



# GRI İLİŞKİSEL ANALİZ YÖNTEMİYLE KURUMSAL YÖNETİM ENDEKSİNDE YER ALAN ŞİRKETLERİN FİNANSAL PERFORMANSLARININ ÖLÇÜMÜ VE KURUMSAL DERECELENDİRME NOTLARI İLİŞKİSİ

THE PERFORMANCE MEASUREMENT OF ENTERPRISES TRADED IN CORPORATE GOVERNANCE INDEX (XKURY) WITH GREY RELATIONAL ANALYSIS

DOI:10.17755/esosder.39921

**Mehtap KARAKOÇ<sup>1</sup>**  
**Nezih TAYYAR<sup>2</sup>**  
**Erhan GENÇ<sup>3</sup>**

## Öz

Bu çalışmada Borsa İstanbul Kurumsal Yönetim Endeksi'nde (XKURY), endeksin hesaplandığı 2007 yılından bu yana işlem gören beş şirketin 2007-2014 yılları arasındaki finansal performansları, kurumsal derecelendirme notlarıyla karşılaştırılmıştır. Bu bağlamda, işletmelere ait finansal oranlar (likidite oranları, mali yapı oranları, faaliyet oranları, karlılık oranları) hesaplanmıştır. İşletmelerin finansal performansları Gri İlişkisel Analiz (GİA) yöntemi kullanılarak sıralanmıştır. Elde edilen bulgular, beş şirketin kurumsal derecelendirme notlarındaki sıralamaları ile karşılaştırılmıştır. Çalışmanın sonucunda; söz konusu şirketlerin kurumsal yönetim notları sıralamaları ile finansal performans sıralamaları arasında bir bağlantı olmadığı sonucuna ulaşılmıştır.

**Anahtar Kelimeler:** Kurumsal Yönetim, Kurumsal Yönetim Endeksi (XKURY), Gri İlişkisel Analiz (GİA), Finansal Performans Analizi

**Jel Sınıflandırması:** C61, M40

## Abstract

In this study, the aim is to measure and compare financial performance of five companies with corporate governance ratings in İstanbul Stock Exchange Corporate Governance Index between the years of 2007-2014. In this context, financial ratios of companies (liquidity ratios, financial structure ratios, operational ratios and profitability ratios) were calculated. Financial ratios of companies were aligned using Grey Relational Analysis. Results were compared to aligned corporate governance ratings of five companies. As a result of this study; it has been reached there was no correlation between corporate governance ratings rankings and financial performance rankings of these five companies.

**Keywords:** Corporate Governance, Corporate Governance Index, Grey Relational Analysis, Financial Performance Analysis

**Jel Classification:** C61, M41, M49

<sup>1</sup> Yrd.Doç.Dr., Uşak Üniversitesi, Uygulamalı Bilimler Yüksekokulu, Muhasebe Bilgi Sistemleri Bölümü, [mehtap.karakoc@usak.edu.tr](mailto:mehtap.karakoc@usak.edu.tr)

<sup>2</sup> Doç.Dr., Uşak Üniversitesi, İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi, İşletme Bölümü, [nezih.tayyar@usak.edu.tr](mailto:nezih.tayyar@usak.edu.tr)

<sup>3</sup> Yrd.Doç.Dr., Uşak Üniversitesi, Uygulamalı Bilimler Yüksekokulu, Uluslararası Ticaret, [erhan.genc@usak.edu.tr](mailto:erhan.genc@usak.edu.tr)

## I. GİRİŞ

Son yıllarda dünyada yaşanan uluslararası finansal krizler ve şirket skandalları kurumsal yönetim kavramının önemini arttırmıştır. Kurumsal yönetim; bir şirketin yönetimi, yönetim kurulu, hissedarları ve diğer paydaşları arasındaki ilişkiler dizisini ifade eder (OECD, 2004: 11). Kurumsal yönetim kavramı temelde, şirketlerde iyi yönetim olgusunun yerleşmesi, yöneticilerin doğru kararlar alabilmeleri, şirket içinde demokratik bir yönetimin var olması, şirkete taraf olan herkesin yönetimi denetleyebilmesi, hukuka ve kurallara uygun, şeffaf bir yönetim sergilemesini ifade etmektedir (Sandıkçıoğlu, 2005: i). “Kurumsal yönetim; bir şirketin, hak sahipleri ve kamuoyunun menfaatlerine zarar vermeyecek şekilde, mali kaynakları ve insan kaynaklarını kendine çekmesini, verimli çalışmasını ve böylece hissedarları için uzun dönemde ekonomik kazanç yaratarak istikrar sağlamasını mümkün kılan kanun, yönetmelik ve gönüllü özel sektör uygulamaları bileşimidir” (TKYD, 2006: 4). Kurumsal yönetimle ilgili düzenlemeler adillik, şeffaflık, hesap verebilirlik ve sorumluluk gibi dört temel ilkeye odaklanmaktadır.

Kurumsal yönetimle ilgili uluslararası arenada ilk olarak 1999 yılında Ekonomik İşbirliği ve Kalkınma Örgütü (OECD) Konseyi tarafından ulusal hükümetler, ilgili uluslararası kuruluşlar ve özel sektör ile birlikte hazırlanan Kurumsal Yönetim İlkeleri yayımlanmıştır. Bu ilkeler bir grup standart ve yol gösterici prensibi kapsamakta olup, ilkelerin herhangi bir bağlayıcılığı bulunmamaktadır. İlkeler, hükümetler ve şirketler için kendi yönetim anlayışlarını gözden geçirmeleri ve belirlenen standartları uygulayabilmeleri açısından önemli bir rehber olarak kabul edilmektedir<sup>4</sup>. Bu rehber 2004 ve 2015 yıllarında güncellenmiştir.

Sermaye Piyasası Kurulu dünyadaki uygulamalara paralel olarak, 2003 yılı Temmuz ayında başta halka arz olmuş şirketler olmak üzere, özel sektör ve kamu sektöründe faaliyet gösteren tüm anonim şirketler tarafından uygulanabilecek kurumsal yönetim ilkelerini belirlemiştir. Söz konusu ilkeler daha sonra 2005 yılı Şubat ayında yeniden düzenlenmiştir. İlkeler hazırlanırken çeşitli ülke düzenlemeleri incelenmiştir. Başta Ekonomik İşbirliği ve Kalkınma Örgütü (OECD) Kurumsal Yönetim İlkeleri olmak üzere ilkeler tüm dünyada benimsenmiştir. Sermaye Piyasası Kurulu Kurumsal Yönetim İlkeleri "uygula, uygulamıyorsan açıkla" prensibi ile uygulanmaya başlanmıştır<sup>5</sup>. Bu yaklaşımla halka açık şirketlerin kurumsal yönetim ilkelerini uygulamalarının teşvik edilmesi amaçlanmaktadır (Sakarya, 2011: 148).

Kurumsal yönetim anlayışının ve uygulamalarının kalitesi, şirketlerde kurumsal yönetim ilkelerine uyum derecelendirilmesi ile mümkündür (Toraman, Abdioğlu, 2008: 101). Kurumsal yönetim ilkelerine uyum derecelendirmesi yapılırken, bütünsel olarak tüm ilkelere uyum ve ayrıca pay sahipleri, kamuyu aydınlatma ve şeffaflık, menfaat sahipleri, yönetim kurulu gibi ana bölümlerinin her biri için ayrı ayrı 1 ile 10 arasında derece notu verilmektedir. Derecelendirme dört ana başlıkta yapılmaktadır. SPK'nın 01.02.2013 tarih ve 4/105 sayılı toplantısında aldığı karara göre kurumsal derecelendirme notları belirlenirken, şirketin Pay Sahipliği ilkesinden aldığı notun %25'i, Kamuyu Aydınlatma ve Şeffaflık ilkesinden aldığı notun %25'i, Menfaat Sahipliğinden aldığı notun %15'i ve Yönetim Kurulundan aldığı notun %35'i dikkate alınarak kurumsal yönetim notu belirlenmektedir. 2014 yılında değişen ağırlıklarda daha önce %25 olan Yönetim Kurulu İlkesinin ağırlığının artırılarak %35'e çıkarıldığı görülmektedir. Böylece SPK şirketlerin Yönetim Kurulu ilkesinin en önemli ilke olduğunu belirlemiştir. SPK'nın kurumsal yönetim ilkelerine ve bu ilkelerin dikkate aldığı kriterlere Tablo 1'de yer verilmiştir.

<sup>4</sup> <http://www.tkyd.org/tr/sss.html#sss-kurumsal-yonetim-nedir.html>

<sup>5</sup> <http://www.tkyd.org/tr/sss.html#sss-kurumsal-yonetim-nedir.html>

Tablo 1: SPK Kurumsal Yönetim İlkeleri ve Kriterleri

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

Kaynak: SPK

Kurumsal Yönetim İlkelerine uyum notu, SPK'dan onay almış derecelendirme kuruluşlarınca<sup>6</sup>, şirketin kurumsal yönetim ilkelerinin tamamıyla uyumuna ilişkin yapılan değerlendirme sonucunda verilmekte olup, her yıl yenilenmesi gerekmektedir. Kurumsal yönetim uyum derecelendirmesi için her bir derecelendirme kuruluşu farklı bir metodoloji izlemektedir. Örneğin ISS tarafından şirketlere verilen not ile şirketin dahil olduğu endekste ki diğer şirketlerin yüzde kaçından daha iyi olduğu belirtilmektedir. Şirketin notunun 82 olması, şirketin işlem gördüğü endekste ki şirketlerin %82'sinden daha iyi kurumsal yönetim uygulamalarına sahip olduğu anlamına gelmektedir (Sandıkçioğlu, 2005: 16). Saha tarafından verilen notlarda ise notu 9-10 aralığında olan şirketlerin SPK Kurumsal Yönetim İlkeleri'ne büyük ölçüde uyum sağladığı, bununla birlikte politika ve önlemlerin tümünü uyguladığını belirtmektedir. Not aralığı 7-8 olan şirketler SPK Kurumsal Yönetim İlkeleri'ne önemli ölçüde uyum sağlamış ve çoğu gerekli politika ve önlemleri uygulamaya sokmuştur<sup>7</sup>.

Kurumsal yönetim konusunda Türkiye'de atılan bir diğer adım ise kurumsal yönetim endeksinin hesaplanmaya başlanmasıdır. BİST Kurumsal Yönetim Endeksi, hisse senetleri Borsa İstanbul'da işlem gören ve aynı zamanda kurumsal yönetim ilkelerine uyum notu 10 üzerinden en az 7 olmasına rağmen, her bir ana başlıktan da 10 üzerinden en az 6,5 puan alan şirketlerin fiyat ve getiri performanslarının ölçülmesi amacıyla oluşturulmuştur. Kurumsal Yönetim Endeksi'nin hesaplanmasına 31.08.2007 tarihinde başlanmış olup, 2009 yılından itibaren 2015 yılına kadar geçen sürede BİST Kurumsal Yönetim Endeksi %279 artarken, BİST 100 Endeksi'nin yükselişi %244 olmuştur<sup>8</sup>.

<sup>6</sup> Şirketler; Saha Kurumsal Yönetim ve Kredi Derecelendirme Hizmetleri A.Ş., Kobirate Uluslararası Kredi Derecelendirme ve Kurumsal Yönetim Hizmetleri A.Ş., JCR Avrasya Derecelendirme A.Ş., ISS Corporate Services Inc.

<sup>7</sup> <http://www.saharating.com/~saharati/kurumsal-yonetim-derecelendirmesi/kurumsal-yonetim-derecelendirme-notlarinin-anlami/>

<sup>8</sup> <http://www.saharating.com/~saharati/bist-kurumsal-yonetim-endeksi/>

Bir işletmenin varlığını sürdürebilmesi, büyümesi ve rakipleriyle rekabet edebilmesi için finansal performansının ölçülmesi ve analiz edilmesi gerekmektedir (Çonkar, Elitaş, Atar, 2011: 83). Çalışmanın amacı; BİST Kurumsal Yönetim Endeksinde, endeksin hesaplandığı 2007 yılından bu yana işlem gören şirketlerin 2007-2014 yılları arasındaki finansal performanslarının belirlenerek, kurumsal derecelendirme notlarıyla karşılaştırılmasıdır.

## II. LİTERATÜR TARAMASI

Gri İlişkisel Analiz (GİA) yöntemi, finansal performansı değerlemede kullanılan Çok Kriterli Karar Verme (ÇKKV) yöntemlerindedir. Literatürde bu yöntemin çeşitli alanlarda kullanıldığı birçok çalışma bulunmaktadır.

Kung ve Wen (2007) çalışmalarında Tayvan'da bulunan yirmi adet girişim sermayesi şirketinin 2001-2003 yılları arasındaki finansal performanslarını GİA yöntemiyle analiz etmişlerdir. Söz konusu şirketlerin finansal performansını en çok etkileyen performans göstergelerini belirlerken yirmi adet finansal oranı sınıflandıran altı finansal göstergedenden yararlanmışlardır.

Özdemir ve Deste (2009) çalışmalarında otomotiv sektöründe faaliyet gösteren bir işletmenin 82 tedarikçisi için performans değerlemesi yaparken GİA yöntemini kullanmışlardır. Çalışma sonucunda en iyi tedarikçi belirlenmiş ancak mevcut değerlendirme yönteminin, farklı ölçeklere sahip kriterlerin değerlendirilmesindeki bazı eksiklikleri nedeniyle en iyi tedarikçi dışındaki diğer sıralamalar için farklı sonuçlar doğurabileceği belirtilmiştir.

Wu, Lin ve Tsai (2010) çalışmalarında Tayvan'da faaliyet gösteren varlık yönetimi bankaları için performans değerlendirme amacıyla bir çerçeve oluştururken GİA ve AHP yöntemlerinden faydalanmışlardır. Çalışma sonucunda; kapasite karlılığı, müşteri karlılık profili, varlık yöneticilerinin profesyonel bilgisi ve operasyonel kalite en önemli performans göstergeleri olarak belirlenmiştir.

GİA yönteminin geri yayımlı yapay sinir ağları ve lojistik regresyon teknikleri ile karşılaştırıldığı çalışmalarında, Lin ve Wu (2011) bankacılık sektöründe finansal krizlerin GİA ile daha iyi tahmin edilebileceğini belirtmişlerdir.

Hamzaçebi, Pekkaya (2011) çalışmalarında hisse senedi seçimi yaparken yatırımcıların birtakım finansal oranlardan yararlanabileceğini ifade etmişlerdir. Hisse senedine karar verirken seçilen ağırlıklandırılmış kriterlerin önemi nedeniyle, GİA sürecinde kriter ağırlıklarının en iyi değerini bulabilmek için farklı yaklaşımlar denenmiştir.

Peker ve Baki (2011) çalışmalarında Gri İlişkisel Analiz yöntemiyle sigorta sektöründe faaliyet gösteren üç şirketi, likidite, kaldıraç ve karlılık oranları dikkate alarak finansal performanslarına göre sıralamayı amaçlamıştır. Çalışma sonucunda, likidite oranları yüksek olan işletmenin daha yüksek finansal performansa sahip olacağı saptanmıştır.

Çakmak, Baş ve Yıldırım (2012) çalışmalarında vitriye sektöründe faaliyet gösteren bir işletmede en fazla karşılaşılan hata türlerini GİA yöntemi ile belirlemeye çalışmışlardır. Çalışmada belirlenen hata türleriyle hataların oluşmasında etkili olan hata sebepleri ile ürün kalite seçenekleri arasındaki ilişkiler uyum analizinden yararlanarak incelenmiştir. Sonuç olarak; uyum analizi sonuçlarının işletme yönetici ve çalışanları için yardımcı olabileceği sonucuna ulaşılmıştır.

Ayrıçay, Özçalıcı ve Kaya (2013) çalışmalarında İMKB-30 endeksinde yer alan finansal olmayan şirketlerin 2011 yılı Mart ayına ait finansal tablolarından 23 adet finansal oran hesaplanmıştır. Performans değerlendirilmesi sıralamasında GİA tekniği kullanılmıştır. Çalışmanın sonucunda ortaya çıkan sıralama, sektördeki diğer işletmeler tarafından finansal karşılaştırma amacıyla kullanılabilir.

Bektaş ve Tuna (2013) çalışmalarında Borsa İstanbul Gelişen İşletmeler Piyasası'nda işlem gören 11 işletme için 2011 yılı verilerinden yararlanarak 6 tane oran elde etmiş, bu oranlar kullanılarak GİA uygulanmıştır. Çalışmanın sonucunda en yüksek performansa sahip işletmeye ulaşılmıştır.

Ege, Topaloğlu ve Özyamanoğlu (2013) çalışmalarında Borsa İstanbul'da faaliyet gösteren 18 şirketin 2009-2011 dönemine ait finansal tabloları incelenerek finansal performansları belirlenmiş ve TOPSIS çok kriterli karar verme yöntemi kullanılmıştır. Elde edilen sonuçlar kurumsal yönetim notları kapsamında analiz edilmiştir.

Doğan (2013) çalışmasında GİA yöntemiyle 2005-2011 yılları arasında İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nda hisse senetleri işlem gören 10 bankanın finansal performanslarını ölçerek, karşılaştırmıştır. Çalışmanın sonucunda finansal performans açısından bankalar sıralanmıştır. Varlık karlılığı yüksek olan bir bankanın finansal performansının da yüksek olabileceği sonucu ortaya çıkmıştır.

Şişman ve Eleren (2013) çalışmalarında otomobillerin nitel ve nicel bazı özelliklerini göz önüne alarak otomobil satın alma kararı için GİA ve Electre yöntemi kullanmıştır. Çalışmanın sonucunda iki yöntem birbirinden farklı sonuçlar vermiştir.

Tayyar, Akcanlı, Genç ve Erem (2014) çalışmalarında GİA kullanarak Borsa İstanbul'a kayıtlı bilişim ve teknoloji sektöründe faaliyet gösteren işletmelerin 2005-2011 yılları arasındaki finansal verileri incelenerek finansal performanslarını değerlendirmişlerdir. Çalışma sonucunda ağırlığı en fazla olan kriterin karlılık oranları olduğu sonucuna ulaşılmış ve yapılan analizler neticesinde bilişim ve teknoloji alanında faaliyet gösteren firmaların finansal performans sıralamalarını yapmışlardır.

Meydan, Yıldırım ve Senger (2016) çalışmalarında Borsa İstanbul'da işlem gören gıda işletmelerinin finansal performanslarını GİA kullanarak değerlendirmişlerdir. Çalışma sonucunda elde ettikleri bulguların klasik oran analizinden elde edilen sonuçlarla tutarlı olduğu saptanmıştır.

### III. AMAÇ YÖNTEM VERİLER

Bu çalışmanın amacı kurumsal yönetim endeksinde yer alan şirketlerin finansal performanslarını ölçmek ve bu doğrultuda şirketleri finansal performansı iyi olandan kötü olana doğru sıralamaktır. Ayrıca bu şirketleri almış oldukları kurumsal yönetim notlarına göre de iyiden kötüye sıralayarak finansal performans sıralaması ve kurumsal yönetim notu sıralaması arasında karşılaştırma yapmaktır. Bu bağlamda Türkiye'de kurumsal yönetim endeksinin hesaplanmaya başlandığı tarih olan 2007 yılı başlangıç yılı olarak alınmış ve şirketlerin 2007-2014 dönemi analiz için en kapsamlı dönem olarak belirlenmiştir. Analizi yapılacak şirketler; Türk Traktör, Vestel, Tofaş, Hürriyet ve Tüpraş'tır.

Şirketlerin finansal performans sıralaması yapılırken, öncelikle oran analizi yöntemi kullanılmıştır. Oran analizinde kullanılan finansal oranlar Tablo 2'de yer almaktadır. Kullanılan oranlar finansal performans değerlendirmesi yapan Acar (2003), Uyguntürk ve Korkmaz (2012) Tayyar vd. (2014), İskenderoğlu, Karadeniz ve Ayyıldız (2015) gibi çalışmalarla ve literatürde

şirketlerin finansal performanslarının ölçümü ile ilgili yapılan diğer çalışmalarla da benzerlik göstermektedir. İlgili dönem için şirket bilanço ve gelir tablolarından yararlanılarak Tablo 2'deki oranlar elde edilmiştir. Bilanço ve gelir tabloları 2007 ve 2008 yılları için Borsa İstanbul kurumsal internet sitesinden, 2008 yılı sonrası bilanço ve gelir tabloları Kamuoyu Aydınlatma Platformu'nun kurumsal internet sitesinden elde edilmiştir.

Tablo 2: Kullanılan Finansal Oranlar

Likidite Oranları	Oranlar	Açılımlar
LO1	Cari Oran	Dönen Varlıklar /KVYK(Kısa Vadeli Yabancı Kaynaklar)
LO2	Likidite Oranı	(Dönen Varlıklar-Stoklar)/KVYK
LO3	Nakit Oran	Hazır Değerler/KVYK
Mali Yapı Oranları		
MYO1	Borç Oranı	Toplam Borç/Toplam Aktif
MYO2	Toplam Borçlar/Özsermaye	Toplam Borç/Özsermaye
MYO3	Kısa Vadeli Yabancı Kaynakların Aktif Karşılama Oranı	KVYK/Toplam Aktif
Faaliyet Oranları		
FO1	Özsermaye Devir Hızı	Net Satışlar/Özsermaye
FO2	Alacak Devir Hızı	Net Satışlar/Ticari Alacaklar
FO3	Net Çalışma Sermayesi Devir Hızı	Net Satışlar/(Dönen Varlıklar-KVYK)
Karlılık Oranları		
KO1	Net Kar Marjı	Net Kar/Net Satışlar
KO2	Özsermaye Karlılığı	Net Kar/Özsermaye
KO3	Aktif Karlılığı	Net Kar/Toplam Aktif

Şirketlere 2007-2014 dönemi için yapılan oran analizi sonrası GİA (Gri İlişkisel Analiz) yöntemi kullanılarak şirketlerin finansal performans sıralaması yapılmıştır. GİA yönteminin diğer Çok Kriterli Karar Verme (ÇKKV) yöntemlerine göre bazı üstünlükleri vardır. Yöntemde kullanılan normalleştirme alternatiflerin kriterlere göre aldığı değerlerin negatif olabilmesine imkân tanır. Ayrıca GİA ile fayda ve maliyet tipinde kriterlerin yanı sıra ideal değere sahip kriterler de kullanılabilir. GİA'nın bu üstünlükleri özellikle finansal oranlar içeren ÇKKV problemleri için çok uygundur. Çünkü finansal oranlar negatif değerler içerebileceği gibi ideal değere sahip oranlar da vardır. GİA yönteminin ayrıntılarına Zhai vd. (2009) ve Tayyar vd. (2014)'den ulaşılabilir.

Oranların önem dereceleri Tayyar vd. (2014)'den alınarak GİA yöntemi uygulanmıştır. Şirketlerin kurumsal yönetim notları her şirketin kurumsal yönetim derecelendirme raporlarından elde edilerek, kurumsal yönetim notlarına göre sıralaması yapılmış ve her iki sıralamaya göre karşılaştırma yapılarak çalışma sonlandırılmıştır.

Tablo 3: Finansal Performans Sıralamaları

	CO	AT	NO	BO	B/Ö	KV/A	NKM	AKO	ÖKO	ADH	ÖDH	NÇDH	DER	
Türk Traktör	1.87	1.42	0.45	0.55	1.55	0.41	0.12	0.15	0.33	6.32	2.80	4.18	0.71	1
Tüpraş	1.06	0.71	0.40	0.67	2.15	0.62	0.03	0.08	0.24	48.72	7.44	29.33	0.59	2
Vestel	1.07	0.71	0.13	0.84	3.09	0.63	-0.01	-0.01	-0.06	3.99	5.03	8.83	0.38	5
Hürriyet	1.34	1.32	0.47	0.54	1.06	0.35	-0.05	-0.04	-0.10	4.48	1.20	16.66	0.45	4
Tofaş	1.25	1.07	0.49	0.66	2.01	0.42	0.06	0.07	0.21	11.67	4.17	23.01	0.54	3

Kurumsal yönetim endeksinde yer alan şirketlerin 2007-2014 yılları arasındaki finansal performans değerlendirmesinin yapıldığı Tablo 3'e göre 2007-2014 yılları arasında finansal açıdan performansı en yüksek bulunan şirketin Türk Traktör olduğu görülmektedir. Finansal performans açısından en düşük performansa sahip şirketin ise Vestel olduğu görülmektedir.

Elde edilen bu bilgiler ışığında kurumsal yönetim endeksinde bulunan şirketlere SPK tarafından yetkilendirilmiş derecelendirme şirketleri tarafından verilen kurumsal yönetim notları ile elde edilen finansal performans kıyaslaması yapılmaya çalışılmıştır. Bu noktada şirketlerin 2007-2014 yılları arasında pay sahipleri, kamu aydınlatma ve şeffaflık, menfaat sahipleri ve yönetim kurulu ilkelerine göre almış oldukları notlar ile elde edilen finansal performans sıralamalarının kıyaslaması yıllar itibarı ile yapılmıştır.

Tablo 4: 2007-2014 Yılları İtibarıyla Firmaların Gri İlişkisel Dereceleri, Kurumsal Yönetim Notları ve Sıralamaları

Firmalar	Yıl	Derece	Sıra	Not	Sıra	Firmalar	Yıl	Derece	Sıra	Not	Sıra
Türk Traktör	2007	0.54	2	75.17	5	Türk Traktör	2011	0.88	1	85.04	5
Tüpraş	2007	0.64	1	79.12	2	Tüpraş	2011	0.61	3	86.20	1
Vestel	2007	0.38	5	75.91	4	Vestel	2011	0.46	5	85.87	2
Hürriyet	2007	0.45	4	79.67	1	Hürriyet	2011	0.55	4	85.54	4
Tofaş	2007	0.50	3	77.36	3	Tofaş	2011	0.62	2	85.83	3
Firmalar	Yıl	Derece	Sıra	Not	Sıra	Firmalar	Yıl	Derece	Sıra	Not	Sıra
Türk Traktör	2008	0.49	2	78.34	5	Türk Traktör	2012	0.80	1	89.02	4
Tüpraş	2008	0.61	1	82.02	3	Tüpraş	2012	0.52	3	91.00	1
Vestel	2008	0.35	3	82.57	2	Vestel	2012	0.43	5	88.32	5
Hürriyet	2008	0.49	2	83.21	1	Hürriyet	2012	0.68	2	90.90	2
Tofaş	2008	0.61	1	81.59	4	Tofaş	2012	0.51	4	90.25	3
Firmalar	Yıl	Derece	Sıra	Not	Sıra	Firmalar	Yıl	Derece	Sıra	Not	Sıra
Türk Traktör	2009	0.62	3	81.21	5	Türk Traktör	2013	0.89	1	91.04	3
Tüpraş	2009	0.75	1	83.41	2	Tüpraş	2013	0.52	4	93.43	1
Vestel	2009	0.55	5	83.38	3	Vestel	2013	0.38	5	90.94	4
Hürriyet	2009	0.57	4	84.31	1	Hürriyet	2013	0.54	3	90.90	5
Tofaş	2009	0.70	2	82.37	4	Tofaş	2013	0.64	2	91.39	2
Firmalar	Yıl	Derece	Sıra	Not	Sıra	Firmalar	Yıl	Derece	Sıra	Not	Sıra
Türk Traktör	2010	0.87	1	83.02	5	Türk Traktör	2014	0.78	1	90.46	3
Tüpraş	2010	0.72	2	85.58	1	Tüpraş	2014	0.74	3	93.10	1
Vestel	2010	0.52	5	84.02	4	Vestel	2014	0.63	4	90.39	4
Hürriyet	2010	0.57	4	84.69	2	Hürriyet	2014	0.59	5	92.96	2
Tofaş	2010	0.64	3	84.17	3	Tofaş	2014	0.76	2	90.09	5

Tablo 4 incelendiğinde 2007 yılı için finansal performansı en yüksek çıkan şirketlerin Tüpraş ve Türk Traktör firmalarının olduğu görülmektedir. En düşük finansal performansa sahip şirketlerin ise Hürriyet ve Vestel olduğu belirlenmiştir. Kurumsal yönetim notlarına göre yapılan sıralamaya göre; en iyi ilk iki şirketin Hürriyet ve Tüpraş olduğu, en kötü iki şirketin ise Vestel

ve Türk Traktör olduğu görülmektedir. 2007 yılı için elde edilen sonuçlar doğrultusunda şirketlerin finansal performanslarına göre yapılan sıralama ile kurumsal yönetim notları ile yapılan sıralamanın farklılık gösterdiğini söyleyebiliriz.

2008 yılı için finansal performansı en yüksek çıkan şirketlerin Tüpraş ve Tofaş olduğu görülmektedir. En düşük finansal performansa sahip şirketlerin ise Türk Traktör ve Hürriyet olduğu saptanmıştır. Kurumsal yönetim notlarına göre yapılan sıralamaya bakıldığında ise en yüksek kurumsal yönetim notuna sahip olan şirketlerin Hürriyet ve Vestel olduğu, en düşük nota ise Tofaş ve Türk Traktör'ün sahip olduğu görülmektedir. 2008 yılı için elde edilen sonuçlar da 2007 yılını destekler nitelikte olup, finansal performans sıralamaları ile kurumsal yönetim notları ile yapılan sıralama arasında farklılıklar bulunmaktadır.

2009 yılı için finansal performansı en yüksek çıkan şirketlerin Tüpraş ve Tofaş olduğu görülmektedir. En düşük finansal performansa sahip şirketlerin ise Hürriyet ve Vestel olduğu belirlenmiştir. Kurumsal yönetim notlarına göre yapılan sıralamaya bakıldığında ise, Hürriyet ve Tüpraş'ın en yüksek kurumsal yönetim notuna sahip olmuşken, en düşük kurumsal yönetim notuna sahip şirketlerin ise Tofaş ve Türk Traktör olduğu görülmektedir. 2009 yılı için de finansal performans sıralamaları ile kurumsal yönetim sıralaması arasında farklılıklar olduğu görülmektedir.

2010 yılı için finansal performansı en yüksek çıkan şirketlerin Türk Traktör ve Tüpraş olduğu görülmektedir. En düşük finansal performansa sahip şirketlerin ise Hürriyet ve Vestel olduğu saptanmıştır. Kurumsal yönetim notlarına göre yapılan sıralamaya bakıldığında ise, en yüksek kurumsal yönetim notuna sahip şirketlerin Tüpraş ve Hürriyet olduğu, en düşük kurumsal yönetim notuna sahip şirketlerin ise Vestel ve Türk Traktör olduğu görülmektedir. 2010 yılı için de finansal performans açısından en yüksek değere sahip olan Türk Traktör şirketinin kurumsal yönetim notları sıralamasında en alt seviyede yer aldığı görülmektedir. Bu açıdan finansal performans sıralamaları ile kurumsal yönetim notlarının sıralamalarının birbiri ile örtüşmediği saptanmıştır.

2011 yılı için finansal performansı en yüksek çıkan şirketlerin Türk Traktör ve Tofaş olduğu görülmektedir. En düşük finansal performansa sahip şirketlerin ise Hürriyet ve Vestel olduğu görülmektedir. Kurumsal yönetim notları sıralandığında, en yüksek puanı Tüpraş ve Vestel'in aldığı, en düşük puanı ise Hürriyet ve Türk Traktör şirketlerinin aldığı görülmektedir. Diğer yıllarda olduğu gibi 2011 yılında da şirketlerin finansal performans sıralamaları ile kurumsal yönetim sıralamaları birbirinden farklılık göstermektedir.

2012 yılı için finansal performansı en yüksek olan şirketler Türk Traktör ve Hürriyet'tir. En düşük finansal performansa sahip şirketler ise Tofaş ve Vestel'dir. Kurumsal yönetim notlarına göre yapılan sıralamaya bakıldığında en yüksek kurumsal yönetim notu alan şirketler Tüpraş ve Hürriyet'tir. En düşük kurumsal yönetim notuna sahip şirketler ise Türk Traktör ve Vestel'dir. 2012 yılı için yapılan finansal performansa göre sıralama ve kurumsal yönetim notuna göre yapılan sıralamalarda en iyi ikinci firma ve en kötü firmaların sıralanması noktasında benzerlik gözükmemekte ancak çelişkili bir sonuç bulunmaktadır.

2013 yılı için finansal performansı en yüksek olan şirketlerin Türk Traktör ve Tofaş'tır. En düşük finansal performansa sahip olan şirketler ise Tüpraş ve Vestel'dir. Kurumsal yönetim notalarına göre yapılan sınıflandırmaya göre Tüpraş ve Tofaş şirketlerin ilk sıralarda yer alırken Vestel ve Hürriyet son sıralarda yer almaktadır. 2013 yılı içinde kurumsal yönetim notlarına ve finansal performansa göre yapılan sıralamalarda özellikle en iyi ve en kötü şirketler noktasında



çelişki olmadan bazı benzerliklerin olduğu görülmektedir. Ancak sıralama noktasında tam bir benzerlik bulunmamaktadır.

2014 yılı için finansal performansı en yüksek olan şirketler Türk Traktör ve Tofaş'tır. En düşük finansal performansa sahip şirketler ise Vestel ve Hürriyet'tir. Kurumsal yönetim notlarına göre yapılan sınıflandırmaya göre; Tüpraş ve Hürriyet şirketleri en yüksek kurumsal yönetim notuna sahipken Vestel ve Tofaş en düşük kurumsal yönetim notunu alan şirketler olmuştur. 2014 yılı için finansal performans sıralaması ile kurumsal yönetim notu sıralaması arasında farklılıklar ve çelişkiler olduğu görülmektedir.

Tablo 5: Yönetim Kurulu İlkesi ve Finansal Performans Karşılaştırması

Firmalar	Yıl	Derece	Sıra	Not	Sıra
Türk Traktör	2014	0.78	1	89.67	3
Tüpraş	2014	0.74	3	93.46	1
Vestel	2014	0.63	4	88.69	5
Hürriyet	2014	0.59	5	90.09	2
Tofaş	2014	0.76	2	89.62	4

Yönetim kurulu notu hesaplanırken en yüksek orana sahip olan kriter %35 oran ile yönetim kurulu ilkesidir. Bu açıdan 2014 yılı için sadece yönetim kurulu ilkesi bağlamında yapılan sıralama ve 2014 yılı finansal performans sıralamasının verildiği Tablo 5 incelendiğinde; 2014 yılı için finansal performansı en yüksek olan şirketlerin Türk Traktör ve Tofaş olduğu görülürken, finansal performansı en düşük şirketlerin Vestel ve Hürriyet olduğu görülmektedir. Yönetim kurulu ilkesine göre yapılan sıralamaya bakıldığında kurumsal yönetim notu en yüksek olan şirketlerin Tüpraş ve Hürriyet olduğu, en düşük nota sahip şirketlerin ise Tofaş ve Vestel olduğu görülmektedir. 2014 yılı içinde yönetim kurulu ilkesine göre yapılan sıralama ve finansal performansa göre yapılan sıralama arasında farklılıklar ve çelişkiler olduğu görülmektedir.

#### IV. SONUÇ

Kurumsal yönetim, şirketler açısından günümüzde olmazsa olmaz olgular içerisinde yer almaktadır. Dünyada meydana gelen yolsuzluklar ve skandallar kurumsal yönetimin önemini daha da arttırmaktadır. Kurumsal yönetim en genel manası ile şirket çalışanlarının, pay sahiplerinin ve diğer çıkar gruplarının haklarını şeffaflık, hesap verilebilirlik, adillik ve sorumluluk ilkesi altında korumayı hedefleyen ve bu grupların karşılıklı etkileşimini verimli bir şekilde sağlayan yönetim anlayışıdır. Kurumsal yönetim anlayışına sahip şirketler rakiplerine göre yatırımları için daha kolay fon sağlayabilmekte, kurumsal yatırımcı portföylerini daha kolay geliştirebilmekte ve sektördeki rekabet gücünü arttırmaktadır. Türkiye'de 2007 yılında hesaplanmaya başlanmış olan kurumsal yönetim endeksine dahil olan şirketlere, SPK tarafından yetkilendirilen derecelendirme şirketleri tarafından pay sahipleri, kamu aydınlatma ve şeffaflık, menfaat sahipleri ve yönetim kurulu ilkelerine göre notlar verilmektedir. Bu ilkelere çeşitli ağırlıklar verilerek kurumsal yönetim notu hesaplanmaktadır.

Bu çalışmada kurumsal yönetim endeksinde faaliyet gösteren şirketlerin 2007-2014 kurumsal yönetim notlarına göre şirketlerin sıralamaları oluşturulmuş ve aynı dönem için şirketlerin oran analizi ve GİA yöntemleri kullanılarak finansal performanslarına göre de sıralamaları yapılmıştır. Elde edilen her iki sıralamaya göre yıllar itibari ile şirketlerin finansal performans sıralamaları ve kurumsal yönetim notu sıralamaları karşılaştırılmıştır. Ayrıca

firmaların kurumsal yönetim notunun hesaplanmasında en büyük ağırlığa sahip olan yönetim kurulu ilkesi notu ayrı değerlendirilerek finansal performans sıralaması ile kıyaslanmıştır.

Elde edilen sonuçlar dâhilinde, 2007-2014 yılları arasında kurumsal yönetim notları sıralamaları ile finansal performans sıralamaları arasında genel olarak şirketlerin farklı sıralandıkları tespit edilmiştir. Hatta bazı yıllarda finansal performansı en iyi olan şirketlerin kurumsal yönetim notu en düşük olan şirketler arasında yer aldığı ya da kurumsal yönetim notu en üst sıralarda yer alan şirketlerin finansal performans açısından en alt sıralarda yer aldığı belirlenmiştir. Aynı farklılık, 2014 yılı yönetim kurulu ilkesi notu için de bulunmaktadır. Sonuç olarak; kurumsal yönetim endeksinin hesaplanmaya başlandığı ilk yıl olan 2007 yılından itibaren borsada işlem gören 5 şirketin, kurumsal yönetim notlarındaki başarılarını finansal performanslarına tam olarak yansıtamadığı ya da finansal performanslarındaki başarıyı kurumsal yönetim notlarına yansıtamadıkları görülmüştür.

Yapılan çalışma Ege, Topaloğlu ve Özyamanoğlu (2013)'ün çalışması ile benzerlik göstermektedir. Ege vd. (2013) çalışmalarında 2009-2011 döneminde 18 şirketi ele almış ve finansal performans ölçümünü TOPSİS yöntemi kullanarak gerçekleştirmiştir. Çalışmamızda kurumsal yönetim endeksinin hesaplanmaya başladığı 2007-2014 yılları analiz edilerek, XKURY'de baştan beri işlem gören 5 şirketin sıralamaları karşılaştırılmış, böylece uzun sürede az sayıdaki şirket analiziyle daha sağlıklı sonuçlar elde edilmesi amaçlanmıştır. Elde ettiğimiz sonuçlar Ege vd.(2013)'ün çalışmasından elde edilen sonuçları destekler niteliktedir.

Bu sonuçlara göre; kurumsal yönetim açısından başarılı olan şirketlerin bu başarıyı finansal performanslarına yansıtamadıkları ya da kurumsal yönetim açısından elde ettikleri başarıyı finansal performanslarına yansıtamadıkları sonucuna ulaşılmaktadır. Bu açıdan şirketlerin değerlendirilmesindeki ve varlıklarının sürdürülmesindeki en önemli göstergelerinden biri olan finansal performanslarının da kurumsal yönetim notlarının hesaplanmasında etkinliğinin artırılması önem arz etmektedir. Bu farklılığın muhtemel bir diğer sebebinin ise; söz konusu şirketlerin, SPK tarafından yetkilendirilmiş olmasına rağmen farklı derecelendirilme şirketleri tarafından değerlendirilmesi olduğu kanısındayız.

## V. KAYNAKÇA

- Acar, Mustafa, (2003), Tarımsal İşletmelerde Finansal Performans Analizi, Erciyes Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi, Sayı: 20, Ocak-Haziran, ss. 21-37.
- Ayrıçay Yücel, Özçalıcı Mehmet, Kaya Ahmet (2013) Gri İlişkisel Analizin Finansal Kıyaslama Aracı Olarak Kullanılması: İMKB-30 Endeksindeki Finansal Olmayan Firmalar Üzerine Bir Uygulama, KSÜ Sosyal Bilimler Dergisi, 10, 1, 219-238.
- Bektaş Hakan, Tuna Kadir (2013) Borsa İstanbul Gelişen İşletmeler Piyasası'nda İşlem Gören Firmaların Gri İlişkisel Analiz ile Performans Ölçümü, Çankırı Karatekin Üniversitesi İİBF Dergisi, Cilt:3, Sayı: 2, 185-198.
- Çakmak Zeki, Baş Metin, Yıldırım Esra (2012) Gri İlişkisel Analiz ve Uyum Analizi ile Bir İşletmede Karşılaşılan Üretim Hatalarının İncelenmesi, Süleyman Demirel Üniversitesi İİBF Dergisi, Cilt: 17, Sayı: 1, 123-142.
- Çonkar Kemalettin, Elitaş Cemal, Atar Gökhan (2011) "İMKB Kurumsal Yönetim Endeksi"ndeki (XKURY) Firmaların Finansal Performanslarının Topsis Yöntemi ile Ölçümü ve

- Kurumsal Yönetim Notu ile Analizi” İstanbul Üniversitesi İktisat Fakültesi Mecmuası, Sayı:1, Cilt: 6, 81-115.
- Doğan Mesut (2013) Measuring Bank Performance With Gray Relational Analysis: The Case Of Turkey, Ege Akademik Bakış, Cilt: 13, Sayı: 2, 215-225.
- Ege İlhan, Topaloğlu Emre Esat (2013) Finansal Performans ile Kurumsal Yönetim Notları Arasındaki İlişki: BİST Üzerine Bir Uygulama, Akademik Araştırmalar ve Çalışmalar Dergisi, Sayı: 9, 100-117.
- Hamzaçebi Coşkun, Pekkaya Mehmet (2011) Determining of Stock Investments With Grey Relational Analysis, Expert Systems With Applications, 38, 9186-9195.
- İskenderoğlu, Ömer, Karadeniz, Erdinç, Ayyıldız, Nazif, (2015), Enerji Sektörünün Finansal Analizi: Türkiye ve Avrupa Enerji Sektörü Karşılaştırması, İşletme ve İktisat Çalışmaları Dergisi, Cilt 3, Sayı 3, ss. 86-97.
- Kung Chaang-Yung, Wen Kun-Li (2007) “Applying Grey Relational Analysis and Grey Decision-Making to Evaluate the Relationship Between Company Attributes and Its Financial Performance- A Case Study of Venture Capital Enterprises in Taiwan”, Decision Support Systems, Vol. 43, No. 3, 842-852.
- Lin Shu-Ling, Wu Shun-Ling (2011) Is Grey Relational Analysis Superior To The Conventional Techniques In Predicting Financial Crisis? Expert Systems With Applications, 38, 5119-5124.
- Meydan Cebail, Yıldırım Bahadır Fatih, Senger Ötüken (2016) BİST’te İşlem Gören Gıda İşletmelerinin Finansal Performanslarının Gri İlişkisel Analiz Yöntemi Kullanılarak Değerlendirilmesi, Muhasebe ve Finansman Dergisi, Sayı: 69, 147-167.
- OECD (2004) Principles of Corporate Governance
- Özdemir Ali İhsan, Deste Mustafa (2009) Gri İlişkisel Analiz İle Çok Kriterli Tedarikçi Seçimi: Otomotiv Sektöründe Bir Uygulama, İstanbul Üniversitesi İşletme Fakültesi Dergisi, Cilt: 38, Sayı: 2, 147-156.
- Peker İskender, Baki Birdoğan (2011) Gri İlişkisel Analiz Yöntemiyle Türk Sigortacılık Sektöründe Performans Ölçümü, Uluslararası İktisadi ve İdari İncelemeler Dergisi, Yıl:4, Sayı: 7, 1-18.
- Sakarya Şakir (2011) “İMKB Kurumsal Yönetim Endeksi Kapsamındaki Şirketlerin Kurumsal Yönetim Derecelendirme Notu ve Hisse Senedi Getirileri Arasındaki İlişkinin Olay Çalışması (Event Study) Yöntemi ile Analizi” ZKÜ Sosyal Bilimler Dergisi, C:7, Sayı: 13, 147-162.
- Sandıkçioğlu Ayça (2005) Kurumsal Yönetim Uyum Derecelendirmesi, Yeterlilik Etüdü, Sermaye Piyasası Kurulu Ortaklıklar Finansman Dairesi.
- Şişman Bilal, Eleren Ali (2013) En Uygun Otomobilin Gri İlişkisel Analiz ve Electre Yöntemleri ile Seçimi, Süleyman Demirel Üniversitesi İİBF Dergisi, Cilt:18, Sayı:3, 411-429.
- Tayyar N., Akcanlı F., Genç E., Erem I. (2014) BİST’e Kayıtlı ve Teknoloji Alanında Faaliyet Gösteren İşletmelerin Finansal Performanslarının Analitik Hiyerarşi Prosesi (AHP) ve Gri İlişkisel Analiz (GİA) Yöntemiyle Değerlendirilmesi, Muhasebe ve Finansman Dergisi, Sayı:61, 19-40.

- TKYD (2006) “Nedir Bu Kurumsal Yönetim?” Deloitte-Türkiye Kurumsal Yönetim Derneği [http://www.tkyd.org/files/downloads/faaliyet\\_alanlari/yayinlarimiz/tkyd\\_yayinlari/nedir\\_bu\\_kurumsal\\_yonetim.pdf](http://www.tkyd.org/files/downloads/faaliyet_alanlari/yayinlarimiz/tkyd_yayinlari/nedir_bu_kurumsal_yonetim.pdf) Erişim Tarihi: 01.01.2016.
- Toraman Cengiz, Abdioğlu Hasan (2008) İMKB Kurumsal Yönetim Endeksinde Yer Alan Şirketlerin Kurumsal Yönetim Endeksinde Yer Alan Şirketlerin Kurumsal Yönetim Uygulamalarında Zayıf ve Güçlü Yanları: Derecelendirme Raporlarının İncelenmesi, Muhasebe ve Finansman Dergisi, Sayı:40 Ekim 2008, 96-109.
- Uyguntürk, Hasan, Korkmaz Turhan, (2012), Finansal Performansın TOPSIS Çok Kriterli Karar Verme Yöntemi İle Belirlenmesi: Ana Metal Sanayi İşletmeleri Üzerine Bir Uygulama, Osman Gazi Üniversitesi İ.İ.B.F. Dergisi, 7(2), ss. 95-115.
- Wu Cheng-Ru, Lin Chin-Tsai, Tsai Pei-Hsuan (2010) “Evaluating Business Performance of Wealth Management Banks” European Journal of Operational Research, Vol. 207, No.2, 971-979.
- Zhai, Lina Yin-Khoo, Li Pheng-Zhong, Zhao Wei (2009). “Design Concept Evaluation in Product Development Using Rough Sets and Grey Relational Analysis”, Expert Systems with Applications, No. 36, pp. 7072–7079.
- <http://www.saharating.com/~saharati/bist-kurumsal-yonetim-endeksi/> Erişim Tarihi 15.02.2016
- <http://www.tkyd.org/tr/sss.html#sss-kurumsal-yonetim-nedir.html> Erişim Tarihi: 01.02.2016