



**DEĞER İLİŞKİSİ VE KURUMSAL YÖNETİM:  
BORSA İSTANBUL ÜZERİNE BİR UYGULAMA**

(Yüksek Lisans Tezi)

**Özgür ÇALIŞKAN**

Kütahya - 2020

T.C.  
KÜTAHYA DUMLUPINAR ÜNİVERSİTESİ  
LİSANSÜSTÜ EĞİTİM ENSTİTÜSÜ  
Bankacılık ve Finans Anabilim Dalı

Yüksek Lisans Tezi

**DEĞER İLİŞKİSİ VE KURUMSAL YÖNETİM:  
BORSA İSTANBUL ÜZERİNE BİR UYGULAMA**

Danışman:  
Doç. Dr. Emin ZEYTİNOĞLU

Hazırlayan:  
Özgür ÇALIŞKAN

Kütahya – 2020

## Kabul ve Onay

Lisansüstü Eğitim Enstitüsü Müdürlüğüne,

Bu çalışma, jürimiz tarafından Bankacılık ve Finans Dalında YÜKSEK LİSANS TEZİ ÇALIŞMA RAPORU olarak kabul edilmiştir.

Başkan Doç. Dr. Emin ZEYTİNOĞLU (Danışman)

Üye Doç. Dr. Nasif ÖZKAN

Üye Dr. Öğr. Üyesi Burcu İŞGÜDEN KILIÇ

Onay

Yukarıdaki imzaların, adı geçen öğretim üyelerine ait olduğunu onaylarım.

Prof. Dr. Şahmurat ARIK

Enstitü Müdürü

## **Bilimsel Etik Bildirimi**

Yüksek Lisans tezi olarak hazırladığım “Değer İlişkisi ve Kurumsal Yönetim: Borsa İstanbul Üzerine Bir Uygulama” adlı çalışmanın öneri aşamasından sonuçlandığı aşamaya kadar geçen süreçte bilimsel etiğe ve akademik kurallara özenle uyduğumu, tez içindeki tüm bilgileri bilimsel ahlak ve gelenek çerçevesinde elde ettiğimi, tez yazım kurallarına uygun olarak hazırladığımı, bu çalışmamda doğrudan veya dolaylı olarak yaptığım her alıntıya kaynak gösterdiğimi ve yararlandığım eserlerin kaynakçada gösterilenlerden oluştuğunu beyan ederim.

11/08/2020

Özgür ÇALIŞKAN

## Özgeçmiş

3 Haziran 1992 yılında Eskişehir’de doğdu. İlk ve orta öğrenimini 2006 yılında Kahramanmaraş Necip Fazıl Kısakürek İlköğretim Okulunda, lise öğrenimini 2010 yılında Ankara Nefise Andıçen Lisesinde tamamladı. Ön Lisans öğrenimini 2011-2013 yılları arasında Kütahya Dumlupınar Üniversitesi Şaphane Meslek Yüksekokulu Bankacılık ve Sigortacılık bölümünde tamamladı. Lisans öğrenimini 2014-2016 yılları arasında Kütahya Dumlupınar Üniversitesi Uygulamalı Bilimler Yüksekokulu Bankacılık ve Finans bölümünde tamamladı. 2017 yılında Kütahya Dumlupınar Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Bankacılık ve Finans Anabilim Dalında yüksek lisans programına başladı.

Tezimin her aşamasında desteğini hiçbir şekilde esirgemeyen, bilgi ve birikimiyle bana her zaman yol gösteren değerli tez danışmanım Doç. Dr. Emin ZEYTİNOĞLU’na teşekkür ederim. Ayrıca, çalışmanın analiz kısmında desteğini ve ilgisini esirgemeyen Doç. Dr. Nasif ÖZKAN’a teşekkürü bir borç bilirim.

Eğitim hayatım boyunca beni her zaman destekleyen ve yanımda olan annem Figen ÇALIŞKAN’a, babam Hikmet ÇALIŞKAN’a ve canım kardeşim Özge ÇALIŞKAN’a sonsuz teşekkür ederim. Son olarak tez süreci boyunca yardımlarını ve desteklerini esirgemeyen İsmail Deniz BÖREKÇİ, Mehmet BOZKURT, Tuba KÖSE ve diğer arkadaşlarıma teşekkür ederim.

## ÖZET

### DEĞER İLİŞKİSİ VE KURUMSAL YÖNETİM: BORSA İSTANBUL ÜZERİNE BİR UYGULAMA

**ÇALIŞKAN, Özgür**

**Yüksek Lisans Tezi, Bankacılık ve Finans Anabilim Dalı**

**Tez Danışmanı: Doç. Dr. Emin ZEYTİNOĞLU**

**Ağustos, 2020, 58 sayfa**

Bu çalışma Borsa İstanbul Kurumsal Yönetim Endeksi'nde yer alan şirketlerin pay getirilerini etkileyen hisse başına kazanç, net varlık değeri ve kurumsal yönetim unsurları ile ilgili değer ilişkisini incelemektedir. Çalışmanın veri seti, 2019 yılı içinde Borsa İstanbul Kurumsal Yönetim Endeksi'nde işlem gören 28 şirketin 2008-2018 yılları arasındaki verilerinden oluşmaktadır.

Çalışma için üç temel model belirlenmiş ve modeller panel veri analizi yöntemiyle incelenmiştir. Çalışmada elde edilen bulgulara göre, hisse başına kar, yönetim kurulu hacminin karesi ve yönetim kurulu bağımsız üye oranı değişkenleri pay fiyatı üzerinde pozitif, yönetim kurulu başkan cinsiyeti ise negatif etkiye sahiptir.

**Anahtar Kelimeler:** Değer İlişkisi, Kurumsal Yönetim, Borsa İstanbul, Panel Veri Analizi

**ABSTRACT****VALUE RELEVANCE AND CORPORATE GOVERNANCE: AN  
APPLICATION ON BORSA ISTANBUL****ÇALIŞKAN, Özgür****M. Sc. Thesis, Department of Banking and Finance****Supervisor: Assoc. Prof. Emin ZEYTINOGLU****August, 2020, 58 pages**

This study examines the relationship between earnings per share, net asset value, and corporate governance variable that affect the stock returns of companies included in the Borsa Istanbul Corporate Governance Index. The study data the data of 28 companies that were traded in 2019 on the Borsa Istanbul Corporate Governance Index between 2008 and 2018.

Three models were determined for the study and these models were examined by panel data analysis. According to the findings that were obtained from the study, there was a statistically significant relationship between earnings per share, the square of the volume of the board of directors, the gender of the chairman of the board, the ratio of independent member, and the stock price.

**Keywords:** Value Relevance, Corporate Governance, Borsa Istanbul, Panel Data Analysis

## İÇİNDEKİLER

### Sayfa

<b>ÖZET</b> .....	<b>v</b>
<b>ABSTRACT</b> .....	<b>vi</b>
<b>İÇİNDEKİLER</b> .....	<b>vii</b>
<b>TABLolar LİSTESİ</b> .....	<b>ix</b>
<b>KISALTMALAR</b> .....	<b>x</b>
<b>GİRİŞ</b> .....	<b>1</b>

### BİRİNCİ BÖLÜM DEĞER İLİŞKİSİ KAVRAMI

<b>1.1. DEĞER İLİŞKİSİ ÖLÇÜM YÖNTEMLERİ</b> .....	<b>5</b>
1.1.1. Bilgisel İçerik Çalışmaları .....	6
1.1.2. Birliktelik Çalışmaları.....	6
1.1.2.1. Nispi Birliktelik Çalışmaları .....	7
1.1.2.2. Artan Birliktelik Çalışmaları.....	7
<b>1.2. DEĞER İLİŞKİSİ MODELLERİ</b> .....	<b>7</b>
1.2.1. Bilanço Modeli .....	8
1.2.2. Gelir Tablosu Modeli.....	9
1.2.3. Karma Model .....	9
<b>1.3. DEĞER İLİŞKİSİNE YÖNELİK LİTERATÜR ÖZETİ</b> .....	<b>11</b>
1.3.1. Uluslararası Finansal Raporlama Standartları ve Değer İlişkisi.....	11
1.3.2. Muhasebe Bilgileri ve Değer İlişkisi .....	12
1.3.3. Nakit Akışları ve Değer İlişkisi .....	13
1.3.4. Kurumsal Yönetim ve Değer İlişkisi .....	14
1.3.5. Değer İlişkisini Konu Alan Diğer Çalışmalar.....	16

### İKİNCİ BÖLÜM KURUMSAL YÖNETİM

<b>2.1. KURUMSAL YÖNETİMİN TANIMI</b> .....	<b>19</b>
<b>2.2. KURUMSAL YÖNETİMİN TARİHSEL GELİŞİMİ</b> .....	<b>19</b>
2.2.1. Dünyada Kurumsal Yönetimin Tarihsel Gelişimi .....	20
2.2.2. Türkiye’de Kurumsal Yönetimin Tarihsel Gelişimi.....	22
<b>2.3. KURUMSAL YÖNETİMİN ÖNEMİ</b> .....	<b>23</b>
2.3.1. Finansal Krizler.....	24

2.3.2. Küreselleşme.....	24
2.3.3. Özel Sermayenin Gücünün Artması .....	25
2.3.4. Şirket Skandalları.....	25
<b>2.4. KURUMSAL YÖNETİM İLKELERİ .....</b>	<b>25</b>
2.4.1. Eşitlik İlkesi .....	26
2.4.2. Şeffaflık İlkesi.....	27
2.4.3. Hesap Verebilirlik İlkesi .....	27
2.4.4. Sorumluluk İlkesi.....	28
<b>ÜÇÜNCÜ BÖLÜM</b>	
<b>DEĞER İLİŞKİSİ VE KURUMSAL YÖNETİM: BORSA İSTANBUL</b>	
<b>KURUMSAL YÖNETİM ENDEKSİ ÜZERİNE BİR UYGULAMA</b>	
<b>3.1. ÇALIŞMANIN AMACI VE KAPSAMI .....</b>	<b>30</b>
<b>3.2. VERİ VE ARAŞTIRMADA KULLANILAN DEĞİŞKENLER.....</b>	<b>30</b>
<b>3.3. METODOLOJİ .....</b>	<b>32</b>
3.3.1. Panel Veri Analizine İlişkin Bilgiler .....	32
3.3.1.1. Sabit Etkiler Modeli .....	33
3.3.1.2. Tesadüfi Etkiler Modeli .....	33
<b>3.4. ÇALIŞMA BULGULARI VE DEĞERLENDİRME .....</b>	<b>34</b>
3.4.1. Değişkenlere İlişkin Tanımlayıcı İstatistikler.....	36
3.4.2. Değişkenlere İlişkin Korelasyon Analizi.....	36
3.4.3. Panel Veri Modellerinin Tahmin Yöntemlerinin Belirlenmesi .....	39
3.4.4. Tesadüfi Etkiler Modelinde Temel Varsayımlara İlişkin Testler .....	40
<b>3.5. TESADÜFİ ETKİLER MODELİ SONUÇLARI.....</b>	<b>43</b>
<b>SONUÇ VE ÖNERİLER.....</b>	<b>47</b>
<b>KAYNAKÇA .....</b>	<b>50</b>
<b>DİZİN .....</b>	<b>58</b>

## TABLOLAR LİSTESİ

	<b><u>Sayfa</u></b>
<b>Tablo 2.1:</b> Kurumsal Yönetimin Tarihsel Gelişimi.....	21
<b>Tablo 2.2:</b> Kurumsal Yönetimin Tarihsel Gelişimi (Türkiye) .....	23
<b>Tablo 3.1:</b> Araştırmaya Dahil Edilen Firmalar .....	31
<b>Tablo 3.2:</b> Araştırmada Kullanılan Değişkenler .....	32
<b>Tablo 3.3:</b> Değişkenlere İlişkin Tanımlayıcı İstatistikler.....	36
<b>Tablo 3.4:</b> Korelasyon Analizi Tablosu .....	37
<b>Tablo 3.5:</b> Varyans Artırıcı Faktör Değerleri.....	38
<b>Tablo 3.6:</b> F Test Sonuçları .....	39
<b>Tablo 3.7:</b> Breusch-Pagan Lagrange Multiplier (LM) Test Sonuçları .....	40
<b>Tablo 3.8:</b> Hausman Test Sonuçları .....	40
<b>Tablo 3.9:</b> Tesadüfi Etkiler Modellerinde Heteroskedasite ve Otokorelasyon Testi Sonuçları.....	42
<b>Tablo 3.10:</b> Model 1 Pay Başına Kazanç ve Pay Başına Düşen Net Varlık Değerinin Pay Fiyatı Üzerindeki Etkisi .....	43
<b>Tablo 3.11:</b> Model 2 Kurumsal Yönetim Değişkenlerinin Pay Fiyatı Üzerindeki Etkisi.....	44
<b>Tablo 3.12:</b> Model 3 Pay Başına Kazanç, Pay Başına Düşen Net Varlık Değeri ve Kurumsal Yönetim Değişkenlerinin Pay Fiyatı Üzerindeki Etkisi .....	45

**KISALTMALAR**

<b>AB</b>	Avrupa Birliği
<b>ABD</b>	Amerika Birleşik Devletleri
<b>BDDK</b>	Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu
<b>BİST</b>	Borsa İstanbul
<b>BP</b>	Breusch-Pagan Test
<b>BSE</b>	Bombay Menkul Kıymetler Borsası
<b>BUO</b>	Yönetim Kurulu Bağımsız Üye Oranı
<b>CD</b>	CEO İkiliği
<b>İMKB</b>	İstanbul Menkul Kıymetler Borsası
<b>KUO</b>	Yönetim Kurulu Kadın Üye Oranı
<b>LBI</b>	Yerel En İyi Değişmez Testi
<b>LM</b>	Lagrange Çarpanı Testi
<b>NAV</b>	Pay Başına Düşen Net Varlık Değeri
<b>OECD</b>	Ekonomik Kalkınma ve İşbirliği Örgütü
<b>PBK</b>	Pay Başına Kazanç
<b>PF</b>	Pay Fiyatı
<b>SPK</b>	Sermaye Piyasası Kurulu
<b>SSE</b>	Şangay Menkul Kıymetler Borsası
<b>TKYD</b>	Türkiye Kurumsal Yönetim Derneği
<b>TÜSİAD</b>	Türk Sanayicileri ve İş İnsanları Derneği
<b>UFRS</b>	Uluslararası Finansal Raporlama Standartları
<b>YBC</b>	Yönetim Kurulu Başkan Cinsiyeti
<b>YKH</b>	Yönetim Kurulu Hacmi
<b>YUO</b>	Yönetim Kurulu Yabancı Üye Oranı
<b>XKURY</b>	Borsa İstanbul Kurumsal Yönetim Endeksi



**TEZ METNİ**

## GİRİŞ

1960'lı yılların sonlarına doğru önem kazanmaya başlayan değer ilişkisi kavramı, finansal tablolardan sağlanan muhasebe bilgileri ile payların piyasa değerleri arasındaki ilişkiyi analiz ederek ortaya koymaktadır. Değer ilişkisi çalışmalarının amacı pay piyasa değeri ile muhasebe tutarları arasındaki ilişkiye dayanmakta ve değer ilişkisi çalışmalarında, pay fiyatındaki zamanlar arasındaki varyasyonun muhasebe tutarlarıyla açıklanması amaçlanmaktadır.

Kurumsal yönetim kavramı son yıllarda oldukça önem kazanmaktadır. Kurumsal yönetim çalışmaları ilk olarak 1970'li yıllarda Amerika Birleşik Devletleri'nde kullanılmaya başlanmıştır. Ayrıca 1980'li yıllardan itibaren dünyanın çeşitli bölgelerinde yaşanan yolsuzluklar, şirket skandalları ile finansal kriz gibi olaylar bütün dünyayı etkilemiş, bunun sonucunda kurumsal yönetime olan önem artmıştır.

Literatürde pay fiyatı ile kurumsal yönetim değişkenlerinin değer ilişkisi konusunu ele alan ve ampirik uygulamalar ile destekleyen çalışmalar bulunmaması çalışmanın literatüre katkısı ve özgünlüğüdür. Çalışmada elde edilen sonuçların piyasa katılımcıları, yatırımcılar ve karar vericiler açısından önemli olduğu düşünülmektedir.

Bu çalışma, Borsa İstanbul Kurumsal Yönetim Endeksi'nde işlem gören işletmelerin 2008-2018 yılları arasındaki verilerine dayalı olarak pay getirilerini etkileyen pay başına kar, net varlık değeri ile kurumsal yönetim unsurlarına ilişkin değer ilişkisini ortaya koymaktadır. Çalışmada Kurumsal Yönetim Endeksi'nde bulunan firmaların verilerine faaliyet raporlarından, [www.isyatirim.com.tr](http://www.isyatirim.com.tr) ve [kap.gov.tr](http://kap.gov.tr) internet sitesinden ulaşılmıştır. Çalışma dört bölüme ayrılmıştır.

Birinci bölüm, değer ilişkisi kavramı ile ilgilidir. Değer ilişkisi kavramının tanımı yapıldıktan sonra değer ilişkisi çalışmalarında kullanılan yöntemler ve değer ilişkisini analiz eden yaklaşımlar açıklanmıştır. Ayrıca bu bölümde değer ilişkisi ile alakalı literatür özetine de yer verilmiştir.

İkinci bölümde, kurumsal yönetim konusuna yer verilmektedir. Kurumsal yönetim kavramının tanımı, tarihsel gelişimi, Türkiye'de ve dünyada kurumsal yönetimin gelişmesine neden olan olaylara ve kurumsal yönetim ilkelerine değinilmiştir.

Üçüncü bölüm, Borsa İstanbul Kurumsal Yönetim Endeksi'nde işlem gören 28 firmanın 2008-2018 yılları arasındaki verilerine ulaşılarak yapılan panel veri analizi sonuçlarından oluşmaktadır. Ayrıca bu bölümde panel veri analizine ilişkin birtakım tanımlamalara da yer verilmiştir.

Dördüncü bölüm, çalışma sonucunda elde edilen bulgular doğrultusunda sonuç ve öneriler kısmından oluşmaktadır.





## **BİRİNCİ BÖLÜM**

### **DEĞER İLİŞKİSİ KAVRAMI**

Bu bölümde değer ilişkisi kavramının tanımı yapılmış olup, değer ilişkisi yöntemleri ile birlikte değer ilişkisini analiz eden yaklaşımlara değinilmiş ve son olarak da değer ilişkisi kavramına yönelik literatür incelenmiştir.

Sermaye piyasalarında muhasebe bilgilerinin oluşturduğu etkiler ve bu etkilerin sonuçları ile ilgili yapılan çalışmalar, 1960'lı yılların sonlarına doğru önem kazanmış, bu tarihten itibaren düzenli olarak devam etmiştir (Aktaş, 2009: 27).

Değer ilişkisi kavramı, genellikle muhasebe bilgileri ile pay piyasası arasındaki ilişkiyi göstermek amacıyla kullanılmakta ve muhasebe bilgilerinin pay fiyatlarında oluşturduğu dalgalanmayı ölçmektedir. Bu kavram ilk olarak "Some Estimates of the Cost of Capital to the Electric Utility Industry" adlı çalışmada Miller ve Modigliani tarafından ileri sürülmüştür (Semertzidou, 2008: 11).

Değer ilişkisi çalışmaları muhasebe bilgilerinin piyasa değer ilişkisini ölçmede kullanılan yöntem ve varsayımlara dayanarak farklı yaklaşımlar çerçevesinde ortaya çıkmaktadır. Bu yaklaşımlar değer ilişkisinin farklı açılardan yorumlanmasını sağlamıştır. Değer ilişkisini ölçmek için kullanılan yaklaşımlar şu şekilde sıralanmaktadır (Aktaş, 2009: 27-28):

- Sermaye piyasalarında gözlemlenen fiyatlar, payların gerçek değerinin belirlenmesinde kullanılan muhasebe bilgilerini zamanında değil gecikmeli olarak yansıtmaktadır. Buna bağlı olarak değer ilişkisi kavramı muhasebe bilgilerine göre yerine getirilen prosedürlerin başarı düzeyleriyle ilgili olarak kontrol edilebilir.
- Muhasebe bilgileri, payların gerçek değerini yansıtmaktadır. Buna bağlı olarak, değer ilişkisi fiyat ve kazançları önceden tahmin ederek muhasebe bilgilerinin gelecekteki alım-satım işlemleri sonucunda elde edilen karın değerlendirilmesini sağlamaktadır.
- Muhasebe bilgileri, yatırımcıların piyasada oluşan beklentilerini yeniden ele almakta ve yeni kararlar vermesini sağlayacak bir haber niteliği taşımaktadır. Buna bağlı olarak, değer ilişkisi piyasada oluşan ve haber niteliği taşıyan bilgilerin yatırımcı beklentilerine bağlı olarak kısa dönemde pay fiyatlarını değiştirme gücü olarak tanımlanmaktadır.

- Finansal tablolarda sunulan muhasebe bilgileri payların fiyat veya getirilerine etki eden bilgi setinin kaynağına bakılmaksızın belirlenmekte ve özetlenmektedir. Bu kapsamda muhasebe bilgilerinin fiyat ya da getiri ile uzun dönemli istatistiksel ilişkisinin ölçümü hedeflenmiştir.

### 1.1. DEĞER İLİŞKİSİ ÖLÇÜM YÖNTEMLERİ

Değer ilişkisi ölçüm yöntemi, şirketlerin finansal bilgileri ile fiyat veya kazançları arasında belirlenen bir ilişkinin varlığına dayalı olarak yatırımcıların bu finansal bilgileri pay fiyatlarının belirlenmesinde kullanıp kullanmadığını belirler. Bu nedenle değer ilişkisi düzeyi, finansal durum tablosu bilgisinin piyasadaki toplam bilgi karışımını özetleyebilme veya değiştirebilme kabiliyeti ile ölçülür (Francis ve Schipper, 1999: 325-326).

Özellikle doksanlı yıllarda yapılan çalışmalarda, değer ilişkisi ölçüm yöntemi kullanımının giderek arttığı görülmektedir. Artan çalışmalar bilgi bakış açısına olan ilgiyi düşürmüş ve getiriler ile defter değeri arasındaki değer ilişkisi araştırmalarında ölçüm yöntemine olan ilgiyi artırmıştır. Çalışmalar çoğunlukla geniş zaman aralıklarında yapılmış ve değer ilişkisi düzeyini araştırmak için regresyon analizi kullanılmıştır (Mortensen, 2009: 24-25).

Değer ilişkisi çalışmalarında kullanılmakta olan iki temel ölçüm tekniği bulunmaktadır. Bunlardan ilki, direkt değerlendirme (direct valuation) teorisi, ikincisi ise sermaye girdisi değerlendirme (inputs to equity valuation) teorisidir. Direkt değerlendirme teorisi, getirilerin sermaye piyasası değerlerinde değişime neden olan veya değişimin seviyesini belirleyen değerler olarak görülmektedir. Sermaye girdisi değerlendirme teorisi ise, yatırımcıların firma hakkında karar alma aşamasında yararlandıkları değerlendirme modeline girdi sağlamaktadır. Sermaye girdisi değerlendirme teorisi ile yapılan araştırmalar artan birliktelik çalışmaları şeklinde yapılır (Okur, 2016: 78).

Bu teorilere dayanılarak gerçekleştirilen değer ilişkisi çalışmaları, yararlanılan ölçüm yöntemine göre Bilgisel İçerik Çalışmaları ve Birliktelik Çalışmaları olarak ikiye ayrılmaktadır.

### 1.1.1. Bilgisel İçerik Çalışmaları

Değer ilişkisi çalışmalarında bilgisayar içerik yöntemine göre, yatırımcılar pay fiyatlarının belirlenmesinde muhasebe bilgilerinden yararlanıyorsa değer ilişkisine sahiptir (Çam, 2016: 13).

Yatırımcıların, yatırım kararı alma aşamasında muhasebe bilgilerini kullanıp kullanmadığını ölçmek adına istatistik verilerden yararlanılmaktadır. Bu tür çalışmalar çoğunlukla muhasebe bilgisine karşı piyasa tepkisini belirlemek amacıyla ve kısa dönemlerde yapılmaktadır (Mortensen, 2009: 24). Yeni açıklanan muhasebe bilgisine göre fiyatların verdiği tepki sonucunda, piyasa rakamlarının etkilenme düzeyi ölçülmeye çalışılır ve açıklanan rakam için değer ilişkisi belirlenmiş olur. Fiyatlarda meydana gelen değişim değer ilişkisinin olduğunun kanıtıdır (Holthausen ve Watts, 2001; akt. Okur, 2016: 79).

Beaver (1968) ile Ball ve Brown (1968) tarafından ilk kez yazılan makaleler, bilgisayar içerik çalışmalarında çığır açan ampirik araştırmalar olmuştur. Bu çalışmalar, getirilerin kamuoyuna yapılan duyurular sonucunda pay fiyatı üzerindeki etkisini incelemektedir (Mortensen, 2009: 24).

### 1.1.2. Birliktelik Çalışmaları

Birliktelik çalışmaları değer ilişkisi ölçme araştırmalarında sürekli olarak başvurulan diğer bir yöntemdir. Bilgisel içerik çalışmalarına göre, daha uzun dönemleri ele alan birliktelik çalışmaları, regresyon analizi ile yapılır (Okur, 2016: 81).

Birliktelik çalışmaları, bir yıl veya daha uzun dönemde kazanç rakamları, nakit akışları vb. ile pay getirileri arasında pozitif korelasyon olup olmadığını inceler. Yatırımcılar, firmaların nakit akışıyla ilgili olarak daha fazla kaynağa ulaşabildikleri için finansal raporları tek bilgi kaynağı olarak kabul etmezler. Buna bağlı olarak birliktelik çalışmalarında muhasebe bilgisi ile pay fiyat hareketlerinde meydana gelen değişimler arasında nedensel bir bağlantı çıkarılmaz. Buradaki asıl amaç araştırmanın yapıldığı dönem içinde muhasebe bilgisinin pay fiyatlarına ne kadar hızlı yansıtıldığını belirlemektedir (Kothari, 1999: 116).

Birliktelik çalışmaları, nispi birliktelik ve artan birliktelik çalışmaları olmak üzere iki grupta incelenir.

### 1.1.2.1. Nispi Birliktelik Çalışmaları

Nispi birliktelik çalışmaları, pay piyasası değerleri ile alternatif muhasebe ölçüleri arasındaki ilişkiyi mukayese eder. Nispi birliktelik çalışmalarına örnek olarak iki farklı standartta hesaplanan borsa değerleri ile mali tablo kalemleri arasındaki ilişkinin karşılaştırılması verilebilir. Bu çalışmalarda genellikle, hangi muhasebe rakamının daha fazla değer ilişkili olduğunu, yani hangi muhasebe standardının muhasebe rakamları ile pay değerleri arasındaki en iyi bağlantıyı oluşturduğunu belirlemek için en büyük  $R^2$  değeri kullanılır (Mortensen, 2009: 25).

### 1.1.2.2. Artan Birliktelik Çalışmaları

Değer ilişkisi araştırmalarında üzerinde en fazla durulan artan birliktelik çalışmaları, belirli bir değişkenin pay piyasa değerini veya getirisini açıklayıp açıklamayacağını araştırmaktadır. Regresyon sonucuna göre ilgili değişkenin katsayısı sıfırdan farklı ve anlamlıysa değişkenin değer ilişkili olduğu söylenmektedir. Literatürde yer alan bazı artan birliktelik çalışmalarında, piyasa değerleri ile ilgili değişkenler arasındaki değer ilişkisi hakkında ek varsayımlar yapılmaktadır. Bu varsayımlar sonucunda tahmin edilen değerler arasındaki hataların araştırılması mümkün olmaktadır (Holthausen ve Watts (2001); akt. Mortensen, 2009: 25-26).

## 1.2. DEĞER İLİŞKİSİ MODELLERİ

Değer ilişkisi çalışmalarında birliktelik çalışması yapıldığında veriler regresyon modelleri ile analiz edilmektedir. Çalışmalarda kullanılan modeller üç temel modelden türetilmektedir (Okur, 2016: 83). Buna bağlı olarak bu modellerden ilki, bilanço değişkenlerinin açıklayıcı değişken olarak kullanıldığı bilanço modeli, ikincisi gelir tablosu kalemlerinin kullanıldığı gelir tablosu modeli ve son olarak finansal durum tablosu değişkenleri ile gelir tablosu kalemlerinin toplu bir şekilde uygulandığı karma modeldir. Bu model Ohlson modeli olarak da bilinmektedir. Bu modellerin çözümlenmesinde en küçük kareler yönteminden yararlanır ve bağımlı-bağımsız değişken seçimi modellerin farklılaşmasına neden olur (Akkaya, 2013: 13).

### 1.2.1. Bilanço Modeli

Finansal raporlamanın en önemli kaynaklarından biri olan bilanço, firmaların ekonomik ve mali yapısı hakkında yatırımcıların bilgilendirilmesini sağlamaktadır (Aktaş, 2009: 29). Bilanço modeli, firmaların tüm aktiflerinin piyasa değeri ile pasiflerinin piyasa değeri arasındaki ilişkiyi ifade eder (Landsman, 1986; Barth, 1991; akt. Barth, 2000: 12). Bilanço modeli aşağıdaki şekilde formüle edilir (Erbuğa, 2004: 27);

$$MVE = MVA + MVL + MVC$$

Burada;

*MVE*: Payın Piyasa Değeri

*MVA*: Varlıkların Piyasa Değeri

*MVL*: Yükümlülüklerin Piyasa Değeri ( Negatif olduğu varsayılır)

*MVC*: Artan Değeri Hesaplanan Bilanço Bileşeninin Piyasa Değeri

Holthausen ve Watts (2001), bilanço modelinin artan birliktelik çalışmalarında kullanılan bir regresyon modeli olduğunu belirtmektedir. Modelde net varlık değeri beklenen nakit akışlarının uygun sermaye maliyeti ile daha kolay çözümlenebilir hale getirilmesi sonucu hesaplanır. Bilanço modelinin kullanıldığı çalışmalarda, firmaların rekabet avantajına sahip olması nedeniyle yüksek getiri elde edecekleri tahmin edilmektedir. Yüksek getirinin elde edilmesi için ilgili modele, varlığın piyasa değeri ile net varlık değeri arasındaki fark olarak açıklanan şerefiye terimi eklenir. Bu modelde bilançonun piyasa değerinin değer ilişkisi, katsayıların sıfırdan farklı olup olmadığı test edilerek belirlenmektedir. Elde edilen test sonucuna göre, katsayıların bilançodaki varlıklar için anlamlı ve pozitif çıkması beklenirken, bilançodaki yükümlülükler için ise anlamlı ve negatif çıkması beklenmektedir (Holthausen ve Watts, 2001: 53-56).

$$MVE \equiv MVA + MVL + MVC + GW$$

Burada; *GW*, şerefiyeyi ifade eder ve aşağıdaki şekilde hesaplanır;

$$GW \equiv MVE - MVA - MVL - MVC$$

### 1.2.2. Gelir Tablosu Modeli

Gelir tablosu modeli şirketin gelecek dönemlerde beklenen nakit akımları ile pay getirilerinin bugünkü değeri arasında bağlantı kurar. Gelir tablosu modelinin kullanıldığı çalışmalarda bağımsız değişken kazançlar, bağımlı değişken ise pay getirileridir (Holthausen ve Watts, 2001; akt. Çam, 2016: 17-18). Easton ve Harris (1991) tarafından geliştirilmiş olan getiri modeli aşağıdaki şekilde formülize edilmiştir:

$$r_{it} = \alpha_0 + \beta_1 \left( \frac{HBK_{it}}{HBPD_{it}} \right) + \beta_2 \left( \frac{HBK_{it} - HBK_{it-1}}{HBPD_{it-1}} \right) + \varepsilon_{it}$$

Burada;

$r_{it}$  : i firmasının t ve t-1 yılı pay başına piyasa değerine göre hesaplanan pay başına getirisi

$HBK_{it}$  : i firmasının t yılına ilişkin pay başına net karı

$HBK_{it-1}$  : i firmasının t-1 yılına ilişkin düzeltilmiş pay başına net karı

$HBPD_{it}$  : i firmasının t dönemine ilişkin pay başına piyasa değeri

$HBPD_{it-1}$  : i firmasının t-1 dönemine ilişkin düzeltilmiş pay başına piyasa değeri.

Bununla birlikte pay değerlemede kullanılan alternatif gelir tablosu modeli yaklaşımları da aşağıdaki gibidir (Ercan ve Ban 2010: 122-123):

- Piyasa Değeri / Kazanç
- Piyasa Değeri / Defter Değeri
- Piyasa Değeri / Satış
- Piyasa Değeri / Duran Varlık
- Piyasa Değeri / Faaliyet Karı

### 1.2.3. Karma Model

Değer ilişkisini analiz eden yaklaşımların sonuncusu bilanço modeli ve gelir tablosu modelinin birleşiminden oluşan karma modeldir. Gelir tablosu bilgisi olarak dönem net karının, finansal durum tablo bilgisi olarak da defter değerinin kullanıldığı

karma model, Ohlson (1995) tarafından geliştirilmiştir ve kaynaklarda Ohlson Model olarak da adlandırılmaktadır. Karma model aşağıdaki şekilde formüle edilmiştir:

$$V_t = BVE_t + \sum_{T=1}^{\infty} R_f^{-T} E_t[X_{t+T}^a]$$

Burada;

$V_t$  : t zamanda sonuç değeri

$BVE_t$  : t zamanda sermayenin defter değeri

$R_f^{-T}$  : 1 artı iskonto oranı

$E_t$  : beklenti faktörü

$X^a$  : anormal kazanç rakamı

Modelde hesaplanan  $V_t$  değerinin piyasada oluşan fiyat ile aynı olması beklenir (Ohlson, 1995: 669).

Formülde yer alan anormal kar Ohlson (1995)'a göre, sermaye maliyeti (risksiz iskonto oranı) ile defter değerinin çarpımının cari kazançtan çıkarılmasıyla elde edilir (Ohlson, 1995: 667). Anormal kazanç aşağıdaki şekilde hesaplanır:

$$X_t^a = X_t - r_f \cdot BVE_{t-1}$$

Burada;

$X_t^a$  : Cari Kazanç

$r_f$  : Risksiz İskonto Oranı

Lo ve Lys (2000)'e göre değer ilişkisi çalışmalarında karma modelin sıklıkla kullanılmasının beş temel sebebi vardır:

- Karma model değer ilişkisi çalışmaları ile muhasebe bilgileri arasında matematiksel bir bağ kurmaktadır.
- Karma model birçok alanda kullanılması nedeniyle muhasebe çalışmalarına farklı çözüm olanakları sağlar.
- Karma model yapılan muhasebe çalışmalarında yüksek anlamlılık katsayısı üreterek daha anlamlı sonuçlara ulaşılmasını sağlar.

- Karma model ile yapılan çalışmalar yüksek  $R^2$  sonucu verir. Buna bağılı olarak değer ilişkisinin sermaye, net kar ve temettü rakamları ile anlamlı bir ilişkisi olduğu sonucuna varılır.
- Karma modellerle yapılan araştırmalar genellikle yüksek oranda açıklayıcı sonuçlar verir. Bu da yapılan araştırmaların politika tavsiyesi olarak kullanılmasını sağlar.

### 1.3. DEğER İLİŞKİSİNE YÖNELİK LİTERATÜR ÖZETİ

Çalışmanın bu bölümünde, geniş bir çalışma alanına sahip olan değer ilişkisi ve kurumsal yönetime ilişkin literatür ele alınmıştır. Değer ilişkisi ve kurumsal yönetimi kapsayan literatür özeti kısaca beş konu başlığı altında sınıflandırılmıştır.

#### 1.3.1. Uluslararası Finansal Raporlama Standartları ve Değer İlişkisi

Ateş (2018), ilgili araştırmada UFRS'nin zorunlu olarak benimsenmesi nedeniyle muhasebe bilgilerinin değer ilişkisi düzeyindeki değişikliğin ve bu değişiklikteki yapısal faktörlerin rolünü belirlemeyi amaçlamaktadır. Yapılan alışma sonucunda, UFRS'ye uyulmasına rağmen finansal piyasa gelişimi, vergi sistemi ve kültürel faktörler gibi ölkelere ait unsurların finansal raporlama uygulamalarını etkilemeye devam ettiği görölmüştür.

Kouki (2018), alışmasında Uluslararası Finansal Raporlama Standartlarının uygulanmasından sonraki dönemlerde, kazançlardaki değişimlerin öz kaynak değerini iyileştirip iyileştirmediğini incelemiştir. Ohlson (1995) modelinin kullanıldığı çalışmanın örneklemini 2000-2011 yılları arasında Almanya, Fransa ve Belçika'da listelenen şirketler oluşturmaktadır. Mevcut çalışmada, pay kazançları ile UFRS sonrası muhasebe bilgilerindeki değişim arasında bir ilişki olduğu yalnız sonuçlardaki farkın anlamlı olmadığı belirlenmiştir.

Maigoshi vd. (2017), 2012 yılında Malezya'da listelenen firmalar tarafından Uluslararası Finansal Raporlama Standardının uygulanmasından sonra, ilişkili taraf işlemlerinin değer ilişkisi düzeyindeki değişiklikleri araştırılmıştır. Çalışmada elde edilen sonuçlara göre UFRS'nin kabulünden sonraki dönemlerde firmaların pay başına değerinde anlamlı bir düşüş tespit edilmiştir.

Özcan (2017), maddi olmayan duran varlıkların değer ilişkisi üzerindeki etkisini araştırmıştır. Çalışmanın örneklemi, 2000-2016 yılları arasında işlem gören 108 adet firmadan oluşmaktadır. Panel veri analizinin kullanıldığı çalışmada, maddi olmayan duran varlıklar ile şirketlerin pay senedi değeri arasında anlamlı bir ilişki olduğu tespit edilmiştir.

Ulusan ve Ata (2014), çalışmalarında BİST'deki firmaların UFRS'ye uyumlu şekilde sunulan unsurların, değer ilişkisi ile değer ilişkisinin firmaya mahsus özellikleri yönünden değişiklik gösterip göstermediğini araştırmıştır. Araştırma evreni, 2009-2011 yılları arasında BİST'de bulunan 206 şirketten oluşmaktadır. Çalışmada Ohlson (1995) modeli temel alınarak panel veri analizi kullanılmıştır. Çalışmada Borsa İstanbul'da bulunan işletmelerde UFRS esaslı öz kaynak defter değeri, net kazanç ve kapsamlı kazanç gibi unsurların değer ilişkili olduğu tespit edilmiştir.

Agostino vd. (2010), yaptıkları çalışmada UFRS öncesi ve sonrası Avrupa Bankacılık Sektörü'ndeki muhasebe verilerinin piyasa değerini araştırmıştır. Panel veri analizinin uygulandığı çalışmada, UFRS öncesi dönemle karşılaştırıldığında, UFRS sonrası dönemde şeffaflığın artması nedeniyle bankaların hem kazanç hem de defter değerinin bilgi içeriğinin arttığı sonucuna ulaşılmıştır.

### **1.3.2. Muhasebe Bilgileri ve Değer İlişkisi**

Özçelik (2018), çalışmasında BİST Gıda-İçecek sektöründe bulunan firmaların, kamuya açıklanan finansal raporlarındaki muhasebe bilgilerinin değer ilişkisini belirlemeye çalışmıştır. Panel veri analizinin kullanıldığı çalışmanın örneklemini 1997 ile 2016 yılı arasında BİST Gıda-İçecek sektöründe bulunan 18 firma oluşturmaktadır. Çalışma sonunda, pay fiyatları, öz kaynak kazancı, pay başına kazanç ve piyasa defter değeri arasında pozitif ve anlamlı; aktif devir hızı ile aktif büyüme oranları arasında ise negatif ve anlamlı ilişki olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

Shreyes ve Gowda (2018), Hindistan kurumsal sektöründe finansal bilgilere dayanan, muhasebe bilgileri değer ilişki seviyesini incelemiştir. Çalışmanın örneklemini 2000 ve 2012 yılları arasında faaliyet gösteren BSE 500 şirketlerinden seçilmiş olan 125 şirket oluşturmaktadır. Ohlson modelinin kullanıldığı çalışmada, pay fiyatı ile muhasebe bilgilerini temsil eden parametreler arasında anlamlı bir ilişki olduğu görülmüştür.

Karğın ve Arıcı (2015), sermaye piyasalarında kullanılan muhasebe bilgilerinin kalitesini ölçmüşlerdir. Çalışmanın örneklemini 2005 ve 2012 yılları arasında İMKB’de bulunan finans sektörü harici işletmeler oluşturmaktadır. Muhasebe bilgisinin niteliğinin kontrol edilmesinde kullanılan analiz yöntemi basit ve çoklu regresyondur. Değer ilişkisinde Ohlson modeli kullanılmıştır. Çalışma sonucunda elde edilen bulgulara göre İMKB’de sunulan muhasebe bilgilerinin genellikle kaliteli bilgiler olduğu görülmüştür.

Akkaya ve Aktaş (2013), ilgili çalışma firmaya özgü faktörlerin muhasebe bilgisi ile firma değeri arasında bulunan ilişkiyi hangi oranda etkilediğini belirlemek amacıyla yapılmıştır. Araştırmanın veri seti, 2005-2011 döneminde imalat sanayinde bulunan firmalardan oluşmaktadır. Değer ilişkisinde firmaya özel unsurların etkisinin belirlenmesinde Ohlson modeli kullanılmıştır. Yapılan çalışma kapsamında analiz sonuçları incelendiğinde, firma piyasa değerinin açıklanmasında firmalara özel unsurların, bilgi kaynağının göreceli önemini farklılaştırdığı sonucuna ulaşılmıştır.

Kayalıdere (2013), çalışmasında, muhasebe bilgilerinin işletme değeri ile ilişkisini araştırmıştır. Ohlson modelin kullanıldığı araştırmada 2005 ve 2011 dönemleri arasında yer alan İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Mali Sektör işletmeleri adına belirtilen ilgi düzeylerinin sektör ve yıl olarak ölçümü hedeflenmiştir. Yapılan araştırma sonuçlarına göre, muhasebe bilgilerinin işletme piyasa değerinin ortaya çıkmasında belirleyici bir değişken olduğu gözlemlenmiştir.

Dontoh vd. (2004), ilgili çalışmada, Rasyonel Beklentiler Teorisi modelinden kaynaklanan teorik bir öngörüü test etmiştir. Çalışma bilgi temelli olmayan işlemlerin artması nedeniyle pay fiyatlarındaki düşüşün muhasebe bilgileri üzerindeki etkisinin azaldığını göstermektedir.

Barth vd. (2001), yaptıkları çalışmada, değer ilişkisi araştırmasının, sermaye yatırımcıları tarafından kullanılan muhasebe bilgilerinin ne kadar iyi yansıtıldığı ve değerlendirdiğine ilişkin görüşleri ortaya koymuştur.

### **1.3.3. Nakit Akışları ve Değer İlişkisi**

Ahmadi vd. (2018), yaptıkları çalışmada Tunus Borsası’nda kote edilmiş firmaların defter değeri, kazançları ve firmaların öz kaynak değeri arasındaki ilişkiyi incelemiştir. Çalışma örnekleminde 2010-2016 yılları arasında Tunus Menkul

Kıymetler Borsası'nda bulunan 24 banka, Ohlson (1995) modeli kullanılarak incelenmiştir. Defter değeri, kar ve nakit akışlarının firma değeri ile pozitif bir ilişkisi olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

Güleç ve Karacaer (2018), finansal performans ölçümlerinin pay kazançları ile olan ilişkisini kurumsal yaşam döngüsü teorisi kapsamında incelemiştir. 2006 yılından 2014 yılına kadar olan dönemde BİST'de kayıtlı 153 finansal olmayan şirketin seçildiği araştırmada Anthony ve Romesh (1992) tarafından geliştirilen değer ilişkisi modeli kullanılmıştır. Yapılan araştırma sonucunda satış, büyüme hızı, sermaye harcamaları ve kazançlar arasında pozitif yönlü değer ilişkisinin olduğu görülmüştür.

Ragab ve Charrani (2018), Mısır Menkul Kıymetler Borsası ve Beyrut Borsasında listelenen bankaların işletme nakit akımlarının değer ilişkisini incelemiştir. Çalışmada her iki piyasadan toplamda 73 banka gözlemi kullanılarak Ohlson (1995) modeli ile test edilmiştir. Elde edilen bulgulara göre, nakit akımlarının piyasada bilgilendirici içeriğe sahip olduğu ve pay fiyatları ile arasında pozitif yönde bir bağlantının bulunduğu sonucuna ulaşılmıştır.

Güleç (2017), Türkiye'de etkinlik gösteren işletmelerin pay bilgilerini farklı bir açıdan değerlendirmek için firma yaşam eğrisi aşamalarında karların ve nakit akış temelli bilgilerin nispi değer ilişkisini incelemiştir. Çalışmada 2006 yılından başlayarak 2014 yılına kadar olan dönemde BİST'de kayıtlı 153 şirket kullanılmıştır. Çalışma sonucunda elde edilen bilgilere göre, karın firma yaşam eğrisi aşamalarında, nakit akışları ve kazançlar üzerinde daha yüksek değer ilişkisine sahip olduğu ve yatırım faaliyetlerinden en açıklayıcı bileşenin nakit akışları olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

#### **1.3.4. Kurumsal Yönetim ve Değer İlişkisi**

Güngör ve Güney (2019), kurumsal yönetim performansının pay kazançları üstündeki etkisini incelemiştir. Çalışma, 2010-2017 dönemlerini kapsamakta olup uygulanan panel veri analizi yöntemi sonucunda kurumsal yönetim ile pay kazançları arasında pozitif bir ilişki olduğu belirlenmiştir.

Karakılıç ve Vuran (2019), Borsa İstanbul'da faaliyet gösteren halka açık firmaların kurumsal yönetim değişkenleri ve firma değeri arasındaki ilişkiyi analiz etmiştir. Panel veri analizinin kullanıldığı çalışmada, 2013 yılı ve 2016 yılları arasında

BİST 100 ve BİST XKURY’de bulunan 78 firma seçilmiştir. Araştırmada ulaşılan bulgulara bakılarak, kurumsal yönetim uygulamaları ile bağımlı değişken olan firma performans değişkenleri (öz sermaye kazancı ve aktif kazanç) arasında güçlü bir ilişki olmadığı, ancak aktif karlığı ile kurumsal yönetim uygulamaları arasında pozitif bir ilişki olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

Kömeçoğlu ve Vuran (2018), ilgili araştırmada 2012 yılı ile 2016 yılı arasında BIST XKURY endeksinde bulunan ve çeşitli sektörlerde işlem gören 72 firmanın kurumsal yönetim uygulamalarının firma karlılığına yararı panel veri analizi yöntemiyle incelenmiştir. Çalışmada elde edilen bulgulara göre kurumsal yönetim ve firmanın piyasa değeri arasında anlamlı bir ilişki olduğu görülmüştür.

Shan (2015), kazanç yönetiminin değer ilişkisi düzeyini düşürüp düşürmediğini ve iyi bir kurumsal yönetimin kazanç yönetimini sınırlandırıp sınırlandırmadığını araştırmıştır. Veriler 2001 yılı ve 2005 yılı arasında Şangay SSE 180 ve Shenzhen SSE 100’de listelenen 1.012 adet firmadan oluşmaktadır. Ohlson modelinin kullanıldığı çalışmada kazanç yönetimi yapan şirketler için değer ilişkisi düzeyinin negatif etkisinin kazanç yönetimi olmayan şirketlere göre daha büyük olduğu ve iyi kurumsal yönetim uygulamalarına sahip şirketlerin kazanç yönetimini kısıtlama olasılığının daha yüksek olduğu görülmüştür.

Iatridis (2013), çevresel raporlama puanı ile kurumsal yönetim arasındaki ilişkiyi incelemiştir. Çalışma örneklemini 2005 ve 2011 yılları arasında Malezya Borsasında bulunan çevreye duyarlı 529 adet şirket oluşturmaktadır. En küçük kareler yönteminin kullanıldığı çalışmada, çevresel açıklamaların, çevresel performans ve kurumsal yönetimle pozitif bir bağlantısı olduğu görülmüş ve çevresel açıklama kalitesi ile çevre dostu politikaların benimsenmesinin yatırımcı algılarıyla pozitif olarak ilişkili olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

Jamaluddin vd. (2009), ilgili çalışmada kurumsal yönetim yeniliklerinin, Ohlson modeli kullanılarak öz kaynak defter değeri ve kazançların değere olan ilgisini incelemiştir. Çalışma örneklemini, 1999 ile 2001 yılları arasında Bursa Malezya Borsasında faaliyet gösteren Yönetim Kurulu şirketleri oluşturmaktadır. Çalışma mali tablolarında raporlanan öz kaynak defter değeri ve kazançların, Malezyalı firmaların öz kaynaklarının değerlendirilmesine dair bulgular sunmaktadır.

### 1.3.5. Değer İlişisini Konu Alan Diğer Çalışmalar

Ahmadi ve Bouri (2018), Tunus Borsası'nda listelenen finansal sektörde faaliyet gösteren firmaların defter değeri ve pay fiyatlarındaki kazancın değer ilişkisini incelemişlerdir. 2010 yılı ve 2015 yılı arasında Tunus Borsası'nda bulunan 24 şirket seçilerek panel regresyon tekniğinin uygulandığı çalışma sonucunda pay ve defter değeri arasında istatistiki olarak pozitif bir ilişkinin söz konusu olduğu görülmektedir.

Ali vd. (2018), pay piyasalarında, ekonomik belirsizliğin olduğu dönemlerde kurumsal risk açıklamalarının firma değeri üzerindeki etkilerini incelemiştir. Çalışma örnekleminde 2009 yılında Malezya Borsasında yer alan 117 şirket kullanılmış ve yöntem olarak Ohlson modeli tercih edilmiştir. Araştırma sonucunda, risk açıklamaları ile firmaların pay fiyatı arasında anlamlı bir ilişki bulunamamıştır.

Attia vd. (2018), finansal raporlama dönemlerindeki gecikmelerin geçmiş ve şimdiki kazançların gelecekteki kazançlar için ilgi düzeyini artırıp artırmadığını araştırmıştır. Örnekleme, 1999-2014 yılları arasında 12 MENA ülkesinde listelenmiş 104 bankadan oluşmaktadır. Çalışma sonucunda finansal raporlamadaki gecikme ile mevcut getiri ve gelecekteki getiriler arasında olumlu bir ilişki olduğu gözlemlenmiştir.

Kerr (2018), daha fazla vergi uygulamasının değer ilişkisi düzeyini artırdığına dair literatüre katkıda bulunmak amacıyla yaptığı çalışmada, vergi uygulamalarının değer ilişkisi düzeyinin, ülkeden ülkeye değişen bir yapıya sahip olduğu ve vergi sistemlerinin bir fonksiyonu olduğunu tespit etmiştir.

Özer ve Çam (2016), ilgili çalışmada Borsa İstanbul'da işlem gören sanayi şirketleri bağlamında temel muhasebe değişkenlerinin ve beşeri sermaye göstergelerinin önemini incelemiştir. Çalışma örneklemi, 2004 yılı ile 2014 yılları arasında BİST'de bulunan halka açık sanayi şirketlerinin verilerinden oluşmaktadır. Çalışma sonucunda, Ohlson modele eklenen beşeri sermayenin Türkiye bağlamına uygun olduğunu ve firma değerinin açıklanamayan varyasyonunun önemli bir kısmını ortaya koyduğu belirlenmiştir.

Köse ve Gürkan (2014), çalışmalarında, firmaların diğer kapsamlı gelirinin pazar değerinin açıklanması konusunda finansal tablo kullanıcılarına faydalı bilgi verip vermediğini araştırmıştır. Kapsamlı gelir raporlaması ile firmaların piyasa değeri ilişkisi Ohlson modeli kullanılarak, 2008 ve 2013 yıllarının birinci çeyrek dönemleri arasında

BIST-BANKA ve BIST-SINAI endekslerinde işlem gören 37 şirket üzerinde değerlendirilmiştir. Yapılan çalışmada, firmaların pazar değeri ve kapsamlı gelir raporlaması arasında anlamlı bir ilişki olduğu görülmüştür.

Oliveira vd. (2010), çalışmalarında 1998 yılından 2008 yılına kadar Portekiz Menkul Kıymetler Borsasında yer alan şirketlerin finansal tablolarında rapor edilen maddi olmayan duran varlık ve şerefiye tutarlarının değer ilişkisini incelemiştir. Çalışma örneklemini Portekiz Menkul Kıymetler Borsası'nda listelenen 354 adet şirketten oluşmaktadır. Çalışma sonucunda maddi olmayan duran varlıkların değerinin pay fiyatı ile büyük ölçüde ilişkili olduğu tespit edilmiştir.

Song vd. (2010), 157 sayılı Finansal Muhasebe standartlarına göre, gerçeğe uygun değer ölçümlerinde kullanılan bilgi kaynağını üç seviyede incelemiştir. Çalışma, bankacılık sektörü ile sınırlı olup, 2008 yılının ilk üçeyreğini kapsamaktadır. Çalışmada, 157 sayılı Finansal Muhasebe standardı uyarınca, gerçeğe uygun değer ölçümlerinin uygunluğunun desteklendiği fakat zayıf kurumsal yönetim mekanizmalarının bu önlemlerin uygunluğunu azalttığı görülmüştür.

Kallapur ve Kwan (2002), 33 İngiliz şirketinin marka varlıklarının güvenilirliğini ve markaların sermaye miktarına verilen pay fiyat tepkisini incelemiştir. Çalışma sonucunda marka varlıklarının piyasa değeriyle ilişkili olduğu görülmüştür.



## **İKİNCİ BÖLÜM**

### **KURUMSAL YÖNETİM**

Bu bölümde kurumsal yönetim kavramının tanımı yapılmış olup tarihsel gelişimi, ortaya çıkış nedenleri, kurumsal yönetim ilkeleri, Türkiye’de ve dünyada kurumsal yönetimin gelişim aşamalarından bahsedilmiştir.

## 2.1. KURUMSAL YÖNETİMİN TANIMI

Kurumsal yönetim, İngilizce “Corporate Governance” kelimesinin Türkçe mealidir. “Governance” kelimesi kontrol etmek, yöneltmek fonksiyonlarını kapsamaktadır ve bu aktiviteler kuşkusuz kar hedefi olan ya da olmayan birimlerin tamamı tarafından yerine getirilmektedir. “Corporate” kelimesi ise diğer birimlere ait değil, firmalara ait uygulamalara katkı sağladığını göstermektedir (Kula, 2006: 12).

1970’li yıllarda Amerika’da başlayan kurumsal yönetim çalışmaları, 1990’lı yıllara gelindiğinde Japonya, Almanya ve İngiltere gibi ülkelere de yayılmıştır (Terzi, 2012: 137; akt. Terzi, Şen ve Solak, 2014: 192).

2002 yılında Türkiye Sanayici ve İş İnsanları Derneği (TÜSİAD) tarafınca hazırlanan Kurumsal Yönetim En İyi Uygulama Kodu: Yönetim Kurulunun Yapısı ve İşleyişi raporunda yer alan tanımlamaya bakılarak kurumsal yönetim, genel anlamda çağdaş yaşamda insanların bir misyona ulaşabilmek için oluşturduğu bir kurumun yönetiminin belirli ilkeler dahilinde düzenlenmesidir. Dar anlamıyla ise, bir kurumun beşeri ile mali sermayeyi çekmesine, dinamik bir şekilde çalışmasına ve böylelikle ait olduğu toplumun değerlerine saygı gösterirken uzun dönemde de hissedarlarına ekonomik değer yaratmasına olanak sağlayan her türlü yönetmelik, kod, kanun vb. uygulamaları ifade etmektedir (TÜSİAD, 2002: 9).

Özetle kurumsal yönetim, yalnızca şirkete yön vermede etkili olan yönetim kurulunun uyması gereken kurallardan değil, tüm hak sahipleri tarafından da uyulması gereken ilkelere oluşmuş bir yönetim biçimi olarak tanımlanmaktadır (Ataman vd., 2017: 163).

## 2.2. KURUMSAL YÖNETİMİN TARİHSEL GELİŞİMİ

Dünyada kurumsal yönetim ile ilgili birçok çalışma yapılmıştır. Ülkelerin politik ve kültürel ortamları, hissedarlık yapıları ve işletme tarzlarının farklı olması

nedeniyle kurumsal yönetim alanındaki çalışmalar her ülkede farklı kurumlar tarafından yapılmıştır (Özsoy, 2011: 55-56).

### 2.2.1. Dünyada Kurumsal Yönetimin Tarihsel Gelişimi

Kurumsal yönetim, karmaşık yapıda ve büyük sermayeli şirketlerin yoğunlukta bulunduğu ABD’de ortaya çıkmıştır. 1930’lu yıllarda yaşanmış olan ekonomik bunalımdan sonra firma teorileriyle ilgili çalışmalarda terim olarak kurumsal yönetim kavramına değinilmemiş olsa da, kurumsal yönetimle yakından bağlantılı olan temsil sorunu hakkında araştırmalar yapılmaya başlanmıştır. Kurumsal yönetim kavramına ilk olarak, 1932 yılında Berle ve Means’in yazdığı “The Modern Corporation and Private” adlı eserde yer verilmiştir (Doğan, 2007; akt. Pekin, 2011: 7).

Hansman ve Kraakman (2000) (aktaran Gürbüz ve Ergincan; 2004: 16)’a göre 1950’lerdeki ABD’nin yönetici temelli modeli, Almanya’nın beraber karar vermeyi temel alan çalışmalara özgü yönetim modeli, Asya ülkeleri ve Fransa’da gerçekleştirilen devlete özgü modelde olduğu gibi firma varlığının korunmasına bağlı modeller başarısızlıkla sonuçlanmıştır. Buna bağlı olarak uluslararası piyasalarda hissedar merkezli yönetim modellerinin ortaya çıktığı görülmüştür.

Tarihsel gelişime bakıldığında kurumsal yönetim kavramını oluşturan ve ilerlemesini sağlayan öğeler şu şekilde sıralanır (Şimşek, 2019: 159-160):

- Globalleşme,
- Uluslararası sermaye işlemlerinin hızlanması,
- Teknoloji alanında meydana gelen ilerlemeler,
- Sermayedar sayısındaki artış ve çeşitlilik,
- Özel sektör firmalarının piyasadaki öneminin artması,
- İşletme skandalları,
- Finansal krizler,
- Kurumsal yatırımcılar,
- Mülkiyet yoğunluğu.

Kurumsal yönetimin gelişiminde rol almış olaylar ile bu alanda yapılmış olan çalışmalar aşağıdaki tabloda kronolojik olarak özetlenmiştir.

**Tablo 2.1:** Kurumsal Yönetimin Tarihsel Gelişimi

Yıl	Olay
1600	East India şirketinin, sahiplik ve kontrolü birbirinden ayıran yönetim kurulu yapısı modelini uygulamaya başlanması. (Birleşik Krallık ve Hollanda)
1776	Adem Smith'in "Milletlerin Zenginliği" adlı eserinde firmaların yönetimin üzerindeki kontrolünün zayıf olduğuna dikkat çekmesi. (Birleşik Krallık)
1844	İlk anonim şirket kanununun yürürlüğe girmesi. (Birleşik Krallık)
1931	Berle ve Means'in "Modern Şirketler ve Özel Mülkiyet" adlı çalışmasının yayımlanması. (Amerika Birleşik Devletleri)
1933-1934	1933'te Menkul Kıymetleri düzenleyen ve kayıt beyanı özelliği taşıyan kanunun çıkartılması. 1934 yılında ilk kez düzenleyici otorite Hisse Senetler ve Borsa Kurulu (SEC)'e denetleme izni veren kanunun yürürlüğe girmesi. (Amerika Birleşik Devletleri)
1968	Avrupa Birliği'nin (AB), ilk şirketler hukuku yönergesini kabul etmesi.
1990-1991	İngiltere'de Polly Pack (1,3 milyar sterlin zarar), Maxwell ve Bank of Credit and Commerce International (480 Milyon sterlin) adlı büyük şirketlerin iflası, sermayedarları korumak için daha iyi kurumsal yönetim uygulamaları çağrısında bulunulması (Birleşik Krallık)
1992	Cadbury Komitesinin kurumsal yönetimle alakalı rapor düzenlemesi ile ilk kurumsal yönetim kodunun yayımlanması, 1993 yılında İngiltere borsasında kotalı firmalara "uygula yahut uygulamıyorsan açıkla" yaklaşımı temelinde kurumsal yönetim uygulamalarını açıklama zorunluluğunun getirilmesi. (Birleşik Krallık)
1994	Kral Raporu'nun yayımlanması (Güney Afrika)
1994-1995	Rutteman, Greenbury ile Hampel raporlarının yayımlanması. (Birleşik Krallık)
1995	Vianot Raporu'nun yayımlanması. (Fransa)
1996	Peters Raporu'nun yayımlanması. (Hollanda)
1998	Birleşik Kodun yayımlanması. (Birleşik Krallık)
1999	Ekonomik İşbirliği ve Kalkınma Örgütü'nün (OECD), uluslararası seviyede ilk kurumsal yönetim ilkelerini yayımlaması.
1999	İç kontrol konusunda Trumbull kılavuzunun yayımlanması. (Birleşik Krallık)
2001	Amerikan borsasında bulunan yedinci en büyük şirket Enron'un iflası. (Amerika Birleşik Devletleri)
2001	AB'de Avrupa Menkul Kıymet Piyasalarının düzenlenmesi üzerine Lamfalussy Raporu'nun düzenlenmesi.
2002	Alman Kurumsal Yönetim Kodu'nun yayımlanması. (Almanya)
2002	Amerika Birleşik Devletleri'nde Enron'un iflası ve başka firma skandallarını önlemek amacıyla "Sarbanes-Oxley Act" yasasının çıkarılması ve Avrupa'da şirket hukuku reformu üzerine Winter Raporu'nun yayımlanması. (Avrupa Birliği)
2003	İcrada görevli olmayan yönetim kurulu üyeleri ile ilgili Higgs Raporunun yayımlanması. (Birleşik Krallık)
2004	Parmalat şirket skandalının ortaya çıkışı. (İtalya)
2004	OECD Kurumsal Yönetim İlkelerinin güncellenmesi.
2008	Küresel finansal krizin ortaya çıkması, Lehman Brothers'ın iflas etmesi, Madoff usulsüzlüğü ve diğer şirket skandallarının ortaya çıkışı.
2012	İngiltere'nin 2010 yılına ait Yönetim Kanununu değiştirmesi.
2015	2008 ekonomik krizinden sonra OECD'nin Kurumsal Yönetim İlkelerini yeniden gözden geçirmesi ve güncelleyerek yayımlaması. (Fransa)
2018	İngiltere'nin Haziran 2018'de kurumsal yönetim kodunda revizyonlar yayımlaması. Revizyonlar arasında yeni yasayla halka açık 900 şirketin yönetim ve çalışanlar arasındaki ücret oranının açıklanmaya zorlanması.

**Kaynak:** IFC, 2010: 11-13; IFC, 2018: 34-35

### 2.2.2. Türkiye’de Kurumsal Yönetimin Tarihsel Gelişimi

Türkiye, kurumsal yönetim çalışmalarına diğer ülkelere nazaran daha sonra başlamıştır. İngiltere ve ABD’de finansal krizler sonucu kurumsal yönetim çalışmalarına başlanmış olup, Türkiye’deki çalışmaların ise 2001 yılında ortaya çıkan ekonomik kriz ve ardından bankalardaki usulsüz kredi işlemlerinin ortaya çıkması sonrası hız kazandığı söylenebilir (Doğan, 2007; akt. Aktaş, 2017: 45).

Türkiye’de kurumsal yönetimin hukuki yapısı, Türk Ticaret Kanunu, Sermaye Piyasası Kanunu ve SPK kurumsal yönetim ilkeleri ile belirlenmektedir (Özsoy, 2011: 67). Bu durum diğer ülkelerdeki kurumsal yönetim ilkelerinin uygulanmasıyla benzerlik göstermektedir. Kurumsal yönetim ilkeleri ilk olarak halka açık firmalara özgü uygulama veya açıkla ilkesi ile Türkiye’de hayata geçirilmiştir (Yamak ve Ertuna, 2012; akt. Ataman vd., 2017: 167).

Türkiye’de kurumsal yönetim düşüncesinin yerleşmesi için kurumlar tarafından çok fazla yasal düzenleme ile çalışma programı yapılmıştır. Bu çalışmalar aşağıdaki tabloda kronolojik olarak özetlenmiştir.

**Tablo 2.2:** Kurumsal Yönetimin Tarihsel Gelişimi (Türkiye)

Yıl	Olay
2002	“Kurumsal Yönetim: En İyi Uygulama Kodu” rehberinin TÜSİAD tarafından yayımlanması.
2003	SPK tarafından Kurumsal Yönetim İlkelerinin yayımlanması. “Sermaye Piyasalarında Derecelendirme Faaliyeti ve Derecelendirme Kuruluşlarına İlişkin Esaslar Tebliği” (Seri: VIII, No: 40) SPK tarafından yayımlanması. (2006 yılında Seri:VIII, No:47 tebliğ ile değiştirildi.)
2004	SPK’nın İMKB’de bulunan şirketlerin kurumsal uyum raporlarının, faaliyet raporları içinde yer almasını ve internet sitelerinde uyum raporlarını içeren bir yatırımcı ilişkileri bölümünün açılmasını zorunlu kılması.
2005	SPK’nın OECD Kurumsal Yönetim İlkelerinde meydana gelen değişikliklerden sonra Kurumsal Yönetim İlkelerini güncellemesi. TKYD ile Boston Consulting Group tarafından “Türkiye Kurumsal Yönetim Haritası” araştırma raporunun yayımlanması.
2006	BDDK’nın bankalar için hazırladığı Kurumsal Yönetim İlkeleri Yönetmeliğinin yayımlanması. OECD tarafından yapılan “Corporate Governance in Turkey: A Plot Study çalışmasının sonuçlarının açıklanması.
2007	SPK tarafından “Sermaye Piyasalarında Derecelendirme Faaliyeti ve Derecelendirme Kuruluşlarına İlişkin Esaslar Tebliği’nin” (Seri: VIII, No:51) güncellenmesi ve yayımlanması. İMKB tarafından “Kurumsal Yönetim Endeksi’nin” hesaplanmaya başlanması.
2008	TKYD ve Gesellschaft für Konsumforschung – Tüketici Araştırmaları Topluluğu işbirliğinde “Kurumsal Yönetim Algı Araştırması Raporu’nun” hazırlanması.
2009	“Özel Durumların Kamuya Açıklanmasına İlişkin Esaslar Tebliği’nin” SPK tarafından yayımlanması.
2011	6102 sayılı “Türk Ticaret Kanunu’nun” TBMM’de kabul edilmesi ve Resmi Gazetede yayımlanması. (1 İlkelerinin Belirlenmesine ve Uygulanmasına İlişkin Tebliğ” (Seri:IV, No:54,56,57) ile “SPK Kurumsal Yönetim İlkeleri Ekinin” yayımlanması.
2012	“Kurumsal Yönetim İlkelerinin Belirlenmesi ve Uygulanmasına İlişkin Tebliğ’de Değişiklik Yapılmasına Dair Tebliğ’in” (Seri: IV, No:60) SPK tarafından yayımlanması ve BIST’te işlem gören bankalar için yıl sonunda yürürlüğe girmesi.
2014	SPK tarafından hazırlanan ve 3 Ocak’ta 28871 sayılı Resmi Gazetede yayımlanan II-17.1 sayılı “Kurumsal Yönetim Tebliği’nin” yürürlüğe girmesi.
2019	Türk Ticaret Kanunu ve SPK Kurumsal Yönetim Tebliği II-17,1 uyarınca şirketlerin Uyum Raporu Formatı ile Kurumsal Yönetim Bilgi Formu’nun genel kurul toplantı tarihinden en az üç hafta önce olmak üzere, yıllık faaliyet raporları ile aynı tarihte ve yıllık finansal raporlarını KAP’a ilan süresini geçirmeden duyurmasını gerektiren tebliğin yayımlanması.

**Kaynak:** Aktaş, 2017: 45-46; SPK, 2019: 6.

### 2.3. KURUMSAL YÖNETİMİN ÖNEMİ

Kurumsal yönetimin önemi, 1980’li yıllardan başlayarak dünyanın çeşitli yerlerinde yaşanan uluslararası finansal krizler, yolsuzluklar ile şirket skandallarının yaşanmasına bağlı olarak gün geçtikçe artmaktadır (Ataman vd., 2017: 164). Aşağıda kurumsal yönetimin önemini artıran olaylar başlıklar halinde sıralanmış ve kısaca açıklanmıştır.

### 2.3.1. Finansal Krizler

1997’lerde Uzak Doğu ülkelerinde başlayan krizin büyüyerek etkisinin bütün dünyada hissedilmesi, Amerika’da Enron ve Avrupa’da Parmalat skandallarına neden olmuştur. Buna bağlı olarak şirketlerdeki kurumsal yönetim uygulamaları önem kazanmaya başlamıştır. 1997 krizinden sonra Sarbanes-Oxley Yasası 2002 yılında yürürlüğe girmiş ve bu yasa kurumsal yönetimin önemini daha da arttıran bir düzenleme olmuştur (Kula, 2006: 12).

Dünya Bankası ve Uluslararası Para Fonu (IMF) raporlarına göre, 1997 yılında yaşanan Asya krizinin en önemli nedenlerinden biri de devlet ve özel sektörün birbirine çok yakın olması, muhasebe ile raporlama standartlarına gereken önemin verilmemesi ve özel sektörün yeterince şeffaf yönetilmemesi olarak gösterilmektedir (Mesutoğlu, 2008: 36).

Türkiye’de 2001-2002 yıllarında gerçekleşen ekonomik kriz, ekonomik problemlerin yanında şirketlerin neden olduğu bir sorun bulunduğunu göstermiş ve buna bağlı olarak kurumsal yönetim önem kazanmaya başlamıştır. Zira yaşanan krizlerin nedenleri arasında kötü şirket yönetimi ve şirketlerde etkili bir denetim mekanizmasının olmaması gibi sebepler ilk sıralarda yer almıştır (Dağlı, 2009; akt. Aktaş, 2017: 39).

### 2.3.2. Küreselleşme

Teknolojik gelişmeler sonucunda, sermaye hareketleri açısından dünyada sınırların bir önemi kalmamıştır. Günümüzün şirketleri ve devletleri sağladıkları finansman olanakları ile kendi iç pazarlarında sınırlı kalmayıp uluslararası pazarlara yayılmakta, fonlar ve yatırımcılar gün geçtikçe uluslararası bir nitelik kazanmaktadır. Gelişen bu teknoloji sayesinde, yatırımcılar 24 saat boyunca farklı ülke piyasalarında yatırım yapabilmekte, firmalar farklı ülkelerden pay veya menkul kıymetler ihraç edebilmekte, finansal araçlarda çeşitlilik artmakta, artan rekabet sonucu piyasalar revize edilerek uluslararası entegrasyona gidilmektedir. Buna bağlı olarak artan rekabet ortamında ülkeler ve şirketler, uluslararası sermayeden pay alabilmek için her türlü uluslararası iş birliğine gitmektedir (Özsoy, 2011: 47-48).

### 2.3.3. Özel Sermayenin Gücünün Artması

1980’li yıllardan beri dünyada yayılan özelleştirme uygulamaları kurumsal yönetimin öneminin artmasına neden olmuştur. Ekonomik alanda faaliyet gösteren devlet kuruluşlarının özel mülkiyete geçmesiyle birlikte finansal piyasalara sermaye tedariki ve şirket evliliklerine yönelmeleri kurumsal yönetim uygulamalarının öneminin artmasının bir diğer nedenidir (Aktan, 2013: 163).

Örneğin, Alman firması olan SGL Carbon AG’nin 1992 yılında 71 milyon dolardan fazla zarara uğraması sonucunda tekrardan yapılanma kapsamında kurumsal yönetim yapısında birtakım değişiklikler yapmıştır. Bu değişiklikler; Amerika’da gözlenen şeffaf muhasebe uygulamalarını benimsemek ve resmi dilini İngilizceye çevirerek pay senetlerini New York Borsası’na kote etmek şeklinde gerçekleşmiştir. Bu değişiklikler sonucunda 1995 yılında şirket satışları 159 milyon doların üstüne çıkmış ve bu iyileşme üst yönetim tarafından kurumsal yönetim kapsamında yapılan değişikliklere bağlanmıştır (Rubach ve Sebor, 1998: 167; akt. Kula, 2006: 49-50).

### 2.3.4. Şirket Skandalları

Dünyanın gelişmiş ve en büyük sermaye piyasalarına sahip, kurumsal yönetim uygulamalarının kolaylıkla pratiğe dökülebildiği Amerika Birleşik Devletleri’nde; World.com ile Enron gibi önemli şirketlerin iflası ve şirket skandalları yaşanmıştır. Bu sorun, kurumsal yönetim uygulamalarındaki eksiklikleri öne çıkararak, daha duyarlı yasal düzenlemeler yapma ihtiyacını ortaya çıkarmıştır (Çetinkaya, 2014: 7).

1997 yılında çıkan Asya finansal krizinin piyasalarda yaşattığı olumsuz etki kurumsal yönetime olan ilgiyi artırmıştır. İşletmelerin kaynaklarını kötü kullanmaları ve bu durumun kurumsal olarak dışarıdan gözlenememesi krizin boyutlarının büyümesine neden olmuştur. Bu durum şeffaflık ve hesap verebilirlik gibi kurumsal yönetim ilkelerinin dünya çapında kabul edilmesini sağlamıştır (Turan ve Bayyurt, 2013: 29-30).

## 2.4. KURUMSAL YÖNETİM İLKELERİ

Dünya genelinde yaşanan ekonomik krizler, şirket skandalları, küreselleşme vb. gibi olaylar sonucunda OECD Bakanlar Kurulu tarafından ilk kez 1999 yılında kurumsal yönetim ilkeleri yayımlanmış ve dünya genelinde bir referans kaynağı haline

gelmiştir. Yayımlanan bu ilkeler sayesinde kurumsal yönetim anlayışı gündemde tutulmuş, hem OECD üye ülkeler, hem de diğer ülkeler için yol gösterici olmuştur. OECD Kurumsal Yönetim Yönlendirme Grubu aracılığıyla üye ülkelerin kurumsal yönetim uygulamalarında karşılaştığı problem ile bu problemlere yönelik alınan çözüm önerilerine ilişkin kapsamlı bir çalışma yapmıştır. Buna bağlı olarak 2004 yılında OECD, ilkeleri yeniden düzenleyerek yayımlamıştır (Deloitte ve TKYD, 2006: 1).

Ülkemizde SPK'nın 2003 yılında yayımladığı kurumsal yönetim ilkeleri, 2004 yılında OECD aracılığıyla yapılan değişikliğe bağlı olarak 2005 yılında yeniden düzenlenmiştir (Özsoy, 2011: 75).

Kurumsal yönetimle ilgili birçok çalışma gerçekleştirilmiştir. Yapılan bu çalışmalara göre, kurumsal yönetim modelinin ülkeden ülkeye farklılık göstereceği açıktır. Buna göre oluşturulacak model için ülkeye yönelik koşullar da dikkate alınmalıdır. Ancak tüm dünyaca onaylanmış kurumsal yönetim yaklaşımları, eşitlik, şeffaflık, hesap verebilirlik ve sorumluluktur (SPK, 2005: 2).

#### **2.4.1. Eşitlik İlkesi**

Eşitlik ilkesi, hissedarların şirket bünyesindeki önemine ilişkin hakları ve eşit işlem görmeleri konusundaki prensipler, hissedarların kardan pay alma hakkı, oy kullanma hakkı, inceleme ve bilgi alma hakkı ile azınlık haklarını detaylı bir şekilde düzenlemektedir. Ayrıca hissedarlara bağlı kayıtların güvenli olarak tutulması ve payların kolaylıkla devri ve satışını amaçlamaktadır (Özsoy, 2011: 74).

OECD Kurumsal Yönetim İlkeleri, eşitlik ilkesini aşağıdaki iki maddeye bağlı olarak incelemektedir (TKYD, 2006: 4):

- Kurumsal yönetim çerçevesi, hissedarlık haklarının kullanılabilmesini kolaylaştırmalı ve bu hakları savunmalıdır. Bu maddeye göre mülkiyet sahibi olarak tanınan hissedarlar, şirketteki menfaatlerini sürdürme ya da elden çıkarma hakkına sahiptir.
- Kurumsal yönetim çerçevesi, azınlık ve yabancı hissedarları ayırt etmeksizin, bütün hissedarlara eşit bir şekilde yaklaşılması gerektiğini teminat altına almalıdır. Bütün hissedarlar hak ihlali olması sonucunda yeterli telafi ya da tazminat hakkına sahip olmalıdır. Bu maddeye göre hissedar haklarının, şirket

yöneticileri veya yönetim kurulu üyelerine karşı hukuki olarak korunmasını amaçlamaktadır.

#### **2.4.2. Şeffaflık İlkesi**

Şeffaflık ilkesine göre yatırımcılar, şirketlerin finansal durumu, faaliyet raporları ve ortaklık yapısındaki değişiklikler gibi konular hakkında kamuoyu ticari sır ve etik kurallar çerçevesinde bilgilendirilir. Kar payı dağıtım politikası, finansal raporlar ve faaliyet raporları şirketlerin internet sitesi aracılığı ile yatırımcıların kullanımına sunulur (TÜSİAD, 2005: 34).

Şeffaflık ilkesine göre kamuoyuna sunulacak olan bilgilerin aşağıdaki özelliklerde olması gerekmektedir (Çetinkaya, 2014: 8):

- Anlaşılır ve net olmalıdır,
- Açıklanan bilgi doğru olmak zorundadır,
- Bilgi tarafsız olarak sunulmalı ve yatırımcıyı yanıltmamalıdır,
- Tam olarak sunulmalıdır,
- Bilgi yatırımcılar tarafından analiz yapmaya imkan sağlayacak özellikte olmalıdır,
- Düşük maliyetle sunulmalıdır,
- Kolayca ulaşılmalıdır.

Şeffaflık ilkesinin uygulanmasında karşılaşılan olumsuz durum muhasebe standartlarının ülkeden ülkeye değişiklik göstermesidir. Buna bağlı olarak mali tablolar karşılaştırılabilir olmaktan uzaklaşmıştır. Bu probleme çözüm olarak AB 2005 yılından başlayarak tüm halka açık şirketlerde Uluslararası Muhasebe Standartları Komitesi aracılığıyla yayımlanan UFRS gereğince konsolide mali tablolarının hazırlanmasını zorunlu tutmuştur (TKYD, 2006: 5).

#### **2.4.3. Hesap Verebilirlik İlkesi**

Hesap verebilirlik ilkesi, pay sahiplerine ve anonim şirket tüzel kişiliğine karşı yönetim kurulu üyelerinin şirket faaliyetleri hakkında hesap vermekle sorumlu olduğunu belirtir. Şeffaflık ilkesiyle arasındaki fark, hesap verebilirlik ilkesinin sadece faaliyet sonrasını kapsamı içine almasıdır (Pamukçu, 2011: 136).

Bu ilke, yönetim kurulunun tepe yönetim başarımlarını bağımsız bir şekilde izlemesini ve tepe yöneticilerinin hissedarlar karşısında hesap verebilirliğinin güvencesini sağlamaktadır. Bir başka deyişle, tepe yönetim ile yönetim kurulu arasında aktif bir iş bölümü, kurumsal yönetimde hesap verebilirlik ilkesinin vazgeçilmez koşuludur (TKYD, 2006: 5).

#### **2.4.4. Sorumluluk İlkesi**

Sorumluluk ilkesi, anonim şirket adına yapılan bütün çalışmaların yasalara, ana sözleşmeye ve şirket içindeki düzenlemelere uygun olup olmadığının şirket yönetimi tarafından denetlenmesini gerektiğini belirtir (SPK, 2005: 3). Bu ilke, şirket pay sahiplerine göre değer yaratırken toplumsal değerleri yansıtan kanun ve düzenlemelere uyum sağlayacak şekilde etkinlik göstermesini de ifade etmektedir (TKYD, 2006: 5).



## **ÜÇÜNCÜ BÖLÜM**

**DEĞER İLİŞKİSİ VE KURUMSAL YÖNETİM: BORSA İSTANBUL  
KURUMSAL YÖNETİM ENDEKSİ ÜZERİNE BİR UYGULAMA**

### **3.1. ÇALIŞMANIN AMACI VE KAPSAMI**

Bu çalışmanın amacı Borsa İstanbul Kurumsal Yönetim Endeksi'nde (BİST XKURY) yer alan firmaların pay fiyatını etkileyen pay başına kazanç, net varlık değeri ve kurumsal yönetim unsurları ile ilgili değer ilişkisini incelemektir.

Çalışma, 2019 yılı içinde BİST XKURY endeksinde yer alan 28 firmanın 2008-2018 yılları arasındaki verilerini kapsamaktadır. BİST Kurumsal Yönetim Endeksi'nin hesaplanmaya başlandığı tarihin 31 Ağustos 2007 olması nedeniyle analize başlangıç tarihinin 2008 yılı olmasına karar verilmiştir. Bunun yanı sıra, diğer birçok çalışmada olduğu gibi finans sektöründe faaliyet gösteren firmalar çalışmanın kapsamı dışında tutulmuştur. Çalışmada Kurumsal Yönetim Endeksi'nde yer alan firmaların seçilmesindeki amaç, literatürde bu yönde bir boşluğun olması ve buradaki firmaların veri yönünden güvenilir, karşılaştırılabilir ve istikrarlı olmasıdır. Yani Kurumsal Yönetim Endeksi'nde yer alan firmalar, Kurumsal Yönetim uygulamalarına bağlı uygulamaları yıllık faaliyet raporlarında düzenli bir şekilde vermekte ve bu çalışmada yapılacak olan analizler için tutarlı bir altyapı sunmaktadır.

### **3.2. VERİ VE ARAŞTIRMADA KULLANILAN DEĞİŞKENLER**

BİST XKURY endeksinde 2019 tarihi itibarıyla 49 firma yer almaktadır. BİST XKURY'de yer alan bu 49 firmadan finans sektöründe faaliyet gösteren firmalar çıkarıldıktan sonra, kalan 28 firmaya ait 2008-2018 yılları verilerine ulaşılmıştır. Bu bağlamda, araştırmaya dahil edilen firmalar Tablo 3.1'de gösterilmektedir. Firmalara ilişkin verilere, Kamuyu Aydınlatma Platformu internet sitesinden ve firmaların faaliyet raporlarından ulaşılmıştır. Yıl sonu pay fiyatları ise, İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin internet sitesinden elde edilmiştir.

**Tablo 3.1:** Araştırmaya Dahil Edilen Firmalar

No	Kod	Firma Adı
1	AKSA	AKSA AKRİLİK KİMYA SANAYİİ A.Ş.
2	AEFES	ANADOLU EFES BİRACILIK VE MALT SANAYİİ A.Ş.
3	ARCLK	ARÇELİK A.Ş.
4	ASELS	ASELSAN ELEKTRONİK SANAYİ VE TİCARET A.Ş.
5	AYGAZ	AYGAZ A.Ş.
6	BTCIM	BATIÇİM BATI ANADOLU ÇİMENTO SANAYİİ A.Ş.
7	CCOLA	COCA-COLA İÇECEK A.Ş.
8	DOAS	DOĞUŞ OTOMOTİV SERVİS VE TİCARET A.Ş.
9	ENJSA	ENERJİSA ENERJİ A.Ş.
10	ENKAI	ENKA İNŞAAT VE SANAYİ A.Ş.
11	EREGL	EREĞLİ DEMİR VE ÇELİK FABRİKALARI T.A.Ş.
12	HURGZ	HÜRRİYET GAZETECİLİK VE MATBAACILIK A.Ş.
13	IHEVA	İHLAS EV ALETLERİ İMALAT SANAYİ VE TİCARET A.Ş.
14	LOGO	LOGO YAZILIM SANAYİ VE TİCARET A.Ş.
15	MGROS	MİGROS TİCARET A.Ş.
16	OTKAR	OTOKAR OTOMOTİV VE SAVUNMA SANAYİ A.Ş.
17	PRKME	PARK ELEKTRİK ÜRETİM MADENCİLİK SANAYİ VE TİCARET A.Ş.
18	PGSUS	PEGASUS HAVA TAŞIMACILIĞI A.Ş.
19	PETUN	PINAR ENTEGRE ET VE UN SANAYİİ A.Ş.
20	PINSU	PINAR SU VE İÇECEK SANAYİ VE TİCARET A.Ş.
21	PNSUT	PINAR SÜT MAMULLERİ SANAYİİ A.Ş.
22	TATGD	TAT GIDA SANAYİ A.Ş.
23	TOASO	TOFAŞ TÜRK OTOMOBİL FABRİKASI A.Ş.
24	TUPRS	TÜPRAŞ-TÜRKİYE PETROL RAFİNERİLERİ A.Ş.
25	PRKAB	TÜRK PRYSMIAN KABLO VE SİSTEMLERİ A.Ş.
26	TTKOM	TÜRK TELEKOMÜNİKASYON A.Ş.
27	TTRAK	TÜRK TRAKTÖR VE ZİRAAT MAKİNELERİ A.Ş.
28	VESTL	VESTEL ELEKTRONİK SANAYİ VE TİCARET A.Ş.

Çalışmada kullanılan değişkenler; pay fiyatı, pay başına düşen net varlık değeri, pay başına kazanç, yönetim kurulu hacmi, CEO ikiliği, yönetim kurulu başkan cinsiyeti, yönetim kurulu bağımsız üye oranı, yönetim kurulu kadın üye oranı ile yönetim kurulunda bulunan yabancı üye oranı [Agostino vd. (2010), Fiador (2013), Kayalidere (2013), Shan (2015), Maigoshi vd. (2017), Ahmadi vd. (2018), Kömeçoğlu ve Vuran (2018), Kouki (2018), Özçelik (2018), Ragap ve Caharrani (2018), Shreyes ve Growda (2018), Karakılıç ve Vuran (2019)] çalışmalarından alınmıştır. Pay fiyatı çalışmanın bağımlı değişkeni iken, diğer tüm değişkenler bağımsız değişken olarak belirlenmiştir. Kurumsal yönetim değişkenleri, iyi kurumsal yönetim önlemlerinin yöneticilerin paydaşlar lehine etkin izleme ve kontrol algısı yoluyla payların piyasa fiyatını etkilediği varsayımına dayanarak dahil edilmiştir. Araştırmada kullanılan değişkenlere ilişkin açıklamalar Tablo 3.2’de yer almaktadır.

**Tablo 3.2:** Araştırmada Kullanılan Değişkenler

Değişken Adı	Açıklama	Sembol
<b>Bağımlı Değişken</b>		
Pay Fiyatı	Yıl Sonu Pay Fiyatı	PF
<b>Bağımsız Değişken</b>		
Pay Başına Kazanç	Net Kar / Pay Sayısı	PBK
Pay Başına Düşen Net Varlık Değeri	(Toplam Varlıklar – Toplam Yükümlülükler) / Pay Sayısı	NAV
Yönetim Kurulu Hacmi	Yönetim Kurulunda Bulunan Toplam Üye Sayısı	YKH
CEO İkiligi	Genel Müdürün Aynı Zamanda Yönetim Kurulu Başkanı Olması	CD
Yönetim Kurulu Başkan Cinsiyeti	Yönetim Kurulu Başkan Cinsiyeti	YBC
Yönetim Kurulu Bağımsız Üye Oranı	Yönetim Kurulunda Yer Alan Bağımsız Üye Sayısının Toplam Yönetim Kurulu Üye Sayısına Oranı	BUO
Yönetim Kurulu Kadın Üye Oranı	Yönetim Kurulunda Yer Alan Kadın Üye Sayısının Toplam Yönetim Kurulu Üye Sayısına Oranı	KUO
Yönetim Kurulu Yabancı Üye Oranı	Yönetim Kurulunda Yer Alan Yabancı Üye Sayısının Toplam Yönetim Kurulu Üye Sayısına Oranı	YUO

### 3.3. METODOLOJİ

Bu çalışmada pay başına kazanç, pay başına düşen net varlık değeri ile kurumsal yönetim değişkenlerinin pay fiyatı üzerindeki etkisini test etmede panel veri analizi yöntemi kullanılmıştır.

#### 3.3.1. Panel Veri Analizine İlişkin Bilgiler

Zaman boyutuna sahip yatay kesit veri modelleri kullanılarak ekonomik ilişkilerin tahmin edildiği yöntem panel veri analizi adı verilmektedir. N sayıda birim ve T sayıda gözlemden oluşan panel verilerde çoğunlukla, yatay kesit birim sayısının (N) dönem sayısından (T) fazla olması durumuyla karşılaşılmaktadır. Panel veri modelinin basitçe gösterimi aşağıdaki gibidir (Tatoğlu, 2018: 2-4):

$$Y_{it} = \alpha_{it} + \beta_{it}X_{it} + u_{it} \quad i=1,\dots,N ; t=1,\dots,T$$

Bu modelde;

Y: Bağımlı Değişken

X: Bağımsız Değişken

$\alpha$ : Sabit Parametre

$\beta$ : Eğim Parametreleri

u: Hata Terimi

i: Birimler

t: Zaman

Panel veri analizi sabit etkiler modeli ile tesadüfi etkiler modeli olmak üzere başlıca iki model üzerinden yürütülmektedir.

### 3.3.1.1. Sabit Etkiler Modeli

Sabit etkiler modeli birim veya zaman içinde farklılık gösteren değişkenlerin etkisini analiz etmek için kullanılır. Sabit etkiler regresyon modeli öngörü ve sonuç değişkenleri arasındaki ilişkiyi (şirket, ülke, cinsiyet, kişi vb.) araştırır (Reyna, 2007: 9).

Sabit etkiler modelinin denklemi;

$$Y_{it} = \beta_1 X_{it} + \alpha_i + u_{it}$$

Y= Bağımlı Değişken

$\beta$ = Katsayı

X= Bağımlı Değişken

$\alpha$ = (i-1...n) Her bir varlık için bilinmeyen kesişim

u= Hata Terimi

### 3.3.1.2. Tesadüfi Etkiler Modeli

Sabit etkiler modelinde zaman ile yatay kesit verilerine bağlı olarak meydana gelen farklılıklar, modelde hata teriminin bir bileşeni olarak adlandırılmaktadır. Sabit etkiler modelinin kolay bir şekilde uygulanabilmesinin yanısıra çok sayıda birim sözkonusu ise modelde çoğu zaman serbestlik derecesi sorunu ortaya çıkmaktadır. Buna bağlı olarak,  $\alpha_i$ 'nin rassal olduğu farzedilirse, model tesadüfi etkiler modeli ile sunulur

ve serbestlik derecesi sorunu da ortadan kalkmış olur (Baltagi, 1995: 13; akt. Pazarlıoğlu ve Gürler, 2007: 38).

Sabit ile tesadüfi etkiler arasındaki en önemli ayırım, gözlemlenemeyen bireysel etkinin modeldeki regresörlerle ilişkili olan öğeleri içerip içermediğidir (Greene, 2003: 632; akt. Pazarlıoğlu ve Gürler, 2007: 38).

Panel veri modeli tekrar ele alındığı zaman;

$$Y_{it} = \beta_0 + \beta_1 X_{1it} + \beta_2 X_{2it} + \dots + \beta_k X_{kit} + v_{it}$$

Birim etkinin sabit olmamasından kaynaklı olarak tesadüfi etkiler modelinde sabit parametre içinde değil, tesadüfi olduğu için hata payı içinde yer almaktadır. Modelin hata terimi (Tatoğlu, 2018: 103);

$$V_{it} = u_{it} + \mu_i$$

şeklinde gösterilmektedir.  $u_{it}$  artık hataları ifade ederken,  $\mu_i$  birimler arasındaki değişmeyi ve birim farklılıklarını ifade etmektedir. Tesadüfi etkiler modeli  $u_{it} + \mu_i$  ifadesi nedeniyle, hata bileşenli model olarak da adlandırılmaktadır ve bu varsayıma göre (Tatoğlu, 2018: 103);

$$Y_{it} = \beta_{0i} + \beta_{1i} X_{1it} + \beta_{2i} X_{2it} + \dots + \beta_{ki} X_{kit} + \mu_i + u_{it}$$

ya da,

$$Y_{it} = \beta_{0i} + \sum_{k=0}^K \beta_k X_{kit} + (\mu_i + u_{it})$$

olarak ifade edilir. Bununla birlikte  $Y_{it}$ 'nin  $X_{it}$ 'ye koşullu varyansı,

$$\sigma_v^2 = \sigma_u^2 + \sigma_\mu^2$$

şeklinde ifade edilmektedir.

### 3.4. ÇALIŞMA BULGULARI VE DEĞERLENDİRME

Bu bölümde 2008-2018 yılları arasında BİST XKURY'de bulunan 28 firmanın verilerine dayanarak STATA 13 programından yararlanılarak panel veri analizi yöntemi ile analiz edilmekte, sonuç ve değerlendirmelere yer verilmektedir. Analizde üç model bulunmaktadır. Model 1'de pay başına kazanç ve pay başına düşen net varlık değerinin

pay fiyatı üzerindeki etkisi incelenmektedir. Model 2’de ise, kurumsal yönetim değişkenlerinin pay fiyatı üzerindeki etkisi araştırılmaktadır. Son olarak Model 3’te ilk iki modelde yer alan değişkenlerin tamamının pay fiyatı üzerindeki etkisi değerlendirilmektedir. Çalışmada kullanılan bu modeller aşağıdaki gibidir:

$$PF_{it} = \beta_0 + \beta_1 PBK_{it} + \beta_2 NAV_{it} + v_{it} \quad (\text{Model 1})$$

$$PF_{it} = \beta_0 + \beta_1 YKH_{it}^2 + \beta_2 CD_{it} + \beta_3 YBC_{it} + \beta_4 BUO_{it} + \beta_5 KUO_{it} + \beta_6 YUO_{it} + v_{it} \quad (\text{Model 2})$$

$$PF_{it} = \beta_0 + \beta_1 PBK_{it} + \beta_2 NAV_{it} + \beta_3 YKH_{it}^2 + \beta_4 CD_{it} + \beta_5 YBC_{it} + \beta_6 BUO_{it} + \beta_7 KUO_{it} + \beta_8 YUO_{it} + v_{it} \quad (\text{Model 3})$$

Modellerde;

$PF_{it}$ : t döneminde i firmasının pay fiyatı

$PBK_{it}$ : t döneminde i firmasının pay başına kazancı

$NAV_{it}$ : t döneminde i firmasının pay başına düşen net varlık değeri

$YKH_{it}^2$ : t döneminde i firmasının yönetim kurulu hacminin karesi

$CD_{it}$ : t döneminde i firmasının CEO ikiliği

$YBC_{it}$ : t döneminde i firmasının yönetim kurulu başkan cinsiyeti

$BUO_{it}$ : t döneminde i firmasının yönetim kurulu bağımsız üye oranı

$KUO_{it}$ : t döneminde i firmasının yönetim kurulu kadın üye oranı

$YUO_{it}$ : t döneminde i firmasının yönetim kurulu yabancı üye sayısı

$V_{it}$  : hata terimi

Analizde ilk olarak F istatistiğine bakılmış ve sabit etkiler modelinin kullanılabilirliği test edilmiştir. Daha sonra tesadüfi etkiler (random etkiler) modelinin kullanılabilirliğine Breuch-Pagan Lagrange Multiplayer (LM) testi kullanılarak bakılmıştır. Son olarak ise, sabit ve tesadüfi etkiler modellerinden hangisinin kullanılacağına Hausman testi ile karar verilmiş ve uygulamada tesadüfi etkiler yöntemi tercih edilmiştir.

### 3.4.1. Değişkenlere İlişkin Tanımlayıcı İstatistikler

Çalışmada panel veri analizine başlamadan önce, panel veri analizinde kullanılan bağımlı ve bağımsız değişkenlere ait bazı tanımlayıcı istatistikler aşağıdaki tabloda gösterilmektedir.

**Tablo 3.3:** Değişkenlere İlişkin Tanımlayıcı İstatistikler

Değişken	Toplam Gözlem Sayısı	Ortalama	Std. Sapma	Minimum	Maksimum
PF	284	12,3411	18,9789	0,29	124
PBK	284	1,0355	1,9260	-4,6149	15,2206
NAV	284	6,7175	7,4680	-48,2101	41,8405
YKH	284	8,9260	2,2505	3	16
CD	284	0,0070	0,0837	0	1
YBC	284	0,8133	0,3902	0	1
BUO	284	0,2212	0,1505	0	0,5714
KUO	284	0,1136	0,1115	0	0,5
YUO	284	0,1238	0,1854	0	0,8333

Tablo 3.3'te görüldüğü üzere toplam gözlem sayısı 284'tür. Tabloda her bir değişkene ait ortalama değer, standart hata, değişkenlere ait minimum ve maksimum değerler gösterilmektedir. Tablo incelendiğinde firmaların pay fiyatları 0,29 kuruş ile 124 TL arasında değişmektedir. Diğer değişkenlerin ortalama değerlerine bakıldığında; pay başına kazancın 1,04 TL, pay başına düşen net varlık değerinin ise 6,72 TL olduğu görülecektir. Analize dahil edilen şirketlerin yönetim kurullarında minimum 3, maksimum 16 üye bulunmaktadır. Firmaların yaklaşık %1'inde CEO hem yönetim kurulu başkanı, hem de genel müdürdür. Firmaların yönetim kurulu başkanlarının %81'inin erkek olduğu, yönetim kurullarının %22'sinin bağımsız üye, %11'inin kadın üye, %12'sinin de yabancı üyeden oluştuğu görülmektedir.

### 3.4.2. Değişkenlere İlişkin Korelasyon Analizi

Değişkenler arasındaki ilişkinin gösterilmesinde ve yorumlanmasında korelasyon katsayılarından yararlanılmaktadır. Korelasyon katsayısının değeri iki değişken arasındaki ilişkinin derecesini göstermektedir. Bu dereceler aşağıdaki gibi sıralanabilir:

- 1,00 → Tam ilişki
- 0,80-1,00 → Çok güçlü ilişki
- 0,60-0,80 → Güçlü ilişki
- 0,40-0,60 → Orta derecede ilişki
- 0,20-0,40 → Zayıf ilişki
- 0,00-0,20 → Aşırı zayıf ilişki

**Tablo 3.4:** Korelasyon Analizi Tablosu

	PF	PBK	NAV	YKH	YKH <sup>2</sup>	CD	YBC	BUO	KUO	YUO
PF										
PBK	0,682*** 0,000	1,000								
NAV	0,493*** 0,000	0,628*** 0,000	1,000							
YKH	0,315*** 0,000	0,323*** 0,000	0,332*** 0,000	1,000						
YKH <sup>2</sup>	0,335*** 0,000	0,367*** 0,000	0,360*** 0,000	0,986*** 0,000	1,000					
CD	-0,043 0,465	-0,029 0,624	-0,029 0,627	-0,053 0,369	-0,052 0,380	1,000				
YBC	0,209*** 0,000	0,125** 0,034	0,058 0,325	0,241*** 0,000	0,251*** 0,000	0,040 0,498	1,000			
BUO	0,224*** 0,000	0,067 0,260	0,240*** 0,000	0,023 0,694	0,031 0,598	0,062 0,261	0,075 0,206	1,000		
KUO	- 0,265*** 0,000	-0,149** 0,011	-0,103* 0,082	- 0,270*** 0,000	- 0,268*** 0,000	0,145** 0,014	- 0,439*** 0,000	0,112* 0,057	1,000	
YUO	0,068 0,251	-0,008 0,881	-0,052 0,383	0,161*** 0,006	0,156*** 0,008	-0,056 0,344	0,227*** 0,000	- 0,161** 0,006	- 0,422*** 0,000	1,000

\*\*\*,\*\*, \* sırasıyla %1, %5 ve %10 düzeyinde anlamlılığı göstermektedir.

Korelasyon tablosuna göre, bağımlı değişken olan pay fiyatı ile pay başına kazanç, net varlık değeri, yönetim kurulu hacmi, yönetim kurulu hacminin karesi, yönetim kurulu başkan cinsiyeti ve bağımsız üye oranı değişkenleriyle %1 düzeyinde pozitif, diğer taraftan kadın üye oranı değişkeni ile %1 düzeyinde negatif ve istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki olduğu görülmektedir. Pay fiyatı ve CEO ikiliği değişkeni arasında negatif; pay fiyatı ve yönetim kurulu yabancı üye oranı değişkeni arasında pozitif ve istatistiksel olarak anlamsız bir ilişki olduğu görülmektedir.

Korelasyon tablosundan elde edilen diğer bir bulguya göre, bağımlı değişken en yüksek düzeyde pay başına kazanç değişkeni ile ilişkilidir. Bu ilişkinin nedeninin,

şirketlerin pay başına karının arttığı dönemlerde pay fiyatlarındaki artış olduğu tahmin edilmektedir. Bununla birlikte bağımsız değişkenler arasındaki ilişkiye bakıldığında en yüksek korelasyonun 0,628 değeri ile pay başına düşen net varlık değeri ile pay başına kazanç değişkenleri arasında olduğu görülmektedir. Bu ilişkinin nedeninin de firmaların pay başına düşen net varlık değerindeki artışın doğal olarak pay başına kazancı artırmasıdır.

Panel veri regresyon analizi yapılmadan önce bağımsız değişkenler arasındaki yüksek korelasyon derecesi nedeniyle ortaya çıkacak olan çoklu doğrusal bağlantı sorunu test edilmektedir. Bu sorunun tespit edilmesinde çeşitli yöntemler kullanılmaktadır. Bu yöntemlerden biri varyans artırıcı faktör (Variance Inflation Factor- VIF) olup çalışmada çoklu doğrusal bağlantı sorununun tespit edilmesinde kullanılmaktadır. VIF değerinin 4 ve 4'ten büyük olması halinde regresyon modelinde bulunan değişkenlerde çoklu doğrusal bağlantı sorununun var olduğu kabul edilmektedir (Yıldız ve Demireli, 2019: 423). Tablo 3.5'te bağımsız değişkenlere ilişkin VIF değerleri gösterilmektedir. Bu tablo incelendiğinde, en yüksek VIF değerinin 1,85 ile pay başına düşen net varlık değerinde (NAV) ve ortalama VIF değerinin de 1,40 olduğu görülmektedir. Elde edilen değerler, 4'ten küçük olduğu için çalışmada kullanılan modelde çoklu doğrusal bağlantı sorunu bulunmamaktadır.

**Tablo 3.5:** Varyans Artırıcı Faktör Değerleri

Değişken	VIF	1/VIF
NAV	1,85	0,5393
PBK	1,75	0,5702
KUO	1,54	0,6478
YBC	1,33	0,7530
YKH <sup>2</sup>	1,31	0,7635
YUO	1,26	0,7948
BUO	1,13	0,8853
CD	1,04	0,9629
<b>Ortalama VIF</b>	<b>1,40</b>	

### 3.4.3. Panel Veri Modellerinin Tahmin Yöntemlerinin Belirlenmesi

Çalışmada pay başına kazanç ve pay başına düşen net varlık değerinin pay fiyatı üzerindeki etkisi (Model 1); kurumsal yönetim değişkenlerinin pay fiyatı üzerindeki etkisi (Model 2) ve pay başına kazanç pay başına düşen net varlık değeri ile kurumsal yönetim değişkenlerinin pay fiyatı üzerindeki etkisi (Model 3) şeklinde üç farklı model belirlenmiştir. Bu üç modelde hangi panel veri tahmin yönteminin uygun olduğu belirlemek amacıyla model belirleme testleri yapılmıştır.

İlk olarak F istatistiğine bakılmakta ve sabit etkiler modelinin kullanılabilirliği test edilmektedir. Daha sonra tesadüfi etkiler modelinin kullanılabilirliğine Breusch-Pagan Lagrange Çarpanı (LM) testi ile bakılmaktadır. Son olarak ise, sabit ve tesadüfi etkiler modellerinden hangisinin kullanılacağına Hausman testi yardımıyla karar verilmektedir.

Tablo 3.6’da üç modele ait F-Test istatistiği sonuçları verilmiştir.

**Tablo 3.6:** F Test Sonuçları

Modeller	Test İstatistiği	Olasılık Değerleri
Model – 1	F (27,252) = 9,48	Prob > F = 0,0000
Model – 2	F (27,248) = 12,90	Prob > F = 0,0000
Model – 3	F (27,245) = 9,48	Prob > F = 0,0000

Tablo 3,6’da sırasıyla Model 1, Model 2 ve Model 3 ile ilgili F-Test istatistiği sonuçları gösterilmektedir. Üç modelin de F-Test istatistiği sonucu sırasıyla 9,48, 12,90, 9,48’dir. F test istatistiğinin prob. değerlerinin 0,05’ten küçük (tüm modeller için 0,000’dır) olmasından dolayı birim etkilerin var olduğu anlaşılmaktadır. Bu nedenle, sabit etkiler modelinin çalışmada yer alan tüm modeller için kullanılabilir olduğu sonucuna varılmaktadır.

Model belirleme testlerinin ikincisi olan Breusch-Pagan Lagrange Çarpanı testi, tesadüfi etkiler modelinin kullanılıp kullanılmayacağını göstermektedir. Breusch-Pagan Lagrange Çarpanı testi ile panel veri analizinde tesadüfi etkinin olmadığını söyleyen sıfır hipotezine karşılık, alternatif hipotez test edilmektedir. Test sonucunda elde edilen istatistiklere göre sıfır hipotezi reddedilirse, anlamlı bir tesadüfi etkiler olduğu ve tesadüfi etkiler modelinin panel veri analizinde daha anlamlı sonuçlar vereceği sonucuna ulaşılır. Tablo 3,7’de üç model ile ilgili Breusch-Pagan Lagrange Çarpanı testi ile elde edilen sonuçlar yer almaktadır.

**Tablo 3.7:** Breusch-Pagan Lagrange Multiplier (LM) Test Sonuçları

Modeller	Ki-Kare İstatistiği	Olasılık Değeri	Karar
Model – 1	254,38	0,0000	Tesadüfi Etkiler
Model – 2	345,72	0,0000	Tesadüfi Etkiler
Model – 3	226,70	0,0000	Tesadüfi Etkiler

Tesadüfi etkiler modelinde; birim etkinin varlığını sınamak için kullanılan Breusch-Pagan Lagrange Çarpanı testi sonuçlarına göre, üç modelin ki-kare istatistikleri sırası ile 254,38, 345,72 ve 226,70 çıkmıştır. Bu sonuca göre, birim etkilerin varyansının sıfıra eşit olduğunu iddia eden sıfır hipotezi reddedilmekte ve tesadüfi etkiler modelinin kullanılabilir olduğu sonucuna ulaşılmaktadır.

Yapılan iki model belirleme testine göre F testi sabit etkiler modelinin uygun sonuçlar vereceğini, Breusch-Pagan Lagrange Çarpanı testi ise tesadüfi etkiler modelinin uygun sonuçlar vereceğini ifade etmektedir. Bu bağlamda model belirlemede üçüncü test olan ve sabit etkiler modeli ile tesadüfi etkiler modeli arasında en uygun modelin tercih edilmesini sağlayan Hausman testi sonuçlarına bakılmaktadır. Tablo 3.8’de üç modele ilişkin Hausman testi sonuçları yer almaktadır.

**Tablo 3.8:** Hausman Test Sonuçları

Modeller	Ki-Kare İstatistiği	Olasılık Değeri	Karar
Model – 1	1,06	0,5884	Tesadüfi Etkiler
Model – 2	3,41	0,7555	Tesadüfi Etkiler
Model – 3	5,30	0,7255	Tesadüfi Etkiler

Hausman testi sonuçlarına göre, her modele ilişkin olasılık değerlerinin (0,5884, 0,7555, 0,7255) 0,05’ten büyük olması, üç modelde de tesadüfi etkiler modelinin, sabit etkiler modelinden daha uygun sonuçlar vereceği açıktır.

#### 3.4.4. Tesadüfi Etkiler Modelinde Temel Varsayımlara İlişkin Testler

Tesadüfi etkiler modelinde, heteroskedasitenin varlığını test etmek amacıyla Breusch-Pagan Lagrange Çarpanı testi ile Levene, Brown ve Forsythe’nin testlerine bakılmaktadır (Tatoğlu, 2018: 234). Heteroskedasite, Gauss-Markov ve en küçük kareler yönteminin ana varsayımlarından biri olan “Hata terimi bütün gözlemler için sabit varyanslıdır.” varsayımından hareketle homoskedasite durumundan sapmayı ifade eden terimdir (Sümer, 2006: 18).

Tesadüfi etkiler modelinde otokorelasyonun varlığını test etmek içinse, Bharava, Franzini ve Narendranathan'ın Durbin-Watson testi ve Baltagi-Wu'nun yerel en iyi değişmez testlerine başvurulmaktadır. Her iki test için de kritik değerlerin 2'den küçük çıkması, modellerde otokorelasyonun varlığına işaret etmektedir (Tatoğlu, 2018: 238).

Modellerde heteroskedastinin varlığını araştıran Levene, Brown ve Forsythe testi ile otokorelasyonun varlığını araştıran Durbin-Watson ve Baltagi-Wu testi sonuçları Tablo 3.9'da verilmektedir.



**Tablo 3.9:** Tesadüfi Etkiler Modellerinde Heteroskedasite ve Otokorelasyon Testi Sonuçları

<b>Model – 1</b>				
<b>Heteroskedasite</b>		<b>Test İstatistiği</b>	<b>Otokorelasyon Testi</b>	<b>Test Değerleri</b>
Levane, Brown ve Forsythe Testi	W0	22,8476 (pr=0,0000)	Bhargava, Franzini ve Narendranathan Durbin Watson Testi	0,5178
	W50	14,1844 (pr=0,0000)		
	W10	21,4237 (pr=0,0000)		
			Baltagi-Wu LBI Testi	0,7359
<b>Model – 2</b>				
<b>Heteroskedasite</b>		<b>Test İstatistiği</b>	<b>Otokorelasyon Testi</b>	<b>Test Değerleri</b>
Levane, Brown ve Forsythe Testi	W0	13,7348 (pr=0,0000)	Bhargava, Franzini ve Narendranathan Durbin Watson Testi	0,5040
	W50	7,9134 (pr=0,0000)		
	W10	11,7975 (pr=0,0000)		
			Baltagi-Wu LBI Testi	0,7360
<b>Model – 3</b>				
<b>Heteroskedasite</b>		<b>Test İstatistiği</b>	<b>Otokorelasyon Testi</b>	<b>Test Değerleri</b>
Levane, Brown ve Forsythe Testi	W0	18,6422 (pr=0,0000)	Bhargava, Franzini ve Narendranathan Durbin Watson Testi	0,5503
	W50	12,0774 (pr=0,0000)		
	W10	17,4165 (pr=0,0000)		
			Baltagi-Wu LBI Testi	0,7438

Model 1 için tesadüfi etkiler modelinde heteroskedasitenin Levene, Brown ve Forsythe'nin test istatistikleri (W0, W50 ve W10) 27,254 serbestlik dereceli Snedecor F tablosu ile karşılaştırılmış, modelde heteroskedasite olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Bununla birlikte, Durbin-Watson (0,5178) ve Baltagi-Wu LBI (0,7359) testlerinin

istatistiki değerleri 2'den küçük olduğu için modelde otokorelasyon probleminin olduğu yorumu yapılabilir.

Model 2 ve Model 3 tesadüfi etkiler modellerinde de Model 1 ile aynı sonuçlar görülmekte ve her iki modelde heteroskedasite ile otokorelasyon probleminin olduğu sonucuna ulaşılmaktadır.

Üç modelde de hem heteroskedasite hem de otokorelasyon sorunu olduğu için kümelenmiş standart hataları elde edebilmek adına Arellano, Froot ve Rogers tahmincisi kullanılmıştır.

### 3.5. TESADÜFİ ETKİLER MODELİ SONUÇLARI

Çalışmada belirtilen üç modele ait sonuçlar aşağıdaki gibidir:

**Tablo 3.10:** Model 1 Pay Başına Kazanç ve Pay Başına Düşen Net Varlık Değerinin Pay Fiyatı Üzerindeki Etkisi

Değişkenler	Katsayı	Dirençli Std. Hata	z	P> z
PBK	5,2824	0,8884	5,95	0,000
NAV	0,2410	0,1626	1,48	0,138
_cons	5,3746	2,8221	1,90	0,057
R <sup>2</sup>	0,40			
Wald X <sup>2</sup>	43,29			

Tablo 3.10'da Model 1'e ilişkin tesadüfi etkiler modeli sonuçları verilmektedir. Pay başına kazancın, pay fiyatı üzerindeki etkisi, pozitifdir ve p değerinin %1'den küçük (p=0,000) olması bu iki değişken arasında istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki olduğunu göstermektedir. Pay başına kazançtaki %1'lik artış, pay fiyatını %5,28 oranında artırmaktadır.

Pay başına düşen net varlığa ilişkin p değerinin %10'dan büyük olması (p=0,138) nedeniyle pay fiyatı ile arasında istatistiksel olarak anlamlı bir sonuç bulunamamıştır.

Modelde R<sup>2</sup> değeri, pay başına kazanç bağımsız değişkeni pay fiyatı bağımlı değişkenini %40 oranında etkilediğini göstermektedir.

**Tablo 3.11:** Model 2 Kurumsal Yönetim Değişkenlerinin Pay Fiyatı Üzerindeki Etkisi

Değişkenler	Katsayı	Dirençli Std. Hata		P> z
			z	
YKH <sup>2</sup>	0,1557	0,0573	2,72	0,007
CD	-0,2486	5,6136	-0,04	0,965
YBC	-2,4193	2,1702	-1,11	0,265
BUO	25,2263	10,2150	2,47	0,014
KUO	-14,9286	15,8121	-0,94	0,345
YUO	9,4462	6,3434	1,49	0,136
_cons	-3,8680	6,0236	-0,64	0,521
R <sup>2</sup>	0,17			
Wald X <sup>2</sup>	14,80			

Tablo 3.11’de Model 2’nin tesadüfi etkiler test sonuçları verilmiştir. Yönetim kurulu hacminin karesi, yönetim kurulu hacminin pay fiyatı üzerinde doğrusal olmayan bir etkisinin olup olmadığını tespit etmek için modele dahil edilmektedir. Yönetim kurulu hacminin karesi pozitif katsayıya sahiptir ve bu katsayı %1 düzeyinde istatistiksel olarak anlamlıdır. Yönetim kurulu hacminde meydana gelen artışın pay fiyatı üzerinde daha güçlü bir etkiye sahip olduğu görülmektedir. Bu bulguya göre yönetim kurulu üye sayısının fazla olması, alınacak kararlar ile ilgili çeşitli uzmanlıklar ve verimli kararlar alınmasını ve bununla birlikte olumlu bir piyasa değerlemesini sağlamaktadır. Bu durumda firmaların yönetim kurulu sayısının artması pay fiyatlarını olumlu yönde etkilemektedir.

Yönetim kurulu bağımsız üye oranı pozitif katsayıya sahip ve p değerinin %5’den küçüktür (p=0,014). Bu sonuç, bu iki değişken arasında pozitif ve istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki olduğunu göstermektedir. Yönetim kurulu bağımsız üye oranında %1’lik artış, pay fiyatını %25,22 oranında artırmaktadır. Bu durumda firmanın yönetim kurulundaki bağımsız üye sayısını artırması pay fiyatlarını olumlu yönde etkilemektedir.

CEO ikiliği, yönetim kurulu başkanının cinsiyeti, yönetim kurulu kadın üye oranı ile yönetim kurulu yabancı üye oranı değişkenlerinin p değerinin %10’dan büyük olması nedeniyle bu değişkenlerin pay fiyatı üzerinde istatistiksel olarak anlamlı bir etkiye sahip olmadığı görülmektedir.

Modelde  $R^2$  değeri, yönetim kurulu hacminin karesi ve yönetim kurulu bağımsız üye oranı değişkenleri pay fiyatı bağımlı değişkenini %17 oranında etkilediğini göstermektedir.

**Tablo 3.12:** Model 3 Pay Başına Kazanç, Pay Başına Düşen Net Varlık Değeri ve Kurumsal Yönetim Değişkenlerinin Pay Fiyatı Üzerindeki Etkisi

Değişkenler	Katsayı	Dirençli Std. Hata	z	P> z
PBK	4,8896	0,8656	5,65	0,000
NAV	-0,0113	0,2186	-0,05	0,958
YKH <sup>2</sup>	0,0740	0,0283	2,61	0,009
CD	0,6397	4,2072	0,15	0,879
YBC	-2,7089	1,5557	-1,74	0,082
BUO	20,8957	11,6490	1,79	0,073
KUO	-18,6270	11,4755	-1,62	0,105
YUO	-2,0046	6,2951	-0,32	0,750
_cons	1,1448	3,6276	0,32	0,752
$R^2$	0,45			
Wald $X^2$	137,93			

Model 3'ün tesadüfi etkiler modeli test sonuçları Tablo 3.12'de yer almaktadır. Pay başına kazanç değişkeni pozitif katsayıya sahiptir ve bu katsayının p değerinin %1'den küçük ( $p=0,000$ ) olması nedeniyle pay başına kazancın pay fiyatı üzerinde istatistiksel olarak anlamlı pozitif bir etkiye sahip olduğu ileri sürülebilir. Bu bağlamda, pay başına kazançta meydana gelecek %1'lik bir artış, pay fiyatını %4,88 oranında artırmaktadır. Bu durumda yatırımcılar için oldukça önemli olan firmaların pay başına kazancında meydana gelen artışın pay fiyatını artırdığı görülmektedir.

Yönetim kurulu hacminin karesinin pay fiyatına etkisinin pozitif ve p değerinin %1'den küçük ( $p=0,009$ ) olması bu iki değişken arasında pozitif ve istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki olduğunu göstermektedir. Yönetim kurulu hacminde meydana gelen artışın pay fiyatı üzerinde daha güçlü bir etkiye sahip olduğu görülmekte ve büyük yönetim kurullarında daha verimli kararlar alınacağı sonucuna ulaşılmaktadır. Bu sonuca göre firmanın yönetim kurulu üye sayısındaki artış, pay fiyatını olumlu yönde etkilemektedir.

Yönetim kurulu başkan cinsiyeti değişkeninin katsayısı negatiftir ve bu katsayının p değeri %10'dan küçüktür ( $p=0,082$ ). Bu nedenle yönetim kurulu başkan cinsiyetinin pay fiyatı üzerinde %10 düzeyinde istatistiksel olarak anlamlı negatif bir etkiye sahip olduğu söylenebilir. Bu sonuca göre, yönetim kurulu başkanının erkek olması pay fiyatını negatif yönde etkilemektedir.

Yönetim kurulu bağımsız üye oranının katsayısı pozitifdir ve bu katsayı %10 düzeyinde istatistiksel olarak anlamlıdır ( $p=0,073$ ). Bu bulgu, yönetim kurulu bağımsız üye oranında meydana gelecek %1'lik bir artışın pay fiyatını %20,89 oranında artırabileceğini göstermektedir. Bu durumda firmaların yönetim kurulunda bulunan bağımsız üye sayısının artmasının yönetim kurulunda alınan kararların objektif, yapıcı ve mantıklı olmasını sağladığı ve şirketlerin pay fiyatını olumlu yönde etkilediği ileri sürülebilir.

Pay başına düşen net varlık değeri, CEO ikiliği, yönetim kurulu kadın üye oranı ve yönetim kurulu yabancı üye oranı değişkenlerinin p değerinin %10'dan büyük olması nedeniyle, pay fiyatı üzerinde istatistiksel olarak anlamlı bir etkiye sahip olmadıkları görülmektedir.

Modelde  $R^2$  değeri, pay başına kazanç, yönetim kurulu hacminin karesi, yönetim kurulu başkan cinsiyeti ve yönetim kurulu bağımsız üye oranı değişkenlerinin pay fiyatı bağımlı değişkenini %45 oranında etkilediği görülmektedir.

## SONUÇ VE ÖNERİLER

Yaşanan finansal krizler, gelişen teknoloji, firma skandallarının ortaya çıkması ile firma özelleştirmelerine olan önemin artması gibi olaylar sonucunda kurumsal yönetime olan önem artmış ve bu olaylar sonucunda tüm dünyada kabul gören kurumsal yönetim ilkeleri yayınlanmıştır. Firmaların bu ilkeler ışığında hareket etmesi piyasadaki değerlerini etkilediği görülmektedir. Literatürde değer ilişkisi ile ilgili birçok çalışma bulunmasına karşın pay fiyatı ile kurumsal yönetim değişkenlerinin değer ilişkisini ele alan çalışmaların yapılmamış olması çalışmanın literatüre katkısı ve özgünlüğüdür.

Bu çalışmada 2008-2018 yılları arasında BIST XKURY Endeksi'nde işlem gören firmaların pay fiyatını etkilemesi beklenen; pay başına kazanç, net varlık değeri ve kurumsal yönetim değişkenlerine ilişkin değer ilişkisi panel veri analizi yöntemi ile incelenmektedir.

Analizde, pay başına kazanç ve pay başına düşen net varlık değerinin pay fiyatı üzerindeki etkisi (Model 1), kurumsal yönetim değişkenlerinin pay fiyatı üzerindeki etkisi (Model 2) ve Model 1 ile Model 2'deki tüm bağımsız değişkenlerin pay fiyatı üzerindeki etkisi (Model 3) tesadüfi etkiler modeliyle tahmin edilmektedir.

Model 1'de pay başına kazancın pay fiyatı üzerindeki etkisi istatistiksel olarak anlamlı ve pozitifdir. Bu sonuç, pay başına karda meydana gelen bir artışın pay fiyatını da artıracaklarını göstermektedir. Bir diğer değişken olan pay başına net varlık değeri de pozitifdir ancak, istatistiksel olarak anlamlı değildir. Bu pozitif katsayı pay başına düşen net varlık değerinin arttıkça, pay fiyatının artacağı yönünde yorumlanabilir, fakat sonuç istatistiksel olarak anlamlı bulunmamıştır.

Model 2'ye göre, yönetim kurulu hacminin karesi ve yönetim kurulu bağımsız üye oranı değişkenlerinin pay fiyatı üzerindeki etkisi istatistiksel olarak anlamlı ve pozitifdir. Bu sonuç yönetim kurulu hacminin karesi ile bağımsız üye oranında meydana gelen bir artışın pay fiyatını artıracaklarını göstermektedir. CEO ikiliği, yönetim kurulu başkan cinsiyeti ve yönetim kurulu kadın üye oranı değişkenlerinin etkisi negatif ancak istatistiksel olarak anlamlı değildir. Bu sonuca göre değişkenlerde meydana gelecek bir azalma pay fiyatını arttırabilir fakat sonuçlar anlamlı bulunmamıştır. Son bağımsız değişken olan yönetim kurulu yabancı üye oranının işareti ise pozitifdir ancak bu değişkeninde pay fiyatı üzerinde istatistiksel olarak anlamlı bir ilişkiye sahip olmadığı

görülmektedir. İşaretin pozitif olması yabancı üye oranı arttıkça pay fiyatının artacağını göstermektedir fakat sonuç istatistiksel olarak anlamlı bulunmamıştır.

Model 3'e göre, pay başına kazanç, yönetim kurulu hacminin karesi ve yönetim kurulu bağımsız üye oranı değişkenleri istatistiksel olarak anlamlı ve pozitifdir. Bu sonuca göre pay başına kazanç, yönetim kurulu hacminin karesi ve bağımsız üye oranında meydana gelen bir artışın pay fiyatını artıracığı anlamına gelmektedir. Bir başka değişken olan yönetim kurulu başkanının cinsiyeti istatistiksel olarak anlamlı ve negatiftir. Yani firmalarda kadın yönetim kurulu başkanlarının olması halinde pay fiyatlarının artacağını söyleyebiliriz. Pay başına düşen net varlık değeri, yönetim kurulu kadın üye oranı ve yönetim kurulu yabancı üye oranı değişkenleri negatiftir ancak, bu değişkenler pay fiyatı üzerinde istatistiksel olarak anlamsız bir etkiye sahiptir. Yani bu değişkenlerde meydana gelecek bir azalmanın pay fiyatını artıracığı yönünde yorum yapılabilir fakat sonuçlar anlamlı bulunmamıştır. Diğer bir bağımsız değişken olan CEO ikiliği ise, pozitifdir ancak bu değişken de istatistiksel olarak anlamsızdır. Bu sonuca göre, CEO ikiliğinde meydana gelecek bir artışın pay fiyatını artıracığı yönünde yorum yapılabilir, fakat sonuç anlamsız bulunmuştur.

Çalışmadan elde edilen sonuçlar, pay başına kazanç ve bazı kurumsal yönetim unsurlarının (YKH<sup>2</sup>, YBC ve BUO) pay fiyatı üzerinde etkisinin olduğunu göstermektedir. Bu sonuçlara göre, Borsa İstanbul Kurumsal Yönetim Endeksi'nde işlem gören firmalarda daha verimli kararlar alınabilmesi için yönetim kurulunun büyütülmesi gerekmektedir. Bağımsız yönetim kurulu üyeleri, firmaların yönetim kurulu içinde kurulan denetimden sorumlu komitelerin başkanlıklarını yapmaktadır. Firmaların yönetim kurulu bağımsız üye sayılarını asgari düzeyde tutmak yerine artırması gerektiği düşünülmektedir. Ayrıca elde edilen bulgular, firma yönetim kurulunda kadın başkanın olması halinde pay fiyatlarının bundan pozitif yönde etkileneceğini göstermektedir. Norveç, geçmiş dönemlerde borsaya kaydedilen firmaların yönetim kurullarında %40 kadın üye bulundurma zorunluluğu getirmiştir (Karakılıç ve Vuran, 2019: 17). Bu uygulamayı birçok Avrupa Birliği ülkesi de kullanmaya başlamıştır. Bu sonuçlara göre firmaların yönetim kurullarında daha fazla kadın yöneticiye yer vermesi beklenmektedir. Çalışmadan elde edilen sonuçlar ve yorumlar piyasa katılımcıları, yatırımcılar ve karar vericiler açısından önemli ve anlamlı olduğu düşünülmektedir. Ayrıca değer ilişkisi ve kurumsal yönetim konusuyla ilgili

gelecek çalışmalarda, kurumsal yönetim yeniliklerinin öz kaynak defter değeri ile kazançlar arasındaki ilişkinin incelenmesinin literatüre katkı sağlayacağı düşünülmektedir.



## KAYNAKÇA

- Agostino, M., Drago, D., & Silipo, D. B. (2010). The Value Relevance of IFRS in The European Banking Industry. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 36(3): 437–457. <https://doi.org/10.1007/s11156-010-0184-1>
- Ahmadi, A., & Bouri, A. (2018). The Accounting Value Relevance of Earnings and Book Value: Tunisian Banks and Financial Institutions. *International Journal of Law and Management*, 60(2): 342–354. <https://doi.org/10.1108/IJLMA-11-2016-0131>.
- Ahmadi, A., Bouri, A., & Garraoui, M. (2018). The Value Relevance of Book Value, Earnings Per Share and Cash Flow: Evidence of Tunisian Banks and Financial Institutions. *International Academic Journal of Accounting and Financial Management*, 5(1): 47–56. <https://doi.org/10.1108/IJLMA-11-2016-0131>
- Akkaya, B. (2013). *Hisse senedi piyasasında muhasebe bilgilerinin firma değeri ile ilişkisi: İMKB üzerine bir inceleme* (Yayınlanmış Yüksek Lisans Tezi). Celal Bayar Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Manisa.
- Akkaya, B. ve Aktaş, H. (2013). Muhasebe Bilgilerinin Değer İlişkisinde Firmalara Özgü Faktörlerin Etkisi. *Atatürk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 17(3): 313–326.
- Aktan, C. C. (2013). Kurumsal Şirket Yönetimi. *Organizasyon ve Yönetim Bilimleri Dergisi*, 5(1): 150-191.
- Aktaş, F. (2017). *Finansal performans analizi: Borsa İstanbul kurumsal yönetim endeksinde yer alan firmalarda bir uygulama* (Yayınlanmış Yüksek Lisans Tezi). Atatürk Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Erzurum.
- Aktaş, H. (2009). *Hisse Senetleri Piyasasında Muhasebe Bilgilerinin Önemi: İMKB’de Değer İlişkisi Analizi*. Ankara: Gazi Kitabevi.
- Ali, M. M., Taylor, D., & Haron, N. H. (2018). Value Relevance of Risk Disclosure By Malaysian Public Listed Companies: The Contributing Effect of Ownership Structure. *Herald Namsca*, 1, 920–926.

- Anthony, J. H., & Ramesh, K. (1992). Association Between Accounting Performance Measures and Stock Prices. *Journal of Accounting and Economics*, 15, 203-227.
- Ataman, B. vd., (2017). Kurumsal Yönetim Algısı İle Kurumsal Yönetim Notu Arasındaki İlişkinin Analizi. *Maliye Finans Yazıları*, (107): 161-186.
- Ateş, S. (2018). Uluslararası Finansal Raporlama Standartlarına Zorunlu Uyum, Ulusal Yapısal Faktörler ve Muhasebe Bilgilerinin Değer İlişkisi. *OPUS Uluslararası Toplum Araştırmaları Dergisi*. <https://doi.org/10.26466/opus.479275>
- Attia, M., Lassoued, N. & Sassi, H. (2019). Financial Reporting Timeliness and The Value Relevance of Earnings: Evidence From Banks in The MENA Countries. *International Trade Journal*, 33(3): 277–301. <https://doi.org/10.1080/08853908.2018.1459212>
- Baltagi, B. H. (1995). *Econometric Analysis of Panel Data*. John Wiley and Sons Ltd, England
- Barth, M. E. (1991). Relative Measurement Errors Among Alternative Pension Asset and Liability Measures. *The Accounting Review*, 66, 433–463.
- Barth, M. E. (2000). Valuation-Based Accounting Research: Implications For Financial Reporting and Opportunities For Future Research. *Accounting and Finance*, 40(1): 7–32. <https://doi.org/10.1111/1467-629X.00033>
- Barth, M. E., Beaver, W. H. & Landsman, W. R. (2001). The Relevance of The Value Relevance Literature For Financial Accounting Standard Setting: Another View. *Journal of Accounting and Economics*, 31(1–3), 77–104. [https://doi.org/10.1016/S0165-4101\(01\)00019-2](https://doi.org/10.1016/S0165-4101(01)00019-2)
- Çam, İ. (2016). *İnsan sermayesi, ilişkisel sermaye, inovasyon sermayesi ve süreç sermayesinin firma değeri ile ilişkisi: BİST üzerine bir uygulama* (Yayınlanmış Yüksek Lisans Tezi). Gebze Teknik Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Gebze.
- Çetinkaya, F. (2014). *Bankalarda kurumsal yönetim ilkeleri ve BİST kurumsal yönetim endeksinde yer alan bankalar üzerine bir çalışma* (Yayınlanmış Yüksek Lisans Tezi). Marmara Üniversitesi, Bankacılık ve Sigortacılık Enstitüsü, İstanbul.

- Dağlı, H. (2009). *Sermaye Piyasası ve Portföy Analizi*. Trabzon: Derya Kitapevi.
- Deloitte. & TKYD. (2006). *Nedir Bu Kurumsal Yönetim?. Kurumsal Yönetim Serisi*, İstanbul.
- Doğan, M. (2007). *Kurumsal Yönetim*. Ankara: Siyasal Kitapevi.
- Dontoh, A., Radhakrishnan, S. & Ronen, J. (2004). The Declining Value Relevance of Accounting Information and Non-Information-Based Trading: An Empirical Analysis. *SSRN Electronic Journal*. <https://doi.org/10.2139/ssrn.230826>
- Easton, P. D. & Harris, T. S. (1991). Earnings as An Explanatory Variable For Returns. *Journal of Accounting Research*, 29(1): 19–36.
- Erbuğa, G. S. (2004). *UFRS kapsamında nakit akış oranları ile dupont oranlarının değer ilişkisi bakımından karşılaştırılması ve örnek bir uygulama* (Yayınlanmış Yüksek Lisans Tezi). Ankara Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Ankara.
- Ercan, M. K. ve Ban, Ü. (2010). *Değere Dayalı İşletme Finansı Yönetim*. Ankara: Gazi Kitapevi.
- Fiador, V. O. (2013). Corporate Governance and Value Relevance of Financial Information: Evidence From the Ghana Stock Exchange. *Corporate Governance (Bingley)*, 13(2): 208–217. <https://doi.org/10.1108/14720701311316689>
- Francis, J. & Schipper, K. (1999). Have Financial Statements Lost Their Relevance?. *Journal of Accounting Research*, 37(2): 319–352.
- Greene, W. H. (2003). *Economic Analysis*. Prentice Hall, New Jersey.
- Güleç, Ö. (2017). Nakit Akışları ve Kazançların Değer İlişkisi: Borsa İstanbul Uygulaması. *Muhasebe Bilim Dünyası Dergisi*, 19, 524–546.
- Güleç, Ö. ve Karacaer, S. (2018). Corporate Life Cycle Theory and Accounting Performance: Borsa İstanbul Case. *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, 265–280. Retrieved from <http://dergipark.gov.tr/download/article-file/453165>
- Güngör, B. ve Güney, G. (2019). Kurumsal Yönetim Performansının Hisse Senedi Getirileri ile İlişkisi: Türkiye Örneği. *Atatürk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 23(1): 37–66.

- Gürbüz, O. A. ve Ergincan, Y. (2004). *Kurumsal Yönetim Türkiye'deki Durumu ve Geliştirilmesine Yönelik Öneriler*. İstanbul: Literatür Yayınları.
- Hansman, H. & Kraakman, R. (2000). *The End of History For Corporate Law*. New York University Working Paper.
- Holthausen, R. W. & Watts, R. L. (2001). The Relevance of The Value-Relevance Literature For Financial Accounting Standard Setting. *Journal of Accounting and Economics*, 31(1-3): 3-75. [https://doi.org/10.1016/S0165-4101\(01\)00029-5](https://doi.org/10.1016/S0165-4101(01)00029-5)
- Iatridis, G. E. (2013). Environmental Disclosure Quality: Evidence On Environmental Performance, Corporate Governance and Value Relevance. *Emerging Markets Review*, 14(1): 55-75. <https://doi.org/10.1016/j.ememar.2012.11.003>
- International Finance Corporation-IFC. (2010). *Corporate Governance Manual Second Edition*.
- International Finance Corporation-IFC. (2018). *Indonesia Corporate Governance Manual Second Edition*.
- Jamaluddin, A., Mastuki, N. & Elmiza Ahmad, A. (2009). Corporate Governance Reform and The Value Relevance of Equity Book Value and Earnings in Malaysia. *Journal of Financial Reporting and Accounting*, 7(2): 41-59. <https://doi.org/10.1108/19852510980000003>
- Kallapur, S. & Kwan, S. Y. S. (2002). The Value Relevance and Reliability of Brand Assets Recognized By U.K. Firms. *Accounting Review*, 79(1): 151-172. <https://doi.org/10.2308/accr.2004.79.1.151>
- Karakılıç, A. B. ve Vuran, B. (2019). The Effect Of Corporate Governance Practices on Firm Value: Evidence From Turkey. *Muhasebe Enstitüsü Dergisi - Journal of Accounting Institute*, 17(60): 9-19. <https://doi.org/10.26650/med.2019476390>
- Karğın, M. ve Arıcı, N. D. (2015). Muhasebe Bilgilerinin Kalitesini Ölçmeye Yönelik Bir Çalışma: Borsa İstanbul Örneği. *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, (67), 1-22. <https://doi.org/10.25095/mufad.396571>
- Kayalıdere, K. (2013). Hisse Senedi Piyasasında Muhasebe Bilgilerinin Rolü: İMKB-Mali Sektör Üzerine Bir Uygulama. *İşletme Araştırmaları Dergisi*, 5(1): 130-151.

- Kerr, J. N. (2018). The Value Relevance of Taxes: International Evidence on The Proxy For Profitability Role of Tax Surprise. *Journal of Accounting and Economics* 67. <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2018.10.001>
- Kothari, S. P. (1999). Capital Markets Research In Accounting. *Journal of Accounting and Economics*, 31(1–3): 105–231. [https://doi.org/10.1016/S0165-4101\(01\)00030-1](https://doi.org/10.1016/S0165-4101(01)00030-1)
- Kouki, A. (2018). IFRS and Value Relevance : A Comparison Approach Before and After IFRS Conversion in The European Countries. *Journal of Applied Accounting Research*, 19(1): 60–80. <https://doi.org/10.1108/JAAR-05-2015-0041>
- Kömeçoğlu, E. ve Vuran, B. (2018). Kurumsal Yönetim İle Firma Karlılığı Arasındaki İlişki: Borsa İstanbul’ da Bir Uygulama. *Finans Ekonomi ve Sosyal Araştırmalar Dergisi*, 3, 704–713.
- Köse, Y. ve Gürkan, S. (2014). Diğer Kapsamlı Gelir İle İşletmenin Piyasa Değeri Arasındaki İlişki: Borsa İstanbul’da İşlem Gören Şirketlerde Bir Araştırma. *Muhasebe Bilim Dünyası Dergisi*, 16, 21–44.
- Kula, V. (2006). *Kurumsal Yönetim: Hissedar Korunması Uygulamaları ve Türkiye Örneği*. İstanbul: Papatya Yayıncılık.
- Landsman, W. (1986). An Empirical Investigation of Pension Fund Property Rights. *The Accounting Review* 61, 662–691.
- Lo, K., & Lys, T. (2000). The Ohlson Model: Contribution to Valuation Theory, Limitations, and Empirical Applications. *Journal of Accounting, Auditing and Finance*, 15(3): 337–367. <https://doi.org/10.1177/0148558X0001500311>
- Maigoshi, Z. S., Latif, R. A. & Kamardin, H. (2017). Change in Value-Relevance of Disclosed RPT Across Accounting Regimes: Evidence From Malaysia. *Research in International Business and Finance*, 44, 422–433. <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2017.07.114>
- Mesutoğlu, T. (2008). *Türk bankacılık sisteminde kurumsal yönetim ve bir uygulama* (Yayınlanmış Yüksek Lisans Tezi). Marmara Üniversitesi, Bankacılık ve Sigortacılık Enstitüsü, İstanbul.

- Mortensen, J. M. (2009). *Models In value relevance* (Published Master Thesis). University of Aarhus, Department of Economics and Management, Denmark.
- Ohlson, J. A. (1995). Earnings, Book Values, and Dividends in Equity Valuation. *Contemporary Accounting Research*, 11(2): 661–687.
- Okur, N. (2016). *Uluslararası finansal raporlama standartlarının Türkiye’de değer ilişkisi bakımından değerlendirilmesi: Borsa İstanbul üzerine bir uygulama* (Yayınlanmış Doktora Tezi). Hacettepe Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Ankara.
- Oliveira, L., Rodrigues, L. L. & Craig, R. (2010). Intangible Assets and Value Relevance: Evidence From The Portuguese Stock Exchange. *British Accounting Review*, 42(4): 241–252. <https://doi.org/10.1016/j.bar.2010.08.001>
- Özcan, A. (2017). Analysis of Value Relevance of Intangible Assets Under International Financial Reporting Standards: Evidence From Borsa Istanbul. *Mustafa Kemal University Journal of Social Sciences Institute*, 14(30): 364–377.
- Özçelik, H. (2018). Muhasebe Bilgisi Değer İlişkisi: BIST Gıda İçecek Sektörü Üzerine Bir Araştırma. *MANAS Sosyal Araştırmalar Dergisi*, 7, 26–28.
- Özer, G. ve Çam, İ. (2016). The Role of Human Capital in Firm Valuation: An Application on BIST. *Procedia - Social and Behavioral Sciences*, 235, 168–177. <https://doi.org/10.1016/j.sbspro.2016.11.012>
- Özsoy, Z. (2011). *Kurumsal Yönetim ve Yönetim Kurulları*. Ankara: İmge Kitapevi.
- Pamukçu, F. (2011). Finansal Raporlama ile Kamuyu Aydınlatma ve Şeffaflıkta Kurumsal Yönetimin Önemi. *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, 133-148.
- Pazarlıoğlu, M. V. ve Gürler, Ö. K. (2007). Telekomünikasyon Yatırımları ve Ekonomik Büyüme: Panel Veri Yaklaşım. *Finans Politik Ekonomik Yorumlar*, 44(508): 35–43.
- Pekin, S. (2011). *Kurumsal yönetim ile finansal tablo manipülasyonu arasındaki ilişki: İMKB kurumsal yönetim endeksine dahil işletmelerde bir uygulama* (Yayınlanmış Yüksek Lisans Tezi). Mehmet Akif Ersoy Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Burdur.

- Ragab, N. & El-Chaarani, H. (2018). The Value-Relevance of Operating Cash Flow: Comparative Study of Banks' Listed on The Egyptian and Beirut Stock Exchanges. *Academy of Accounting and Financial Studies Journal*, 22(3): 1–12.
- Rubach, M. J. & Sebor, T. C. (1998). Comparative Corporate Governance: Competitive Implications of An Emerging Convergence. *Journal of World Business*, 33(2): 167-184.
- Semertzidou, I. (2008). *The Value Relevance of Financial Statements: The Case of Greece*. University of Greenwich, London.
- Sermaye Piyasası Kurulu-SPK. (2005). *Kurumsal Yönetim İlkeleri*. 2. Baskı, Ankara: Sermaye Piyasası.
- Sermaye Piyasası Kurulu-SPK (2019). *Kurumsal Yönetim Raporlama Rehberi*, Ankara: Sermaye Piyasası.
- Shan, Y. G. (2015). Value Relevance, Earnings Management and Corporate Governance in China. *Emerging Markets Review*, 23, 186–207. <https://doi.org/10.1016/j.ememar.2015.04.009>
- Shreyes, N. R. & Gowda, K. N. (2018). An Empirical Study of Value Relevance of Financial Reporting in Indian Corporate Sector. *The IUP Journal of Accounting Research & Audit Practices*, 17, 7–22.
- Song, C. J., Thomas, W. B. & Yi, H. (2010). Value Relevance of FAS No. 157 Fair Value Hierarchy Information and The Impact of Corporate Governance Mechanisms. *Accounting Review*, 85(4), 1375–1410. <https://doi.org/10.2308/accr.2010.85.4.1375>
- Şimşek, K. (2019). *Uluslararası iç denetim standartları kapsamında yürütülen iç denetim uygulamalarının kurumsal yönetim kalitesi üzerindeki rolü: Borsa İstanbul kurumsal yönetim endeksinde yer alan şirketler üzerine bir anket çalışması* (Yayınlanmış Doktora Tezi). Marmara Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İstanbul.
- Sümer, K. K. (2006). White'ın Heteroskedisite Tutarlı Kovaryans Matrisi Tahmini Yoluyla Heteroskedasite Altında Model Tahmini. *Ekonometri ve İstatistik E-Dergisi*, 4, 12–28.

- Tatoğlu, Y. F. (2018). *Panel Veri Ekonometrisi*. İstanbul: Beta Basım Yayım.
- Terzi, S. (2012). *Hileli Finansal Raporlama: Önleme ve Tespit*. İstanbul: Beta Yayınları.
- Terzi, S., Şen, K. İ. ve Solak, B. (2014). Kurumsal Yönetim Uygulamalarının Denetim Kalitesine Etkisi: Borsa İstanbul'da Ampirik Bir Araştırma. *Uluslararası Yönetim İktisat ve İşletme Dergisi*, 10(23): 191-206.
- Torres, R. O. (2007). *Panel Data Analysis Fixed and Random Effects*. Princeton University.
- Turan, Ü. ve Bayyurt, N. (2013). Kurumsal Yönetim, Mülkiyet Yapısı ve Performans. *Finans Politik ve Ekonomik Yorumlar*, 50(585): 27-40.
- TÜSİAD. (2002). *Kurumsal Yönetim En İyi Uygulama Kodu: Yönetim Kurulunun Yapısı ve İşleyişi*. İstanbul: Yayın No: TÜSİAD-T/2002-12/336.
- TÜSİAD. (2005). *Sermaye Piyasaları İçin Örnek Şirket Yapısı*. İstanbul: Yayın No: TÜSİAD-T/2005-06/403.
- Uluslan, H. ve Ata, H. (2014). Testing of Value Relevance of Accounting Measures Based on IFRS in Borsa Istanbul Equity Market. *Business and Economics Research Journal*, 5(2): 61–78.
- Yamak, S. ve Ertuna, B. (2012). Türkiye'de Kurumsal Yönetim ve İlk Halka Arzlar. Zattoni, A., & Judge W. (Eds.), *Corporate Governance and Initial Public Offerings*. Cambridge: Cambridge University Press
- Yıldız, B. ve Demireli, E. (2019). NAK Yönetimini Etkileyen Değişkenler Üzerine BİST Perakende Sektöründe Panel Veri Analizi. *Hitit Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 12(2): 416–429. <https://doi.org/10.17218/hititsosbil.589396>

**Elektronik Kaynaklar:**

[www.isyatirim.com.tr](http://www.isyatirim.com.tr), (14.05.2020).

[www.kap.org.tr](http://www.kap.org.tr), (20.03.2020).

## DİZİN

**-B-**

Bankacılık Düzenleme ve Denetleme

Kurumu, x

Bilanço Modeli, 8

Bilgisel İçerik Çalışmaları, 5, 6

Birliktelik Çalışmaları, 5, 6, 7

Borsa İstanbul, 4, v, x, 1, 2, 14, 16, 48,

50, 52, 53, 54, 55, 56, 57

**-D-**

Değer İlişkisi, 4, v, 11, 12, 13, 14, 50,

51, 52, 55

**-E-**

Eşitlik İlkesi, 26

**-F-**

Finansal Krizler, 24

**-G-**

Gelir Tablosu Modeli, 9

**-H-**

Hesap Verebilirlik İlkesi, 27

**-İ-**

İstanbul Menkul Kıymetler Borsası, x,

13

**-K-**

Karma Model, 9

kurumsal yönetim, v, 1, 14, 15, 17, 19,

20, 21, 22, 24, 25, 26, 30, 35, 39, 47,

48

Kurumsal Yönetim Endeksi, v, x, 1, 2,

23, 30, 48

Küreselleşme, 24

**-P-**

panel veri analizi, v, 2, 12, 14, 15, 32,

47

**-S-**

Sabit Etkiler Modeli, 33

Sorumluluk İlkesi, 28

**-Ş-**

Şeffaflık İlkesi, 27

Şirket Skandalları, 25

**-T-**

Tesadüfi Etkiler Modeli, 33

**-U-**

Uluslararası Finansal Raporlama

Standartları, x, 11

