

# Kurumsal Yönetim Derecelendirme Notlarının Firma Performansı Üzerindeki Etkisi: BIST Lokanta ve Oteller Sektörü Örneği<sup>1</sup>

## The Effect of Corporate Governance Rating Grades on Firm Performance: The Case of BIST Restaurants and Hotels Sector

Erdal Yılmaz<sup>2</sup>, Kübra Bedir<sup>3</sup>

### Öz

Kurumsal yönetim ve işletme performansı arasındaki ilişkinin incelenmesinin önemini, son dönemlerde işletmelerde gerçekleşen muhasebe skandalları nedeniyle oluşan finansal başarısızlıklar arttırmıştır. Kurumsal yönetim, işletmelerin yatırımcıları ile yönetim kurulu üyeleri, iştirakçileri ve ortakları arasındaki ilişkiyi düzenleyen ilkeler bütünüdür. İşletme performansını ölçen aktif karlılık, faaliyet karlılığı, fiyat/kazanç, net kar marjı ve tobin q gibi oranlar bulunmakla birlikte söz konusu bu oranlara finansal tablolar aracılığıyla ulaşılmaktadır. Bu çalışmanın amacı; BIST Lokanta ve Oteller sektöründe faaliyet gösteren işletmelerin kurumsal yönetim derecelerini belirlemek ve kurumsal yönetim derecelerinin finansal performansları üzerinde anlamlı bir etkisinin olup olmadığını tespit etmektir. Bu amaç doğrultusunda öncelikle BIST'te işlem gören lokanta ve otel işletmelerinin, SPK tarafından belirlenen ilkelere göre 2015-2019 yılları arasındaki kurumsal yönetim derecelendirme notları, daha sonra aynı dönemlere ait finansal tabloları aracılığı ile aktif karlılığı, faaliyet karlılığı, fiyat/kazanç, net kar marjı ve tobin q oranları hesaplanarak finansal performansları ortaya konulmuştur. Araştırma kapsamındaki işletmelerin faaliyet raporları incelenmiş ve buna bağlı olarak nitel araştırma yöntemlerinden içerik analizi yapılmıştır. Çalışmanın sonuçlarına göre; otel işletmelerinin lokanta işletmelerine göre kurumsal derecelendirme notlarının daha yüksek uyum düzeyinde olduğu ve otel işletmelerinin de kendi içinde yıllara göre uyum düzeylerinde farklılıklar gösterdiği sonucuna ulaşılmıştır. BIST'te yer alan lokanta ve otel işletmelerinin 2015-2019 dönemine ait verilerine Stata ve Eviews programları aracılığıyla panel veri analizi uygulanmış, sonuç olarak lokanta ve otel işletmelerinin kurumsal yönetim derecelendirme notlarının, işletme performansının ölçülmesinde kullanılan aktif karlılığı, faaliyet karlılığı, net kar marjı, fiyat/kazanç oranı ve tobin q oranı üzerinde anlamlı etkisinin olmadığı tespit edilmiştir.

**Anahtar Kelimeler:** kurumsal yönetim, finansal tablolar, finansal performans, kurumsal yönetim notu

### Abstract

Financial failures due to recent accounting scandals in businesses have increased the importance of examining the relationship between corporate governance and business performance. Corporate governance is the set of principles that regulate the relationship between the investors of the enterprises and the members of the board of directors, affiliates and partners. The purpose of this study is to determine the corporate governance ratings of companies operating in BIST Restaurant and Hotels sector and to determine whether the corporate governance ratings have a significant effect on their financial performance. Panel data analysis was applied to the data of restaurants and hotels in BIST for the period 2015-2019 through Stata and Eviews programs. As a result of the analysis, it was determined that the corporate governance ratings of the restaurants and hotel businesses do not have a significant effect on the asset profitability, operating profitability, net profit margin, price / earning ratio and tobin q ratio used in measuring business performance.

**Keywords:** corporate governance, financial statements, financial performance, corporate governance rating

### Araştırma Makalesi [Research Paper]

JEL Codes: M40, M41, G10

Submitted: 07 / 02 / 2021

Accepted: 18 / 03 / 2021

<sup>1</sup> Bu çalışma, Doç. Dr. Erdal Yılmaz danışmanlığında Kübra Bedir tarafından hazırlanan ve Ondokuz Mayıs Üniversitesi Lisansüstü Eğitim Enstitüsünde kabul edilen "Kurumsal Yönetim Derecelendirme Notlarının Firma Performansı Üzerindeki Etkisi: BIST Lokanta ve Oteller Sektörü Örneği" adlı yüksek lisans tezinden türetilmiştir.

<sup>2</sup> Doç. Dr., Ondokuz Mayıs Üniversitesi, Turizm Fakültesi, eyilmaz@omu.edu.tr, Orcid ID: 0000-0002-2491-446X

<sup>3</sup> Bilim Uzmanı, Ondokuz Mayıs Üniversitesi Lisansüstü Eğitim Enstitüsü, kbedir101@gmail.com, Orcid ID: 0000-0001-9250-5062

## Giriş

Ekonomik düzenin yürütülmesi açısından işletme paydaşları sistemin temel yapı taşlarını oluşturmaktadır. Ekonomik düzende herhangi bir aksaklığın meydana gelmesi, sistemin genelinde büyük problemlere sebep olabilmektedir. Bu nedenle işletmelere herhangi bir rekabet sınırlaması koymadan çalışmalarını ve hareketlerini kontrol edecek, paydaşlar açısından ilişkileri düzenleyecek bir sisteme ihtiyaç duyulmaktadır. İhtiyaçtan doğan ve ihtiyacın giderilmesini sağlayan kurumsal yönetim kavramı böylece ortaya çıkmıştır (Tükenmez vd., 2017: 2). Ekonomik ve siyasi yapıları benzerlik gösteren ülkelerin 20. Yüzyılda ortaya çıkan küreselleşme ile birlikte rekabet stratejilerin de izlediği makro iktisat politikaları yetersiz kalmıştır. Böylece hem ülkelerde hem de ülkenin kendi içinde kurumsal yönetim kavramı önemli bir husus haline gelmiştir (Özilhan, 2002: 7). Küreselleşmenin getirmiş olduğu rekabet ortamında bir diğer önemli kavram ise finansal analizdir. Ülke ekonomisine fayda sağlayan işletmelerin güçlü ve zayıf yönleri finansal analiz sayesinde tespit edilmektedir. Böylece işletmeler ile ilgilenen yatırımcılar için finansal analiz, fırsat olarak görülmektedir. Kısacası finansal analiz, işletmeyi finansal anlamda okumayı ve anlamayı sağlayarak işletme yönetimine rehberlik etmektedir (Şen, vd., 2015: 65).

Yatırımcıların alacakları kararlar için ihtiyaç duydukları bilgi gereksinimini karşılayan en önemli araçların başında finansal tablolar yer almaktadır. Bu tablolar, işletmelerin finansal performansı ve finansal durumdaki değişimler hakkında yatırımcılar ve diğer ilgililere faydalı bilgiler sunmaktadır. Finansal tabloların eksiksiz, gerçek, zamanında, güvenilir ve anlaşılabilir olması, yatırımcıların ilgilendikleri işletme ile ilgili verecekleri kararların sağlıklı olabilmesi açısından önem arz etmektedir. Gelişen ve değişen dünyadaki küreselleşme hareketi ile artan rekabet ortamı, yatırımcıların artan istekleri, finansal krizler, son yıllarda artan şirket skandalları ve başarısızlıklar kurumsal yönetim kavramının önemini arttırmadaki en temel nedenler arasında sayılabilmektedir. Çünkü kurumsal yönetim, şirketler ve piyasalar üzerindeki olumsuz etkilere karşı tedbir almaktadır. Ülke ekonomisine katkısı açısından önemli görülen lokanta ve otelcilik sektörüne olan güvenin korunması açısından da kurumsal yönetim uygulamaları vazgeçilmez bir unsurdur. Bu nedenle bu çalışmada hisse senetleri Borsa İstanbul'da işlem gören lokanta ve otellerdeki kurumsal yönetim sürecinin nasıl uygulandığının tespit edilmesi amaçlanmaktadır.

Bu araştırmanın temel amacı, lokanta ve oteller sektörünün kurumsal yönetim derecelerini ve bu derecelerin finansal performans üzerindeki etkisini belirlemektir. Bu temel amaç doğrultusunda öncelikle araştırmanın amacı, kapsamı, sınırlılıkları, modeli, örnekleme açıklanarak hipotezler geliştirilmiş bağımlı, bağımsız ve kontrol değişkenleri verilmiştir. Bu değişkenler kullanılarak, BIST'de yer alan lokanta ve otel işletmelerinin 2015 ile 2019 yılları arasındaki kurumsal yönetim ilkelerine uyum derecesi notunun firma performansı ile ilişkisi panel veri analizi yöntemi ile incelenmiştir. Son aşamada ise ekonometrik analizler sonucunda ulaşılan bulgular değerlendirilmiştir.

## 1. Literatür Taraması

Kurumsal yönetim konusu ile ilgili olarak, ulusal ve uluslararası literatürde turizm sektörüne yönelik gerçekleştirilen çalışmaların sınırlı olduğu görülmektedir. Bu konuyla ilgili ulaşılan bazı çalışmalara değinilmiştir. Tsai ve Gu (2007) yapmış oldukları çalışmalarında, 1999-2003 yılları arasında kurumsal sahiplik ile işletme performansı arasındaki ilişkileri irdelenmiştir. Çalışmanın sonucunda işletme büyüklüğünün işletme performansı üzerinde önemli ve negatif bir etkisi olduğuna varılmış, kumarhane işletmelerine kurumsal yatırım yapmanın kumarhane sektöründeki vekâlet sorununu azaltmaya yardımcı olduğu ortaya koyulmuştur.

Bertan (2009), otel işletmelerinde kurumsal karnenin bileşenleri arasındaki nedensellik ilişkilerini çalışmasında incelemiştir. Çalışmanın sonucunda kurumsal karne çalışmalarına yalnızca üst seviye idarecilerin değil, otel işletmesindeki her personelin katılmasının sistemin performansını pozitif doğrultuda etkileyeceğini, otel işletmelerinde, birliğe, departmanlara, takımlara ve fertlere bağlı olmak şartıyla başka biçimlerde kurumsal karneler hazırlanması ve yürütülmesi gerektiğini saptamıştır.

Karakaya ve Akbulut (2010), çalışmalarında Safranbolu ilindeki turizm şirketlerinde kurumsal idarenin yapılabirliği ile ilgili değişkenlerin saptanmasını amaçlamış ve kurumsal idare ilgili irdelenen değişkenler açısından, Safranbolu ilindeki turizm işletmelerinin kendine has durumlarına göre farklılıklar olduğunu saptamıştır. Bu saptamaya istinaden Safranbolu ilindeki turizm şirketlerinde kurumsal yönetimin yapılabirliği açısından eksik olan şirketlerin kurumsal yönetime yönelik düşüncesi, kamuyu bilgilendirme ve personellerle ilgili çalışmalar açısından şirketlerin gelişmesi gerekliliğini vurgulamıştır.

Guillet ve Mattila (2010) ise, 1990-2006 yılları arasında konaklama endüstrisindeki işletmelerin kurumsal yönetim endeksi GIM (Gompers, Ishii, Metrick) ile ölçülmüş ve GIM endeksi ile işletme performansı arasındaki ilişkiler araştırılmıştır. Çalışma sonucunda konaklama endüstrisindeki işletmelerin kurumsal yönetim endeksi yüksek çıkmıştır.

Park ve Jang (2010), 2001-2006 yılları arasında restoranlarda idareci zilyetliği ile şirket başarısı arasındaki bağıntıyı incelemiştir. Yönetici sahipliği ile şirket başarısı arasında mantıklı ve pozitif bir bağıntı elde ederken, restoran işletmelerinde

%38-40 oranında yönetsel sahipliğin işletme performansını arttırdığı, bu noktanın üzerindeki sahiplik düzeyinin ise işletme performansını azalttığını saptanmıştır.

Chen vd., (2012), 1997-2009 seneleri arasında Tayvan Menkul Kıymetler Borsası'nda işlem gören otel işletmelerinde, yönetsel sahiplik derecesinin işletme performansı üzerindeki etkisini araştırmıştır. Çalışmanın sonucunda ise yönetsel hissedarlık seviyesi arttıkça yönetici-hissedar çatışmalarının azaldığı ve çıkar birlikteliğinin ortaya çıkması sebebiyle ROA, ROE ve Tobin Q değerlerinde bir artış eğilimi olduğu gözlenirken, yönetsel hissedarlık düzeyi daha da arttırılarak en uygun seviyeyi aştığı noktada işletme performansının azalmaya başladığını saptamıştır.

Ajanthan (2013), Colombo Menkul Kıymetler Borsası'nda işlem gören 18 otel ve restoran işletmesi üzerinde kurumsal yönetimin bazı özellikleri ile sermaye yapısı ve karlılık arasında ilişki olup olmadığını incelemiştir. Çalışmanın sonucunda ise yönetim kurulu büyüklüğü, yönetim kurulu yapısı ve yönetim ikiliği ile özkaynak karlılığı (ROE), aktif karlılığı (ROA) ve borç/özkaynak oranı arasında pozitif ilişkiler saptamıştır. Buna rağmen, yönetim kurulu büyüklüğü ve yönetim kurulu bağımsızlığı ile varlıklar oranı arasında negatif ilişki bulunurken yönetim ikiliği ile pozitif ilişki ortaya çıkarmıştır. Ayrıca kurumsal yönetim uygulamaları ile sermaye yapısı ve karlılık arasında da önemli bir ilişki bulunmadığını saptamıştır.

Köroğlu ve Aktaş (2014), Marmaris ilinde bulunan dört ve beş yıldızlı otel işletmelerinde iç kontrol ile kurumsal idare algılayışı arasındaki bağlantıyı ortaya çıkarmayı amaçlamıştır. Bu amaç doğrultusunda iç kontrolün esas işlevleri ile kurumsal idare kavrayışının bilinen belli başlı standartları arasında mantıklı ilişki olduğu bilgisine ulaşmıştır. Bunun yanı sıra, otel işletmelerinin hem kurumsal idarenin esas ilkelerine hem de iç kontrol çalışmalarına epeyce önem verdiklerini saptamıştır.

Al Najjar (2014), Orta Doğu'daki 5 ülkede yer alan turizm işletmelerinde kurumsal yönetim ve işletme performansı arasındaki ilişkileri incelemiş ve turizm sektöründe yönetim kurulu yapısının rolü ile yönetim kurulu büyüklüğünün işletme performansına etkisini incelemiştir. İşletme performansının ölçümünde özsermaye karlılığı, aktif karlılığı ve hisse senedi getirisi kullanılmış ve bağımsız değişkenler ise yönetim kurulu büyüklüğü ve yönetim kurulu bağımsızlığı, işletme büyüklüğü, kaldıraç oranı ve nakit oranı olarak betimlenmiştir. Yönetim kurulu bağımsızlığının hem işletme performansı hem de hisse performansını olumlu etkilediği, yönetim kurulu büyük olan işletmelerin kar oranlarının daha fazla gelişme gösterdiği, yönetim kurulu küçük işletmelerin ise hisse senedi performanslarının daha fazla etkilendiği saptanmıştır. Kısaca özetlemek gerekirse bu çalışmada turizm işletmelerinde yönetim kurulu büyüklüğünün ve yönetim kurulunun bağımsızlığının önemli bir kurumsal yönetim mekanizması olduğu sonucuna varılmıştır.

Karadeniz ve Ergene (2015), BIST turizm işletmelerinin 2011-2013 yılları arasındaki kurumsal yönetim uygulamalarını incelemişler ve bu işletmelerin kurumsal yönetim uygulamaları ile kurumsal idare dizininde bulunan yapım şirketlerinin kurumsal yönetim uygulamalarını kıyaslamıştır. Turizm işletmelerinin pay sahipliği, kamuyu bilgilendirme ve saydamlık, yönetim kurulları ile çıkar sahiplerine ilişkin ilkelere uyum açısından imalat işletmelerine göre epeyce fazla eksikliklere sahip olduğu sonucuna varmıştır.

Guetat vd., (2015), çalışmalarında Tunus otel sektöründeki 63 otel işletmesinin performansları ile kurumsal yönetim uygulamaları arasındaki ilişkileri araştırmıştır. Çalışmanın sonucunda ise otel işletmelerinin %60'ında yönetim kurulu başkanı ile CEO pozisyonları arasında net bir ayrımın bulunduğu, %69'unun bir strateji komitesine sahip olduğu, yönetim kurulu üye sayısının 6 olduğu ve 2 üyenin icra dışı yönetici olarak görev yaptığını saptamıştır. Buna ilaveten yönetim kurulu büyüklük artışının işletme performansını etkilemediği ancak yönetim kurulunda icra dışı yöneticilerin bulunması ve bir atama komitesinin varlığının işletme performansı üzerinde olumlu etkilere sahip olduğu saptanmıştır.

Jarboui vd., (2015), çalışmalarında Tunus'taki otel işletmelerinin içsel kurumsal yönetim etkinliğini incelemiştir. İşletme verimliliğinin iyileştirilmesinde yönetim kurulu özelliklerinin, sahiplik yapısı ve CEO özellikleri gibi kurumsal yönetim mekanizmalarının otel performansı ve verimliliği üzerinde etkili olduğu belirlenmiştir. İlaveten yönetsel özelliklerin de işletme verimliliği üzerinde etkili olduğu, kurumsal yönetimin, otel işletmelerinin genel performansını yakından etkilediği saptanmıştır.

Karadeniz ve Ergene (2015), Borsa İstanbul'da işlem gören 14 turizm şirketi ile Borsa İstanbul Kurumsal Yönetim Endeksi'nde yer alan 18 imalat şirketinin belirli yıllarda bulunan çalışma raporları, kurumsal yönetim entegrasyon raporları, kurumsal web siteleri ve kamuyu bilgilendirme alanındaki verileri irdelemiştir. Çalışma sonucunda turizm işletmelerinin hisse sahipleri kurallarına, kamuyu bilgilendirme ve saydamlık kurallarına, idare kurullarıyla ilgili kurallara ve çıkar sahipleriyle ilgili kurallara entegrasyon açısından üretim işletmesine göre epeyce fazla noksanları olduğunu saptamıştır. Aynı zamanda turizm işletmelerinin kurumsal yönetim ilkelerine adapte olma çabasında bulunduğunu belirtmiştir.

Literatürde görüldüğü üzere turizm işletmelerinde kurumsal yönetim ile ilgili çalışmalar yapılmıştır. Ancak literatürde BIST'te yer alan lokanta ve otel işletmelerinin kurumsal yönetim derecelendirme notlarının hesaplanması ve finansal performans ile ilişkisinin var olup olmadığı ile ilgili çalışmalar bulunmamaktadır. Buradan hareketle bu konunun gerek

ülkemiz işletmeleri ve ekonomisince gerekse dünya açısından önemli bir konu olduğu ve alan yazındaki boşluğu doldurarak katkıda bulunduğu söylenebilmektedir.

## 2. Yöntem

Çalışmada BIST'te yer alan lokanta ve otel işletmelerin kurumsal yönetim notlarının ile finansal performansları üzerinde bir etkisinin olup olmadığı araştırılmıştır. Araştırmacılar tarafından hesaplanan kurumsal yönetim notları ve finansal oranlarla, ekonometrik paket programlar olan Stata ve Eviews kullanılarak panel veri analizi yapılmıştır. Panel veri analizi kapsamında ilk olarak bağımsız değişkenler arasında, çoklu doğrusal bağlantı sorunun olup olmadığına ilişkin korelasyon analizi, panel ve değişken bazında homojenlik sınaması, nihai modelin tahmin edilmesinde sabit ve rassal etkiler modelinden hangisine ihtiyaç duyulacağı belirlenmiştir. Daha sonra paneli oluşturulan değişkenlere ilişkin zaman serilerinde otokorelasyon sorunun olup olmadığı, hata terimlerinin varyansının bütün örneklem için sabit olmaması durumunda değişen varyans ile sabit etkili modelin mi yoksa rassal etkili modelin mi kullanılması gerektiğini bulmak için Hausman ile veriler test edilmiştir. Daha sonra birden fazla bağımsız değişkeni kullanarak bir bağımlı değişkenin puanlarını bulmak için çoklu regresyon testi kullanılmıştır.

### 2.1. Veri Seti

Araştırmanın veri setini araştırma kapsamındaki işletmelere ait kurumsal yönetim derecelendirme notları ve finansal performans oranları oluşturmaktadır. Veri setini 12 lokanta ve otel firmasının beş yıllık mali tablo ve kurumsal yönetim derecelendirme verilerinden oluşan 720 gözlem oluşturmaktadır. Firmaların finansal performans, kurumsal yönetim ilkeleri ve kontrol değişkenlerine ilgili ham veriler Borsa İstanbul ([www.borsaistanbul.com](http://www.borsaistanbul.com)), Kamuyu Aydınlatma Platformu ([www.kap.org.tr](http://www.kap.org.tr)), Türkiye Kurumsal Yönetim Derneği ([www.tkyd.org/tr](http://www.tkyd.org/tr)) ve işletmelerin web sitelerinden yararlanılmıştır. Ekonometrik paket programlarından Eviews; çoklu korelasyon, temel istatistik, Stata; panel veri, değişen varyans testi, otokorelasyon testi, nominallik varsayımları, çoklu regresyon, Hausman testi verilerin analizi için kullanılmıştır.

Araştırma kapsamındaki işletmelerin finansal performanslarının hesaplanması için aşağıda Tablo 1'de belirtilen oranlar dikkate alınmıştır. Bu oranların dikkate alınmasının temel nedeni finansal performansların hesaplanmasında literatürde en çok kullanılan oranlar (Acar, 2003; Yurdakul ve İç, 2003; Wang, Chang, Anh ve Chang, 2010; Özgüven, 2011; Atmaca, 2012; Uyguntürk ve Korkmaz, 2012) olmasından dolayı tercih edilmiştir. Hesaplamalar her yıl ve işletme için ayrı ayrı yapılmıştır.

Tablo 1. Araştırmada Kullanılan Oranlar

Simgeler: Oranlar	Formüller
O1: Fiyat/Kazanç Oranı	Hisse Senedinin Fiyatı/Hisse Başına Kazanç
O2: Tobin's Q Oranı	(Toplam Borçlar+Piyasa Değeri)/Toplam Aktifler
O3: Kaldıraç Oranı	Toplam Borçlar/Toplam Varlıklar
O4: Özkaynak Devir Hızı	Net Satışlar/ Özkaynak
O5:Özsermaye Kârlılığı	Net Kâr/Özkaynaklar
O6:Net Kâr Marjı	Net Kâr/Net Satışlar
O7:SMMM/Net Satışlar	SMMM/Net Satışlar
O8:Aktif Kârlılığı	Net Kâr/Toplam Aktif
O9: Faaliyet Kârlılığı	Faaliyet Kârı/Net Satışlar

Türkiye'deki turizm işletmelerine ait herhangi bir kurumsal yönetim derecelendirmesi yapılmamıştır. Bu nedenle bu çalışmada Borsa İstanbul'da işlem gören lokanta ve otel işletmelerinin kurumsal yönetim derecelendirme notları araştırmacılar tarafından hesaplanmıştır. Kurumsal yönetim notlarının hesaplanmasında SPK'nın kurul kararı neticesinde

belirlenmiş olan bölüm ağırlıkları dikkate alınmaktadır. 2014 yılı derecelendirme süreci sonunda SPK'nın konuya ilişkin kurul kararı çerçevesinde, dört alt bölümün farklı şekilde ağırlıklandırılması ile kurumsal yönetim derecelendirme notunun bulunması yoluna gidilmiştir. Toplam derecelendirme notunun tespitinde her bir temel bölüm için SPK'nın belirlediği aktüel alt sınıf ağırlıkları pay sahipleri için %25, kamuyu aydınlatma ve şeffaflık için %25, menfaat sahipleri için %15, yönetim kurulu için %35'dir. Her bir ana başlığa ait belirtilen kriterlerin varlığı yahut yokluğu ayrı ayrı hesaplanmış ve bu dört ana bölüme ait puanlar toplanarak kurumsal yönetim notu hesaplanmıştır.

Otel ve lokanta işletmelerinin grup olarak yıllara göre kurumsal yönetim derecelendirilmesi Tablo 2'de verilmiştir. Bu tabloya bakıldığında otellerin kendi içerisinde yıllara göre kurumsal yönetim derecelendirme puanlarında değişkenlik olduğu görülmektedir. Ayrıca lokanta ve otel sektörünün kurumsal yönetim uyum derecelendirme puanları da farklılık göstermektedir.

**Tablo 2. Borsa İstanbul'da İşlem Gören Otel ve Lokanta İşletmelerinin Grup Olarak Yıllara Göre Hesaplanan Kurumsal Yönetim Notları**

OTELLER	2019	2018	2017	2016	2015
AYCES	78	82,5	82,5	82,5	82,5
AVTUR	76	76	76	76	67
KSTUR	63	76	76	76	76
MAALT	89	75	75	75	71
MARTI	80	77	75	78	73
MERIT	83	73	73	73	73
METUR	70	67	67	67	67
PKENT	78	72	72	72	72
TEKTU	88	72	72	72	56
ULAS	81	78	78	78	78
UTPYA	78	62	62	62	57
<b>LOKANTA</b>	<b>2019</b>	<b>2018</b>	<b>2017</b>	<b>2016</b>	<b>2015</b>
ETILR	62	57	55	55	55

## 2.2. Verilerin Analizi

Bu çalışmada panel veri analizi kullanılmıştır. Bireyler, işletmeler, ülkeler, hane halkları gibi birimlere ait yatay kesit gözlemlerinin belli bir zaman döneminde bir araya getirilmesine panel veri denilmektedir. Aynı yatay kesit birimlerinin zaman içerisindeki değişimini analiz ederken panel veri kullanılmaktadır (Baltagi, 2005). Panel veri setinde yatay kesit ve zaman olmak üzere iki boyut bulunmasından dolayı bu yöntem son yıllarda daha fazla kullanılır hale gelmiştir. Kısacası N tane birim ve her birime karşı gelen T adet gözlem panel veri modelinde yer almaktadır. Serilerin diziliş farklılıklarının olması yatay kesit ve zaman serileri arasındaki en büyük farkı yaratmaktadır. Zaman serileri zamana göre değişim gösterir ve ilgili zaman değişkenine göre sıralanmaktadır. Bu dizilim değiştirilememekte, yani sabit kalmaktadır. Yatay kesit serileri ise, birimlere göre değişim gösterilmekte ve birimlerin zorunlu bir dizilişi olmadığından belirli bir dizilim göstermemektedir. Bu sıralamaların değişmesi parametre tahminlerini etkilememektedir. Fakat otokorelasyon katsayısı gibi hesaplamalarda sıralamalar etkili olduğundan tahminlerin sonuçları değişerek varsayımların geçerli olmasında etkili olabilecektir (Güriş, 2018: 3-4).

### 2.3. Çalışmanın Hipotezleri

Çalışmada işletme finansal performansları ile kurumsal yönetim arasındaki ilişkinin tespit edilmesi amacı ile 1 ana hipotez ve 5 alt hipotez geliştirilmiştir.

1. **Hipotez H1:** Kurumsal yönetim derecelendirme notunun işletme finansal performansına anlamlı bir etkisi vardır.
2. **Hipotez H2:** Kurumsal yönetim derecelendirme notunun aktif karlılığına anlamlı bir etkisi vardır
3. **Hipotez H3:** Kurumsal yönetim derecelendirme notunun faaliyet karlılığına anlamlı bir etkisi vardır.
4. **Hipotez H4:** Kurumsal yönetim derecelendirme notunun fiyat/kazanç oranına anlamlı bir etkisi vardır.
5. **Hipotez H5:** Kurumsal yönetim derecelendirme notunun net kar marjına anlamlı bir etkisi vardır.
6. **Hipotez H6:** Kurumsal yönetim derecelendirme notunun tobin q oranına anlamlı bir etkisi vardır.

### 2.4. Çoklu Korelasyon Analizi Sonuçları ve Araştırmanın Modelleri

Araştırmanın korelasyon analizi sonuçları aşağıda Tablo 3’de verilmiştir.

**Tablo 3. Korelasyon Analizi Sonuçları**

	Fiyatkaz	Tobin	Nkm	Ak	Faaliyetkar	Kuryon	Aktif	Satis	Kaldirac	Smm
Fiyatkaz	1.00									
Tobin	-0.16	1.00								
Nkm	0.38*	-0.76**	1.00							
Ak	0.25	-0.31*	0.43	1.00						
Faaliyetkar	0.15	-0.10	0.15	0.96**	1.00					
Kuryon	0.19	0.00	0.03	-0.09	-0.11	1.00				
Aktif	0.15	-0.05	-0.10	0.01	0.05	-0.31*	1.00			
Satis	0.08	-0.10	0.06	0.26	0.27	-0.47*	0.60*	1.00		
Kaldirac	0.57*	0.10	0.03	0.06	0.06	0.21	0.05	0.09	1.00	
Smm	0.11	-0.01	0.04	0.92**	0.99**	-0.12	0.06	0.27	0.10	1.00

Yukarıda belirtilen Tablo 3’de kurumsal yönetim derecelendirme notu ile işletme performansı arasındaki ilişkiyi gösteren korelasyon analizi sonuçları yer almaktadır. Korelasyonu yüksek olan oranlar ile modellerin oluşturulması gerekliliği literatürde yer almaktadır. Bu çalışmada da literatürde yer aldığı gibi korelasyonu yüksek ve orta düzeyde olanlar ile modeller oluşturulmaya çalışılmıştır. Tobin q oranı ile net kar marjı arasında negatif yönde yüksek ilişki, aktif karlılık ile faaliyet karlılığı arasında pozitif yönde yüksek ilişki, smm/net satışlar ile aktif karlılık arasında pozitif yönde yüksek ilişki, faaliyet karlılığı ile smm/net satışlar arasında pozitif yönde yüksek ilişki bulunmuştur. Fiyat/kazanç ile net kar marjı arasında pozitif yönde orta düzey ilişki, aktif karlılık ile tobin q oranı arasında negatif yönde orta düzey ilişki, toplam aktif ile kurumsal yönetim notu arasında negatif yönde orta düzey ilişki, net satışlar ile kurumsal yönetim arasında negatif yönde orta düzey ilişki, toplam aktif ile net satışlar arasında pozitif yönde orta düzey ilişki, kaldıraç oranı ile fiyat/kazanç oranı arasında pozitif yönde orta düzey bir ilişki tespit edilmiştir. Korelasyon değerleri yüksek ve orta çıkan bu oranlar ile modeller oluşturulmuştur.

Değişkenler arasındaki ilişkiyi tespit edip derecesini ölçmek amacı ile korelasyon analizi yapılmıştır. Daha sonra çalışmanın modelleri oluşturulmuştur. 2015-2019 yılları arasındaki 5 döneme ait veriler analize tabi tutulmuştur. Yüksek korelasyon değerine sahip olan oranlar ile Tablo 4'de ki değişkenler kullanılarak 5 model oluşturulmuştur.

**Tablo 4. Değişkenlerin Tam Adları ve Kısaltmaları**

Tam Adı	Kısaltması
Aktif Karlılık	Ak
Faaliyet Karlılığı	Faaliyetkar
Fiyat/Kazanç Oranı	Fiyatkaz
Net Kar Marjı	Nkm
Tobin Q Oranı	Tobin
Toplam Aktif	Aktif
Kurumsal Yönetim Notu	Kuryon
Kaldıraç Oranı	Kaldırac
Net Satışlar	Satis
SMM/Net satışlar	Smm

**Model 1:**  $ak = aktif + kuryon + kaldırac + satis + smm + hata\ terimi$

**Model 2:**  $faaliyetkar = aktif + kuryon + kaldırac + satis + smm + hata\ terimi$

**Model 3:**  $fiyatkar = aktif + kuryon + kaldırac + satis + smm + hata\ terimi$

**Model 4:**  $nkm = aktif + kuryon + kaldırac + satis + smm + hata\ terimi$

**Model 5:**  $tobin = aktif + kuryon + kaldırac + satis + smm + hata\ terimi$

## 2.5. Bulgular

Kurumsal Yönetim ilkelerinin, lokanta ve otel işletmelerinin finansal performansını etkileyip etkilemediğini sınamak için 5 farklı finansal performans göstergesi olan oranlar ile modeller kurulmuştur. Bu modeller bazı istatistik programlarında (Eviews, Stata) uygulanmıştır. Uygulama sonucunda ortaya çıkan verilerin bulguları ayrı başlıklar altında aşağıda verilmiştir.

### 2.5.1. Normallik Testleri

Bir seri parametrik olmayan istatistik sınamalar istatistik biliminde normallik sınamaları olarak tanımlanmaktadır. Bu sınamalarının amacı verilmiş bir veri dizisinin normal dağılıma uygunluğunun irdelenmesidir. Normallik varsayımları yalnızca örneklem verilerinin doğrudan doğruya incelenmesinde kullanılmamaktadır. Bunun yanı sıra ekonometrik analizlerde tek regresyon denklemi tahmininden sonra çıkan hataların normal ya da normal olmadığına araştırılması için de tercih edilmektedir. İstatistiksel araştırmalarda yapılan birçok testin uygulanabilmesi için, ölçüm verilerinin dağılıma normal veya normale yakın olması gerekmektedir. Bu nedenle bu çalışmanın normallik varsayımları aşağıda Tablo 5'de belirtilmiştir.

Tablo 5. Normallik Varsayımları Sonuçları (Shapiro-Wilk W test for normal data)

Modeller	Variable	Obs	W	V	Z	P>z
Model 1	Hataterimi	26	0.92606	2.114	1.534	0.06246
Model 2	Hataterimi	30	0.98160	0.585	-1.109	0.86624
Model 3	Hataterimi	24	0.87600	3.345	2.462	0.00691
Model 4	Hataterimi	29	0.94955	1.563	0.922	0.17823
Model 5	Hataterimi	55	0.97414	1.311	0.581	0.28052

Tablo 5'de normallik varsayımları sonucuna göre prob değeri>0,05 olduğundan dolayı veriler normal dağılım göstermektedir.

### 2.5.2. Tanımlayıcı İstatistikler

İstatistiksel analiz tek değişkenli ve çok değişkenli analiz yöntemleri olarak ikiye ayrılmaktadır. Günümüzde yapılan araştırmalar, doğru ve güvenilir neticeler verebilmesi açısından tüm yönleriyle incelenmektedir. Bu nedenle çalışmalarda mümkün olduğunca bütün değişkenler incelemeye alınmaktadır. Ayrıca değişkenlerin ayrı ayrı etkilerinin irdelenmesi gerekliliği ortaya çıkmaktadır. Tüm bunlar neticesinde tek değişkenli analiz yöntemlerinin kullanımı giderek azalırken çok değişkenli analiz yöntemleri daha fazla önem kazanmaktadır. Yapılan çalışmanın tanımlayıcı istatistikleri aşağıda Tablo 6'da yer almaktadır.

Tablo 6. Tanımlayıcı İstatistik Verileri

Değişkenler	Gözlem Sayısı	Ortalama	Standart Sapma
Fiyatkaz	55	.011944	.02666294
Tobin	55	.231726	.1507593
Nkm	55	.2656218	.15098
Ak	55	.1596778	.2526756
Faaliyetkar	55	.0537339	.4610665
Kuryon	55	87.81364	5.154834
Aktif	55	2.23e+08	3.24e+08
Satis	55	2.74e+07	3.01e+07
Kaldirac	55	.0576402	.1151441
Smm	55	-.05221	.6846974

Tablo 6 sonuçlarına göre, BİST Kurumsal Yönetim Endeksinde yer alan ve analiz kapsamında incelenen işletmelerin ortalama kurumsal yönetim notu (bağımsız değişken) %87,81 olarak tespit edilmiştir. Bir sonraki en yüksek ortalamaya sahip kontrol değişkeni net satışlara ait olup %2.74 bulunmuştur. Daha sonra bunu ortalama toplam aktif %2.23 ile takip etmiştir. Kontrol değişkenlerinden ortalama kaldıraç ve ortalama smm/net satışlar sırası ile %0.1, -%0.1 olarak bulunmuştur.



### 2.5.3. Birim Kök Testi

Birinci nesil panel birim kök testleri kesit birimlerin arasında korelasyonun olmadığı durumlarda yapılan testlere denilmektedir. Genel bir ifade ile birinci nesil panel birim kök testleri, Dickey Fuller (1979) ve Genişletilmiş Dickey Fuller (ADF) testlerini model olarak oluşturmuştur. Bu testler literatürde Levin, Lin ve Chu (2002) Panel Birim Kök Testi, Harris ve Tzavalis (1999) Panel Birim Kök Testi, Breitung (2000) Panel Birim Kök Testi, Hadri (2000) Panel Birim Kök Testi, Im, Pesaran ve Shin (2003) Panel Birim Kök Testi, Fisher Panel Birim Kök Testleri (Fisher ADF ve Fisher Phillips ve Perron) olarak yer almaktadır (Güriş, 2015: 204).

İkinci nesil birim kök testlerinden Moon ve Perron kesit birimleri ilişkili olduğu durumda faktör modeli yapısına dayanan bir analizdir., Choi; kesit birimleri arasındaki ilişkiyi hata bileşenleri modelini kullanarak ortadan kaldırmayı, Phillips ve Sul; tek faktör yapısındaki birim kök testini, Pesaran; kesitsel bağıllık durumunda geçerli olan heterojen faktör yükleriyle tanımlanmış tek faktör modelini önermektedir. Bu çalışmanın birim kök testi sonuçları aşağıda Tablo 7'de verilmiştir.

**Tablo 7. Modellerin Birim Kök (Augmented Dickey-Fuller test for unit root) Testi Sonuçları**

Değişkenler	Number of obs		Test Statistic	Olasılık (p)
Lnkuryon	53	Z(t)	-5.236	0.0000
Lnak	52	Z(t)	-5.481	0.0000
Lnnkm	53	Z(t)	-3.224	0.0187
Tobin	52	Z(t)	-4.883	0.0000
Lnfiyatkaz	26	Z(t)	-2.610	0.0410
Lnaktif	53	Z(t)	-2.983	0.0365
Lnsmm	20	Z(t)	-2.684	0.0369
Satis	53	Z(t)	-4.061	0.0011
Kaldirac	53	Z(t)	3.412	0.0105
Faaliyetkar	53	Z(t)	-3.224	0.0187

Tüm değişkenlerin değerleri incelendiğinde, p-value for Z(t) < 0,05'den küçük olduğundan birim kök problemi olmadığı görülmektedir.

### 2.5.4. Regresyon Modelleri Test Sonuçları

Araştırmanın regresyon sonuçları aşağıda verilmiştir.

**Tablo 8. Model 1'in Çoklu Regresyon Analizi**

Bağımlı Değişken: Aktif Karlılığı
Yıllar: 2015-2019
Yıl Sayısı: 5
İşletme Gözlem Sayısı: 26
Toplam Gözlem Sayısı: 130

Değişkenler	Katsayı	Std. Hata	t-istatistiği	P değeri
Kuryon	-.0008073	.0089416	-0.09	0.929
Lnaktif	.1651217	.04498	3.67	0.002
Lnsmm	.4641676	.0242801	19.12	0.000
Lnsatis	-.0507853	.0355176	-1.43	0.168
Lnkaldirac	-.037383	.0354144	-1.06	0.304
Sabit katsayı	-2.902531	1.38141	-2.10	0.049
P istatistiği = 0.0000      R <sup>2</sup> = 0.9581      F = 91.54				

Model 1'in F istatistik düzeyinin istatistiksel olarak anlamlı olduğu ve modelin yeterli açıklama gücüne sahip olduğu anlaşılmaktadır (F=91.54, p<0.0000). Aktif karlılıkdaki değişimin %95,81'lik (R<sup>2</sup>=0,9581) kısmı, bağımsız değişken olan kurumsal yönetim notunu açıklayabilmektedir. Modelde yer alan bağımsız değişkenlerden kurumsal yönetim notu ile aktif karlılık arasında pozitif yönde anlamsız bir ilişki tespit edilmiştir (p = 0.929, p<0,05). Kontrol değişkenlerinden smm/net satışlar ve toplam aktif ile bağımlı değişken olan aktif karlılık arasında anlamlı pozitif bir ilişki bulunurken diğer değişkenler ile bağımlı değişken arasında anlamlı bir ilişki tespit edilmemiştir. Başka bir ifade ile kaldıraç oranı, net satışlar ve kurumsal yönetim aktif karlılığı etkilememektedir. Bu durumda H2: 'Kurumsal yönetim notunun aktif karlılığa etkisi vardır.' hipotezi p değerinin 0,05'den büyük olması nedeni ile reddedilmiştir.

**Tablo 9. Model 2'nin Çoklu Regresyon Analizi**

Bağımlı Değişken: Faaliyet Karlılığı				
Yıllar: 2015-2019				
Yıl Sayısı: 5				
İşletme Gözlem Sayısı: 29				
Toplam Gözlem Sayısı: 145				
Değişkenler	Katsayı	Std. Hata	t-istatistiği	P değeri
Lnkuryon	-.2988695	.5634333	-0.53	0.601
Lnaktif	.1380471	.0328479	4.20	0.000
Lnsmm	.3184699	.0188097	16.93	0.000
Satis	-2.74e-10	1.42e-09	-0.19	0.849
Kaldirac	-.3152722	.2268572	-1.39	0.178
Sabit katsayı	-2.164985	2.632613	-0.82	0.419
P istatistiği = 0.0000      R <sup>2</sup> = 0.9383      F = 69,99				

Model 2'nin F istatistik düzeyinin istatistiksel olarak anlamlı olduğu ve modelin yeterli açıklama gücüne sahip olduğu anlaşılmaktadır (F=69.99, p<0.0000). Fakat aktif karlılığın yerine faaliyet karlılığının modele alınması modelin bağımlı değişkeni açıklayabilme oranını düşürmüştür. Bağımsız değişkenler ve kontrol değişkenleri faaliyet karlılığındaki değişimin %93,83'lük (R<sup>2</sup>=0,9383) kısmını açıklayabilmektedir. Modelde yer alan bağımsız değişkenlerden kurumsal yönetim ile faaliyet karlılığı arasında pozitif yönde anlamsız bir ilişki bulunmuştur. Fakat kontrol değişkenlerinden smm/net satışlar ile

faaliyet karlılığı arasında pozitif yönde anlamlı bir ilişki görülmüştür. Aynı zamanda faaliyet karlılığı ile toplam aktif arasında da anlamlı bir ilişki vardır. Kaldıraç oranı, net satışlar ve kurumsal yönetim faaliyet karlılığını etkilememektedir. Bu durumda H3: 'Kurumsal yönetim notunun faaliyet karlılığına etkisi vardır.' hipotezi p değerinin 0,05'den büyük olması nedeni ile reddedilmiştir.

**Tablo 10. Model 3'ün Çoklu Regresyon Analizi**

Bağımlı Değişken: Fiyat/kazanç Oranı				
Yıllar: 2015-2019				
Yıl Sayısı: 5				
İşletme Gözlem Sayısı: 24				
Toplam Gözlem Sayısı: 120				
Değişkenler	Katsayı	Std. Hata	t-istatistiği	P değeri
Lnkuryon	1.259778	1.643839	0.77	0.453
Lnaktif	.2606359	.0997985	2.61	0.018
Lnsmm	.2211317	.0535488	4.13	0.001
Lnsatis	-.0707248	.0788052	-0.90	0.381
Lnkaldirac	.8281061	.0831093	9.96	0.000
Sabit katsayı	-10.63023	8.106149	-1.31	0.206
P istatistiği = 0.0000      R <sup>2</sup> = 0.9238      F= 43,66				

Model 3'ün F istatistik düzeyinin istatistiksel olarak anlamlı olduğu ve modelin yeterli açıklama gücüne sahip olduğu anlaşılmaktadır (F=43.66, p<0.0000). Fakat faaliyet karlılığın yerine fiyat/kazanç oranının modele alınması modelin bağımlı değişkeni açıklayabilme oranını düşürmüştür. Bağımsız değişkenler ve kontrol değişkenleri fiyat/kazanç oranındaki değişimin %92,38'lik (R<sup>2</sup>=0,9238) kısmını açıklayabilmektedir. Fiyat/kazanç oranı ile toplam aktif, smm/net satışlar ve kaldıraç oranı arasında pozitif yönde anlamlı bir ilişki bulunmaktadır. Fakat kurumsal yönetim notu, net satışlar arasında anlamlı ilişki görülmemektedir. Bu durumda H4: 'Kurumsal yönetim notunun fiyat/kazanç oranına etkisi vardır.' hipotezi p değerinin 0,05'den büyük olması nedeni ile reddedilmiştir.

**Tablo 11. Model 4'ün Çoklu Regresyon Analizi**

Bağımlı Değişken: Net Kar Marjı				
Yıllar: 2015-2019				
Yıl Sayısı: 5				
İşletme Gözlem Sayısı: 29				
Toplam Gözlem Sayısı: 145				
Değişkenler	Katsayı	Std. Hata	t-istatistiği	P değeri
Lnkuryon	-.2988695	.5634333	-0.53	0.601
Lnaktif	.1380471	.0328479	4.20	0.000

Değişkenler	Katsayı	Std. Hata	t-istatistiği	P değeri
Lnsmm	.3184699	.0188097	16.93	0.000
Satis	-2.74e-10	1.42e-09	-0.19	0.849
Kaldirac	-.3152722	.2268572	-1.39	0.178
Sabit katsayı	-2.164985	2.632613	-0.82	0.419
P istatistiği = 0.0000      R <sup>2</sup> = 0.9383      F = 69,99				

Model 4'ün F istatistik düzeyinin istatistiksel olarak anlamlı olduğu ve modelin yeterli açıklama gücüne sahip olduğu anlaşılmaktadır (F=69.99, p<0.0000). Fakat fiyat/kazanç oranının yerine net kar marjının modele alınması modelin bağımlı değişkeni açıklayabilme oranını artırmıştır. Bağımsız değişkenler ve kontrol değişkenleri net kar marjındaki değişimin %93,83'lik (R<sup>2</sup>=0,9383) kısmını açıklayabilmektedir. Modelde yer alan bağımsız değişkenlerden kurumsal yönetim ile net kar marjı arasında anlamlı bir ilişki tespit edilmemiştir. Fakat kontrol değişkenlerinden smm/net satışlar ve toplam aktif ile anlamlı bir ilişki bulunmuştur. Bunun yanı sıra net satışlar ve kaldıraç oranı ile net kar marjı arasında anlamlı ilişki görülmemektedir. Yukarıdan çıkarılan sonuçlar neticesinde H5: 'Kurumsal yönetim notunun net kar marjına etkisi vardır.' hipotezi p değerinin 0,05'den büyük olması nedeni ile reddedilmiştir.

**Tablo 12. Model 5'in Çoklu Regresyon Analizi**

Bağımlı Değişken: Tobin Q Oranı				
Yıllar: 2015-2019				
Yıl Sayısı: 5				
İşletme Gözlem Sayısı: 55				
Toplam Gözlem Sayısı: 275				
Değişkenler	Katsayı	Std. Hata	t-istatistiği	P değeri
Kuryon	-.0025363	.0048804	-0.52	0.606
Aktif	-8.62e-13	8.26e-11	-0.01	0.992
Smm	.0025278	.0325622	0.08	0.938
Satis	-7.07e-10	1.00e-09	-0.71	0.483
Kaldirac	.1619006	.1935974	0.84	0.407
Sabit katsayı	.4648068	.4379286	1.06	0.294
P istatistiği = 0.9449      R <sup>2</sup> = 0.0235      F = 0.24				

Model 5'in F istatistik düzeyinin istatistiksel olarak anlamlı olduğu ve modelin yeterli açıklama gücüne sahip olduğu anlaşılmaktadır (F=0.24, p<0.0000). Fakat net kar marjının yerine tobin q oranının modele alınması modelin bağımlı değişkeni açıklayabilme oranını düşürmüştür. Bağımsız değişkenler ve kontrol değişkenleri tobin q oranındaki değişimin %0,02'lik (R<sup>2</sup>=0,0235) kısmını açıklayabilmektedir. Yukarıda belirtilen tablo sonuçlarına istinaden tobin q oranı ile kurumsal yönetim, toplam aktif, smm/net satışlar, kaldıraç oranı ve net satışlar arasında anlamlı bir ilişki bulunmamaktadır. Kısacası tobin q oranı ile gerek bağımsız gerekse kontrol değişkenleri arasında herhangi bir ilişki görülmemektedir. Bu durumda H6: 'Kurumsal yönetim notunun tobin q oranına etkisi vardır.' hipotezi p değerinin 0,05'den büyük olması nedeni ile reddedilmiştir.

Yukarıda belirtilen tüm regresyon sonuçları neticesinde tüm alt hipotezler reddedildiğinden H1: 'kurumsal yönetim notunun işletme finansal performansına etkisi vardır' ana hipotezi de doğrudan reddedilmiştir.

## Sonuç ve Değerlendirme

Alan yazın çalışmalarında 2000'li yıllardan sonra kurumsal yönetim uygulamalarının artmasıyla finansal performans ile arasında ilişki olup olmadığına dair birçok araştırma yapıldığı görülmektedir. Bu araştırmalar genellikle bankacılık ve finans sektörleri üzerine yapılmıştır. Fakat lokanta ve otel işletmelerinin kurumsal yönetim derecelerinin belirlenmesi ve kurumsal yönetimin işletme performansı üzerindeki etkisine yönelik çalışmaların ulusal literatürde bulunmadığı görülmektedir. Gerek literatüre katkı sağlamak ve gerekse sektör ile ilgili kişi ve kurumlara konu ile ilgili bilgi sağlamak açısından bu çalışma önem arz etmektedir. Bu nedenle bu çalışmanın amacı, Türkiye'de faaliyet gösteren ve BİST'te işlem gören lokanta ve otel işletmelerinin SPK tarafından belirlenen kurumsal yönetim ilkelerine uyum derecelendirmesini belirlemek ve belirlenen kurumsal yönetim notlarının işletmelerin finansal performansı üzerinde etkili olup olmadığını araştırmak olarak belirlenmiştir. Bu kapsamda, öncelikle BİST'te 2015-2019 yılları arasında devamlı olarak işlem gören lokanta ve otel işletmelerinin kurumsal yönetim ilkelerine uyum dereceleri hesaplanmıştır. Daha sonra bu işletmelerin aynı döneme ait finansal performansları hesaplanmıştır. 4 alt başlıktan oluşan kurumsal yönetim notunun finansal performanslara etkisi panel veri analizi yöntemi ile incelenmiştir. Pay sahipleri ilkesi, kamuyu aydınlatma ve şeffaflık ilkesi, menfaat sahipleri ilkesi ve yönetim kurulu ilkesi, SPK tarafından belirlenen kurumsal yönetim ilkeleri olarak kabul edilmiştir. Bu ilkelerin karşılığı olan notların toplamı kısaca kurumsal yönetim derecelendirme notları, araştırmada bağımsız değişken olarak belirlenmiştir. İşletmelerin finansal performanslarını ölçerken aktif kârlılık oranı, faaliyet karlılığı, fiyat/kazanç oranı, net kar marjı ve tobin q oranları hesaplanmıştır ve bu oranlar çalışmada bağımlı değişken olarak alınmıştır. Kaldıraç oranı, toplam aktif, net satışlar ve smm/net satışlar araştırmanın kontrol değişkenlerindedir. Toplamda beş adet bağımlı değişkenin olmasından dolayı beş model kurulmuştur.

Kurumsal yönetim derecelendirme notlarının işletmenin finansal performansı üzerindeki etkisini ölçmek amacıyla panel veri analizi gerçekleştirilmiştir. Bu amaçla 5 model oluşturulmuştur. Tüm modellerde verilerin normal dağılıp dağılmadığına bakılmıştır. Sınama sonucunda verilerin normal dağıldığı sonucuna varılmıştır. Çoklu doğrusal bağlantı sorunun olup olmadığına ilişkin Spearman Korelasyon Analizi yapılmış ve çoklu doğrusal bağlantı sorunu olmadığı sonucuna ulaşılmıştır. Birimler arasında yatay kesit bağımlılığının olup olmadığı panel ve değişken bazında ayrı ayrı irdelenmiştir. Araştırmada 11 işletme 5 yıl toplam 55 gözlem değeri alınmıştır. Paneli oluşturan kesitler arasında yatay kesit bağımlılığı söz konusu olmadığı sonucuna ulaşılmıştır. Durağanlık sınamaları için birim kök testi yapılmış, modellerde P değeri %5'den küçük olduğu birim kök problemi tespit edilmemiştir. Tüm değişkenlerin homojen olduğu belirlenmiştir. Tahmin modelinin seçimi için Hausman testi uygulanmış, sabit etkiler modelini ele almanın daha uygun olacağı sonucuna varılmıştır. Hata terimlerinin varyanslarının tüm gözlemler için aynı olmama durumunu gösteren değişen varyans sorunu, bu çalışmada prob değerinin 0,05'den büyük çıkması ile ortadan kalkmıştır. Aynı şekilde otokorelasyon testi yapıp prob değeri 0,05'den büyük çıktığı için problemin olmadığını kanısına varılmıştır.

Bağımlı değişken olarak aktif kârlılık oranının belirlendiği model 1'de yapılan panel veri analizi sonucunda, kurumsal yönetim derecelendirme notunun işletmelerin aktif karlılığı üzerinde anlamlı bir etkisinin olmadığı görülmüştür. Bu durum kurumsal yönetim notunun, lokanta ve otel işletme varlıklarının kar yaratması üzerinde bir etkisinin olmadığını göstermektedir. Bu sonu Bu Bually vd. (2017) ile uyumlu olup, Tükenmez, vd., (2017) ile uyumsuzdur.

Bağımlı değişken olarak faaliyet kârlılığı oranının belirlendiği model 2'de yapılan panel veri analizi sonucunda, kurumsal yönetim derecelendirme notunun işletmelerin faaliyet karlılığı üzerinde anlamlı bir etkisinin olmadığı görülmüştür. Çıkan sonuç neticesinde kurumsal yönetim notu, lokanta ve otel işletmelerinin ana faaliyetlerinin ne ölçüde karlı olduğunu açıklamamaktadır. Bu sonuç Karamustafa vd. (2009) ile uyumludur.

Bağımlı değişken olarak fiyat/kazanç oranının belirlendiği model 3'de yapılan panel veri analizi sonucunda, kurumsal yönetim derecelendirme notunun işletmelerin fiyat/kazanç oranı üzerinde anlamlı bir etkisinin olmadığı görülmüştür. Lokanta ve otel işletmelerinin gelecek dönemlerdeki karlarının yüksek ya da düşük olacağına karar verilmesini kurumsal yönetim notu açıklamamaktadır. Bu sonuç Dalğar ve Çelik (2011) ile Ege vd. (2013) tarafından elde edilen sonuçlarla uyumludur.

Bağımlı değişken olarak net kar marjı oranının belirlendiği model 4'de yapılan panel veri analizi sonucunda, kurumsal yönetim derecelendirme notunun işletmelerin net kar marjı oranı üzerinde anlamlı bir etkisinin olmadığı görülmüştür. Lokanta ve otel işletmelerinde ne kadar kar elde edildiğini ifade eden net kar marjı, kurumsal yönetim derecelendirme notundan etkilenmemektedir. Bu sonuç Turan ve Bayyurt (2013) ile uyumludur.

Bağımlı değişken olarak tobin q oranının belirlendiği model 5'de yapılan panel veri analizi sonucunda, kurumsal yönetim derecelendirme notunun işletmelerin tobin q oranı üzerinde anlamlı bir etkisinin olmadığı görülmüştür. Bu sonuç kurumsal

yönetim notunun lokanta ve otel işletmelerinin büyüme fırsatları üzerinde etkili olmadığını ifade etmektedir. Elde edilen bu bulgu Acaravcı vd. (2015) ve Klein vd. (2005) ile uyumludur.

Literatürde kurumsal yönetim notları ile finansal performans üzerinde hem pozitif etki, hem negatif etki hem de hiç etkisinin olmadığı yönünde sonuçlar elde edilmesinin çeşitli nedenleri olabilir. Kurumsal yönetim notlarının farklı derecelendirme kuruluşları tarafından farklı kriterlere göre belirlenmesi, finansal performansın ölçülmesinde farklı oranların kullanılması ve işletmelerin faaliyet gösterdikleri sektörlerin farklı özelliklere sahip olması bu nedenlerden birkaçı olabilir. Bunun için kurumsal yönetim derecelendirme kuruluşlarının değerlendirme kriterlerini açıkça belirtmeleri ve ortak kriterlerin kullanılması yararlı olacaktır. Kurumsal yönetim kavramı henüz gelişmediği için bu sonuçların farklılık gösterdiğini söylemek mümkün değildir. Bunun nedeni aynı yıllarda yapılan araştırmalarda sonuçların farklılık göstermesidir (bkz. Aydın, 2017; Ünlü, Yalçın ve Yağlı, 2017). Dolayısıyla kurumsal yönetim notlarının finansal performans üzerinde anlamlı düzeyde etkisinin nedenleri konusunda kesin bir sonuca ulaşılamamaktadır. Türkiye hisse senedi piyasasında yerli/yabancı kurumsal yatırımcı sayısının az olması, devamlı olarak yüksek kurumsal yönetim derecelendirme notuna sahip otel ve lokanta işletmelerinin performanslarında anlamlı bir ayrışma görülmemesinin nedeni olarak gösterilebilmektedir. TÜYİD (2018) verilene göre yatırımcılar, uzun dönemli yatırımdan ziyade kısa vadeli yatırımlara yönelmektedir. Bundan dolayı yatırımcılar işletme seçerken kurumsal yönetim derecelendirme notlarına göre karar vermemektedir. Böylece yüksek kurumsal yönetim derecelendirme notuna sahip işletmelerin olması gerekenden daha az tercih edilmesine neden olmaktadır. Tüm bunların yanı sıra gelişmekte olan Türkiye gibi ülkelerde kurumsal yönetim ilkelerinin daha yeni önem kazanması ve yapılan derecelendirmenin güvenilirliğinin az olması gibi nedenler, kurumsal yönetim derecelendirme notuna sahip işletmelerin finansal performanslarına yeterli bir katkı sağlamamaktadır.

Turizm işletmelerinin kurumsal yönetim dereceleri ve finansal performansına etkisi ile ilgili literatür de bir çalışmaya rastlanmamış olması, bu çalışmada elde edilen sonuçların karşılaştırılma imkânını ortadan kaldırmaktadır. Bu durum çalışmanın kısıtlarından birisidir. Farklı sektördeki işletmelerin veya firmaların karşılaştırılması, BİST'te işlem gören tüm işletme veya firmaların analize dâhil edilmesi bir başka çalışma için öneri olarak sunulabilir.

## Kaynakça

- Acar, M. (2003). Tarımsal işletmelerde finansal performans analizi. *Erciyes Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, Sayı: 20, 21-37.
- Acaravcı-Kakilli, S., Kandır, S. Y. ve Zelka, Y. (2015), Kurumsal yönetimin BİST şirketlerinin performanslarına etkisinin araştırılması. *Niğde Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, Cilt: 8, Sayı: 1, 171-183.
- Ajanthan, A. (2013). Impact of corporate governance practices on firm capital structure and profitability: A study of selected hotels and restaurant companies in Sri Lanka. *Research Journal of Finance and Accounting*, 4 (10), ISSN 222-1697, 115-126.
- Al-Najjar, B. (2014). Corporate governance, tourism growth and firm performance: Evidence from publicly listed tourism firms in five middle eastern countries. *Tourism Management*, 42, 342-351.
- Atmaca, M. (2012). İMKB'de işlem gören spor şirketlerinin TOPSIS yöntemi ile finansal performans değerlendirmesi. *İktisat, İşletme ve Finans Dergisi*, Sayı: 27(320), 91-108.
- Baltagi, B. H. (2005). *Econometric analysis of panel data*. 3rd Ed. Great Britain: John Wiley ve Sons, Ltd.
- Bertan, S. (2009). Otel işletmelerinde yönetim aracı olarak kurumsal karné. *Journal of Yasar University*, 4(16), 2525-2538.
- Chen, M. H., Hou, C. L. & Lee, S. (2012). The impact of insider managerial ownership on corporate performance of Taiwanese Hotels. *International Journal of Hospitality Management*, 31, doi:10.1016, 338-349.
- Dalğar, H. ve Çelik, İ. (2011). Kurumsal yönetimin işletmelerin finansal yapılarına etkileri: İMKB kurumsal yönetim endeksi üzerine bir inceleme. *Finans Politik ve Ekonomik Yorumlar*, Cilt:48, Sayı: 557, 99-111.
- Ege, İ., Topaloğlu, E. E. ve Özyamanoğlu, M. (2013). Finansal performans ile kurumsal yönetim notları arasındaki ilişki: BİST üzerine bir uygulama. *Akademik Araştırmalar ve Çalışmalar Dergisi*, Cilt: 5, Sayı: 9, 100-117.
- Guetat, H., Jarboui, S. & Boujelbene, Y. (2015). Evaluation of hotel industry performance and corporate governance: A stochastic frontier analysis. *Tourism Management Perspectives*, 15, 128-136.
- Guillet, D. B. & Mattila, A. S. (2010). A descriptive examination of corporate governance in the hospitality industry. *International Journal of Hospitality Management*, 29, 677-684.
- Güriş, S. (2015). *Stata ile panel veri modelleri*. 1. Basım. İstanbul: Der Yayınları.

- Güriş, S. (2018). *Uygulamalı panel veri ekonometrisi*. 1. Baskı. İstanbul: Der Yayınları.
- Jarboui, S., Guetat, H. & Boujelbene, Y. (2015). Evaluation of hotel performans and corporate governance mechanism: Empirical evidence from the Tunisian Context. *Journal of Tourism Management*, 25, 30-37.
- Karadeniz, E. ve Ergene, Ş. B. (2015). Halka açık turizm şirketlerinde kurumsal yönetim uygulamaları: imalat şirketleriyle karşılaştırmalı bir analiz. *Seyahat ve Otel İşletmeciliği Dergisi*, 12 (2), 73-91.
- Karakaya, A. ve Akbulut, H. (2010). Safranbolu'daki turizm işletmelerinde kurumsal yönetimin uygulanabilirliğine yönelik bir araştırma. *ZKÜ Sosyal Bilimler Dergisi*, 6 (11), 17-32.
- Karamustafa, O., Varıcı, İ. ve Er, B. (2009). Kurumsal yönetim ve firma performansı: İMKB kurumsal yönetim endeksi kapsamındaki firmalar üzerinde bir uygulama. *Kocaeli Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 17, 100-119.
- Klein, P., Shapiro, D. & Young, J. (2005). Corporate governance, family ownership and firm value: The Canadian Evidence. *Corporate Governance: An International Review*, 13( 6), 769-784.
- Köroğlu, Ç. ve Aktaş, R. (2014). Turizm sektöründe kurumsal yönetim anlayışı ve iç denetim ilişkisi: Marmaris Bölgesinde bir uygulama. *İşletme Araştırmaları Dergisi*, 6/3, 273-290.
- Özgüven, N. (2011). Kriz döneminde küresel perakendeci aktörlerin performanslarının TOPSIS yöntemi ile değerlendirilmesi. *Atatürk Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, Sayı: 25(2), 151-162.
- Özilhan, T. (2002). *Özel Sektörün İhtiyacı: Kurumsal Yönetim*. TÜSİAD Yayın Organı. (50). 6-7.
- Park, K. & Shawn-Jang, S. (2010). Insider ownership and firm performance: An examination of restaurant firms. *International Journal of Hospitality Management*, 29, 448-458.
- Şen, L. ve Zengin, B. (2015). Otel işletmelerinde finansal analizlere ilişkin bir örnek olay incelemesi. *İşletme Bilimi Dergisi*, Cilt:3, Sayı:1, 64-85.
- Tsai, H. & Gu, Z. (2007). The relationship between institutional ownership and casino firm performance. *Hospitality Management*, 26, doi:10.1016, 517-530.
- Turan, Ü. ve Bayyurt, N. (2013), "Kurumsal Yönetim, Mülkiyet Yapısı ve Performans", *Finans Politik & Ekonomik Yorumlar*, Cilt, 50(585), 27-40.
- Tükenmez, N. M., Gençyürek, A. G. ve Karakelleoğlu, M. İ. (2017). Kurumsal yönetim derecelendirme notlarının şirketlerin finansal performansı üzerindeki etkisi. *Ege Stratejik Araştırmalar Dergisi*, 8(1), 1-18.
- Uyguntürk, H. ve Korkmaz, T. (2012). Finansal performansın TOPSIS çok kriterli karar verme yöntemi ile belirlenmesi: Ana metal sanayi işletmeleri üzerine bir uygulama. *Eskişehir Osmangazi Üniversitesi İİBF Dergisi*, Sayı: 7(2), 95-115.
- Ünlü, U., Yalçın, N. ve Yağlı, İ. (2017). Kurumsal yönetim ve firma performansı: TOPSIS yöntemi ile BİST 30 firmaları üzerine bir uygulama. *Dokuz Eylül Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, Cilt: 19, Sayı: 1, 63-81.
- Wang, T. C., Chang, J. F., Anh, N. T. & Chang, W. T. (2010). Applying TOPSIS method to evaluate the business operation performance of Vietnam listing securities companies. *International Conference on Computational Aspects of Social Networks, IEEE Computer Society*, 273-277.
- Yurdakul, M. ve İç, Y. (2003). Türk otomotiv firmalarının performans ölçümü ve analizine yönelik TOPSIS yöntemini kullanan bir örnek çalışma. *Gazi Üniversitesi Mühendislik ve Mimarlık Fakültesi Dergisi*, Cilt 18, No 1, 1-18.

## Extended Abstract

### Aim and Scope

The main purpose of this research is to determine the corporate governance degrees of the restaurants and hotels sector and the effect of these degrees on financial performance. In line with this main purpose, firstly, hypotheses were developed by explaining the purpose, scope, limitations, model and sample of the research and dependent, independent and control variables were given. Using these variables, the effect of the degree of compliance with the corporate governance principles between the years 2015 and 2019 of the restaurant and hotel businesses included in the BIST on the firm performance was examined.

### **Methods**

In the research, firstly, various ratios measuring the corporate governance compliance degree and financial performance of the enterprises were calculated. Then, it was tried to be determined whether there is a relationship between the corporate governance degrees of these enterprises and their financial performance. As a result of the studies, the model of the research was created and panel data analysis was performed using advanced econometric package programs, Stata and Eviews.

### **Findings**

The findings obtained as a result of the study are as follows: leverage ratio, net sales and corporate governance do not affect return on assets. Leverage ratio, net sales and corporate governance do not affect operating profitability. At the same time, there is no significant relationship between corporate governance rating and net sales. In addition, there is no significant relationship between net sales and leverage ratio and net profit margin. There is no significant relationship between tobin q ratio and corporate governance, total assets, cost of sales / net sales, leverage ratio and net sales.

### **Conclusion**

As a result of the research, it has been determined that the corporate governance scores of the businesses in the restaurant and hotel industry do not have a significant effect on their financial performance.