. *Journal of Corporate Finance*, 51-72.

- Maddala, G. S., & Wu, S. (1999). A Comparative Study of Unit Root Tests With Panel Data and A New Simple Test. *Oxford Bulletin of Economics and Statistics, Special Issue*, 631-652.
- Mak, Y., & Li, Y. (2001). Determinants of corporate ownership and board structure: evidence from Singapore. *Journal of Corporate Finance*, 235–256.
- Mashayekhi, B., & Bazaz, M. S. (2008). Corporate Governance and Firm Performance in Iran. *Journal of Contemporary Accounting & Economics*, 156-172.
- McCahery, J. A., Sautner, Z., & Starks, L. T. (2016). Behind the Scenes: The Corporate Governance Preferences of Institutional Investors. *The Journal of Finance*, 2905-2932.
- Miller, S., & Yang, T. (2015). Board Leadership Structure of Publicly-Traded Insurance Companies. *Journal of Insurance Issues*, 184-232.
- Musteen, M., Datta, D., & Herrmann, P. (2009). Ownership Structure and CEO Compensation: Implications for The Choice of Foreign Market Entry Modes. *Journal of International Business Studies*, 321-338.
- Müftüoğlu, M. (2013). Türkiye'nin Resmi KOBİ Tanımı. M. Müftüoğlu içinde, *Türkiye'de Küçük ve Orta Ölçekli İşletmeler KOBİ'ler* (s. 134). Ankara: Turhankitabevi.
- Müftüoğlu, M., & Durukan, T. (2004). *Girişimcilik ve KOBİ'ler*. Ankara: Gazi Kitapevi.
- Müftüoğlu, M., & Durukan, T. (2004). Türkiye'de KOBİ Tanımı. M. Müftüoğlu, & T. Durukan içinde, *Girişimcilik ve KOBİ'ler* (s. 92-94). Ankara: Gazi Kitabevi.
- OECD. (2004). *Corporate Governance Principles*. Paris: OECD.
- OECD. (2005, Aralık Cuma). *Small and Medium-Sized Enterprises (SMES)*. OECD: <https://stats.oecd.org/glossary/detail.asp?ID=3123> adresinden alınmıştır
- OECD. (2015). *G20/OECD Kurumsal Yönetim İlkeleri*. Paris: OECD.
- OECD. (2016). *Financing SMEs and Entrepreneurs 2016: An OECD Scoreboard*. Paris: OECD.
- O'Sullivan, M. (2000). Governance and Globalization. *The Annals of the American Academy of Political and Social Science*, 153-172.
- Önder, Ş. (2012). *İşletmelerin Kar Yönetimi Uygulamalarında Kurumsal Yönetim Yapılarının Etkisi: İMKB Üzerinde Bir Uygulama* Yayınlanmış Doktora Tezi. Kütahya: Dumlupınar Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Özdemir, s., Ersöz, H. Y., & Sarıoglu, İ. (2006). *İşsizlik Sorunun Çözümünde Kobilerin Desteklenmesi*. İstanbul: İstanbul Ticaret Odası.

- Özkan, N. (2007). Do Corporate Governance Mechanisms Influence CEO Compensation? An Empirical Investigation of UK Companies. *Journal of Multinational Financial Management*, 349-364.
- Pathan, S., & Skully, M. (2010). Endogenously structured boards of directors in banks. *Journal of Banking & Finance*, 1590–1606.
- Rechner, P. L., & Dalton, D. R. (1991). CEO Duality and Organizational Performance: A Longitudinal Analysis. *Strategic Management Journal*, 155-160.
- Reed, W. R., & Ye, H. (2011). Which panel data estimator should I use? *Applied Economics*, 985-1000.
- Sakarya, Ş. (2011). İMKB Kurumsal Yönetim Endeksi Kapsamındaki Şirketlerin Kurumsal Yönetim Derecelendirme Notu ve Hisse Senedi Getirileri Arasındaki İlişkinin Olay Çalışması ( Event Study) Yöntemi ile Analizi. *Zonguldak Kara Elmas Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, 147-162.
- Saldanlı, A. (2012). *Kurumsal Yönetimin Firma Değer ve Performnsına Etkileri: İMKB-100 Üzerine Bir Uygulama* Yayınlanmış Doktora Tezi. İstanbul: İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Shleifer, A., & Vishny, R. (1997). A Survey of Corporate Governance. *Journal of Finance*, 737-783.
- SPK. (2005). *Kurumsal Yönetim İlkeleri*. Ankara: SPK.
- SPK. (2018, Şubat 13). *Kurumsal Yönetim İlkeleri Değişiklik Taslağı*. SPK: <http://www.spk.gov.tr/Duyuru/Goster/20111104/1> adresinden alınmıştır
- Stock, J. H., & Watson, M. W. (2011). Sabit Etkiler Regresyonu. B. Saraçoğlu içinde, *Ekonometriye Giriş* (s. 358). Ankara: Efil Yayınevi.
- Şehirli, K. (1999). *Kurumsal Yönetim*. Ankara: SPK Denetleme Dairesi.
- Şimşek, M. (2002). Dünya'da Küçük ve Orta Boy İşletmelerin Tarihsel Gelişimi. M. Şimşek içinde, *Ekonominin Lokomotifi KOBİ'lerin Olmazsa Olmazları* (s. 15). İstanbul: Alfa.
- Şimşek, M. (2002). *Ekonominin Lokomotifi KOBİ'lerin Olmazsa Olmazları*. İstanbul: Alfa Yayınları.
- Taş, H. (2010). Avrupa Birliği Ve Türkiye'de KOBİ'lerin İstihdam Artıcı Etkileri. İstanbul: İstanbul Ticaret Odası Yayınları.
- Tatoğlu, F. Y. (2012). Panel Veri. F. Y. Tatoğlu içinde, *Panel Veri Ekonometrisi Stata Uygulamalı* (s. 3). İstanbul: Beta.

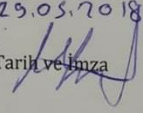
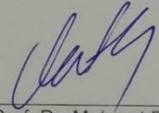
- TKYD. (2011). *Ekonomi Gazeteciliği İçin Kurumsal Yönetim El Kitabı*. İstanbul: Türkiye Kurumsal Yönetim Derneği Yayınları.
- TKYD. (2018, Şubat 2). *Kurumsal Yönetim Endeksi - Tüm Firmalar*. Mart 24, 2018 tarihinde Türkiye Kurumsal Yönetim Derneği: <http://www.tkyd.org/tr/kyd-kurumsal-yonetim-komisyonlar-calisma-gruplari-sermaye-piyasasi-calisma-grubu-ve-bist-kurumsal-yonetim-endeksi-kurumsal-yonetim-endeksi-tum-firmalar.html> adresinden alındı
- Tosi, H., & Mejia, L. (1994). Ceo Compensation Monitoring And Firm Performance. *Academy Of Management Journal*, 1002-1016.
- TÜİK. (2016). *Küçük ve Orta Büyüklükteki Girişim İstatistikleri*. Ankara: TÜİK.
- Turğay, İ., & Çalıyurt, K. (2018). Halka Açık Aile Şirketlerinde Kurumsal Yönetim ve İç Denetim Uygulamaların Değerlendirilmesi Ve Derecelendirmesi. *Trakya Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 121-135.
- Turner, C. (2009). What is Corporate. C. Turner içinde, *Corporate Governance: A Practical Guide for Accountants* (s. 5). Oxford : CIMA Publishing.
- TÜSİAD. (2002). *Kurumsal Yönetim En İyi Uygulama Kodu: Yönetim Kurulunun Yapısı ve İşleyişi*. İstanbul: TÜSİAD.
- Uyar, M., Alnıpak, S., & Erzengin, E. (2010). Corporate Governance and Websites:A Field Study. *Beykent Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi* , 17-28.
- Vintila, G., & Paunescu, R. A. (2016). Empirical Analysis of the Connection between Financial Performance and Corporate Governance within Technology Companies Listed on NASDAQ Stock Exchange. *Journal of Financial Studies & Research*, 1-20.
- Yasan, A. (2016). *KOBİ'lerde Yönetim Kuru Yapısının ve Yönetim Kurulu Kararlarının Şirket Performansına Etkisi* Yayınlanmış Doktora Tezi. İzmit: Gebze Teknik Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Yavuzaslan, S. (2014). *İşletmelerin Kurumsal Yönetim Uygulamalarının Kar Yönetimi Üzerinde Etkisi ve İMKB Şirketleri Üzerinde Bir Uygulama* Yayınlanmış Doktora Tezi. Çanakkale: Çanakkale Onsekiz Mart Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Yermack, D. (1996). Higher market valuation of companies with a small board of directors. *Journal of Financial Economics* 40, 185-211.
- Yıldırım, M. (2007). *Türkiye'de Kurumsal Yönetim ve Şirketlerin Finansal Performansları Üzerine Etkileri* Yayınlanmış Doktora Tezi. İzmir: Dokuz Eylül Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.

Yılmaz, C. (2016). *The Effect of Board Structure and Foreign Ownership on Firm Performance: Turkey Case Published Ph.D Thesis*. İstanbul: Okan Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.

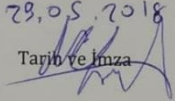
Yılmaz, F. Ö. (2011). Bankalarda Kurumsa Yönetim- Entelektüel Sermaye İlişkisi. *Selçuk Üniversitesi Sosyal Bilimler Meslek Yüksekokulu Dergisi*, 1-12.



## EK 1. ORJİNALLİK RAPORU

|                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                 |
|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
|  <p><b>HACETTEPE ÜNİVERSİTESİ</b><br/> <b>SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ</b><br/> <b>YÜKSEK LİSANS TEZ ÇALIŞMASI ORJİNALLİK RAPORU</b></p>                                                                                                                                                                                                                                          |
| <p><b>HACETTEPE ÜNİVERSİTESİ</b><br/> <b>SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ</b><br/> <b>İŞLETME ANABİLİM DALI BAŞKANLIĞI'NA</b></p>                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                      |
| <p>Tarih: 20/04/2018</p>                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                        |
| <p>Tez Başlığı : Kurumsal Yönetim İlkeleri'nin ve Mali Performans Göstergelerinin KOBİ'lerin Performansına Etkisi: BIST Üzerine Bir Uygulama</p>                                                                                                                                                                                                                                                                                                                |
| <p>Yukarıda başlığı gösterilen tez çalışmamın a) Kapak sayfası, b) Giriş, c) Ana bölümler ve d) Sonuç kısımlarından oluşan toplam 64 sayfalık kısmına ilişkin, 18/04/2018. tarihinde şahsım/tez danışmanım tarafından Turnitin adlı intihal tespit programından aşağıda işaretlenmiş filtrelemeler uygulanarak alınmış olan orijinallik raporuna göre, tezin benzerlik oranı %11 'tür.</p>                                                                      |
| <p>Uygulanan filtrelemeler:</p> <ol style="list-style-type: none"> <li>1- <input checked="" type="checkbox"/> Kabul/Onay ve Bildirim sayfaları hariç</li> <li>2- <input checked="" type="checkbox"/> Kaynakça hariç</li> <li>3- <input type="checkbox"/> Alıntılar hariç</li> <li>4- <input checked="" type="checkbox"/> Alıntılar dâhil</li> <li>5- <input checked="" type="checkbox"/> 5 kelimedenden daha az örtüşme içeren metin kısımları hariç</li> </ol> |
| <p>Hacettepe Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Tez Çalışması Orijinallik Raporu Alınması ve Kullanılması Uygulama Esasları'nı inceledim ve bu Uygulama Esasları'nda belirtilen azami benzerlik oranlarına göre tez çalışmamın herhangi bir intihal içermediğini; aksinin tespit edileceği muhtemel durumda doğabilecek her türlü hukuki sorumluluğu kabul ettiğimi ve yukarıda vermiş olduğum bilgilerin doğru olduğunu beyan ederim.</p>                  |
| <p>Gereğini saygılarımla arz ederim.</p>                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                        |
| <p><b>Adı Soyadı:</b> Mehmet SAĞLAM</p> <p><b>Öğrenci No:</b> N15228128</p> <p><b>Anabilim Dalı:</b> İşletme</p> <p><b>Programı:</b> Muhasebe-Finans</p>                                                                                                                                                                                                                                                                                                        |
| <p>23.05.2018</p> <p>Tarih ve İmza</p>                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                     |
| <p><b><u>DANIŞMAN ONAYI</u></b></p> <p style="text-align: center;">UYGUNDUR.</p> <p style="text-align: center;"> <br/> Prof. Dr. Mehmet Baha KARAN </p>                                                                                                                                                                                                                      |

## EK 2. ETİK KURUL İZİN MUAFİYET FORMU

|                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                     |
|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
|  <p><b>HACETTEPE ÜNİVERSİTESİ</b><br/> <b>SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ</b><br/> <b>TEZ ÇALIŞMASI ETİK KURUL İZİN MUAFİYETİ FORMU</b></p>                                                                                                                                                                                                                                                                                                              |
| <p><b>HACETTEPE ÜNİVERSİTESİ</b><br/> <b>SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ</b><br/> <b>İŞLETME ANABİLİM DALI BAŞKANLIĞI'NA</b></p>                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                          |
| <p>Tarih: 28/05/2018</p>                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                            |
| <p>Tez Başlığı / Konusu: Kurumsal Yönetim İlkeleri'nin ve Mali Performans Göstergelerinin KOBİ'lerin Performansına Etkisi: BIST Üzerine Bir Uygulama</p>                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                            |
| <p>Yukarıda başlığı/konusu gösterilen tez çalışmam:</p> <ol style="list-style-type: none"> <li>1. İnsan ve hayvan üzerinde deney niteliği taşımamaktadır.</li> <li>2. Biyolojik materyal (kan, idrar vb. biyolojik sıvılar ve numuneler) kullanılmamasını gerektirmemektedir.</li> <li>3. Beden bütünlüğüne müdahale içermemektedir.</li> <li>4. Gözlemsel ve betimsel araştırma (anket, ölçek/skala çalışmaları, dosya taramaları, veri kaynakları taraması, sistem-model geliştirme çalışmaları) niteliğinde değildir.</li> </ol> |
| <p>Hacettepe Üniversitesi Etik Kurulları ve Komisyonlarının Yönergelerini inceledim ve bunlara göre tez çalışmamın yürütülebilmesi için herhangi bir Etik Kuruldan izin alınmasına gerek olmadığını; aksi durumda doğabilecek her türlü hukuki sorumluluğu kabul ettiğimi ve yukarıda vermiş olduğum bilgilerin doğru olduğunu beyan ederim.</p>                                                                                                                                                                                    |
| <p>Gereğini saygılarımla arz ederim.</p>                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                            |
| <p>Adı Soyadı: Mehmet SAĞLAM</p> <p>Öğrenci No: N15228128</p> <p>Anabilim Dalı: İşletme</p> <p>Programı: Muhasebe-Finans</p> <p>Statüsü: <input checked="" type="checkbox"/> Y.Lisans <input type="checkbox"/> Doktora <input type="checkbox"/> Bütünleşik Dr.</p>                                                                                                                                                                                                                                                                  |
| <p>28.05.2018</p> <p>Tarih ve İmza</p>                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                         |
| <p><b>DANIŞMAN GÖRÜŞÜ VE ONAYI</b></p> <p><i>Uygundur</i></p> <p><i>Prof. Dr. Mehmet Baha KARAN</i></p> <p><i>[Signature]</i></p> <p>Prof. Dr. Mehmet Baha KARAN</p>                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                |
| <p>Detaylı Bilgi: <a href="http://www.sosyalbilimler.hacettepe.edu.tr">http://www.sosyalbilimler.hacettepe.edu.tr</a></p> <p>Telefon: 0-312-2976860 Faks: 0-3122992147 E-posta: <a href="mailto:sosyalbilimler@hacettepe.edu.tr">sosyalbilimler@hacettepe.edu.tr</a></p>                                                                                                                                                                                                                                                            |