

GRİ İLİŞKİSEL ANALİZ İLE KURUMSAL YÖNETİM VE FİNANSAL PERFORMANS KARŞILAŞTIRMASI: BORSA İSTANBUL'DA BİR UYGULAMA*

COMPARISON OF CORPORATE GOVERNANCE AND FINANCIAL PERFORMANCE WITH GRAY RELATIONAL ANALYSIS: AN APPLICATION IN BORSA ISTANBUL

Elif Makbule ÇEKİCİ**
Şükrü Furkan BABACAN***

Öz

Bir şirketin faaliyetlerinin sürdürülebilirliği finansal performansı ile doğru orantılıdır. Bu doğrultuda şirketlerin finansal performansının farklı perspektiflerden farklı yöntem ve değişkenlerle değerlendirilmesi gereklidir. Bu çalışmada, 2015-2019 yılları arasında BİST Kurumsal Yönetim Endeksi'nde (XKURY) işlem gören 29 şirketin finansal performansları ölçülmüş ve kurumsal yönetim derecelendirme notları ile karşılaştırılmıştır. Bu bağlamda, şirketlerin finansal oranları (likidite oranları, faaliyet oranları, finansal kaldıraç oranları ve kârlılık oranları) hesaplanmıştır. Ele alınan 29 şirketin finansal performansları Çok Kriterli Karar Verme tekniklerinden Gri İlişkisel Analiz (GİA) yöntemi kullanılarak belirlenmiştir. Elde edilen çıktılar, şirketlerin kurumsal yönetim derecelendirme notlarının sıralaması ile karşılaştırılmıştır. Çalışmanın sonucunda, analizi yapılan şirketlerin kurumsal yönetim performanslarının finansal performanslarına etki etmediği gözlemlenmiştir.

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

Jel Sınıflandırması: G30, C6, L25

Abstract

The sustainability of a company's activities is directly proportional to its financial performance. Accordingly, it is necessary to evaluate the financial performance of companies from different perspectives

* Bu çalışma Marmara Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İşletme Anabilim Dalı, Sayısal Yöntemler Bilim Dalında 2021 yılında tamamlanan "Gri İlişkisel Analiz ile Finansal Performans Ölçümü" başlıklı yüksek lisans tezinden üretilmiştir.

** Dr. Öğretim Üyesi, Marmara Üniversitesi, İşletme Bölümü, İstanbul, E-mail: ecekici@marmara.edu.tr, ORCID ID: 0000-0002-1603-9896.

*** Öğrenci, Marmara Üniversitesi, Sayısal Yöntemler Yüksek Lisans Programı, İstanbul, E-mail: sfbabacann@gmail.com, ORCID ID: 0000-0001-7176-9288.

with different methods and variables. In this study, the financial performance of 29 companies traded in the BIST Corporate Governance Index between 2015-2019 was measured and compared with corporate governance ratings. In this context, the financial ratios of the companies (liquidity ratios, activity ratios, financial leverage ratios and profitability ratios) were calculated. The financial performance of the 29 companies covered was determined using the Gray Relation Analysis (GRA) method from multi-criteria decision-making techniques. The output obtained is compared with the ranking of corporate governance rating ratings for companies. As a result of the study, it has been observed that the corporate management performance of the companies being analyzed has not affected their financial performance.

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

Jel Classification: G30, C6, L25

1. Giriş

Küreselleşmenin ekonomik boyutu şirketlere ve ülkelere birçok açıdan yenilikler katmıştır. Özellikle şirketler varlıklarını sürdürebilmek ve büyümek adına uluslararası pazarlara girmiş, ticaret hacimlerini genişletmiş ve ortaklık yapılarının değişmesiyle yabancı sermaye yatırımlarını arttırmıştır. Bu gelişmeler doğrultusunda, şirketler iç ve dış paydaşlarına olan sorumluluğunu daha fazla hissetmeye başlamıştır. Böylelikle şirketlerin fayda-maliyet ekseninde faaliyetlerini sürdürmesi, paydaşlarının menfaatlerini göz ardı etmesine ve birçok finansal krize neden olmuştur.

Yaşanan finansal krizler neticesinde, şirketler iç ve dış paydaşların önemini anlamıştır. Şirketlerin birbirleriyle ilişkili ve karşılıklı etkileşimin olduğu açık bir sistemde yer alması, şirket çevresindeki bir kişi ya da grubun her biri ile ilişkilerin güçlü tutulması gereğinin bir göstergesidir. Bu bağlamda, kurumsal yönetim uygulamaları şirketlere, iyi yönetim anlayışının yerleşmesi, verimli çalışma olanağını sunması, denetim etkinliğini sağlaması gibi faydalarının yanı sıra şirketin yönetimi, yönetim kurulu, hisse sahipleri ve tüm paydaşlarıyla olan ilişkilerin düzenlenmesine yardımcı olmaktadır.

Kurumsal yönetim uygulamalarının yaygınlaşması adına dünyada ve ülkemizde birçok düzenleme yapılmıştır. Ülkemizde SPK tarafından hazırlanan kurumsal yönetim ilkeleri, kurumsal yönetim rejiminin tanınmasında büyük rol oynamıştır. Bu gelişmenin yanı sıra, şirketleri bu rejime teşvik etmek ve anlayışın gelişimini sağlamak amacıyla 31.08.2007 tarihinde Borsa İstanbul Kurumsal Yönetim Endeksi (XKURY) oluşturulmuştur.

2. Finansal Performans Kavramı

Şirketler kurulduklarında kendileri adına değer yaratırken çevresine de değer yaratma amacına hizmet etmektedir. Kuruldukları ilk andan, gelişim göstermeyi başardıkları evre dahil olmak üzere, güçlü rekabet ortamına ayak uydurmak, şirketlerin yüzleştığı en kritik süreçtir. Üretilen mal ya da sağlanan hizmetin kalitesine de yansıyan bu süreç, şirketlerin büyümesinde kilit rol oynamaktadır. Şirketlerin büyümesi, buldukları sektördeki rakipleri ile baş etme kapasitelerine ve rekabet gücüne bağlı olmakla beraber, alınacak olan her kararda finansal performansın doğru analizi söz konusu sürece katkıda bulunacaktır.

Finansal performans, dinamik ekonomik koşullar ekseninde şirketin değişime ne kadar hazırlıklı olduğunun, yaşanacak herhangi bir finansal olumsuzlukta alınması gereken aksiyonların analiz edilmesine yardımcı olan bir göstergedir.

3. Kurumsal Yönetim Kavramı

Kurumsal yönetim kavramı 1980'lerde yaygın bir şekilde kullanılmaya başlanmıştır. 1990'larda bireysel ve kurumsal yatırımcılar, yöneticiler, hissedarlar ve finansal piyasalar ile ilgilenen kişilerin üzerinde durduğu bir kavram olmuştur (Gürbüz ve Engincan, 2004, s. 5). Kamunun mülkiyetinde olan kamu teşebbüslerinin özelleştirilmesinin sonrasında finans piyasalarına sermaye tedariki için yönelmeleri ve şirket evliliklerine başvurmaları kurumsal yönetim anlayışının öneminin bir diğer boyutudur (Aktan, 2013, s. 163).

Bu kavramın dünyada kabul görmüş tek bir tanımı bulunmamaktadır. Ancak çeşitli kurum ve kuruluşlarca farklı yönleri ile ele alınmasına bağlı olarak farklı tanımların yapıldığı görülmektedir. Sonuç olarak geliştirilen çok sayıda tanım birbirleriyle benzemekte ve örtüşmektedir.

En temel anlamda kurumsal yönetim, bir şirketin yönetimi, yönetim kurulu, hissedarları ve diğer paydaşlar arasındaki ilişkiler bütünü olarak tanımlanmıştır (Organisation for Economic Co-operation and Development (OECD, 1999, s. 9).

Ülkemizde SPK tarafından yapılan çalışmalarda kurumsal yönetim ilkeleri belirlenmiştir. Fakat dünyada genel kabul görmüş ve birçok ülkenin kurumsal yönetim rehberinde temel olarak kendisine yer edinmiş dört ilke bulunmaktadır. Bu ilkeler: Adillik (Fairness), Şeffaflık (Transparency), Hesap Verebilirlik (Accountability), Sorumluluk (Responsibility) şeklinde sıralanabilir (Karakoç, Tayyar ve Genç, 2016, s. 1328).

3.1. Finansal Performans ve Kurumsal Yönetim İlişkisi

Yatırımcılar yatırım yapmayı planladığı şirketlere öncelikle finansal performans analizi yaparak şirketin hisse değerinin durumu, temettü dağıtımı veya elde edebileceği en yüksek kazanç odaklanmaktadır. Bir anlamda yatırımcı açısından yatırım kârlılığını ve yatırımın verimliliğini ölçmek, en temel araç olan finansal performans analizleri ile mümkün olmaktadır. Yatırımın kazanç perspektifinin yanı sıra şirketin iyi yönetilmesi açısından da değerlendirilmesi önemlidir. Şirketin finansal yapısı ne kadar iyi olursa olsun, iyi yönetilen bir şirket her zaman tercih edilmektedir. Finansal yapısı güçlü olsa bile iyi yönetilmeyen şirketler ekonomideki varlıklarını yitirebilir. Yöneticinin aldığı kararlar doğrultusunda piyasanın dinamik yapısı gereği istenmeyen durumlar ortaya çıkabilir. Dolayısıyla karar verici konumunda olan şirket yöneticisinin karar alma sürecinde piyasaya yönelik yapılan çeşitli analizleri ile değişen ve gelişen ekonominin dinamik yapısına uyum sağlayabilmek adına çok yönlü karar verme süreçlerini sistemine dahil etmesi gereklidir. Buna bağlı olarak, hesap verebilirlik, şeffaflık sorumluluk ve adillik ilkelerine hizmet edebilmek için karar vericinin karar verme sürecini çeşitli analizlerle desteklemesi iyi bir yönetim anlayışı, şirketin sürdürülebilirliği ve kârlılığı açısından önem teşkil etmektedir.

4. Gri İlişkisel Analiz Yöntemi

Karar verici açısından karar alma sürecinin zorluğu kararın tek boyutlu olup olmamasına bağlı olarak değişmektedir. Çoğu zaman alınacak karar basit ve tek yönlü değildir. Verilecek olan kararı etkileyen birçok kriter ve aynı anda ulaşılmak istenen farklı amaçlar vardır. Bu doğrultuda “Gri İlişkisel Analiz” in de (GİA) içinde bulunduğu çok kriterli karar verme teknikleri, birbiriyle çatışan ve birçok kriteri karşılayan olası en uygun çözüme ulaştırmayı amaçlayan çeşitli yöntem ve yaklaşımlar sunmaktadır.

Günümüzde teknolojik gelişmelerin ve modern bilimin önüne geçilemez ilerleyişi birçok teorinin de oluşturulmasına ışık tutmuştur. Özellikle bulanık mantık yaklaşımına farklı bir bakış açısı sunan Gri Sistem Teorisi (GST) belirsizliğin bulunduğu, az verinin araştırma kısıtı olarak karşımıza çıktığı durumları tahmin edebilme gücüne sahiptir.

GİA temellerini GST’den almaktadır. Teoriden, ilk olarak 1982 yılında “Systems & Control Letters” adlı makalede Julong Deng bahsetmiştir (Liu ve Lin, 2010, s. 2). Deng’in ortaya attığı teorideki amaç, belirsizlik durumlarının sayısallaştırılması olarak gösterilmiş, sistemin teorik yapısı 1989 yılında “Introductions to Grey System” adlı makalesinde ortaya konmuştur (Deng, 1989, s. 1).

Gri sistemde beyaz renk tam bilinen bilgiyi, siyah renk bilinmeyen bilgiyi, gri renk ise kısmen bilinen bilgiyi ifade eder. (Liu, Forrest ve Yang, 2012, s.99).

GİA ise GST’nin alt başlıklarından bir tanesi olarak literatürde yer almaktadır. GİA en temel tanımıyla sınıflandırma, derecelendirme ve karar verme tekniğidir. Bu nedenle gri bir sistem düşünüldüğünde bu sistemin içerisinde GST’nin en önemli konusunun GİA olduğu göze çarpmaktadır. Söz konusu teorinin birden fazla faktör ile birden fazla değişken arasındaki karşılıklı ilişkilerin sonuca kavuşturulmasına uygun analizlerden bir tanesi olan bu yöntemin temel amacı, faktörler arasındaki geometrik ilişkinin ilişki derecesini ölçmektir (Cui, Dang ve Lui, 2009, s. 84). Bu analiz yöntemi, regresyon analizi, faktör analizi gibi sık kullanılan analiz yöntemleri ile karşılaştırıldığında küçük örneklem hacimlerinde, hiçbir dağılım gerektirmeksizin, az miktarda veri ile analizi yapılabilen ve hâlihazırda benzersiz karakteristikli problemler için basit ve doğru bir yöntem olduğu kanıtlanmıştır (Tsai, Chang ve Chen, 2003, s. 47).

Özellikle bir başka çok kriterli karar verme yöntemlerine kıyasla GİA, kriterlerinin fayda, maliyet ve ideal değerleri ile değerlendirilmesine, normleştirme alternatiflerinin kriterlere göre aldığı değerlerinin negatif olmasına olanak sunduğu için üstün bir analiz yöntemidir.

4.1. Gri İlişkisel Analizin Adımları

4.1.1. Veri Setinin Hazırlanması ve Karar Matrisinin Oluşturulması

Karar problemine ait, karşılaştırma için elde edilecek m tane faktör serisinin belirlendiği aşamadır (Şengül ve Şengül, 2017, s.173).

$$x_i = (x_i(j), \dots, x_i(n)), \quad \begin{array}{l} i = 1, 2, \dots, m \\ j = 1, 2, \dots, n \end{array}$$

Karar matrisi X ile ifade edilmektedir.

$$\begin{bmatrix} x_1(1) & x_1(2) & \cdots & x_1(n) \\ x_2(1) & x_2(2) & \cdots & x_2(n) \\ \vdots & \vdots & \ddots & \vdots \\ x_m(1) & x_m(2) & \cdots & x_m(n) \end{bmatrix}$$

4.1.2. Referans Serisinin ve Karşılaştırma Matrisinin Oluşturulması

Bir sonraki adımda veri setindeki en küçük ve en büyük değerler kullanılarak bir referans serisi elde edilir. Elde edilen referans serisi X matrisinin en üst satırına eklenerek karşılaştırma matrisi oluşturulur (Kurtay, Dağıstanlı ve Erol, 2021, s. 276).

4.1.3. Normalizasyon İşlemi ve Normalizasyon Matrisinin Oluşturulması

Karar problemlerinde kullanılan seriler farklı birimlerle ölçüldüğünden dolayı, birbirleriyle karşılaştırılabilir hale dönüştürmek için normalizasyon işlemi yapılmalıdır. Yani söz konusu seriler geniş aralıklarda yer almaktaysa bunları daha küçük aralıklara çekerek “normalizasyon” uygulanmalıdır. Normalizasyon işleminde fayda, maliyet ya da optimal değer tercih edilmesi durumuna göre üç farklı eşitlik kullanılır (Tayyar vd., 2014, s. 30).

Söz konusu üç durum ele alındığında, seri değerlerinin büyük olması istenilen amaca olumlu bir katkıda bulunuyorsa yani fayda durumu söz konusuysa normalizasyon işlemi şu şekilde formüle edilir (Yıldırım ve Önder, 2018, s. 234).

$$x_i^* = \frac{x_i(j) - \min_j x_i(j)}{\max_j x_i(j) - \min_j x_i(j)}$$

Seri değerlerinin küçük olması istenilen amaca olumlu bir katkıda bulunuyorsa yani maliyet durumu söz konusuysa normalizasyon işlemi şu şekilde formüle edilir:

$$x_i^* = \frac{\max_j x_i(j) - x_i(j)}{\max_j x_i(j) - \min_j x_i(j)}$$

Seri değerlerinin fayda veya maliyet durumlarının aksine kullanıcı tarafından belirlenen bir optimal değere göre normalizasyon işlemi şu şekilde formüle edilir:

$$x_i^* = \frac{|x_i(j) - x_{0b}(j)|}{\max_j x_i(j) - x_{0b}(j)}$$

Burada $x_{0b}(j)$ ifadesi, kullanıcı tarafından belirlenmiş optimal değerdir. j . kriterin hedef değeri konumundadır ve $\max_j x_i(j) \geq x_{0b}(j) \geq \min_j x_i(j)$ aralığında bulunmaktadır.

Normalizasyon işleminin ardından karar matrisi, normalizasyon matrisine dönüşerek X^* biçiminde ifade edilir. Ayrıca normalizasyon işlemi sonrası tüm değerler 0 ile 1 arasında olacaktır.

$$X^* = \begin{bmatrix} x_1^*(1) & x_1^*(2) & \cdots & x_1^*(n) \\ x_2^*(1) & x_2^*(2) & \cdots & x_2^*(n) \\ \vdots & \vdots & \ddots & \vdots \\ x_m^*(1) & x_m^*(2) & \cdots & x_m^*(n) \end{bmatrix}$$

4.1.4. Mutlak Değer Tablosunun Oluşturulması

x_0^* ve x_i^* arasındaki mutlak değer aşağıdaki formül ile elde edilmektedir (Ecer ve Günay, 2014 ,s.42).

$$\Delta_{0i}(j) = |x_0^*(j) - x_i^*(j)| = \begin{bmatrix} \Delta_{01}(1) & \Delta_{01}(2) & \cdots & \Delta_{01}(n) \\ \Delta_{02}(1) & \Delta_{02}(2) & \cdots & \Delta_{02}(n) \\ \vdots & \vdots & \ddots & \vdots \\ \Delta_{0m}(1) & \Delta_{0m}(2) & \cdots & \Delta_{0m}(n) \end{bmatrix}$$

Burada $i = 1, 2, \dots, m$ ve $j = 1, 2, \dots, n$ şeklindedir.

4.1.5. Gri İlişkisel Katsayı Matrisinin Oluşturulması

Gri ilişkisel katsayı matrisinde yer alacak değerler aşağıdaki ifade kullanılarak elde edilmektedir (Ayçin, 2018, s.606).

$$\gamma_{0i}(j) = \frac{\Delta_{\min} + \xi * \Delta_{\max}}{\Delta_{0i}(j) + \xi * \Delta_{\max}}$$

$$\Delta_{\max} = \max_i \max_j \Delta_{0i}(j)$$

$$\Delta_{\min} = \min_i \min_j \Delta_{0i}(j)$$

$\xi \in [0,1]$ olan ξ parametresi, ayırıcı katsayı olarak bilinmektedir. Bu parametrenin kullanılmasının amacı, gri ilişkisel katsayısının aralığını ayarlamaktır. ξ parametresinin aldığı değer ne kadar küçük olursa ayırt edilebilirlik o oranda büyük olacaktır (Güleç ve Özkan, 2017, s.86).

4.1.6. Gri İlişkisel Derecelerin Hesaplanması

Gri ilişkisel derece x_i serisi ile x_0 referans serisi arasındaki geometrik benzerliğin bir ölçüsü olarak ifade edilirken, gri ilişkisel derecenin büyüklüğü, x_i serisi ile x_0 referans serisi arasında oldukça büyük bir ilişkinin olduğuna işaret etmektedir. Hesaplanan gri ilişkisel derece 1 ise iki seri birbirinin aynıdır. Yani gri ilişkisel derece, referans serisi ile karşılaştırdığımız serinin benzerlik oranını ifade etmektedir (Yılmaz ve Güngör, 2010, s.4).

Gri ilişkisel dereceler:

- Kriterlerin eşit öneme sahip olması durumunda ve r_{oi} , i. serinin gri ilişki derecesini göstermek üzere;

$$r_{oi} = \frac{1}{n} \sum_{j=1}^n \gamma_{oi}(j) \text{ ve } i = 1, 2, \dots, m$$

- Kriterlerin farklı önem derecelerine sahip olması durumunda ve $w_i(j)$, j. kriterin ağırlığını göstermek üzere;

$$r_{oi} = \sum_{j=1}^n [w_i(j) \cdot \gamma_{oi}(j)] \text{ ve } i = 1, 2, \dots, m$$

şeklinde hesaplanmaktadır (Yıldırım ve Önder, 2018, s.236).

Elde edilen gri ilişkisel dereceler büyükten küçüğe sıralandığında en büyük dereceye sahip olan alternatif, referans serisine en çok benzeyen alternatif olacağından problem için en iyi seçim olacaktır.

5. Araştırmanın Amacı ve Kapsamı

Bu çalışmanın amacı, Borsa İstanbul Kurumsal Yönetim Endeksi'nde yer alan şirketlerin finansal performanslarını Çok Kriterli Karar Verme Tekniklerinden biri olan GİA Yöntemi ile analiz etmek ve kurumsal yönetim ilkelerine uyum notları ile karşılaştırarak değerlendirmektir.

Uygulamanın kapsamı, 2015-2019 yılları arasında sürekli olarak Borsa İstanbul Kurumsal Yönetim Endeksi'nde yer alan ve mali kuruluşlar dışındaki 31 şirkettir. Hisse kodu MGROS olan Migros Ticaret A.Ş.'nin 15 Temmuz 2015 tarihinde hisse devir işleminin gerçekleşmesi ve hisse kodu PRKME olan Park Elektrik Üretim Madencilik Sanayi ve Ticaret A.Ş.'ye ait Siirt Madenköy Bakır Maden'inde 17 Kasım 2016'da meydana gelen heyelanın şirket faaliyetlerine olumsuz etkisinin bulunmasından dolayı iki şirket araştırmadan çıkarılarak analiz 29 şirket ile gerçekleştirilmiştir. Verilerin güncel dönemleri kapsamı ve veri yoğunluğunun bu dönemlerde fazla olmasından dolayı dönem aralığı 5 yıl olarak tercih edilmiştir. Bu doğrultuda ilk olarak söz konusu şirketlerin Kamuyu Aydınlatma Platformu'ndan (<https://www.kap.org.tr>) elde edilen finansal tabloları yardımıyla finansal göstergeler belirlenmiş, göstergelere oran analizi uygulanarak Gri İlişkisel Analiz yöntemine değişken olarak

dahil edilmiştir. Şirketlerin finansal performansları ile karşılaştırılan kurumsal yönetim ilkelerine uyum notları Türkiye Kurumsal Yönetim Derneği'nden (<http://www.tkyd.org>) elde edilmiştir. Analize tabii tutulacak şirketler Tablo 1'de gösterilmektedir.

Tablo 1: Çalışmaya Konu Olan Borsa İstanbul Kurumsal Yönetim Endeksi Şirketleri

Hisse Kodu	Şirket	Hisse Kodu	Şirket
AGHOL	AG Anadolu Grubu	LOGO	Logo Yazılım San. ve Tic. A.Ş.
AKSA	AKSA Akrilik Kimya San. A.Ş.	OTKAR	Otokar Otomotiv ve Sav. San. A.Ş.
AEFES	Anadolu Efes Biraçılık ve Malt San. A.Ş.	PGSUS	Pegasus Hava Taşımacılığı A.Ş.
ARCLK	Arçelik A.Ş.	PETUN	Pınar Entegre Et ve Un San. A.Ş.
ASELS	Aselsan Elektronik San. ve Tic. A.Ş.	PINSU	Pınar Su San. ve Tic. A.Ş.
AYGAZ	Aygaz A.Ş.	PNSUT	Pınar Süt Mamulleri San. A.Ş.
COLLA	Coca Cola İçecek A.Ş.	TAVHL	TAV Havalimanları Holding A.Ş.
DOHOL	Doğan Şirketler Grubu Holding A.Ş.	TOASO	Tofaş Türk Otomobil Fabrikası A.Ş.
DOAS	Doğuş Otomotiv Servis ve Tic. A.Ş.	TRCAS	Turcas Petrol A.Ş.
ENKAI	ENKA İnşaat ve Sanayi A.Ş.	TUPRS	Tüpraş Türkiye Petrol Rafinerileri A.Ş.
EREGL	Ereğli Demir ve Çelik Fabrikaları T.A.Ş.	PRKAB	Türk Prysmian Kablo ve Sistemleri
HURGZ	Hürriyet Gazetecilik ve Matbaacılık A.Ş.	TTKOM	Türk Telekomünikasyon A.Ş.
IHEVA	İhlas Ev Aletleri İmalat San. ve Tic. A.Ş.	TTRAK	Türk Traktör ve Ziraat Makineleri A.Ş.
IHLAS	İhlas Holding	SISE	Türkiye Şişe ve Cam Fabrikaları A.Ş.
		VESTL	Vestel Elektronik San.ve Tic. A.Ş.

Şirketlerin finansal performansının ölçümü için ilk olarak oran analizine başvurulmuştur. Oran analizinde elde edilen sonuçlar aynı zamanda Gri İlişkisel Analiz'in değişkenleri olarak kabul edilmektedir. Kullanılan oranlar Tablo 2'de verilmiştir. Söz konusu oranlar literatürde şirketlerin finansal performans ölçümünün yapıldığı diğer çalışmalarda kullanılan oranlar ile benzerlik göstermektedir. Analizde oranlar likidite, finansal yapı, faaliyet ve kârlılık olarak sınıflandırılmıştır.

Tablo 2: Çalışmada Kullanılan Finansal Oranlar.

	ORANLAR	AÇIKLAMALAR	KOD	HEDEF DEĞER
Likidite Oranları	Cari Oran	Dönen Varlıklar/K.V.Y.K.	F0	Max
	Asit-Test Oranı	(Dönen Varlıklar-Stoklar)/K.V.Y.K.	F1	Max
	Nakit Oran	(Hazır Değerler+Menkul Değerler)/K.V.Y.K.	F2	Max
Finansal Yapı Oranları	Kaldıraç Oranı	Toplam Yabancı Kaynaklar/Toplam Aktif	F3	Min
	Finansman Oranı	Özsermaye/Toplam Yabancı Kaynaklar	F4	Max
Oranları	Maddi Duran Varlık/ Özsermaye Oranı	Maddi Duran Varlıklar/Özsermaye	F5	Max
	Faaliyet Oranları	Alacak Devir Hızı	Net Satışlar/Ticari Alacaklar	F6
Aktif Devir Hızı		Net Satışlar/Toplam Aktif	F7	Max
Özsermaye Devir Hızı		Net Satışlar/Özsermaye	F8	Max
Kârlılık Oranları	Varlık Kârlılığı	Net Kâr/Toplam Varlıklar	F9	Max
	Öz Sermaye Kârlılığı	Net Kâr/Özsermaye	F10	Max
	Net Kâr Marjı	Net Kâr/Net Satışlar	F11	Max

6. Analiz ve Bulgular

Analiz için oluşturulan karar matrisinin satırlarında performanslarının tespit edilmesi amaçlanan şirketler, sütunlarda ise finansal performans ölçümü için kullanılacak değerlendirme kriterleri (finansal oranlar) bulunmaktadır. Bu doğrultuda 29 karar noktası ve 12 değerlendirme kriteri analizde yer almaktadır.

Analizin ikinci adımında, oluşturulan referans serisi her bir değişkenin hedef değeri göz önünde bulundurularak oluşturulmuştur. Eğer değerlendirme kriterinde maksimum hedef değer gözetiliyorsa söz konusu kritere ait sütunda yer alan maksimum değer referans serisinin değeri olarak seçilmektedir. Aksi durumda ise kritere ait sütunda yer alan minimum değer referans serisinin değeri olarak seçilmektedir. Bu yöntem ile oluşturulan referans serisi karar matrisinin ilk satırına yazılarak karşılaştırma matrisi oluşturulmuştur.

Analizin üçüncü adımında, kullanılan serilerin farklı ölçeklerde ve birimlerde değerlendirildiği göz önünde tutularak verilerin karşılaştırılabilir olması ve geniş aralıkta bulunan değerleri küçük aralığa çekilmesini sağlamak amacıyla normalizasyon işlemi uygulanmıştır. Uygulanan işlemde seri değerlerinin fayda, maliyet veya optimal olma durumlarına göre değerlendirilerek normalizasyon matrisi oluşturulmuştur.

Dördüncü adımda, mutlak değer matrisi, normalizasyon matrisi değerlerinin normalize edilmiş referans değerinden farkları alınarak oluşturulmuştur.

Beşinci adımda, Δ_{\max} ve Δ_{\min} değerleri mutlak değer tablosundan yardımıyla hesaplanmıştır. Bu konu ile ilgili çalışmalar incelendiğinde ayırıcı katsayı 0,5 alınarak gri ilişkisel katsayı matrisi oluşturulmuştur.

Analizin altıncı ve son adımında, gri ilişkisel katsayılar matrisinden elde edilen verilerle gri ilişkisel dereceler hesaplanmıştır. Söz konusu dereceler hesaplanırken her bir kriterin eşit öneme sahip olduğu varsayımıyla hareket edilmiştir. **Tablo 3**'te hesaplama sonucu gri ilişkisel derecelere göre 2015-2019 yılları finansal performans sonuçları verilmiştir.

Tablo 3: Gri İlişkisel Dereceler

Hisse Kodu	2015		2016		2017		2018		2019	
	İlişkisel Derece	Sıra	İlişkisel Derece	Sıra	İlişkisel Derece	Sıra	İlişkisel Derece	Sıra	İlişkisel Derece	Sıra
AGHOL	0,511	25	0,522	20	0,436	25	0,447	26	0,469	27
AKSA	0,547	11	0,533	17	0,446	21	0,471	20	0,499	18
AEFES	0,527	19	0,566	9	0,455	13	0,468	21	0,495	22
ARCLK	0,538	16	0,545	14	0,443	22	0,474	18	0,493	23
ASELS	0,526	20	0,566	10	0,439	24	0,53	6	0,558	5
AYGAZ	0,561	9	0,574	7	0,463	10	0,485	16	0,535	12
CCOLA	0,526	21	0,554	13	0,452	15	0,487	15	0,517	13
DOHOL	0,513	24	0,518	22	0,428	26	0,659	1	0,592	3

DOAS	0,573	8	0,557	12	0,521	1	0,488	14	0,511	15
ENKAI	0,609	2	0,649	1	0,481	3	0,586	3	0,631	2
EREGL	0,593	5	0,597	4	0,513	2	0,585	4	0,577	4
HURGZ	0,495	28	0,496	28	0,419	29	0,61	2	0,499	19
IHEVA	0,653	1	0,633	2	0,455	12	0,544	5	0,674	1
IHLAS	0,485	29	0,51	25	0,421	28	0,454	24	0,473	25
LOGO	0,606	3	0,561	11	0,451	17	0,513	8	0,549	8
OTKAR	0,527	18	0,521	21	0,45	18	0,498	11	0,556	6
PGSUS	0,547	12	0,515	23	0,469	6	0,462	23	0,507	17
PETUN	0,593	4	0,582	5	0,468	7	0,5	9	0,538	11
PINSU	0,517	23	0,484	29	0,467	8	0,431	29	0,428	29
PNSUT	0,544	14	0,543	15	0,447	20	0,467	22	0,496	21
TAVHL	0,511	26	0,508	26	0,424	27	0,471	19	0,551	7
TOASO	0,542	15	0,54	16	0,452	16	0,49	13	0,543	9
TRCAS	0,545	13	0,58	6	0,453	14	0,432	28	0,464	28
TUPRS	0,551	10	0,53	18	0,464	9	0,524	7	0,484	24
PRKAB	0,52	22	0,529	19	0,448	19	0,483	17	0,517	14
TTKOM	0,528	17	0,502	27	0,462	11	0,441	27	0,496	20
TTRAK	0,573	7	0,608	3	0,469	5	0,499	10	0,51	16
SISE	0,589	6	0,567	8	0,471	4	0,495	12	0,541	10
VESTL	0,506	27	0,512	24	0,441	23	0,45	25	0,469	26

Analizin ardından 2015-2019 yılları arasında kurumsal yönetim endeksinde yer alan şirketlerin kurumsal yönetim ilkelerine uyum notları ile analiz sonucunda bulunan finansal performansları yıllar bazında tek tek ele alınarak karşılaştırılmıştır. Bu karşılaştırmalar Tablo 4'te ve Tablo 5'te verilmiştir.

Tablo 4: 2015-2017 Yılları Arasındaki Finansal Performans ve Kurumsal Yönetim İlkelerine Uyum Notu Karşılaştırması

Hisse Kodu	2015				2016				2017			
	Not	Sıra	G.İ.D.	Sıra	Not	Sıra	G.İ.D.	Sıra	Not	Sıra	G.İ.D.	Sıra
AGHOL	91,69	17	0,51	25	91,88	18	0,52	20	92,01	21	0,44	25
AKSA	95	3	0,55	11	95,98	1	0,53	17	96,32	1	0,45	21
AEFES	95,49	1	0,53	19	95,77	2	0,57	9	95,77	4	0,45	13
ARCLK	94,8	4	0,54	16	95,23	4	0,55	14	95,23	5	0,44	22
ASELS	91,33	19	0,53	20	91,51	21	0,57	10	92,04	20	0,44	24
AYGAZ	93,58	9	0,56	9	93,61	11	0,57	7	93,64	13	0,46	10
COLLA	94,02	7	0,53	21	94,48	6	0,55	13	94,52	11	0,45	15
DOHOL	93,56	11	0,51	24	93,98	9	0,52	22	94,06	12	0,43	26
DOAS	94,2	6	0,57	8	95,1	5	0,56	12	96,3	2	0,52	1
ENKAI	91,64	18	0,61	2	91,75	19	0,65	1	91,79	22	0,48	3
EREGL	88,32	27	0,59	5	90,2	27	0,6	4	92,2	18	0,51	2
HURGZ	93,58	9	0,49	28	92,79	15	0,5	28	91,27	25	0,42	29
IHEVA	80,6	28	0,65	1	80,82	28	0,63	2	81,99	28	0,46	12

IHLAS	80,38	29	0,48	29	80,46	29	0,51	25	81,45	29	0,42	28
LOGO	90,76	23	0,61	3	91,24	24	0,56	11	90,83	27	0,45	17
OTKAR	92,81	13	0,53	18	93,19	14	0,52	21	93,32	14	0,45	18
PGSUS	90,3	25	0,55	12	91,7	20	0,52	23	92,5	17	0,47	6
PETUN	92	15	0,59	4	92,64	16	0,58	5	92,88	15	0,47	7
PINSU	93,71	8	0,52	23	93,8	10	0,48	29	94,6	10	0,47	8
PNSUT	91,78	16	0,54	14	92,37	17	0,54	15	92,62	16	0,45	20
TAVHL	95,19	2	0,51	26	95,38	3	0,51	26	96,17	3	0,42	27
TOASO	90,61	24	0,54	15	91,38	23	0,54	16	91,48	24	0,45	16
TRCAS	92,7	14	0,55	13	93,5	13	0,58	6	94,86	6	0,45	14
TUPRS	94,41	5	0,55	10	94,15	8	0,53	18	94,67	9	0,46	9
PRKAB	90,9	21	0,52	22	90,92	25	0,53	19	91,13	26	0,45	19
TTKOM	89,08	26	0,53	17	90,24	26	0,5	27	91,75	23	0,46	11
TTRAK	90,85	22	0,57	7	91,49	22	0,61	3	92,13	19	0,47	5
SISE	93,53	12	0,59	6	94,41	7	0,57	8	94,83	8	0,47	4
VESTL	91,24	20	0,51	27	93,6	12	0,51	24	94,86	6	0,44	23

Not: G.İ.D. "Gri İlişkisel Derece"yi temsil etmektedir.

Tablo 5: 2018-2019 Yılları Arasındaki Finansal Performans ve Kurumsal Yönetim İlkelerine Uyum Notu Karşılaştırması

Hisse Kodu	2018			2019				
	Not	Sıra	G.İ.D.	Sıra	Not	Sıra	G.İ.D.	Sıra
AGHOL	95,3	8	0,45	26	95,4	9	0,47	27
AKSA	97	1	0,47	20	97,2	1	0,5	18
AEFES	95,8	4	0,47	21	95,8	6	0,5	22
ARCLK	95,4	7	0,47	18	95,8	7	0,49	23
ASELS	92	22	0,53	6	92,9	22	0,56	5
AYGAZ	94	15	0,48	16	94,2	16	0,54	12
COLLA	94,5	12	0,49	15	94,6	15	0,52	13
DOHOL	94,2	13	0,66	1	95	13	0,59	3
DOAS	96,4	2	0,49	14	96,5	3	0,51	15
ENKAI	91,8	24	0,59	3	92,8	24	0,63	2
EREGL	92,7	19	0,59	4	94,9	14	0,58	4
HURGZ	92,7	20	0,61	2	92,9	22	0,5	19
IHEVA	83,8	28	0,54	5	85,1	28	0,67	1
IHLAS	83,3	29	0,45	24	84,7	29	0,47	25
LOGO	91,1	26	0,51	8	92,2	27	0,55	8
OTKAR	91	27	0,5	11	94	17	0,56	6
PGSUS	94	14	0,46	23	96,2	4	0,51	17
PETUN	93,1	16	0,5	9	93,5	19	0,54	11
PINSU	95	10	0,43	29	95,3	11	0,43	29
PNSUT	92,7	18	0,47	22	93,3	21	0,5	21
TAVHL	96,3	3	0,47	19	96,7	2	0,55	7
TOASO	92	22	0,49	13	92,6	25	0,54	9

TRCAS	95,7	5	0,43	28	95,8	7	0,46	28
TUPRS	94,8	11	0,52	7	95	12	0,48	24
PRKAB	91,8	25	0,48	17	93,3	20	0,52	14
TTKOM	92,9	17	0,44	27	94	18	0,5	20
TTRAK	92,2	21	0,5	10	92,4	26	0,51	16
SISE	95,3	8	0,49	12	95,3	10	0,54	10
VESTL	95,5	6	0,45	25	95,9	5	0,47	26

Not: G.İ.D. "Gri İlişkisel Derece"yi temsil etmektedir.

Analiz sonucu ortaya çıkan sıralama incelendiğinde 2015 yılında finansal performans açısından en başarılı şirketler IHEVA, ENKAI, LOGO, PETUN ve EREGL iken, en başarısız şirketlerin IHLAS, HURGZ, VESTL, TAVHL, AGHOL olduğu görülmektedir. Aynı yıl içinde kurumsal yönetim notları açısından en yüksek nota sahip olan şirketler, AEFES, TAVHL, AKSA, ARCLK, TUPRS olarak karşımıza çıkarken, en düşük nota sahip şirketler, IHLAS, IHEVA, EREGL, TTKOM, PGSUS şeklindedir. 2015 yılı itibariyle şirketlerin finansal performansları açısından yapılan sıralama ve kurumsal yönetim ilkelerine uyum notları sıralamasının birbirlerinden farklı olduğu dikkat çekmektedir.

2016 yılında finansal performans bakımından en başarılı 5 şirketin, ENKAI, IHEVA, TTRAK, EREGL, PETUN olduğu görülmekteyken, en başarısız şirketler, PINSU, HURGZ, TTKOM, TAVHL, IHLAS olduğu belirlenmiştir. 2016 yılı itibariyle kurumsal yönetim ilkelerine uyum notu en yüksek olan şirketler, AKSA, AEFES, TAVHL, ARCLK, DOAS şeklindeyken, en düşük nota sahip şirketler, IHLAS, IHEVA, EREGL, TTKOM, PRKAB olarak karşımıza çıkmaktadır. Bir önceki yılda olduğu gibi bu yılda da şirketlerin finansal performansları ile kurumsal yönetim ilkelerine uyum notu birbirlerinden farklılık göstermektedir.

2017 yılı ele alındığında finansal performans açısından en başarılı şirketler, DOAS, EREGL, ENKAI, SISE, TTRAK iken en başarısız şirketler, HURGZ, IHLAS, TAVHL, DOHOL, AGHOL şeklindedir. Aynı yılın kurumsal yönetim ilkelerine uyum notu sıralaması incelendiğinde en yüksek nota sahip şirketler, AKSA, DOAS, TAVHL, AEFES, ARCLK olarak karşımıza çıkarken, en düşük nota sahip şirketler, IHLAS, IHEVA, LOGO, PRKAB, HURGZ şeklindedir. 2017 yılı itibariyle de finansal performans ve kurumsal yönetim ilkelerine uyum notu arasında farkların olduğu görülmektedir.

2018 yılı incelendiğinde, finansal performansı en yüksek şirketler, DOHOL, HURGZ, ENKAI, EREGL, IHEVA şeklindedir. En başarısız şirketler ise PINSU, TRCAS, TTKOM, AGHOL, VESTL olarak sıralanabilir. Aynı yılın kurumsal yönetim ilkelerine uyum notu sıralamasına bakıldığında notu en yüksek olan şirketler, AKSA, DOAS, TAVHL, AEFES, TRCAS iken, en düşük şirketler, IHLAS, IHEVA, OTKAR, LOGO, PRKAB olarak değerlendirilmiştir. Görüldüğü üzere bu yıl da finansal performanslar ile kurumsal yönetim ilkelerine uyum notu arasında bir benzerlik gözlemlenmemektedir.

2019 yılı için finansal performansı en yüksek şirketler, IHEVA, ENKAI, DOHOL, EREGL, ASELS olduğu görülmektedir. En düşük finansal performansa sahip şirketler ise, PINSU, TRCAS, AGHOL,

VESTL, IHLAS olarak karşımıza çıkmaktadır. Kurumsal yönetim notlarına göre yapılan sıralamaya bakıldığında, en yüksek nota sahip olan şirketler AKSA, TAVHL, DOAS, PGSUS, VESTL iken, en düşük nota sahip şirketler, IHLAS, IHEVA, LOGO, TTRAK, TOASO şeklindedir. Analize dahil edilen diğer yıllar gibi bu yılda da finansal performans ve kurumsal yönetim ilkelerine uyum notu arasında çelişkiler ve farklılıklar bulunmaktadır.

7. Sonuç

Bir şirketin faaliyetlerinin sürdürülebilirliği finansal performansı ile doğru orantılıdır. Bu doğrultuda şirketlerin finansal performansının farklı perspektiflerden farklı yöntem ve değişkenlerle değerlendirilmesi gereklidir. Şirket performansının belirlenmesinde birden fazla kriter ve alternatiflerin bir arada olduğu karar aşamalarında çok kriterli karar verme tekniklerinin kullanımı oldukça yaygındır. Karar vericilerin bilgi birikimi ve uzmanlıklarının yanında karar vermeyi kolay ve etkili kılan bu teknikler, şirket performanslarının bir bütün olarak incelenmesine ve değerlendirilmesine yardımcı olmaktadır. Bu bağlamda çok kriterli karar verme tekniklerinden gri ilişkisel analizin kriterlerin fayda, maliyet ve ideal değerleri ile değerlendirilmesine, normalleştirme alternatiflerinin kriterlere göre aldığı değerlerinin negatif olmasına olanak sunması ve az veri ile istatistiksel dağılım koşulunun aranmadığı durumlarda üstün sonuçlar vermesi nedeniyle tercih edilmiştir. Aynı zamanda analize değişken olan finansal performans verilerinin, şirketlerin sadece kâr elde ettikleri dönemi değil zarar ettiği dönemleri de kapsamı yöntemin olumlu yanlarından biridir.

Bu çalışmada 2015-2019 yılları arasında sürekli olarak Kurumsal Yönetim Endeksi'nde yer alan 29 şirketin oran analizi ve çok kriterli karar verme tekniklerinden Gri İlişkisel Analiz yöntemi kullanılarak finansal performansları yıllar itibarı ile değerlendirilmiş, aynı dönemlerde şirketlerin elde ettikleri kurumsal yönetim uyum notları ile karşılaştırılarak sıralama yapılmıştır.

Elde edilen sonuçlar dahilinde, 2015-2019 yılları tek tek incelendiğinde şirketlerin gri ilişkisel analiz sonucu elde ettikleri finansal performans sıralaması ile aynı dönemlerdeki kurumsal yönetim ilkelerine uyum notları farklılık göstermektedir. Hatta finansal performans bakımından zirvede bulunan şirketler kurumsal yönetim uyum notları çerçevesinde incelendiğinde listenin en sonlarında kendilerine yer bulmuş, çalışmaya dahil edilen 5 yıllık sürecin tamamında sıralamanın farklı olduğu belirlenmiştir. Örneğin, İhlas Ev Aletleri İmalat Sanayi ve Ticaret A.Ş. 2015 yılında finansal performans açısından 1. sırada yer alırken kurumsal yönetim ilkeleri uyum notu sıralamasında 28. sırada yer almaktadır. Bir başka şirket incelendiğinde, AKSA Akrilik Kimya Sanayi A.Ş. tüm yıllarda kurumsal yönetim ilkelerine uyum notu bakımından ilk 3'te iken finansal performans sıralamalarında orta sıralarda kendine yer edinmiştir.

Çalışma kapsamına alınan 5 yıllık sürecin ortalamaları alındıktan sonra finansal performans açısından en başarılı 5 şirketin sırasıyla, ENKAI hisse kodlu ENKA İnşaat ve Sanayi A.Ş. EREGL hisse kodlu Ereğli Demir ve Çelik Fabrikaları T.A.Ş., IHEVA hisse kodlu İhlas Ev Aletleri İmalat Sanayi ve Ticaret A.Ş., PETUN hisse kodlu Pınar Entegre Et ve Un Sanayi A.Ş. ve SISE hisse kodlu

Türkiye Şişe ve Cam Fabrikaları A.Ş. olduğu görülmektedir. Analizi gerçekleştirilen 5 senelik süreçte finansal performans bakımından ve 29 şirket arasından en başarısız 5 şirket sırasıyla, IHLAS hisse koduyla İhlas Holding, VESTL hisse koduyla Vestel Elektronik Sanayi ve Ticaret A.Ş., AGHOL hisse koduyla AG Anadolu Grubu, PINSU hisse koduyla Pınar Su Sanayi ve Ticaret A.Ş. ve HURGZ hisse koduyla Hürriyet Gazetecilik ve Matbaacılık A.Ş. şeklindedir. Genel çerçevede ele alınan şirketler değerlendirildiğinde finansal performans bakımından yukarı yönde istikrarın çok sağlamadığı görülmektedir.

Şirketlerin kurumsal yönetim ilkelerine uyum notları incelendiğinde, yıllar bazında ortalamanın sırasıyla 91.66, 92.19, 92.66, 93.18, 93.9 olduğu görülmektedir. Şirketlerin kurumsal yönetim ilkeleri uyum notlarının birbirlerine yakın olduğu tespit edilmiş, ortalamalarda dalgalanma yaratan IHLAS ve IHEVA hisse kodlu şirketler analiz dışında bırakıldığında her yıl en yüksek not ile en düşük not arasında çok büyük farkların olmadığı görülmüştür. Söz konusu anlayışın yasal düzenlemelerle desteklendiği ve her geçen gün ilginin arttığı günümüzde, araştırmaya konu olan yılların ortalamasından da görüldüğü üzere şirketlerin üst düzey kurumsal yönetim uygulamaları dikkate değerdir.

Finansal performans ile kurumsal yönetime uyum notu arasında yapılan karşılaştırmada anlamlı ve daimi bir ilişkinin olmaması, literatürde bu alanda yapılan çalışmalardaki sonuçlarla benzerlik göstermektedir. Ulusal ve uluslararası anlamda birden fazla kurumsal yönetimi derecelendirme kuruluşunun bulunması bu duruma etken olarak gösterilebilir. Her ne kadar derecelendirme kuruluşlarının SPK tarafından belirlenmesi belli bir standardı sağlasa da, hem dünyada hem de ülkemizde tek bir kuruluşun aynı kriterlerle değerlendirerek bu hizmeti sağlaması, araştırmalar açısından güvenilirliği artıracaktır. Analizdeki incelenen ilişkilerin bulunmamasının bir diğer nedeni kurumsal yönetime uyum notlarının birbirine yakın ve yüksek değerler almasıdır.

Şirketlerin finansal performanslarının 2015-2019 yılları arasında genel bir değerlendirmesi yapıldığında, finansal performans göstergesi ve gri ilişkisel analizde değişken olarak kullanılan finansal oranların ortalamaları karar verici için önemli çıktılardır. Fakat finansal oranların değerlendirilmesi yapılırken, şirketlerin yer aldığı sektörlerdeki ortalamaların dikkate alınması daha sağlıklı sonuçlar verecektir. Bu doğrultuda, çalışma kapsamında ele alınan şirketlerin cari oranlarının ortalaması, ele alınan 5 yıl içerisinde 1,44 ile 1,65 arasında değişim gösterdiği görülmektedir. Cari oranın özellikle Türkiye gibi gelişmekte olan ülkelerde 1,5 olması uygun görülürken, kurumsal yönetim endeksinde bulunan şirketlerin kısa vadeli borçlarının ödenmesinde bir güçlük çekmediği anlaşılmaktadır. Benzer şekilde şirketlerin asit-test oranı 1,14-1,29 aralığında gerçekleşmiştir. Genelde oranın 1 olması şirketlerin kısa vadeli borçlarının hızlı bir şekilde paraya çevrilebilir değerlerle karşılayabildiklerinin göstergesidir. Bu yüzden endeksteki şirketlerin genelinin kısa vadeli borçlarını ödemedeki güçlük çekmediği görülmektedir. Likidite oranlarından bir diğeri nakit orana baktığımızda ise, şirketlerin 0,44 ile 0,49 arasında değerler aldığı fakat karar vericinin yorumlama amacına göre orandan farklı anlamlar çıkarılacağı açıktır. Örneğin, şirketin elinde atıl para kalmaması ve karlılığa olumsuz etki yaratmaması açısından şirket yöneticisinin nakit oranının 0,20'den fazla olmasını istememesi karar vericinin amacına yönelik bir yorum olarak değerlendirilebilir. Fakat genel olarak, oranın 1'in altında

bulunması istenilen bir durum değildir. Çünkü şirketlerin kısa vadeli borçlarının mevcut varlıklarla karşılayacağı varsayımı nedeniyle bu konuda güçlük çekebileceği anlaşılmaktadır.

Endeksteeki şirketleri finansal kaldıraç açısından incelediğimizde şirketlerin ilk olarak kaldıraç oranlarının 0,55-0,59 arasında olduğu görülmektedir. Bu oranın genelde 0,50 olması beklenirken şirketlerin genelinin yabancı kaynak kullanımının öz sermayeden fazla olduğu anlaşılmaktadır. Fakat oranın yorumlamasında karar vericinin amacına göre analizi yapılan 5 yılın enflasyon, genel ekonomik koşul ve kredi maliyetleri gibi konular çerçevesinde değerlendirmesi daha sağlıklı sonuçlar verecektir. Örneğin, şirkete kredi verenler bu oranın düşük olmasını beklerken, şirket ortaklarının oranın belirli bir büyüklükte olmasını beklemesi doğaldır. Bir diğer finansal kaldıraç oranı olan finansman oranının ise ele alınan yıllarda 0,96-1,16 arasında değiştiği görülmektedir. Literatürde bu oranın 1 ya da daha büyük olması istenirken analizi gerçekleştirilen şirketlerin genelinin öz kaynaklarının güçlü, dış kaynaklı borçlanmaların az olduğu anlaşılmaktadır. Benzer şekilde olumsuz finansal koşullarda endeksteeki şirketlerin finansal yükümlülüklerini yerine getirirken zorluk çekmeyeceği açıktır. Şirketlerin maddi duran varlıklarının öz sermayeye oranı incelendiğinde, 0,64-0,72 arasında olduğu ve şirketlerin genelinin maddi duran varlıklarının yüzde 64 ile 72 arasında öz sermayeden oluştuğunu göstermektedir. Literatürde oranın genelde 0,70 olması beklendiğinden şirketlerin sektör ortalaması dışarıda tutularak, maddi duran varlıklarının büyük bir bölümünü öz sermaye ile finanse ettiği anlaşılmaktadır.

Endeksteeki şirketlerin faaliyet oranlarını değerlendirdiğimizde, alacak devir hızının 6,02-7,85, aktif devir hızının 0,82 ile 0,87, öz sermaye devir hızının ise 2,43-2,66 arasında değiştiği görülmektedir. Genellikle faaliyet oranlarının sağlıklı sonuçlar vermesi adına sektör ortalamaları ile değerlendirmesi daha doğru olacakken, bu oranların yüksek oluşu olumlu karşılanmaktadır. Alacak devir hızı ele alınan şirketlerin alacaklarını yılda ortalama 6-8 defa tahsil ettiğini göstermektedir. Şirketlerin aktif devir hızlarının ise oldukça düşük olduğu anlaşılmaktadır. Sektör ortalaması ile değerlendirmenin daha doğru olacağı varsayımı haricinde şirketlerin varlıklarını etkin kullanmadığı anlaşılmaktadır. Şirketlerin öz sermaye verimlilikleri ise sektör ortalaması bazında değerlendirilmesi daha sağlıklı olacaktır.

Kârlılık oranlarında, endeksteeki şirketlerin varlık kârlılığının 0,04-0,06, öz sermaye kârlılığının 0,09-0,13 ve net kâr marjlarının - 1,60-0,06 şeklinde gerçekleştiği görülmektedir. Likidite ve faaliyet oranlarındaki başarının gerçekleşmediği hatta zararların yaşandığı şirketlerin varlığı göze çarpmaktadır. Şirketlerin sektör ortalaması ile değerlendirilmesi daha doğru olacakken, kârlılık oranlarının yüksek olması her zaman istenen bir durumdur. Yüksek kâr marjı şirketlerin yatırım, üretim ve fiyatlama politikaları gibi durumlarda başarısını yansıtırken karar verici için önemli bir çıktıdır. Her koşulda şirketlerin kârlılık oranları sektör ortalamalarına yakın çıkmalı ya da artışta olmalıdır.

Sonuç olarak; analizi yapılan şirketlerin kurumsal yönetim konusundaki başarılarını, finansal performanslarına aktarmadıkları anlaşılmıştır. Şirketlerin kurumsal yönetim açısından değerlendirilmesi yapılırken, finansal performanslarının ve uyum notlarının kurumsal yönetime

etki ettirilmesinin doğru bir yaklaşım olacağı düşünülmektedir. Bu doğrultuda, şirketlerin finansal performansı ile kurumsal yönetim faaliyetlerindeki ilişkinin güçlendirilmesi amaçlanmalıdır.

Kaynakça

- Aktan, C. C. (2013). Kurumsal Şirket Yönetimi. *Organizasyon ve Yönetim Bilimleri Dergisi*, 5(1), 150-191.
- Ayçin, E. (2018). BIST Menkul Kıymet Yatırım Ortaklıkları Endeksinde (XYORT) Yer Alan İşletmelerin Finansal Performanslarının Entropi ve Gri İlişkisel Analiz Bütünleşik Yaklaşımı ile Değerlendirilmesi. *Dokuz Eylül Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 33(2), 595-622.
- Cui, J., Yao, G. D., Sifeng, L. (2009). Study on Novel Property of Some Grey Relational Analysis Models. *Journal of Grey System*, 12(2), 83-88.
- Deng, J. (1989) Introduction to Grey System Theory. *The Journal of Grey System*, 1(24), 1-24.
- Ecer, F., Günay, F. (2014). Borsa İstanbul'da İşlem Gören Turizm Şirketlerinin Finansal Performanslarının Gri İlişkisel Analiz Yöntemiyle Ölçülmesi. *Anatolia: Turizm Araştırmaları Dergisi*, 25(1), 35-48.
- Güleç, F., Özkan, A. (2018). Gri İlişkisel Analiz ile Finansal Performansın Değerlendirilmesi: BİST Çimento Şirketleri Üzerine Bir Araştırma. *Muhasebe ve Denetime Bakış*, Sayı.54, 77-96
- Gürbüz, A. O., Yakup, E. (2004). Kurumsal Yönetim: Türkiye'deki Durumu ve Geliştirilmesine Yönelik Öneriler. 1. Basım. *İstanbul: Literatür Yayınları*
- Karakoç, M., Tayyar, N., Genç, E. (2016). Gri İlişkisel Analiz Yöntemiyle Kurumsal Yönetim Endeksinde Yer Alan Şirketlerin Finansal Performanslarının Ölçümü ve Kurumsal Derecelendirme Notları İlişkisi. *Elektronik Sosyal Bilimler Dergisi*, 15(59), 1327-1338
- Kurtay, K. G., Dağistanlı, H. A., & Serpil, E. R. O. L. (2021). Plastik Boru ve Kaynak Makinesi Seçim Problemi için Analitik Hiyerarşi Prosesi ile Gri İlişkisel Analiz Yöntemlerinin Entegrasyonu. *Savunma Bilimleri Dergisi*, 2(40), 267-291.
- Liu, S., & Forrest, J. Y. L. (2010). Grey systems: theory and applications. *Springer Science & Business*
- Liu, S., Forrest, J., & Yang, Y. (2011, September). A brief introduction to grey systems theory. In *Proceedings of 2011 IEEE International Conference on Grey Systems and Intelligent Services* (pp. 1-9). IEEE.
- GOVERNANCE, O. P. O. C. For Official Use SG/CG (99) 5.
- Ş Şengül, Ü., & Şengül, A. B. (2017, October). Akademik Performans Değerlendirmesinde Gri İlişkisel Analiz Yöntemi. *In ICPESS (International Congress on Politic, Economic and Social Studies)* (No. 3).
- Tayyar, N., Akcanlı, F., Genç, E., & Erem, I. (2014). BİST'e kayıtlı bilişim ve teknoloji alanında faaliyet gösteren işletmelerin finansal performanslarının analitik hiyerarşi prosesi (AHP) ve gri ilişkisel analiz (GİA) yöntemiyle değerlendirilmesi. *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, 61, 19-40.
- Tsai, C. H., Chang, C. L., & Chen, L. (2003). Applying grey relational analysis to the vendor evaluation model. *International Journal of The Computer, The Internet and Management*, 11(3), 45-53.
- Yıldırım, B. F., Emrah Ö. (Ed.) (2018). Çok Kriterli Karar Verme Yöntemleri. *Bursa: Dora Yayınevi*
- Yılmaz, E., & Güngör, F. (2010). Gri ilişkisel analiz yöntemine göre farklı sertliklerde optimum takım tutucusunun belirlenmesi. 2. *Ulusal Tasarım İmalat ve Analiz Kongresi*, 1-8.
- Kamuyu Aydınlatma Platformu (<https://www.kap.org.tr>)
- Türkiye Kurumsal Yönetim Derneği (<http://www.tkyd.org>)

The economic dimension of globalization has brought innovations to companies and countries in many respects. In particular, companies have entered international markets in order to maintain and grow their assets, expanded their trade volumes and increased their foreign capital investments by changing their partnership structures. In line with these developments, companies have begun to feel more responsible to their internal and external stakeholders. Thus, the fact that companies continue their activities on a cost-benefit axis has led to the disregard of the interests of their stakeholders and many financial crises.

As a result of the financial crises, companies have realized the importance of internal and external stakeholders. The fact that companies are related to each other and are located in an open system with mutual interaction is an indication of the need to keep relations strong with each person or group around the company. In this context, corporate governance practices help companies to organize relations with the company's management, board of directors, shareholders, and all stakeholders, as well as benefits such as establishing a good management approach, providing efficient working opportunities, ensuring audit effectiveness.

Many arrangements have been made in the world and in Turkey in order to spread corporate governance practices. The corporate governance principles prepared by the CMB Turkey have played a major role in the recognition of the corporate governance regime. In addition to this development, the Borsa Istanbul Corporate Governance Index (XKURY) was established on 31.08.2007 in order to encourage companies to this regime and ensure the development of understanding.

Companies that adopt the corporate governance approach are expected to achieve success with transparent, fair, responsible, and accountable management in the light of corporate governance principles. It is critical that companies measure the success they will achieve. Accordingly, companies need to measure and accurately analyze their financial performance in order to maintain their assets and determine their plans and targets. When measuring financial performance, there are many criteria and different goals that are meant to be achieved at the same time. In this respect, multi-criteria decision-making techniques, including "Gray Relational Analysis" (GRA), help to obtain effective results.

GRA is a classification, rating and decision-making technique in its most basic definition. GRA, on the other hand, takes its place in the literature as one of the subheadings of the GST. Compared to many commonly used analysis methods such as regression analysis, and factor analysis, this analysis method has proven to be a simple and accurate method for problems with small sample sizes, which can be analyzed with little data without any distribution, and which already have unique characteristics. In addition, GRA is frequently used in the literature to measure the financial performance of companies. Especially for investors, the measurement of financial statements of companies and their status in the sector or index where they are located is critically important, while the results of this method, in which there is little data, high uncertainty, and statistical distribution are not sought, are the outputs that should be carefully monitored. These outputs, which should be followed not only by investors but also by companies, guide companies in many areas such as

determining the level of implementation of plans and targets, finding solutions to financial failures, workforce capacity and cost. In this direction, GRA offers appropriate solutions in cases where the versatility of decision-making, the existence of incompatible criteria and different purposes make it difficult to make a decision. For example, instead of evaluating the financial position of a company individually in terms of liquidity, financial leverage, activity, and profitability, it easily calculates its financial performance with a single degree and helps to achieve effective results.

In this study, the financial performances of 29 companies that are constantly included in the Corporate Governance Index between 2015-2019 were evaluated by using ratio analysis and Gray Relational Analysis method, one of the multi-criteria decision-making techniques, and were made ranking of companies by comparing their notes with corporate governance compliance that are reviewed in the same periods.

When the 2015-2019 years are examined one by one, the financial performance rankings of the companies obtained as a result of the gray relational analysis and the compliance ratings with the corporate governance principles for the same periods differ. In fact, when the companies that were at the top in terms of financial performance were examined within the framework of corporate governance compliance notes, they found a place at the end of the list and it was determined that the ranking was different in the entire 5-year process included in the study.

When the companies considered in the general framework are evaluated, it is seen that upward stability cannot be achieved much in terms of financial performance.

The absence of a significant and permanent relationship in the comparison between financial performance and corporate governance compliance grade is similar to the results of studies conducted in this field in the literature. The presence of more than one corporate governance rating agency in the national and international sense can be cited as a factor in this situation. Although the determination of rating agencies by the CMB provides a certain standard, the fact that a single organization both in the world and in our country provides this service by evaluating it with the same criteria will increase the reliability in terms of research. Another reason for the absence of the studied relationships in the analysis is that the corporate governance compliance scores are close to each other and have high values.

As a result, it was understood that the analyzed companies could not transfer their achievements in corporate governance to their financial performance. When evaluating companies from the point of view of corporate governance, it is necessary to increase the effectiveness of their financial performance on corporate governance compliance ratings. In this direction, it should be aimed to strengthen the relationship between the financial performance of companies and corporate governance activities.