

T.C.
SELÇUK ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İŞLETME ANABİLİM DALI
MUHASEBE FİNANSMAN BİLİM DALI

**KURUMSAL YÖNETİM AÇISINDAN ENTELEKTÜEL
SERMAYENİN FİRMA PERFORMANSINA ETKİSİ: BIST100
ENDEKSİ ÜZERİNE BİR UYGULAMA**

HAZIRLAYAN
DERYA ÖZTEMİZ

DANIŞMAN
PROF. DR. FEHMİ KARASİOĞLU

DOKTORA TEZİ

KONYA 2023

ÖNSÖZ

Lisansüstü eğitimime başladığım andan beri desteğini esirgemeyen, bilgi birikimi, tavsiyeleri ile bana yol gösteren kıymetli hocam sayın Prof. Dr. Fehmi Karasioğlu'na sonsuz teşekkürlerimi sunarım. Çalışmamın tüm bölümlerinde kıymetli bilgi birikimlerini benimle paylaşarak verdiği destek için Prof. Dr. Haluk Duman'a teşekkürlerimi sunarım.

Eğitim hayatımın en büyük destekçisi olan, en kıymetlim, kazandırdığı değerlerle varlığımı her zaman yanımda hissettiğim merhum babam Mustafa Çürük'e; çalışmam süresince en ümitsiz ve yorgun anlarımda bana verdiği özgüven ve destekle yanımda olan annem Lütfiye Çürük'e; hayatı çokta ciddiye almadan ötelemeden bu çalışmayı da yapabileceğime inandıran canım kardeşim M. Fatih Çürük'e; karşılaştığım her sorunda çözüm odaklı olup beni olumlayan eşim H. Murat Öztemiz'e; varlığıyla beni güçlü hissettiren, annelik duygusu hissiyatıyla başarılı olma duygusunun birleşimini bana yaşatan canım oğlum M. Göktuğ Öztemiz'e şükranlarımı sunarım ve bu çalışmayı onlara ithaf etmek isterim.

KURUMSAL YÖNETİM AÇISINDAN ENTELEKTÜEL SERMAYENİN FİRMA PERFORMANSINA ETKİSİ: BIST100 ENDEKSİ ÜZERİNE BİR UYGULAMA

ÖZET

Kurumsal yönetim firma ile etkileşimde bulunan tüm çıkar grupları arasında ilişkiyi düzenleyen bir sistemdir. Kurumun etkin çalışmasını, toplumun değerlerine saygı göstermesini ve ortakların ekonomik değer oluşturmasını sağlamaktadır. Entelektüel sermaye ise firmanın kültürünü, değerlerini, bireylerin yeteneklerini, yazılım donanımları, tedarik zincirlerini, müşteri ilişkilerini kapsayan faaliyetler bütünüdür. Firma içerisindeki tüm bilgilerin değere dönüşmesi firmanın entelektüel sermayesi olarak görülmektedir. Çalışmanın amacı BIST100 Endeksi'nde yer alan kurumsal yönetim ilkelerini uygulayan ve uygulamayan firmaların entelektüel sermayelerinin firma performansları üzerinde etkisinin olup olmadığını belirlemek ve kurumsal yönetim ilkelerini uygulayan ve uygulamayan firmaların entelektüel sermayelerinin firma performansları üzerindeki farklılıklarını ortaya koymaktır. Bu amaç doğrultusunda çalışmada, 2016-2021 yılları arasında Borsa İstanbul 100 Endeksi'nde yer alan, kurumsal yönetim ilkelerini uygulayan ve uygulamayan firmaların verileri kullanılmıştır. Bu firmalardan 37'si kurumsal yönetim endeksine dahil iken; 63'ü kurumsal yönetim endeksine dahil değildir. Firmaların kurumsallık durumlarının belirlenmesinde kurumsal derecelendirme notlarına bakılmıştır. Firmaların entelektüel sermaye değerleri entelektüel katma değer katsayısı yöntemi ile hesaplanmıştır. Firma performans ölçütleri olarak ise muhasebe ve piyasa esaslı performans göstergelerine yer verilmiştir. Bunlar ise aktif getiri oranı, özsermaye getiri oranı, hisse başına kar, net kar marjı oranı, fiyat/kazanç oranı, piyasa değeri/defter değeri oranı şeklinde sıralanmıştır. Çalışmada panel veri analizi kullanılmıştır ve dirençli tahminçiler yöntemi uygulanmıştır. Yapılan analizler sonucunda, hem kurumsal yönetim ilkeleri uygulayan firmalar hem de kurumsal yönetim ilkeleri uygulamayan firmaların entelektüel sermaye unsurlarının firma performansına anlamlı etkiler olduğu tespit edilmiştir.

THE EFFECT OF INTELLECTUAL CAPITAL IN TERMS OF CORPORATE GOVERNANCE ON COMPANY PERFORMANCE: AN APPLICATION ON BIST100 INDEX

ABSTRACT

Corporate governance is the interaction of all interest groups with the company. It is a control system. The efficient operation of the institution, adherence to societal ideals, and the ability of the partners to generate economic value are all priorities. Intellectual property rights The company's culture, values, individual talents, software, hardware, and supplies, on the other hand, are linked to the whole spectrum of activities, including supply chains and customer connections. Company The firm's intellectual capital is defined as the transformation of all of its information into value. The study's goal is to determine the BIST100 Index's corporate governance criteria. Firm performances of firms that implement intellectual capital and do not decide if it influences the impact of non-executive firms' intellectual capital on firm performance. To reveal their disparities. The research, which is included in the Borsa Istanbul 100 Index, incorporates corporate governance standards, and data from organizations that did not apply were used to achieve this goal. Despite 37 of these enterprises being corporate management despite being included in the index, the remaining 63 are not. Company institutionalization The standing of the firm was determined using institutional rating grades. The intellectual capital values of the firm were estimated using the intellectual value-added coefficient approach. Accounting and market-based performance metrics are employed as company performance criteria. The location has been assigned. Return on assets, return on equity, earnings per share, and net profit are examples. The margin ratio, price/earnings ratio, and market value/book value ratio are all examples of ratios. Panel data analysis and the resistive estimators' approach were employed in the study. According to the findings of the analyses, both firms that follow corporate governance principles and companies that do not follow corporate governance principles have a substantial influence on performance.

İÇİNDEKİLER

ÖNSÖZ	i
ÖZET	ii
ABSTRACT.....	iii
İÇİNDEKİLER	iv
KISALTMALAR	xi
ŞEKİLLER LİSTESİ	xviii
GİRİŞ	1

BİRİNCİ BÖLÜM

FİRMALARDA GÜVEN KAYNAĞI OLARAK KURUMSAL YÖNETİM

1.1.Kurumsal Yönetim Tanımı ve Gelişimi	4
1.2.Kurumsal Yönetimin Amaçları	6
1.3. Kurumsal Yönetimin Önemi	7
1.4. Kurumsal Yönetim İlkeleri	9
1.4.1. Adillik İlkesi	9
1.4.2. Şeffaflık İlkesi	10
1.4.3. Hesap Verebilirlik İlkesi.....	11
1.4.4. Sorumluluk İlkesi	12
1.5. Kurumsal Yönetimin Ana Modelleri	13
1.5.1. Anglo Sakson Modeli	13
1.5.2. Kıta Avrupası Modeli	14
1.6. Kurumsal Yönetimi Açıklayan Teoriler.....	15
1.6.1. Vekalet Teorisi	15
1.6.2. Paydaş Teorisi.....	17
1.6.3. Yönetimsel Egemenlik Teorisi	19
1.6.4. Miyop Piyasa Teorisi.....	19
1.6.5. İşlem Maliyeti Teorisi	20
1.6.6. Kaynak Bağımlılığı Teorisi	21
1.7. Kurumsal Yönetim Alanında Türkiye'deki Gelişmeler.....	21
1.7.1. Türk Sanayicileri ve İşadamları Derneği (TÜSİAD)	22

1.7.2. Türkiye Kurumsal Yönetim Derneği (TKYD)	22
1.7.3. Sermaye Piyasası Kurulu (SPK).....	22
1.7.4. Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurulu (BDDK)	23
1.7.5. Borsa İstanbul ve Kurumsal Yönetim Endeksi (BIST XKURY).....	23
1.8. Kurumsal Yönetim Alanında Dünyadaki Gelişmeler	24
1.8.1. Cadbury Raporu.....	24
1.8.2. Greenbury Komitesi Raporu.....	24
1.8.3. Hampel Raporu.....	25
1.8.4. Sarbanes-Oxley Yasası	25
1.9. Kurumsal Yönetim Alanında Yapılan Çalışmalar	26
1.10. Bölüm Özeti	30

İKİNCİ BÖLÜM

FİRMA PERFORMANSININ GELİŞMESİ BAĞLAMINDA ENTELEKTÜEL SERMAYENİN ROLÜ

2.1. Kavramsal Çerçeve Entelektüel Sermaye	32
2.2. Entelektüel Sermayenin Önemi ve Özellikleri.....	34
2.3. Entelektüel Sermayenin Unsurları	36
2.3.1. İnsan Sermayesi.....	37
2.3.2. Yapısal Sermaye	39
2.3.3. Müşteri Sermayesi	40
2.4. Entelektüel Sermayenin Ölçülmesi ve Yöntemleri	41
2.4.1. Finansal Olmayan Ölçüm Yöntemleri.....	41
2.4.1.1. Dengelenmiş Skor Kartı.....	41
2.4.1.2. Skandia Klavuzu	42
2.4.1.3. Teknoloji Brokeri.....	44
2.4.1.4. Maddi Olmayan Varlıklar Cetveli	45
2.4.1.5. Entelektüel Sermaye Endeksi	46
2.4.2. Finansal Ölçüm Yöntemleri	47
2.4.2.1. Piyasa Değeri- Defter Değeri Oranı.....	47
2.4.2.2. Piyasa Değeri / Defter Değeri Oranı.....	48
2.4.2.3. Tobin-Q Oranı.....	48
2.4.2.3. Maddi Olmayan Varlıkların Değerinin Hesaplanması	49

2.4.2.4. Entelektüel Katma Değer Katsayısı	49
2.5. Entelektüel Sermayenin Yönetimi ve Raporlanması	51
2.6. Entelektüel Sermaye Alanında Yapılan Çalışmalar	53
2.7. Bölüm Özeti	57

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

KURUMSAL YÖNETİM PERSPEKTİFİ İLE ENTELEKTÜEL SERMAYENİN FİRMA PERFORMANSI ÜZERİNE ETKİLERİ

3.1. Performans Kavramı	59
3.2. Performans Ölçümü	60
3.2.1. Muhasebe Kriterlerine Göre Finansal Performans Ölçüm Yöntemi	61
3.2.1.1. Aktif Karlılık Oranı (ROA)	62
3.2.1.2. Özsermaye Karlılık Oranı (ROE)	62
3.2.1.3. Pay Başına Kazanç (EPS)	63
3.2.1.4. Net Kar Marjı Oranı (NPM):	63
3.2.1.5. Yatırılan Sermaye Getirisi Oranı (ROIC)	63
3.2.2. Piyasa Değeri Kriterlerine Göre Finansal Performans Ölçüm Yöntemi ..	64
3.2.2.1. Fiyat / Kazanç Oranı	64
3.2.2.2. Piyasa Değeri / Defter Değeri Oranı	65
3.2.2.3. Tobin's Q Oranı	65
3.2.3. Ekonomik Kriterlere Göre Finansal Performans Ölçüm Yöntemi	66
3.2.3.1. Piyasa Katma Değeri (MVA):	66
3.2.3.2. Ekonomik Katma Değer (EVA):	66
3.2.3.3. Net Bugünkü Değer (NPV)	67
3.3. Firma Performansı Alanında Yapılan Çalışmalar	68
3.4. Kurumsal Yönetim ile Firma Performansı İlişkisi	70
3.5. Entelektüel Sermaye ile Firma Performansı İlişkisi	72
3.6. Kurumsal Yönetim ile Entelektüel Sermaye İlişkisi	74
3.7. Kurumsal Yönetim Entelektüel Sermaye ve Firma Performansı İlişkisi	75
3.8. Bölüm Özeti	78

DÖRDÜNCÜ BÖLÜM
KURUMSAL YÖNETİM AÇISINDAN ENTELLEKTÜEL SERMAYENİN
FİRMA PERFORMANSINA ETKİSİ: BIST100 ENDEKSİ ÜZERİNE BİR
UYGULAMA

4.1. Araştırmanın Amacı	79
4.2. Araştırmanın Veri Seti	79
4.4. Araştırmanın Modeli	81
4.5. Araştırmanın Yöntemi.....	82
4.5.1. Panel Veri Analizi	82
4.5.2. Sabit Etkiler Modeli	83
4.5.3. Rassal Etkiler Modeli	83
4.5.4. Hausman Spesifikasyon Testi.....	84
4.5.5. Varsayım Testlerinin Uygulanması.....	85
4.5.6. Dirençli Tahminciler Analizi.....	86
4.6. Araştırmanın Bulguları 1.....	86
4.6.1. Model 1 için Testlerin ve Analizlerin Yapılması	87
4.6.1.1. Kurumsal Yönetim İlkelerini Uygulamayan Firmaların Model 1 için Testlerin ve Analizlerin Yapılması	87
4.6.1.2. Kurumsal Yönetim İlkelerini Uygulayan Firmaların Model 1 için Testlerin ve Analizlerin Yapılması	89
4.6.1.3. ROA- Kurumsal Yönetim İlkelerini Uygulayan ve Uygulamayan Firmaların Karşılaştırılması	92
4.6.2. Model 2 için Testlerin ve Analizlerin Yapılması	92
4.6.2.1. Kurumsal Yönetim İlkelerini Uygulamayan Firmaların Model 2 İçin Testlerin Ve Analizlerin Yapılması	92
4.6.2.2. Kurumsal Yönetim İlkelerini Uygulayan Firmaların Model 2 için Testlerin ve Analizlerin Yapılması	94
4.6.2.3. ROE- Kurumsal Yönetim İlkelerini Uygulayan ve Uygulamayan Firmaların Karşılaştırılması	97
4.6.3. Model 3 için Testlerin ve Analizlerin Yapılması	97
4.6.3.1. Kurumsal Yönetim İlkelerini Uygulamayan Firmaların Model 3 için Testlerin ve Analizlerin Yapılması	97

4.6.3.2. Kurumsal Yönetim İlkelerini Uygulayan Firmaların Model 3 için Testlerin ve Analizlerin Yapılması	99
4.6.3.3. Hisse Başına Kar- Kurumsal Yönetim İlkelerini Uygulayan ve Uygulamayan Firmaların Karşılaştırılması.....	102
4.6.4. Model 4 için Testlerin ve Analizlerin Yapılması	102
4.6.4.1. Kurumsal Yönetim İlkelerini Uygulamayan Firmaların Model 4 için Testlerin ve Analizlerin Yapılması	102
4.6.4.2. Kurumsal Yönetim İlkelerini Uygulayan Firmaların Model 4 için Testlerin ve Analizlerin Yapılması	104
4.6.4.3. Net Kar Marjı Oranı- Kurumsal Yönetim İlkelerini Uygulayan ve Uygulamayan Firmaların Karşılaştırılması:.....	107
4.6.5. Model 5 için Testlerin ve Analizlerin Yapılması	107
4.6.5.1. Kurumsal Yönetim İlkelerini Uygulamayan Firmaların Model 5 için Testlerin ve Analizlerin Yapılması	107
4.6.5.2. Kurumsal Yönetim İlkelerini Uygulayan Firmaların Model 5 için Testlerin ve Analizlerin Yapılması	109
4.6.5.3. F/K Oranı- Kurumsal Yönetim İlkelerini Uygulayan ve Uygulamayan Firmaların Karşılaştırılması:	111
4.6.6. Model 6 için Testlerin ve Analizlerin Yapılması	111
4.6.6.1. Kurumsal Yönetim İlkelerini Uygulamayan Firmaların Model 6 için Testlerin ve Analizlerin Yapılması	111
4.6.6.2. Kurumsal Yönetim İlkelerini Uygulayan Firmaların Model 6 için Testlerin ve Analizlerin Yapılması	113
4.6.6.3. PD/DD Oranı- Kurumsal Yönetim İlkelerini Uygulayan ve Uygulamayan Firmaların Karşılaştırılması:.....	116
4.7. Araştırma Bulguları 2.....	116
4.7.1. Model 1 için Testlerin ve Analizlerin Yapılması	116
4.7.1.1. Kurumsal Yönetim İlkelerini Uygulamayan Firmaların Model 1 için Testlerin ve Analizlerin Yapılması	117
4.7.1.2. Kurumsal Yönetim İlkelerini Uygulayan Firmaların Model 1 için Testlerin ve Analizlerin Yapılması	119

4.7.1.3. ROA– Kurumsal Yönetim İlkelerini Uygulayan ve Uygulamayan Firmaların Karşılaştırılması:	121
4.7.2. Model 2 için Testlerin ve Analizlerin Yapılması	121
4.7.2.1. Kurumsal Yönetim İlkelerini Uygulamayan Firmaların Model 2 için Testlerin ve Analizlerin Yapılması	121
4.7.2.2. Kurumsal Yönetim İlkelerini Uygulayan Firmaların Model 2 için Testlerin ve Analizlerin Yapılması	123
4.7.2.3. ROE- Kurumsal Yönetim İlkelerini Uygulayan ve Uygulamayan Firmaların Karşılaştırılması:	125
4.7.3. Model 3 için Testlerin ve Analizlerin Yapılması	125
4.7.3.1. Kurumsal Yönetim İlkelerini Uygulamayan Firmaların Model 3 için Testlerin Ve Analizlerin Yapılması	125
4.7.3.2. Kurumsal Yönetim İlkelerini Uygulayan Firmaların Model 3 için Testlerin ve Analizlerin Yapılması	127
4.7.3.3. HBK- Kurumsal Yönetim İlkelerini Uygulayan ve Uygulamayan Firmaların Karşılaştırılması:	129
4.7.4. Model 4 için Testlerin ve Analizlerin Yapılması	129
4.7.4.1. Kurumsal Yönetim İlkelerini Uygulamayan Firmaların Model 4 için Testlerin ve Analizlerin Yapılması	129
4.7.4.2. Kurumsal Yönetim İlkelerini Uygulayan Firmaların Model 4 için Testlerin ve Analizlerin Yapılması	131
4.7.4.3. Net Kar Marjı-Kurumsal Yönetim İlkelerini Uygulayan ve Uygulamayan Firmaların Karşılaştırılması:.....	133
4.7.5. Model 5 için Testlerin ve Analizlerin Yapılması	133
4.7.5.1. Kurumsal Yönetim İlkelerini Uygulamayan Firmaların Model 5 için Testlerin ve Analizlerin Yapılması	134
4.7.5.2. Kurumsal Yönetim İlkelerini Uygulayan Firmaların Model 5 için Testlerin ve Analizlerin Yapılması	135
4.7.5.3. F/K- Kurumsal Yönetim İlkelerini Uygulayan ve Uygulamayan Firmaların Karşılaştırılması:	137
4.7.6. Model 6 için Testlerin ve Analizlerin Yapılması	137

4.7.6.1. Kurumsal Yönetim İlkelerini Uygulamayan Firmaların Model 6 için Testlerin ve Analizlerin Yapılması	138
4.7.6.2. Kurumsal Yönetim İlkelerini Uygulayan Firmaların Model 6 için Testlerin ve Analizlerin Yapılması	140
4.7.6.3. PD/DD- Kurumsal Yönetim İlkelerini Uygulayan ve Uygulamayan Firmaların Karşılaştırılması:	142
SONUÇ VE DEĞERLENDİRME.....	143
EKLER	151
Ek 1. Değişkenlerin Hesaplanması ve Veri Kaynakları.....	151
Ek 2. Entelektüel Sermayenin Entelektüel Katma Değer Katsayısı Yöntemi (VAIC™ Yöntemi) İle Hesaplanması Ve Veri Kaynakları	152
Ek 3. Türkiye'de Kurulan ve SPK Tarafından Yetkilendirilen Kurumsal Yönetim İlkelerine Uyum Derecelendirmesi Yapmaya Yetkili Kuruluşlar.....	154
Ek 4. Kurumsal Derecelendirme Notunun Hesaplanması.....	154
Ek 5. Kurumsal Derecelendirme Notunun Anlamı	155
Ek 6. BIST100 Endeksi'ndeki Kurumsal Yönetim İlkelerini Uygulayan Firmalar	157
Ek 7. BIST100 Endeksi'ndeki Kurumsal Yönetim İlkelerini Uygulamayan Firmalar	159
Ek 8. Kurumsal Yönetim İlkelerini Uygulayan ve Uygulamayan Firmaların Entelektüel Katma Değer Katsayısının Firma Performansına Etkisi	162
Ek 9. Kurumsal Yönetim İlkelerini Uygulayan ve Uygulamayan Firmaların Entelektüel Sermaye Unsurlarının Firma Performansına Etkisi	163
KAYNAKÇA.....	164

KISALTMALAR

- A: Amortisman
BDDK: Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurulu
BIST XKURY: Borsa İstanbul Kurumsal Yönetim Endeksi
BIST100: Borsa İstanbul 100 Endeksi
CE: Müşteri Sermayesi
CEE: Müşteri Sermayesi Etkinliği
D: Tükenme ve İtfa Tutarı
EC: Personel Giderleri
EPS: Pay Başına Kazanç
EVA: Ekonomik Katma Değer
HBK: Hisse Başına Kar
HC: Toplam Ücret ve Maaşlar, Personel Giderleri
HCE: İnsan Sermayesi Etkinliği
F/K: Fiyat Kazanç Oranı
MVA: Piyasa Katma Değeri
NKM: Net Kar Marjı
NPV: Net Bugünkü Değer
OECD: Ekonomik İş Birliği ve Kalkınma Örgütü
OP: Faaliyet Karı
PD-DD: Piyasa Değeri Defter Değeri Farkı
PD/DD: Piyasa Değeri Defter Değeri Oranı
ROA: Aktif Getiri Oranı
ROE: Özsermaye Getiri Oranı
ROIC: Yatırılan Sermaye Getirisi Oranı
SC: Yapısal Sermaye
SCE: Yapısal Sermaye Etkinliği
SPK: Sermaye Piyasası Kurulu
TKYD: Türkiye Kurumsal Yönetim Derneği

TÜSİAD: Türk Sanayicileri ve İşadamları Derneği

VA: Katma Değer

VAIC™: Entelektüel Katma Değer Katsayısı Yöntemi



TABLolar LİSTESİ

Tablo 1. Paydaşlar ve Paydaşların Firmalardan Beklentileri.....	18
Tablo 2. Bağımlı Değişkenin Aktif Getiri Oranı Olması Durumunda Kurumsal Yönetim İlkelerini Uygulamayan Firmaların Hausman Testi	87
Tablo 3. Bağımlı Değişkenin Aktif Getiri Oranı Olması Durumunda Kurumsal Yönetim İlkelerini Uygulamayan Firmaların Varsayım Testleri.....	88
Tablo 4. Bağımlı Değişkenin Aktif Getiri Oranı Olması Durumunda Kurumsal Yönetim İlkelerini Uygulamayan Firmaların Dirençli Tahminçiler Analiz Sonuçları	89
Tablo 5. Bağımlı Değişkenin Aktif Getiri Oranı Olması Durumunda Kurumsal Yönetim İlkelerini Uygulayan Firmaların Hausman Testi	89
Tablo 6. Bağımlı Değişkenin Aktif Getiri Oranı Olması Durumunda Kurumsal Yönetim İlkelerini Uygulayan Firmaların Varsayım Testleri.....	90
Tablo 7. Bağımlı Değişkenin Aktif Getiri Oranı Olması Durumunda Kurumsal Yönetim İlkelerini Uygulayan Firmaların Dirençli Tahminçiler Analiz Sonuçları...	91
Tablo 8. Bağımlı Değişkenin Özsermaye Getiri Oranı Olması Durumunda Kurumsal Yönetim İlkelerini Uygulamayan Firmaların Hausman Testi	92
Tablo 9. Bağımlı Değişkenin Özsermaye Getiri Oranı Olması Durumunda Kurumsal Yönetim İlkelerini Uygulamayan Firmaların Varsayım Testleri.....	93
Tablo 10. Tablo 10. Bağımlı Değişkenin Özsermaye Getiri Olması Durumunda Kurumsal Yönetim İlkelerini Uygulamayan Firmaların Dirençli Tahminçiler Analiz Sonuçları	94
Tablo 11. Bağımlı Değişkenin Özsermaye Getiri Olması Durumunda Kurumsal Yönetim İlkelerini Uygulayan Firmaların Hausman Testi	95
Tablo 12. Bağımlı Değişkenin Özsermaye Getiri Olması Durumunda Kurumsal Yönetim İlkelerini Uygulayan Firmaların Varsayım Testleri.....	95
Tablo 13. Bağımlı Değişkenin Özsermaye Getiri Oranı Olması Durumunda Kurumsal Yönetim İlkelerini Uygulayan Firmaların Dirençli Tahminçiler Analiz Sonuçları...	96
Tablo 14. Bağımlı Değişkenin Hisse Başına Kar Olması Durumunda Kurumsal Yönetim İlkelerini Uygulamayan Firmaların Hausman Testi	97
Tablo 15. Bağımlı Değişkenin Hisse Başına Kar Olması Durumunda Kurumsal Yönetim İlkelerini Uygulamayan Firmaların Varsayım Testleri.....	98

Tablo 16. Bağımlı Değişkenin Hisse Başına Kar Olması Durumunda Kurumsal Yönetim İlkelerini Uygulamayan Firmaların Dirençli Tahminçiler Analiz Sonuçları	99
Tablo 17. Bağımlı Değişkenin Hisse Başına Kar Olması Durumunda Kurumsal Yönetim İlkelerini Uygulayan Firmaların Hausman Testi	100
Tablo 18. Bağımlı Değişkenin Hisse Başına Kar Olması Durumunda Kurumsal Yönetim İlkelerini Uygulayan Firmaların Varsayım Testleri.....	100
Tablo 19. Bağımlı Değişkenin Hisse Başına Kar Olması Durumunda Kurumsal Yönetim İlkelerini Uygulayan Firmaların Dirençli Tahminçiler Analiz Sonuçları.	101
Tablo 20. Bağımlı Değişkenin Net Kar Marjı Oranı Olması Durumunda Kurumsal Yönetim İlkelerini Uygulamayan Firmaların Hausman Testi	102
Tablo 21. Bağımlı Değişkenin Net Kar Marjı Oranı Olması Durumunda Kurumsal Yönetim İlkelerini Uygulamayan Firmaların Varsayım Testleri.....	103
Tablo 22. Bağımlı Değişkenin Net Kar Marjı Oranı Olması Durumunda Kurumsal Yönetim İlkelerini Uygulamayan Firmaların Dirençli Tahminçiler Analiz Sonuçları	104
Tablo 23. Bağımlı Değişkenin Net Kar Marjı Oranı Olması Durumunda Kurumsal Yönetim İlkelerini Uygulayan Firmaların Hausman Testi	105
Tablo 24. Bağımlı Değişkenin Net Kar Marjı Oranı Olması Durumunda Kurumsal Yönetim İlkelerini Uygulayan Firmaların Varsayım Testleri.....	105
Tablo 25. Bağımlı Değişkenin Net Kar Marjı Oranı Olması Durumunda Kurumsal Yönetim İlkelerini Uygulayan Firmaların Dirençli Tahminçiler Analiz Sonuçları.	106
Tablo 26. Bağımlı Değişkenin F/K Oranı Olması Durumunda Kurumsal Yönetim İlkelerini Uygulamayan Firmaların Hausman Testi	107
Tablo 27. Bağımlı Değişkenin F/K Oranı Olması Durumunda Kurumsal Yönetim İlkelerini Uygulamayan Firmaların Varsayım Testleri.....	108
Tablo 28. Bağımlı Değişkenin F/K Oranı Olması Durumunda Kurumsal Yönetim İlkelerini Uygulamayan Firmaların Dirençli Tahminçiler Analiz Sonuçları.....	108
Tablo 29. Bağımlı Değişkenin F/K Oranı Olması Durumunda Kurumsal Yönetim İlkelerini Uygulayan Firmaların Hausman Testi	109
Tablo 30. Bağımlı Değişkenin F/K Oranı Olması Durumunda Kurumsal Yönetim İlkelerini Uygulayan Firmaların Varsayım Testleri.....	110

Tablo 31. Bağımlı Değişkenin F/K Oranı Olması Durumunda Kurumsal Yönetim İlkelerini Uygulayan Firmaların Dirençli Tahminciler Analiz Sonuçları.....	110
Tablo 32. Bağımlı Değişkenin PD/DD Oranı Olması Durumunda Kurumsal Yönetim İlkelerini Uygulamayan Firmaların Hausman Testi	111
Tablo 33. Bağımlı Değişkenin PD/DD Oranı Olması Durumunda Kurumsal Yönetim İlkelerini Uygulamayan Firmaların Varsayım Testleri.....	112
Tablo 34. Bağımlı Değişkenin PD/DD Oranı Olması Durumunda Kurumsal Yönetim İlkelerini Uygulamayan Firmaların Dirençli Tahminciler Analiz Sonuçları İm.....	112
Tablo 35. Bağımlı Değişkenin PD/DD Oranı Olması Durumunda Kurumsal Yönetim İlkelerini Uygulayan Firmaların Hausman Testi	114
Tablo 36. Bağımlı Değişkenin PD/DD Oranı Olması Durumunda Kurumsal Yönetim İlkelerini Uygulayan Firmaların Varsayım Testleri.....	114
Tablo 37. Bağımlı Değişkenin PD/DD Oranı Olması Durumunda Kurumsal Yönetim İlkelerini Uygulayan Firmaların Dirençli Tahminciler Analiz Sonuçları.....	115
Tablo 38. Bağımlı Değişkenin Aktif Getiri Oranı Olması Durumunda Kurumsal Yönetim İlkelerini Uygulamayan Hausman Testi	117
Tablo 39. Bağımlı Değişkenin Aktif Getiri Oranı Oası Durumunda Kurumsal Yönetim İlkelerini Uygulamayan Varsayım Testleri.....	117
Tablo 40. Bağımlı Değişkenin Aktif Getiri Oranı Olması Durumunda Kurumsal Yönetim İlkelerini Uygulamayan Dirençli Tahminciler Analiz Sonuçları.....	118
Tablo 41. Bağımlı Değişkenin Aktif Getiri Oranı Olması Durumunda Kurumsal Yönetim İlkelerini Uygulayan Hausman Testi	119
Tablo 42. Bağımlı Değişkenin Aktif Getiri Oranı Olması Durumunda Kurumsal Yönetim İlkelerini Uygulayan Varsayım Testleri	119
Tablo 43. Bağımlı Değişkenin Aktif Getiri Oranı Olması Durumunda Kurumsal Yönetim İlkelerini Uygulayan Dirençli Tahminciler Analiz Sonuçları.....	120
Tablo 44. Bağımlı Değişkenin Özsermaye Getiri Oranı Olması Durumunda Kurumsal Yönetim İlkelerini Uygulamayan Hausman Testi	121
Tablo 45. Bağımlı Değişkenin Özsermaye Getiri Oranı Olması Durumunda Kurumsal Yönetim İlkelerini Uygulamayan Varsayım Testleri.....	121
Tablo 46. Bağımlı Değişkenin Özsermaye Getiri Oranı Olması Durumunda Kurumsal Yönetim İlkelerini Uygulamayan Dirençli Tahminciler Analiz Sonuçları.....	122

Tablo 47. Bağımlı Değişkenin Özsermaye Getiri Oranı Olması Durumunda Kurumsal Yönetim İlkelerini Uygulayan Hausman Testi	123
Tablo 48. Bağımlı Değişkenin Özsermaye Getiri Oranı Olması Durumunda Kurumsal Yönetim İlkelerini Uygulayan Varsayım Testleri	123
Tablo 49. Bağımlı Değişkenin Özsermaye Getiri Oranı Olması Durumunda Kurumsal Yönetim İlkelerini Uygulayan Dirençli Tahminçiler Analiz Sonuçları.....	124
Tablo 50. Bağımlı Değişkenin Hisse Başına Kar Olması Durumunda Kurumsal Yönetim İlkelerini Uygulamayan Hausman Testi	125
Tablo 51. Bağımlı Değişkenin Hisse Başına Kar Olması Durumunda Kurumsal Yönetim İlkelerini Uygulamayan Varsayım Testleri.....	126
Tablo 52. Bağımlı Değişkenin Hisse Başına Kar Olması Durumunda Kurumsal Yönetim İlkelerini Uygulamayan Dirençli Tahminçiler Analiz Sonuçları.....	126
Tablo 53. Bağımlı Değişkenin Hisse Başına Kar Olması Durumunda Kurumsal Yönetim İlkelerini Uygulayan Hausman Testi	127
Tablo 54. Bağımlı Değişkenin Hisse Başına Kar Olması Durumunda Kurumsal Yönetim İlkelerini Uygulayan Varsayım Testleri	128
Tablo 55. Bağımlı Değişkenin Hisse Başına Kar Olması Durumunda Kurumsal Yönetim İlkelerini Uygulayan Dirençli Tahminçiler Analiz Sonuçları.....	128
Tablo 56. Bağımlı Değişkenin Net Kar Marj Olması Durumunda Kurumsal Yönetim İlkelerini Uygulamayan Hausman Testi	130
Tablo 57. Bağımlı Değişkenin Net Kar Marjı Olması Durumunda Kurumsal Yönetim İlkelerini Uygulamayan Varsayım Testleri.....	130
Tablo 58. Bağımlı Değişkenin Net Kar Marjı Oranı Olması Durumunda Kurumsal Yönetim İlkelerini Uygulamayan Dirençli Tahminçiler Analiz Sonuçları.....	131
Tablo 59. Bağımlı Değişkenin Net Kar Marj Olması Durumunda Kurumsal Yönetim İlkelerini Uygulayan Hausman Testi	132
Tablo 60. Bağımlı Değişkenin Net Kar Marjı Olması Durumunda Kurumsal Yönetim İlkelerini Uygulayan Varsayım Testleri	132
Tablo 61. Bağımlı Değişkenin Net Kar Marjı Oranı Olması Durumunda Kurumsal Yönetim İlkelerini Uygulayan Dirençli Tahminçiler Analiz Sonuçları.....	133
Tablo 62. Bağımlı Değişkenin F/K Oranı Olması Durumunda Kurumsal Yönetim İlkelerini Uygulamayan Hausman Testi	134

Tablo 63. Bağımlı Değişkenin F/K Oranı Olması Durumunda Kurumsal Yönetim İlkelerini Uygulamayan Varsayım Testleri.....	134
Tablo 64. Bağımlı Değişkenin Fiyat/Kazanç Oranı Olması Durumunda Kurumsal Yönetim İlkelerini Uygulamayan Dirençli Tahminciler Analiz Sonuçları.....	135
Tablo 65. Bağımlı Değişkenin F/K Oranı Olması Durumunda Kurumsal Yönetim İlkelerini Uygulayan Hausman Testi	136
Tablo 66. Bağımlı Değişkenin F/K Oranı Olması Durumunda Kurumsal Yönetim İlkelerini Uygulayan Varsayım Testleri	136
Tablo 67. Bağımlı Değişkenin Fiyat/Kazanç Oranı Olması Durumunda Kurumsal Yönetim İlkelerini Uygulayan Dirençli Tahminciler Analiz Sonuçları.....	137
Tablo 68. Bağımlı Değişkenin PD/DD Oranı Olması Durumunda Kurumsal Yönetim İlkelerini Uygulamayan Hausman Testi	138
Tablo 69. Bağımlı Değişkenin PD/DD Oranı Olması Durumunda Kurumsal Yönetim İlkelerini Uygulamayan Varsayım Testleri.....	138
Tablo 70. Bağımlı Değişkenin Piyasa Değeri/Defter Değeri Olması Durumunda Kurumsal Yönetim İlkelerini Uygulamayan Dirençli Tahminciler Analiz Sonuçları	139
Tablo 71. Bağımlı Değişkenin PD/DD Oranı Olması Durumunda Kurumsal Yönetim İlkelerini Uygulayan Hausman Testi	140
Tablo 72. Bağımlı Değişkenin PD/DD Oranı Olması Durumunda Kurumsal Yönetim İlkelerini Uygulayan Varsayım Testleri	140
Tablo 73. Bağımlı Değişkenin Piyasa Değeri/Defter Değeri Olması Durumunda Kurumsal Yönetim İlkelerini Uygulayan Dirençli Tahminciler Analiz Sonuçları..	141

ŞEKİLLER LİSTESİ

Şekil 1. Entelektüel Sermaye Unsurları.....	37
Şekil 2. Dengelenmiş Skor Tablosu.....	42
Şekil 3. Skandia Klavuzu Değer Şeması	43
Şekil 4. Skandia Klavuzunun Beş Temel Boyutu.....	44



GİRİŞ

Günümüzde teknolojinin gelişmesiyle bilgi yoğun bir ekonomik sisteme geçilmiştir. Bilgiye kolay ulaşılması ve alım gücünün artması işletmelerin müşteri odaklı düşünmesine, kalitelerini arttırmasına ve "her arz kendi talebini üretir" bakış açısından, "müşteri ve kalite odaklı" bir bakış açısına geçmelerine neden olmuştur. Firmalar piyasada fark oluşturabilmek ve sürdürülebilir müşteri memnuniyeti sağlayabilmek için üretim süreçlerini emek yoğun sistemden bilgi ve teknoloji yoğun sisteme değiştirmişlerdir. Özellikle kaliteye önem verilerek müşteri değer algısının öne çıkması, müşteri istek ve ihtiyaçlarının doyma noktasına ulaşması firmanın sahip olduğu değerleri arttırma noktasında en büyük güç olan entelektüel sermayenin önemini ortaya koymuştur.

Bilgi odaklı ve maddi olmayan varlıkların içerisinde kabul edilen entelektüel sermaye, firmaların "değer" üretmesindeki en önemli etkenlerden biridir. Üretilen bu değer firmada kullanılması ve etkin şekilde yönetilmesi ise, kurumsal yönetim anlayışı ile mümkündür. Bir firmada kurumsal yönetim uygulanıyorsa o firmaya ait bilgilerin doğru, objektif ve açık olduğu düşünülmektedir. Bu noktada kurumsal yönetimin doğru, güvenilir, şeffaf ve kaşılaştırılabilir bilgi üretimdeki rolü ile entelektüel sermayenin üretilen bu bilgileri değere dönüştürmesi rolü firmaların performansını etkilemektedir.

Kurumsal yönetim ve entelektüel sermayenin firmalar açısından faydaları birlikte ele alındığında, firmanın firma performansını arttıracakı düşünülmektedir. Firmanın entelektüel sermayesini kullanarak, bilgilerini değere dönüştürdüğünde, kurumsal yönetim ile değer dönüştürülen bu bilgiler koordine edilip yönetilebilmektedir. Bu durumda rakiplerinden farkını ortaya koyabilen firma piyasada daha etkin bir şekilde yer alarak, yatırımcıların da güvenini kazanabilmektedir. Böylece firmanın firma değeri maksimize edilmekte ve firmaya süreklilik kazandırılmaktadır.

Bu çalışmada kurumsal yönetim açısından entelektüel sermayenin firma performansı üzerinde etkisinin olup olmadığı incelenmiştir. BIST100'de yer alan firmalar dahil edilerek, BIST100 içerisinde kurumsal yönetim ilkelerini uygulayan ve

uygulamayan firmaların karşılaştırılarak, entelektüel sermayelerinin firma performansına etkisi detaylı bir şekilde araştırılmıştır. Bu kapsamda çalışma dört bölümden oluşmaktadır. Birinci bölümde; kurumsal yönetimin tanımı, gelişimi, önemi ve amaçlarından bahsedilmiştir. Daha sonra kurumsal yönetimin ana modelleri ve kurumsal yönetimi açıklayan teorileri detaylı bir şekilde açıklanmıştır. Ayrıca Türkiye’de ve dünyada kurumsal yönetim alanında yapılan gelişmelere değinilmiştir. Bu bölümde son olarak kurumsal yönetim alanında Türkiye’de ve dünyada yapılan çalışmalar incelenerek bölüm özeti yazılmıştır.

Çalışmanın ikinci bölümünde; entelektüel sermayenin tanımı, gelişimi, önemi, özellikleri ve unsurlarına değinilmiştir. Daha sonra entelektüel sermayenin ölçülmesi ve yöntemleri, finansal olmayan ölçüm yöntemleri ve finansal ölçüm yöntemleri hakkında detaylı açıklamalar yapılmıştır. Ayrıca entelektüel sermayenin raporlanması ve entelektüel sermaye alanında Türkiye’de ve dünyada yapılan çalışmalar incelenerek bölüm özeti yazılmıştır.

Çalışmanın üçüncü bölümünde; performans ve firma performansı kavramlarının tanımları yapılmış ve firma performansının öneminden bahsedilmiştir. Daha sonra, firma performans ölçütleri; muhasebe kriterine göre performans ölçütleri, piyasa değeri kriterine göre performans ölçütleri ve ekonomik kriterine göre performans ölçütleri olmak üzere üç ana başlık halinde incelenmiş ve her biri hakkında detaylı açıklamalar yapılmıştır. Ayrıca "kurumsal yönetim ile entelektüel sermaye ilişkisi", "kurumsal yönetim ile firma performansı ilişkisi", "entelektüel sermaye ile firma performansı ilişkisi" ve "kurumsal yönetim entelektüel sermaye ve firma performansı ilişkisi" olmak üzere her bir kavramın birbirleri ile olan ilişkileri detaylı bir şekilde açıklanarak, Türkiye’de ve dünyada bu alanda yapılmış çalışmalara yer verilmiştir.

Çalışmanın dördüncü ve son bölümünde; araştırmacının amacı, veri seti, kısıtları, modeli, yöntemi ve bulgularına yer verilmiştir. Çalışma Borsa İstanbul (BIST) 100 Endeksi’nde yer alan, kurumsal yönetim ilkelerini uygulayan ve uygulamayan firmaları ele almıştır. BIST100 Endeksi’nde yer alan 100 firmanın 37’si kurumsal yönetim ilkelerini uygulayan firma, 63’ü ise kurumsal yönetim ilkelerini uygulamayan firmadır. Kurumsallık durumunun belirlenmesinde firmaların kurumsal

derecelendirme notlarına bakılmıştır. Entelektüel sermaye ise entelektüel katma değer katsayısı yöntemi (VAICTM yöntemi) ile hesaplanmıştır. Entelektüel sermayenin üç unsuru insan sermayesi, yapısal sermaye ve müşteri sermayesi olmak üzere ayrı ayrı çalışmada incelenmesinin yanı sıra bir bütün olarak da entelektüel katma değer katsayısı olarak da analizlerde incelenmiştir. Bu bakımdan çalışma yeni bilgilere yer vermektedir ve literatüre ışık tutmaktadır. Firma performansın ölçülmesinde Aktif Getiri Oranı, Özsermaye Getiri Oranı, Hisse Başına Kar, Net Kar Marjı Oranı, Fiyat / Kazanç Oranı, Piyasa Değeri Defter Değeri Oranı kullanılmıştır. Firma performansının ölçülmesinde değişken çeşitliliğine yer verilmesi de çalışmayı diğer çalışmalardan ayırt etmektedir. Kontrol değişkeni olarak firmaların firma büyüklüğü ve kaldıraç oranları hesaplanarak çalışmaya dahil edilmiştir. Çalışmada panel veri analizi kullanılmıştır. Son olarak, ekonomik analizler sonucunda ulaşılan bulgular değerlendirilmiş ve gelecek araştırmalar ile ilgili önerilerde bulunulmuştur.

BİRİNCİ BÖLÜM

FİRMALARDA GÜVEN KAYNAĞI OLARAK KURUMSAL YÖNETİM

Son yıllarda uluslararası düzeyde ortaya çıkan finansal krizler ve büyük firma skandalları (Watergate, WorldCom, Enron, Lehman Brothers, Tyco vb) birçok firmanın zor duruma düşmesine, yatırımcıların paylarını kaybetmesine, çalışanların işsiz kalmasına ve ekonomik sisteme karşı güvensizliğe neden olmuştur. Kriz ve skandallar yaşayan firmalarda yetkilerini kötüye kullanan ya da işlerine hile karıştıran yöneticiler, hissedarlarla da bilgiyi eksik, yanlış ya da hiç paylaşmayarak yatırımcıları yanıltmışlardır. Tüm bu olumsuzlukların giderilmesi ve piyasaya güvenin sağlanması için denetim kurulları oluşturulmasına, bilgilerin tam ve zamanında açıklanmasına yönelik önemli adımlar atılmıştır (Ocasio ve Joseph, 2005: 169). Böylelikle kurum ve kurullar tarafından kurumsal yönetim kavramı ortaya çıkmış ve bu kavramın dünya çapında önemi artmıştır. Yaşanan krizler ve firma skandallarının yanı sıra gelişmekte olan ülkelerin finansal piyasaları ile gelişmiş ülkelerin finansal piyasalarının zamanla bütünleşmesi, ülkelerin sermaye piyasalarını yabancı yatırımcılara açması, sermaye hareketlerinin uluslararası düzeyde artması ve piyasalardaki rekabetin artması gibi unsurlar da kurumsal yönetimin gelişmesinde etkili olmuştur (İskenderoğlu vd, 2014: 64).

1.1.Kurumsal Yönetim Tanımı ve Gelişimi

Küreselleşme eğiliminin artması, ülkeler arasında ticaret yoğunluğunun artmasına ve firmaların hayatta kalmaları ve gelişmeleri için daha fazla zorlukla yüzleşmelerine neden olmuştur (Zou, 2019: 63). Krizler ve küreselleşmenin etkisi ile beraber firmalarda çalışanların ve müşterilerin beklenti ve isteklerinin değişmesi, yönetim anlayışının değişmesine neden olmuştur. Güçlü merkezîyetçi yapıdan daha esnek yönetime, kapalılıktan şeffaf yönetime, bürokratik yapıdan etkileşimli yapıya, çalışanı dışarıda bırakan karar alma sürecinden katılımcı uygulamaların artmasına yönelik değişimlerin olmasına neden olmuştur. Bu gelişim ve değişimler sonucunda firmalarda sürdürülebilirlik ve istikrar gibi bazı ihtiyaçlar ortaya çıkmıştır. Bu ihtiyaçlara cevap verebilmek ve değişimlere ayak uydurabilmek için kurumsal yönetim anlayışını uygulamaya başlamışlardır (Ersen, 2014: 14).

Kurumsal yönetim, finansal kurumlar, hükümetler, sermaye piyasası düzenleyicileri ve akademik çevre için önem arz etmektedir ve her biri tarafından farklı şekillerde tanımlanmıştır. Bu bakımdan kurumsal yönetimi ifade etmek için tek bir tanım yapmak mümkün değildir. Fakat tanımlar genellikle birbirleriyle benzerlik gösterip örtüşmektedir.

Kurumsal yönetim, en genel ifadeyle firma yönetimi ile firma ile etkileşimde bulunan tüm çıkar grupları arasındaki ilişkiyi düzenleyen bir sistemdir. Kurumsal yönetim kavramı ilk olarak 1992 yılında Adrian Cadbury başkanlığında oluşturulan "The Committee on the Financial Aspects of Corporate Governance" adlı komite raporunda yer almaktadır ve bu raporda "Organizasyonun yönetildiği ve kontrol edildiği bir sistem" olarak tanımlanmaktadır. Komitenin kurulmasında finansal raporlar ve denetim raporlarına duyulan güven eksikliği etkili olmuştur. Bu güven eksikliğinin oluşmasında ise, muhasebe standartlarının uygulanmasında yaşanan sorunlar, yöneticiler için net bir plan ve programın olmaması, firmalar ve denetçiler üzerindeki rekabetçi baskılar, büyük firmaların beklenmedik başarısızlıkları ve yöneticilerin maaşları gibi konularda yönetim kurulunun açıklayıcı olarak hesap verme sorumluluğunun bulunmaması yer almaktadır (Cadbury Report, 1992: 14).

Ekonomik İş birliği ve Kalkınma Örgütü (OECD) 1999 yılında kamuoyuna sunulan raporda "iş süreçlerinin yönetilmesi ve kontrol edilmesini sağlayan bir sistem" olarak tanımlamaktadır. Daha sonra yapılan çalışmalar neticesinde 2004 yılında bu tanıma ek olarak "firmanın yönetiminden yönetim kuruluna, pay sahiplerinin ve tüm çıkar gruplarının çıkarlarını gözeterek aralarındaki ilişkileri düzenleyen ilkeler" şeklinde genişletmiştir. OECD'nin 2004 ve 2015 yılındaki güncellemeleri ile OECD, Kurumsal Yönetim İlkeleri yayımlamıştır ve bu ilkeler doğrultusunda her ülkenin farklı sermaye yapısı, farklı kültür ve farklı yönetim anlayışı olmasından dolayı her ülkenin kendine uygun kurumsal yönetim kodları geliştirmesini tavsiye etmiştir (OECD, 2015: 4).

Dünya Bankası kurumsal yönetimi "bir kurumun etkin çalışması ve bulunduğu toplumun değerlerine saygı göstermesi için, beşeri ve finansal sermaye elde etmesi ve uzun vadede ortaklarına ekonomik değer yaratmasını sağlayan, kanun, yönetmelik, kod ve uygulamalar" şeklinde tanımlamıştır (World Bank: 1999: 8).

Uluslararası Finans Kurumu kurumsal yönetimi "firmaların yönetimi ve denetimi kapsamında gerçekleştirilen tüm süreçler ve yapılar bütünü" olarak tanımlamaktadır. Kurumsal yönetimin amacını ise uzun vadede sürdürülebilir bir değer yaratma ve bu değeri koruma noktasında sorumlu olarak; yatırımcılara, hissedarlara ve paydaşlara hesap verilebilir olmanın gerekliliğini vurgulamıştır (Düzer, 2020: 151). Kurumsal yönetim bu bakımdan özsermayeye ihtiyaç duyan ve uzun dönem yatırım yapmak isteyen firmalar için piyasa güveninin ve iş dürüstlüğünün oluşturulmasında bir araçtır (OECD, 2015: 3).

La Porta, Silanes ve Shleifer (2002) kurumsal yönetimi hissedarların kendilerini firma yöneticilerinden korudukları mekanizma olarak tanımlamıştır. Kurumsal yönetimin varlığı dış yatırımcılar açısından güven, iç yatırımcılar açısından kontrol olarak ifade edilmiştir. Yönetim kurulu, üst yönetim, dış denetim ve iç denetim temel olarak kurumsal yönetim yapısının bütünlüğünü ve güvenliğini belirler. Bir firmanın sağlam bir yönetim yapısının olması o firmanın sağlıklı bir gelişim içinde olduğunu gösterir. Bu bakımdan firmanın gerek hedeflere ulaşmasında gerekse firmayı tehdit eden çeşitli faktörler ve riskler konusunda yönetim kurulları ve üst yönetimin konuyu tam olarak anlaması olaya vakıf olması gerekir (Zou, 2019: 65).

1.2.Kurumsal Yönetimin Amaçları

Kurumsal yönetimin asıl görevi kaliteye ulaşmak olduğu için, kurum bünyesindeki tüm birimlerin çabasını kalite odaklı olmasını sağlamaktadır. Bu bakımdan kalite kurumdaki herkesi ilgilendiren bir felsefedir. Bu felsefe, ürünün veya hizmetin hammadde tedarikinden, ürünün üretiminden müşteriye arzına kadar geniş bir yapıyı ifade etmektedir (Ersen, 2014:17).

Kurumsal yönetim, asıl-vekil problemini çözmeyi ve yatırımcıları firma içindekilerin kamulaştırmasına karşı korumayı amaçlar. Bu amaca yönelik olarak firmalar bünyesinde bir takım kurumsal yönetim mekanizmaları geliştirmiştir. Bu mekanizmaların etkinliğini incelemek için, birleşme ve devralmalar, borç ihraçları, hisse senedi teklifleri, hisse bölünmeleri, kazanç veya temettü duyuruları gibi durumların kurumsal çevrede hissedar değeri üzerindeki etkilerini kurumsal yönetim faaliyetleri gösterir (Tampakoudis, 2022: 4).

Kurumsal yönetimin tüm kurumlar tarafından kabul gördüğü ve bir bütün olarak benimsenen amaçları şunlardır (Aktan, 2013: 160);

- Yönetimin yetkilerini kendi menfaatleri yönünde kullanmaması,
- Yatırımcıların haklarını gözetmesi,
- Paydaşlara karşı eşit bir tutum sergilenmesi, korunması ve haklarını gözetmesi,
- Firmanın mali durumu ve bilgi akışının sağlanmasında şeffaflığın benimsenmesi.

Bu amaçlar doğrultusunda kurumsal yönetim uygulamaları, firma ile etkileşimde bulunan kurumlar arasındaki ilişkileri düzenleyen yönetim anlayışıdır. Kurumsal yönetim uygulamaları, firmalarda bulunan çatışmaları çözerken firmaların stratejik hedeflerine ulaşmasına imkan sağlamaktadır. Bu bakımdan iç ve dış denetimde etkinlik sağlayarak firmaların karşılaşılabileceği olumsuz durumları azaltmaktadır (Dinç ve Abdioğlu, 2009: 159).

1.3. Kurumsal Yönetimin Önemi

Kurumsal yönetim firmaların amaçlarına ulaşmasında önemli bir kavramdır. Firmaların kurumsal yönetim ilkelerini benimsemesi, hissedar ve yönetici arasındaki uyumun sağlanmasında ve borçlanarak dışarı bağlı olma durumunun azalmasına etki etmektedir. Hem firmalar hem de piyasalar bu durumdan olumlu etkilenerek, faaliyetlerini sürdürmektedir (Dizgil ve Reis, 2021: 83).

Kurumsal yönetim anlayışının temelinde bilgi yer almaktadır. Firmaların eksik ve yanlış bilgiler nedeniyle yatırımcıları yönlendirmesi finansal başarısızlıklara sebep olabileceğinden, bilginin güvenilir, doğru, şeffaf, tam niteliklerini taşıması, firmalar için önem arz etmektedir. Bu bakımdan kurumsal yönetim kavramının önemi artmıştır (Türkmen, 2020: 119).

Amerika ve Avrupa'da ortaya çıkan WorldCom, Enron, Andersen, Global Crossing gibi küresel finansal krizler, firmaların kamuoyunu yanlış yönlendirmesine ve kamuoyunun da firmalara karşı olan güveninin sarsılmasına neden olmuştur. Sarsılan güvenin geri kazanılmasında, firmaların yatırımcılarını kaybetmemesinde ve firmaların finansal başarısında kurumsal yönetim anlayışı önem taşımaktadır.

Kurumsal yönetim uygulamaları, firmaların faaliyetlerini, operasyonel ve finansal bilgilerinin, güvenilir ve tam bir şekilde açıklanmasını mecburi kılmaktadır. Bu mecburilik ise piyasaların etkinliğinin artmasına, yatırımcıların yatırım kararlarını daha rasyonel bir şekilde vermesine imkan verecektir. Yatırımcılar kurumsal yönetim uygulamalarının etkisiyle yatırım kararlarını alırken çalışan haklarını koruyan, gelir dağılımındaki eşitsizliği önleyen ve topluma daha fazla değer katan firmaları göz önünde bulundurduğundan, bu işletmelere yatırımlarını yapıp uzun vadede daha isabetli ve etkili dönüşler gerçekleşeceğini düşünmektedir.

Hisse senedi sahipliğinin artması kurumsal yönetimin oluşmasında önemli bir etkidir. Çünkü düzenleyici kurumların ve firmaların yatırımları çekebilmek için yönetim anlayışı olarak kurumsal yönetimi benimsemeleri gerekmektedir. Sermaye piyasalarının gelişmesi ve bireysel olarak yatırımların artması, hisse senedi sahipliğinin de artmasına neden olmuştur.

Uluslararası sermaye hareketliliğinin artması ve ülkeler arasında hareketli olan fonların hangi ülkeye yönlendirileceği konusu yatırım sonrası oluşacak risk ve getiri analizinde önemlidir. Yatırımın yapılacak ülkedeki yönetim sistemi ve yasal düzenlemeler yatırımcılar için riski belirleyen unsurlardandır. Yönetim sisteminin güçlü ve şeffaf olması, yatırımcılar açısından daha güvenilir olduğundan yatırım için cazip hale gelmektedir (Yazgan, 2017: 9). Bu nedenle de kurumsal yönetimin olması o ülke için gerekli koşulların sağlanmasını ve ülkelerde yaşanan fon ihtiyaçlarının ülkeye girişinin güvenilir bir şekilde sağlanmasına olanak sunar.

Firmalarda risklerin belirlenmesi, yönetilmesi ve pay sahiplerinin bu konuda bilgilendirilmesi kurumsal yönetim açısından önem arz etmektedir. Ekonomik krizler, kur riski, sermaye yetersizliği, likidite riski gibi finansal riskler firmaların hedeflerine ulaşmasını engelleyebilecek ve iyi yönetilmemesine neden olabilecek unsurlardır. Faizlerdeki sık dalgalanmalar, yatırımların kredilerle finanse edilmesi, öz kaynak/yabancı kaynak rasyosuna dikkat edilmemesi, döviz üzerinden spekülasyon yapılması gibi hareketler firmaların faaliyetlerini planlama süreçlerini de zorlaştırmaktadır. Firmalar için belirsizlik ve risk oluşturacak durumlar her zaman vardır ve tamamen ortadan kaldırmak mümkün olmayabilir. Fakat risklerin önceden tespit edilmesi, onlara karşı tedbir alınması ve firmanın amaçları ile uyumlu hale getirilmesi güçlü bir kurumsal yönetim ile mümkündür (Tore, 2021: 146). Bu

bakımdan kurumsal yönetim, firma bünyesinde hata ve hileleri önleyici / azaltıcı bir fonksiyon olmaktadır.

Müşterilerin bilgilendirilmesi, ürün güvenirliliği ve çevresel sürdürülebilirlik gibi müşterilerin kurumlardan beklentileri vardır. Bu beklentilere karşı kurumlar kalite ile beraber müşteri memnuniyetinin sağlanması adına kurumsal yönetim ilkelerini uygulayarak müşteri tatminini arttırmaktadır. Bu bakımdan kurumsal yönetim sayesinde müşteri memnuniyeti de artmaktadır (Ersen, 2014:35).

Kurumsal yönetim sürekli gelişme üzerinde etkilidir. Sürekli gelişme iyileştirme demektir. Üst yönetimden çalışanlara ve yapılan işe kadar kurumlar sürekli gelişme ve iyileşmeye açık olursa hem kalite hem de rekabette üstünlük sağlanarak başarıda bereberinde gelecektir.

1.4. Kurumsal Yönetim İlkeleri

Kurumsal yönetim ilkeleri, firmalara kurumsal yönetimin oluşturulmasında ve bunun sürdürülebilir olmasında rehber niteliğindedir. Kurumsal yönetim ilkelerini benimseyen tüm firmalar rekabette güçlü olarak, sermaye maliyetlerini daha uygun düzeye getirerek fon kaynaklarını etkin ve verimli şekilde kullanabilmektedir (İskenderoğlu vd, 2014: 60).

Kurumsal yönetim ilkelerini uygulayan firmaların yönetim ve denetim alanlarında daha etkin olduğu, daha yüksek firma değerine sahip olduğu ve daha güvenilir firmalar oldukları yapılan çalışmalardan tespit edilmiştir (Klapper ve Love, 2004; Black, Jang ve Kim, 2006; Garray ve Gonzalez, 2008).

Kabul gören kurumsal yönetim ilkeleri adillik, şeffaflık, hesap verilebilirlik ve sorumluluk ilkeleridir.

1.4.1. Adillik İlkesi

Adillik ilkesi eşitlik teorisine göre değerlendirilir ve firma bünyesinde bulunan tüm çalışanlar aynı muamele görmek isterler ve bu istekleri gerçekleştiğinde motivasyonları artar. Bu bakımdan bu ilke yönetimin tüm çalışanlarına yönelik adil bir politika izlemesini vurgulamaktadır; terfi, ücret, iş güvenliği vb. konularda çalışanlar arasında farklı uygulamalara yer vermeden, işletmenin bütün faaliyetlerinde hissedarlara ve menfaat sahiplerine eşit davranması adillik ilkesi ile açıklanır (Dinç ve Abdioğlu, 2009: 160).

Firma yöneticileri faaliyetlerini gerçekleştirirken iş bölümlerindeki her aşamada ilgili birimlerde bulunan kişilere eşit yakınlıkta olmalıdır ve firma içi ve firma dışı bilgi kullanıcılarına ihtiyaç duyduğu bilgileri farklılık oluşturmayacak şekilde iletmesi adillik ilkesinin gereğidir (Erdoğan, 2009: 20).

1.4.2. Şeffaflık İlkesi

Şeffaflık, firmaların yönetiminde kamuoyu ve tüm paydaşları ile doğru, açık ve karşılaştırılabilir bilgi paylaşımını ifade etmektedir (TKYD ve Deloitte, 2006:5). Firmalar ne kadar çok şeffaf olurlarsa o kadar çok da bilgi paylaşımı sağlar. Bilgilerin paylaşımı ise çalışanların, yatırımcıların bilinçli kararlar almasını sağlar ve firma içerisinde hesap verebilirliği artırır ve yolsuzlukların önüne geçilir (Vishwanath ve Kaufmann, 1999: 2). Finansal ve finansal olmayan bilgilerin şeffaf olması, muhasebenin yüksek kalite standartlarına göre hazırlandığını, açıklandığını ve denetlendiğini göstermektedir.

Şeffaflık ile krediler yatırımcılara güvenle kullanılırken, uluslararası kuruluşların faaliyetlerinde ve devletlerin kamu görevlerini yerine getirip getirmemesinde bilgilerin akışı doğru, tutarlı ve zamanında sağlanmaktadır (Vishwanath ve Kaufmann, 1999: 3). Bu bakımdan şeffaflık ekonomi için de çok önemlidir; kıt kaynakların etkin verimli alanlara yönelendirilmesinde yol gösterici olur. Kaynak tahsisini geliştirir, verimliliği artırır ve büyüme beklentilerini artırır. Piyasalardaki bilgi eksiklikleri işlem maliyetlerini artırmakta ve piyasa başarısızlıklarına yol açmaktadır. Piyasa başarısızlıkları ise finansal krizlerle sonuçlanmaktadır. "Şeffaflığın olmaması" finansal krizlerin referans faktörlerinden biridir (Vishwanath ve Kaufmann, 1999: 2).

Şeffaflık ilkesi zorunlu bilgi ve gönüllü bilgi paylaşımlarını içermektedir. Bu bakımdan kamunun bilme hakkı ile işletmenin saklama hakkının kesişme noktasında şeffaflık yer almaktadır. Kamunun bilme hakkı, menfaat sahiplerinin firmanın faaliyetleri, stratejileri ve yönetimi ile ilgili bilgi sahibi olma hakkını ifade eder. Firmanın saklama hakkı ise, firmayla ilgili tüm bilgilerin toplanmasını, kullanımını ve açıklanmasını kontrolünü elinde tutma hakkını ifade eder (Poroy Arsoy, 2008: 20-21).

Firmaların faaliyetlerine ilişkin kamuya açıklanacak bilgiler gönüllü bilgi ve zorunlu bilgi olmak üzere iki şekilde gerçekleşmektedir. Gönüllü bilgi paylaşımı,

herhangi bir yasal zorunluluk olmadan işletmelerin finansal ve finansal olmayan bilgilerin kamuya açıklanmasını ifade etmektedir. Zorunlu bilgi paylaşımı ise yasal düzenlemeler ile kamu adına düzenleme yapan kurumların istenen bilgilerini kamuya açıklanmasıdır (Çelik, 2002, 77; Akt: Özşahin Koç ve Özkan, 2016: 162).

Firmanın gönüllü bilgi paylaşımında bulunması, firma ile yatırımcılar arasındaki ilişkileri geliştirerek güven duygusunun artmasını sağlar. Firmanın iç kontrolü üzerinde pozitif etkiye sahip olmasını, belirsizliklerin giderilip, stratejik planların yapılmasını ve faaliyet raporlarının tutarlı bir şekilde sunulmasına olanak verir (Özşahin Koç ve Özkan, 2016: 163).

Gönüllü bilgi paylaşımı asimetrik bilginin olmasını da azaltmaktadır. Asimetrik bilgi, firma yönetiminin hissedarlardan ve ilgili diğer taraflardan daha fazla ve daha iyi bilgiye sahip olması anlamına gelmektedir. Piyasalarda bilginin eksik veya kusurlu olması piyasa faaliyetlerinde aksaklıklara yol açarak, piyasa işleyişini bozmaktadır. Kaynak tahsisinde etkin olmayan bir dağılıma neden olur. Bilginin ekonomik çevrelerde her an herkese eşit, doğru ve şeffaf şekilde ulaşmaması piyasaların istikrarlı bir ekonomik sistem oluşumunu etkilemektedir. Bu durum ise ekonominin geneli üzerinde ciddi sorunlara yol açmaktadır (Demir, 2019: 6-7).

1.4.3. Hesap Verebilirlik İlkesi

Yetkilerin yanlış kullanımının önlenmesi ve kamusal kaynakların kamusal değerlere uygun olarak kullanılması, firma içerisinde ilişkilerde etkinlik arttırımının sağlanması hesap verilebilirliğin amaçlarındandır (Topal vd, 2016: 89). Firma içerisinde yapılan faaliyetler ile yapılmayan faaliyetler sorgulanarak, hesap verme ilkesi ile hukuka uygunluk, bağımsız iç ve dış kontroller, eşitlik gibi ilkelere uyulup uyulmadığı saptanır.

Kurumsal yönetim açısından hesap verme yöneticilere aittir. Yönetim ile hissedarların elde ettikleri getirilerinin her zaman aynı doğrultuda olmaması hesap verebilirlik ilkesini zorunlu kılmıştır. Yöneticilerin kararlarından kaynaklanan zararların karşılanmasına ilişkin yükümlülüğün hem şirkete hem de pay sahiplerine verilmesi hesap verebilirliğin bir iç sorumluluk olduğunu göstermektedir (Paslı, 2005: 77).

Hesap verilebilirlik ilkesinin alt yapısında asil vekil kuramı yer almaktadır. Asil karar alma ve uygulama yetkisini vekile emanet etmektedir. Asilin vekile devrettiği yetkiden sorumlu olabilmesi için vekil hakkında yeterli bilgiye sahip olması gerekmektedir. Hesap verilebilirlik ilkesinde asilin yaptırım gücü ve vekilin de bu yaptırımların farkında olarak hareket etmesi, vekilin davranışlarını kontrol etmek için yeterlidir. Vekilin hareket etmesinde kullanılacak bilgi, vekilin kendisi tarafından elde edilen bilgi de olabilir, asil tarafından istenen bilgi de olabilir. Asilin bilgiyi değerleyip olumlu yaptırım uygulamasında vekilin tutum davranışları önemlidir. (Steets, 2010: 15; Akt: Dikmen ve Çiçek, 2018: 274). Asil ve vekilin hesap verilebilirlik ilkesi kapsamında belirli kurallara, standartlara ve beklentiler doğrultusunda hareket etmeleri, doğru bilgi aktarımını sağlayarak, asimetrik bilgi sorununu ortadan kaldırmaktadır. Bu durumda da firmanın sürdürülebilirliğine olumlu yönde etkisi olmaktadır.

Hesap verebilirlik ilkesi şeffaflık ilkesi ile de yakından ilişkilidir. Paydaş ve hissedarların isteklerinin güvence altına alınmasında ve yönetimin tarafsız kararlar almasında ve yönetimin yükümlülüklerinin açıklanmasında bu iki ilke birbiri ile örtüşmektedir. (Millstein, 2000: 3).

1.4.4. Sorumluluk İlkesi

Sorumluluk ilkesi, şirket yönetiminin anonim şirket adına yaptığı tüm faaliyetlerinin mevzuata, esas sözleşmeye, işletme içi düzenlemelere, toplumsal ve etik değerlere uygunluğunun sağlanması ve bunun denetlenmesidir (Koç, 2015: 21). Sorumluluk ilkesi hem firmaların hissedar değerini maksimize ederken hem de toplumu temsil eden kanun ve düzenlemelere uyum gösterecek şekilde faaliyet göstermesini ifade etmektedir (TKYD ve Deloitte, 2006: 5).

Yönetim kurulu, firmaların faaliyetlerinden, kararlarının yasal olarak uygulanmasından birinci dereceden sorumludur. Bu bakımdan başarılı bir firma yönetimi için yönetim kurulunu sorumluluklarının tam ve doğru bir şekilde belirlenmesi önem taşımaktadır. Yöneticilerin sorumluluğu sadece finansal raporlar üretmek ve firmayı canlı tutmaya çalışmak değildir. Firma içerisindeki diğer çalışanların sorumlulukları ve firma dışındaki topluma karşı sorumluluklar da yöneticilerdedir. Bu dengeyi kurabilen yöneticilerin sahip olduğu firmalar uzun süre

ayakta durabilmektedir (Topal vd, 2016: 121). Bu bakımdan sorumluluk ilkesini benimseyen firmalar, devamlılığı sağlanabilir bir başarı elde ederek sadece kısa dönemli kar maksimizasyonu değil de sürdürülebilir gelişmeye fayda sağlayarak, ekonomik gelişmeye katkı sağlar ve çevreyi koruma, sosyal sorumluluk ve tüketici hakları gibi konularda da başarılı olur.

Sorumluluk ve hesap verebilirlik ilkeleri birbirine benzerlik gösterse de ayrımı önemlidir. Hesap verebilirlik ilkesi temelinde firmanın hissedar ve menfaat sahiplerine karşı hesap verebilme sorumluluğunu ifade ederken; sorumluluk ilkesi, firmanın ilgili kanun ve düzenlemelere uygun bir şekilde faaliyetlerini gerçekleştirmesini ifade etmektedir (Kestane, 2020: 12). Bu bağlamda firma yöneticilerinin sorumlulukları kapsamında "yönetici sigortası" yapılarak, firmada olası zararlar ve bunlara ilişkin tazminatların ödenmesi sürdürülebilirliğe imkan vermektedir. Sigorta firmalar için güven unsuru niteliğinde olduğundan riskleri yönetebilmeyi ve riskleri karşılayacak sermayenin elde bulundurulmasını sağlamaktadır. Ülkenin finansal kurum ve kuruluşlarının, tüm paydaşların hak ve çıkarlarını koruyacak yönetsel yapının oluşmasını sağlamaktadır (Yazıcı ve Yanık, 2010: 8).

1.5. Kurumsal Yönetimin Ana Modelleri

Dünya çapında ülkelerin hukuksal altyapılarının farklı olması, kurumsal yönetim uygulamalarındaki farklılıkların temel nedenidir. Ülkelerin bu yasal alt yapısına ek olarak, firma yapılarının, yönetim biçimlerinin ve kültürel yapılarının farklı olması, kurumsal yönetim modellerinin ortaya çıkmasını sağlamıştır. Bu modeller:

1.5.1. Anglo Sakson Modeli

Anglo Sakson modeli, hissedar tabanlı bir bakış açısını benimsemektedir. Yönetimin hissedarların menfaatlerine uygun olarak faaliyetlerini gerçekleştirmesi gerekliliği anlayışı vardır. Bu modelin şekillenmesinde piyasaların rolü büyüktür ve yöneticiler karar verirken piyasa baskısını hissetmektedir. Bu bakımdan bu modele piyasa temelli sistem de denilmektedir (Kula, 2006: 42 ve Yıldırım, 2007: 28).

ABD, İngiltere ve Kanada gibi gelişmiş ve güçlü sermaye piyasalarına sahip olan ülkelerde bu model kullanılmaktadır. Anglo Sakson modelinde firmaların rolü, hissedarlara kazanç sağlamak ve kazanç sağlanması için gerekli hukuki alt yapıyı

kullanmalarını sağlamak ve bu doğrultuda kaynaklarında etkin ve verimliliğini gözetmektir (Allen ve Gale, 2002: 1).

Anglo Sakson modeli, genel hukuk olarak da nitelendirilir; uyuşmazlıkların çözümü söz konusudur, bir sorun söz konusu olduğunda bunu araştırmak yerine bağımsız kişilere ya da kuruma sunarak çözüm arama esası vardır. Kanunlaştırma daha düşük düzeydedir (Kock ve Min, 2016: 509-510).

1.5.2. Kıta Avrupası Modeli

"Büyük hissedar kontrol sistemi" olarak adlandırılan Kıta Avrupası modelinde, ortaklık yoğunlaşmış olup firma kontrolü büyük hissedarların elindedir (Kula, 2006: 40). Firma ile ilgili tüm tarafların başka bir ifade ile pay sahiplerinin, çalışanların, müşterilerin vb menfaatlerinin korunduğu ve gözetildiği aynı zamanda toplum ve çevre duyarlılığını da göz ardı etmeyen bu model, Almanya, Fransa ve Japonya gibi ülkelerde uygulanmaktadır (Alp ve Kılıç, 2014: 65).

Kıta Avrupası modeli medeni hukuk olarak da nitelendirilir. Roma Hukukuna dayanır ve kanunlaştırılma daha yüksek düzeydedir (Kock ve Min, 2016: 509). Anglo Sakson modeli genel hukuk ülkelerinde kurumsal yönetim hissedarların menfaatlerini korumaktadır. Bunun aksine, medeni hukuk ülkeleri yani Kıta Avrupası modeli, tüm paydaşların haklarını koruyarak, kurumsal yönetimi uygulamaktadır. Paydaşları, firmanın ana sahip ve yöneticileri, yönetim kurulu, hissedarlar, kurumsal yatırımcılar, yabancı ortaklar, çalışanlar, müşteriler, rakipler, tedarikçiler, toplum ve devleti kapsayan geniş bir kitle oluşturmaktadır. Firmanın iç ve dış faaliyetlerinde etkileşimde bulunduğu herkes paydaşları içerdiğinden, firmanın yönetiminin olumlu ya da olumsuz olması paydaşları etkilemektedir (Aghabaki, 2014: 17).

Kıta Avrupası modelinde hakimiyet ve denetim bankalar ve büyük finans kuruluşlarındadır. Kıta Avrupası modelinde yönetim kurulu bu kuruluşlar tarafından kontrol edilirken; Anglo Sakson modelinde firma kontrolü bağımsız üyelerin yer aldığı yönetim kurulundadır (Kula, 2006: 40). Kıta Avrupası modelinde yönetim kurulu yapısında hem denetim kurulu hem de yönetim kurulu yer almaktadır. Denetim kurulu, firma yönetiminin faaliyetlerini denetlerken; yönetim kurulu ise firmayı yöneten kişilerin oluşturduğu kurul olarak ifade edilmektedir (Aghabaki, 2014: 18).

Anglo Sakson ve Kıta Avrupası Modeli arasında farklılıklar bulunmaktadır. Anglo Sakson Modeli'nde ortaklıklar dağınık olup, ortaklık kimlikleri kurumsal yatırımcılarken; Kıta Avrupası modeli'nde ortaklıklar yoğunlaşmış ve ortaklık kimliklerinde aileler, özel firmalar ve finansal kurumlar yer almaktadır. Anglo Sakson Modeli'nde karşılıklı hissedarlık ilişkisi daha kısıtlı, kurumsal kontrol piyasaları daha gelişmiş, sermaye piyasaları likit ve hissedar yönetici ilişkisi daha kısıtlı, kişisel değilken; Kıta Avrupası Modeli'nde karşılıklı hissedarlık daha yaygın, kurumsal kontrol piyasaları kısıtlı, sermaye piyasaları göreceli olarak likit değil ve hissedar yönetici ilişkisi daha yoğundur. Anglo Sakson Modeli'nde yönetim faaliyetlerini açıklama ve yatırımcı ilişkileri yaygınken; Kıta Avrupası Modeli'nde yönetim faaliyetlerini açıklama ve yatırımcı ilişkileri yaygın değildir. Anglo Sakson Modeli'nde firma sahipleri ile grup içi şirketlerin uzun süreli ilişkisi yaygın değilken; Kıta Avrupası Modeli'nde bu durum yaygındır (Kula, 2006: 44).

Anglo Sakson Modeli'nde kurumsal yönetimin öncelikli amacı hissedarların menfaatlerini korumak, Kıta Avrupası Modeli'nde kurumsal yönetimin amacı hissedarların çıkarlarına gözetmesine ilava olarak diğer paydaşların haklarını korumak, topluma ve etik değerlere duyarlı olmak şeklinde daha geniştir. Her iki modelinde özelliklerini göz önünde bulundurarak, Kıta Avrupası Modeli'ndeki özelliklerin ortaklığın finansal kurumlar ve özel firmalar olmasının yanı sıra ailenin olması, kontrolün yönetim kurulunda değil de büyük hissedarlarda olması, hissedar yönetici ilişkisinin yoğun olması gibi özellikleri Türkiye'nin kurumsal yönetim model olarak Kıta Avrupası Modeli'ni benimsediği görülmektedir.

1.6. Kurumsal Yönetimi Açıklayan Teoriler

Firmaya sahip olan ve firmayı kontrol eden başka bir ifade ile yöneten kişilerin olması yani firma sahipliği ve firma yöneticiliği kavramlarının birbirinden ayrılması sonucu kurumsal yönetim teorileri ortaya çıkmıştır. Bu teoriler aşağıda detaylı bir şekilde açıklanmıştır:

1.6.1. Vekalet Teorisi

Jensen ve Meckling (1976), "Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure" makalelerinde vekalet teorisinin temelini oluşturmuşlardır ve teoriye en önemli katkı sağlayıcıları olmuşlardır (Jensen ve

Meckling, 1976: 5). Asil olan vekalet veren pay sahibi, hissedarken; vekil olan yani vekalet alan yöneticidir (Koçel, 2011: 355).

Vekalet teorisi, firmaların sahiplik ve yönetim kademelerinde aynı kişilerin yer almasını önleyerek, yönetici olarak mesleki anlamda daha yetkili ve profesyonel kişilerin tercih edilmesini sağlamıştır. Fakat bu durumun sahiplik ve yönetim yapısının birbirinden ayrışmasını sağlaması, her iki grubun çıkar çatışmasını da beraberinde getirmiştir. Yöneticilerin kendi menfaatleri doğrultusunda hareket etmesi, taraflar arasında bilgi düzeyinin farklı olması bilgi asimetrisinin oluşmasına ve vekalet sorununa neden olmuştur (İskenderoğlu vd, 2014: 49).

Bilgi asimetrisi bir tarafın diğer taraftan daha fazla bilgiye sahip olması anlamındadır ve bu durum bir takım sorunlara neden olmaktadır. Firmalarda paydaşlar bilgiye eksiksiz bir şekilde sahip olurlarsa yöneticilerinin firma usüllerini yerine getirip getirmediğini bilirler fakat tam bilgiye sahip olmak her zaman mümkün olmamaktadır. Bu nedenle firmalarda vekalet ilişkisi kurulmaktadır ve vekalet ilişkisinin kurulduğu birçok durumda bilgi asimetrisi durumunun ortaya çıktığı ve bilgi asimetrisinin genelde vekillerin çıkarları doğrultusunda gerçekleştiği görülmektedir (Dizgil, 2020: 15).

Vekalet teorisi ile ilgili bir başka husus da temsil maliyetleridir. Vekiller, yeterli denetimin olmaması durumunda asillerin menfaatlerini göz ardı ederek kendi menfaatlerine göre hareket edebilmektedir. Böyle bir durumun oluşmaması için firmalar tedbir amaçlı firma için maliyete katlanmak durumunda kalabilir. Bu maliyet, temsil maliyeti olarak adlandırılmakta ve kurumsal yönetim uygulamalarının ortaya çıkış nedenlerinin arasında yer almaktadır (Jensen ve Meckling, 1976: 4-5).

Yapılan çalışmalarda temsil maliyetlerini firma içinde ve dışında olmak üzere üç grupta incelenmektedir. İlki yönetici ve ortaklar arasında ortaya çıkan çatışmalardan kaynaklanan temsil maliyetleridir. Yöneticiler ve ortaklar arasındaki çatışmalarda asimetrik bilgi problemi ve risk paylaşımı konusundaki farklı tutumları yer almaktadır. İkinci grupta büyük ortaklar ve azınlık pay senedine sahip ortaklar arasındaki çıkar çatışmalarından kaynaklanan temsil maliyetleridir. Bu gruptaki çatışmaların kaynağında büyük ortakların azınlık pay senedine sahip ortakların zararına olacak şekilde faydalarını maksimize etmeye çalışması yer almaktadır. Son grupta ise ortaklar ve kredi verenler arasında ortaya çıkan temsil maliyetlerini

içermektedir. Ortaklar ve kredi verenler arasındaki çatışmanın kaynağı kredi verenlerin zararına olacak şekilde ortakların riskli yatırımları seçmeleri yer almaktadır (Panda, Leepsa, 2017: 80; Akt: Korkmaz ve yıkılmaz, 2019: 799).

Yöneticiler firmanın durumunu iyi veya kötü göstermek için bazı bilgileri piyasadan gizleyerek bilginin eksik olmasına ve temsil edilenin yanlış kararlar almasına sebep olmaktadır. Yöneticilerin likit kalabilmek için bazı projeleri kabul etmemeleri, raporları yanıltıcı hazırlaması, kaynakların temininde yanlış kararlar alması yöneticilerden kaynaklanan temsil problemlerindedir. Hissedarların kredi verenlerin aleyhine yüksek kar payı istemesi, yöneticilerin maaşlarının ve yetkilerinin sınırlandırılması ise hissedarlardan kaynaklanan temsil problemleri arasındadır (Turaboğlu, 2004: 113; Akt: Korkmaz ve yıkılmaz, 2019: 799).

1.6.2. Paydaş Teorisi

Paydaş kavramı SPK bildirimlerinde, "Firmanın hedeflerine ulaşmasında veya faaliyetlerinde ilgisi olan çalışanlar, alacaklar, müşteriler, tedarikçiler, sendikalar, çeşitli sivil toplum kuruluşları gibi kişi, kurum veya çıkar grupları" şeklinde tanımlanmıştır (SPK, 2005: 14). Firmanın hedeflerine ulaşmasını etkileyen veya ulaşmasından etkilenen kişi veya kurumlar paydaş kavramının içerisinde yer aldığından, bu kavram geniş bir kitleyi kapsamaktadır.

Stanford Araştırma Enstitüsüne göre paydaşlar firmaların varlıklarını sürdürebilmeleri için destek sağlayan kişi ya da gruplardır. Firmaların amacı ise paydaşların firmaya yaptıkları yatırımları firma faaliyetleri için mal ve hizmetlere dönüştürerek, paydaşlara değer sağlamaktır (Clarke, 1998: 187, Akt: İskenderoğlu vd, 2014:46). Paydaşlar ve paydaşların firmalardan beklentileri aşağıda Tablo 1'de gösterilmektedir:

Tablo 1. Paydaşlar ve Paydaşların Firmalardan Beklentileri

Paydaşlar	Paydaşların Firmadan Beklentileri	Hesap Verilebilirlik Açısından Paydaşların Firmadan Beklentileri
Çalışanlar	Emeğinin karşılığını alma, İş güvenliği, Eğitim	Firma raporları, istihdam haberleri, görüşme bilgileri
Ortaklar	Hisse senetlerinin değerinin artması, Temettü ödemeleri	Yıllık hesap ve raporlar, birleşme devir bilgileri
Müşteriler	Kalite, Hizmet, Güvenilir işletme	Satış promosyonları, reklamlar, servis hizmetleri
Bankalar	Ödeme gücü ve nakit oluşturma gücü, menkul kıymetlerin değerli olması	Karşılama oranları, teminatlar, nakit tahminleri
Tedarikçiler	Sürekli ve istikrarlı ticari ilişki	Koşullara uygun ödeme
Devlet	Yasalara uyum, Tam bilgilendirme	Resmi kurumlara iletilecek raporlar, basın bültenleri
Toplum	Topluma katkıda bulunma	Güvenlik raporları, basın raporları
Çevre	Çevreye duyarlı faktörler	Çevresel raporlar, uyum raporları

Kaynak: Clarke, 1998: 188 Akt: İskenderoğlu vd, 2014:47.

Paydaş teorisinde firma sadece hissedarlara karşı değil aynı zamanda firma personeli, çalışanlar, ortaklar ve firma ile ilişkisi içerisinde olan diğer firmalar, bankalar, tedarikçiler, toplum, hükümet ve diğer paydaşlara karşı da sorumludur ve faaliyetlerinde tüm kesimin çıkarlarını göz önünde bulundurarak hareket etmelidir.

Paydaş teorisinde her bir kişinin ya da grubun refahını maksimum seviyeye yükseltme anlayışının olması ve bütün çıkar sahiplerinin birbirleriyle örtüşmeyen

farklı menfaatlerinin olmasından dolayı bu teorinin uygulanmasını güçleştirmektedir (Öztürk, 2013: 21).

1.6.3. Yönetmel Egemenlik Teorisi

Yönetmel egemenlik teorisine göre firmanın üst yöneticisinin yönetim kurulu başkanı olarak, yetkilerin tek kişide toplanmasını ileri süren bir teoridir. Yönetmel egemenlik teorisi, yetkilerin tek elde olmasıyla işletme bünyesindeki belirsizliklerin ortadan kalkacağını ve firmayla aynı yönde hareket eden bir yönetimin olmasıyla da firmaya rekabette avantaj sağlayacağını savunmaktadır (Alp ve Kılıç, 2014: 44)

Vekalet teorisinde yöneticiler ile pay sahiplerinin amaçlarının farklı olduğu ileri sürülürken; yönetmel egemenlik teorisi bu durumun tam tersini savunmaktadır. Vekalet teorisinin savunduğu gibi bir çıkar çatışmasının olmadığını yöneticilerin de pay sahiplerinin de aynı amaca hizmet ettiği anlayışı vardır. Yöneticinin sadece finansal anlamda amacının olmadığını psikolojik ve sosyolojik motivasyonun da etkili olduğu yönetmel egemenlik teorisinin mantığını vermektedir.

Yönetici, firmanın başarılarını arttırmak için bir yandan firmanın hedeflerine ulaşmasını sağlarken bir yandan da hissedar memnuniyetinin sağlamak için çalışmaktadır. Böylelikle hem kendi içsel motivasyonuna sağlayarak hem de yaptığı iş de başarılı olarak firmanın refah düzeyinin de artmasına neden olmaktadır. Yönetici firma amaçlarını kişisel amaçların üzerinde tutarak, firma bünyesinde işbirliği içinde hareket eder başarıma ve kendini gerçekleştirme gibi duygularının motivesi ile faaliyetlerde başarı sağlamaktadır (Davis vd, 1997: 24-25).

1.6.4. Miyop Piyasa Teorisi

Miyop piyasa teorisi, firma yöneticilerinin piyasada hisse değerinin artışı sağlayan kısa vadeli işlemlere yatırım yapmaları sonucunda hissedarların uzun vadeli refah artışını imkanını kaybetmesi olarak açıklanmaktadır (Karlıoğlu, 2014: 8).

Kısa vadeli işlemlere yapılan yatırımlar değerlendirildiğinde getirinin yüksek olması veya kısa vadede kendini amorti eden projelere yatırım yapılması durumunda piyasa firmaları bu projeler göre incelemektedir. Söz konusu olan projelere göre pay senetlerinin fiyatları yüksek olmaktadır. Bu durum ise uzun vadede yüksek refah seviyesinden vazgeçilmesine neden olmaktadır. Piyasanın kısa vadede getirilere

odaklanması, kurumsal yönetimin başarısızlığına neden olmaktadır (Alp ve Kılıç, 2014: 45).

1.6.5. İşlem Maliyeti Teorisi

İşlem maliyeti teorisi, firmaların yaptıkları üretimde gereksinim duydukları ilk madde ve malzemeleri hangi zamanlarda kendileri tarafından üretileceği ya da piyasadaki diğer kişi ya da kurumlardan tedarik edileceği hususuyla ilgilidir. Firmalar, faaliyetlerini gerçekleştirirken varlıklarını satın alabilecekleri ve satabilecekleri diğer firmalar ile etkileşim halindedirler. Bu etkileşim sayesinde ilişki kurarlar ve ilişkilerin düzenlenmesi ise bazı maliyetlerin oluşmasına neden olmaktadır. Williamson, firmalar arası ilişkileri etkileyen unsurları geleceğin belirsizliği, işlem sıklığı ve ürün özgünlüğü şeklinde belirtmiştir. (Williamson, 1988: 568).

İşlem maliyeti teorisi, iki varsayıma dayandırılmaktadır. Bunlardan ilki sınırlı rasyonelliktir ve firmaların alacakları kararların rasyonel kararlar olduğunu fakat çevrenin belirsizliğinden kaynaklanan nedenlerle sınırlandırıldıkları anlayışı vardır. İkinci varsayım ise fırsatçılıktır ve kişilerin kurnazlıkla kendi çıkarlarını aramaları durumu ile açıklanmaktadır. Firmalar, hem geleceklerindeki belirsizlik hem de fırsatçılık karşısında kendilerini korumak, varlıklarını sürdürebilmek ve geleceklerini güvence altına alabilmek için bazı önlemler almak istemektedir. Bu önlemler ise işlem maliyetlerini oluşturmaktadır (Şerban, 2019: 17).

Ekonomi açısından işlem maliyetler teorisi açıklanacak olursa, piyasa alıcı ve satıcının karşılaştığı yer; işlem başka bir ifade ile mübadele kavramı ise alıcı ve satıcı arasındaki değişimi ifade etmektedir. Bu bakımdan işlem maliyetleri kavramı ile tanımlanan değişim sırasında katlanılan maliyetlerdir. İşlem maliyetleri teorisinin amacı da mübadele sonrasında ortaya çıkacak maliyetleri en aza indirmeye çalışmaktır (Özsoy, 2011: 23). Bu husus hem sınırlı rasyonelliğe sahip olan karar vericilerin hem de değişimin diğer tarafını oluşturan unsurların kendi menfaatleri doğrultusunda hareket etmelerinden kaynaklanmaktadır (Doğan, 2018: 92).

Kurumsal yönetim de hissedarlar ile firma arasındaki ilişkileri düzenleyen işlem maliyeti teorisi, kurumsal yönetim anlayışının oluşmasında etkili olan teoriler arasındadır.

1.6.6. Kaynak Bağımlılığı Teorisi

Kaynak bağımlılığı teorisi, firmanın varlığını sürdürebilmek için ihtiyacı olan kaynakların temininde iç ve dış unsurların etkilerini açıklamaktadır. Teori firmanın çevresinde yer alan diğer firmalarla olan ilişkilerini bağımlılık açısından inceler (Çiftçi, 2011: 35).

Firmalar yoğun rekabetin etkisiyle çevreleri ile etkileşimi daha fazla olmaktadır. Firmaların gereksinim duydukları kaynakları elde etmede, kaynaklara bağlılık derecesi kaynak bağımlılığı yaklaşımı olarak tanımlanmaktadır (Pfeffer ve Salancik, 2003: 68).

Kaynak bağımlılığı teorisi, firmaların faaliyetlerini sürdürebilmesi için ihtiyacı olan kaynaklara ulaşmasında diğer işletmelerle olan ilişkilerini ön plana çıkarmaktadır. Firmalar, pazarda tek başlarına değildir ve faaliyetlerini başka firmalarla kişi ve gruplarla gerçekleştirmektedirler. Kurdukları bu ilişki nedeniyle tanınır, güvenilir bir firma haline gelir ve faaliyet döngülerini rahatça gerçekleştirebilmektedirler. Bu bakımdan firmaların devamlılığı, dışardan sağlayacağı dengeli ve daha düşük maliyetli olan kıt ve değerli kaynaklara bağlı olmaktadır. Firmaların kendi örgütsel güçlerini arttırmak isteme sebebi diğer firmalarla olan kaynak bağımlılığıdır (Yusoff ve Alhaji, 2012: 56).

Kaynaklara ulaşmada bir takım belirsizlikler yaşanmaktadır. Rekabetin olduğu hammadde ve mamul piyasalarında faaliyetlerini sürdüren firmalar, tedarikçiler, müşteriler ve rakiplerin sayısı ve çeşitliliğinin fazla ve farklı olması kaynak fiyatındaki değişimlerin olması kaynak bulmada belirsizliği oluşturmaktadır. Paranın, insanın, ürünlerin ve bilginin istikrarlı ve düşük maliyetle sağlanması firma faaliyetlerini sürdürme ve rekabet avantajı sağlaması açısından önemlidir (Yusoff ve Alhaji, 2012: 57; Islam, 2003: 357).

1.7. Kurumsal Yönetim Alanında Türkiye'deki Gelişmeler

Rekabetin gücünü yükseltmenin yolu kaliteli bir yönetimden geçtiğinden, 2000'li yıllarda kurumsal yönetim ülkemiz kurumları içinde ilgi odağı haline gelmiştir. Kurumsal yönetimin etkisiyle yaşanan olumlu gelişmeler ve beklentiler ülkemiz kurumlarının yeniden yapılanmasına, kaynakların daha etkin ve verimli kullanılmasına, kurumsallaşarak yönetsel kalitelerin daha da artırılmasını ve bütünsel bir yönetim düşüncesi içerisinde insan kaynaklarının verimliliğini kurumsal performansa

odaklamasına neden olmuştur. Türkiye'deki kurumsal yönetimin gelişim süreci ile düzenlemeleri ve çalışmaları yapan kurum ve kuruluşlar TÜSİAD, TKYD, SPK ve TTK'dır.

1.7.1. Türk Sanayicileri ve İşadamları Derneği (TÜSİAD)

Bağımsız bir gönüllü kuruluş olan TÜSİAD, yöneticilerin, girişimcilerin ve önemli iş adamlarının bir araya gelmesiyle kurulan bir dernektir. Türkiye'de kurumsal yönetim alanında yapılmış olan ilk çalışmalardan biri, TÜSİAD'ın yayımladığı "Kurumsal Yönetim En İyi Uygulama Kodu: Yönetim Kurulunun Yapısı ve İşleyişi" adlı rapordur ve Aralık 2002 tarihinde yayımlanmıştır. Bu raporun odak noktası "kurumsal anayasa" anlayışı içerisinde, kurumsal yönetimin bir firmada oluşabilmesi için gerekli olan ana ilkelerin önemini vurgulamaktadır (Karabıyık, 2011: 75).

TÜSİAD tarafından takip eden yıllarda da kurumsal yönetim ile ilgili raporlar yayımlanmıştır. 1 Haziran 2005'de "Sermaye Piyasaları için Örnek Şirket Yapısı" raporu, 2 Temmuz 2010'da "Yönetim Kurulları için Kurumsal Yönetim Prensipleri" adlı rapor ve 2 Nisan 2013'de "Borsa Dışı İşletmelerde Kurumsal Yönetim İlkeleri" adlı rapor yayımlanmıştır (Erişmiş, 2013: 39).

TÜSİAD tarafından yapılan düzenlemeler ve raporlar, Türkiye'de kurumsal yönetim uygulamalarının devlet yaptırımlarıyla değil de iş dünyasının kendi çabası ve gönüllü isteği olduğunu göstermektedir (Arslan, 2018: 36-37)

1.7.2. Türkiye Kurumsal Yönetim Derneği (TKYD)

TKYD, Türkiye'de kurumsal yönetim anlayışının tanınmasına ve gelişmesine katkıda bulunmak amacıyla 1 Ocak 2003 tarihinde gönüllü bir sivil toplum kuruluşu olarak kurulmuştur. Dernek, ulusal ve uluslararası kurumsal yönetim konusundaki çalışmaları takip ederek kamuoyuna açıklamaktadır ve Türkiye'deki firma ve kurumların gelişmiş ülkelerdeki kurumlar ile eş değer performans ve rekabet gücüne sahip olabilmeleri için çalışmaktadır (Yıldırım, 2007: 82).

1.7.3. Sermaye Piyasası Kurulu (SPK)

SPK, kurumsal yönetime ilişkin önce Temmuz 2003 tarihinde "Kurumsal Yönetim İlkeleri'ni" kamuoyuna duyurmuştur. Daha sonra da 2005 yılında şubat ayında bu ilkelerin düzenlenmiş halini yayınlamıştır. SPK kurumsal yönetim ilkeleri

Türk firma yapılarının özel ihtiyaçlarını gözeterek Türk şirketler hukukunu ve uygulamalarını dikkate almıştır ve "uygula, uygulamıyorsan açıkla" temeli ile hareket etmektedir. SPK, pay sahipleri, kamuyu aydınlatma ve şeffaflık, menfaat sahipleri ve yönetim kurulu olmak üzere kurumsal yönetimi dört ana başlıkta incelemiştir (SPK, 2005: 4).

SPK ilkeleri mevcut düzenlenmelerden çok daha fazlasını içermektedir. Mevcut mevzuatta da kurumsal yönetim konusunda oluşan eksiklikler gidermek için hazırlanmıştır. Gelecekte mevzuatta yapılacak revizeler bu ilkeler doğrultusunda yapılmaktadır. Bu bakımdan SPK ilkeleri yol gösterici niteliktedir (Akyüz, 2009:67).

1.7.4. Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurulu (BDDK)

Bankacılık sektörünün bir ülkenin ekonomik gelişiminde önemli yeri vardır. Bankalar para kaynaklarını etkin yönettiklerinde, firmaların sermaye maliyetini düşürüp verimliliğin artmasını sağlar. Bu bakımdan, bankaların fonların yönetiminde, sermayenin dağıtımında ve fon sağladıkları firmaların kurumsal yönetiminde büyük rolü vardır (Levine, 2004: 2).

Bankalarda etkin bir kurumsal yönetimin olması, ülke imajını ekonomide ve sermaye piyasalarında olumlu etkisi bulunmaktadır. Bu durum firmalarda ise milli ve kişisel gelire katkı sağlama bakımından faydalar sağlamaktadır (Akın vd, 2007: 39).

Yurtiçi ve yurtdışı yatırımları fazla olan firmalar yapılan yatırımlarının finansmanını güvenilir kuruluşlardan sağlamak istemektedirler. Bankalar da yatırımların finansmanında önemli pay sahibi olduğundan, kurumsal yönetimin ilkelerini uygulayan bankalar firmalar açısından güvenilir olacaktır.

1.7.5. Borsa İstanbul ve Kurumsal Yönetim Endeksi (BIST XKURY)

Borsa İstanbul, sermaye piyasasında bulunan borsaları tek çatı altında toplamaktadır. BIST Kurumsal Yönetim Endeksi (XKURY), Borsa İstanbul'un pay endekslerinden olup, bu endeksin içerisinde Kurumsal Yönetim İlkeleri'ni uygulayan firmalar yer almaktadır. BIST Kurumsal Yönetim Endeksi'nde yer alabilecek firmalar, SPK tarafından "Kurumsal Yönetim İlkelerine Uyum Derecelendirmesi" esaslarına uygun olarak belirlenmektedir. SPK tarafından kurumsal yönetim ilkelerine uyum derecelendirme yetkisi verilen firmalar yer almaktadır. Bu firmaların listesi ve kurumsal derecelendirme notunun hesaplanması ekler kısmında yer almaktadır.

Kurumsal yönetim endeksi, firmaların değerlendirme sürecinde yatırımcılar açısından yatırımlarını yönlendirmede etkili bir unsurdur. Endeks içerisinde yer alan ve puanı yüksek olan firmaların yatırımcı gözünde değerli olacaktır, endekste yer almayan firmalara ise yatırımcılar, fonlarını aktarmak istemeyeceklerdir. Firmaların finansal raporlarının yanında, iyi yönetilip yönetilmediği de yatırımcılar açısından önem taşımaktadır.

1.8. Kurumsal Yönetim Alanında Dünyadaki Gelişmeler

Kurumsal yönetim alanında çok sayıda yasal düzenlemeler ve akademik çalışmalar mevcuttur. Birçok akademisyen, firma, finansal kurum, kurumsal yatırımcı ve devlet politikalarının herbirinin alanda kurumsal yönetim faaliyetlerinin yer alması kurumsal yönetimin önemini daha da arttırmıştır (Ocasio ve Joseph, 2005: 163).

Kurumsal yönetim alanındaki yapılan çalışmaların fazla olması, sermaye piyasalarının gelişmesiyle, artan sermaye hareketliliği ve yatırımcıların fonlarının güvenli yerlere yönlendirme isteği başka bir ifade ile bu uygulamalara taleplerin artmasından kaynaklanmaktadır (Garitte, 2003: 26).

1.8.1. Cadbury Raporu

Kurumsal yönetim ile ilgili yürürlüğe girmiş ilk yönetmelik 1992 yılında İngiltere’de Sir Adrian Cadbury başkanlığında hazırlanan Cadbury raporudur. Cadbury raporunda bazı öneriler yer almaktadır (Jones ve Pollitt, 2004: 167):

- Firma yönetiminde yetki ve sorumlulukların bölünerek, bir kişinin tek başına karar verici olmaması sağlanmalıdır.
- Yönetim kurulu genel itibarıyla bağımsız üyelerden oluşmalıdır.
- Denetleme kurulunda en az üç bağımsız üye bulunmalıdır.
- Ücretlendirme komitesinin çoğunluğu bağımsız üyelerden oluşmalıdır.
- Bağımsız üyeler yönetim kurulu tarafından seçilmelidir.

Cadbury raporu, sadece finansal raporlama konusunda değil denetim de güveni arttırmanın da önemi üzerinde durmuştur (Cadbury Komitesi, 1992: 14).

1.8.2. Greenbury Komitesi Raporu

Greenbury komitesi raporunda, firmalardaki üst yöneticilerin aldığı ücretler ve bu ücretlerin firma performansına olan etkisi incelenmiştir. İngiltere’de Sir Richard

Greenbury liderliğinde toplanan grupta, firmaların yönetimine ödenen ücretler ve verilen haklar hususunda yapılacak olan uygulamalar ile ilgili çalışmalar sonucunda "Yöneticilerin Ödemeleri" adlı bir rapor hazırlanmıştır. (Doğan, 2007: 60; Keasey vd, 2005: 31).

Hazırlanan raporda, yöneticilerin ücretlerinin ve sağlanan diğer menfaatlerin fazlalığına, ücretlerin fazla olmasının kar dağıtımını azalttığına, bu bakımdan çalışan sayısında azalmaya gidildiği belirtilmiştir. Rapor sonucunda olumsuz etkilenecek kişi ve kuruluşların menfaatlerinin gözetilmesi gerektiği belirtilmiştir (Greenbury Committee, 1995: 54).

1.8.3. Hampel Raporu

Sir Ronald Hampel'in başkanlık ettiği Kurumsal Yönetim Komitesinin raporu Cadbury ve Greenbury komitelerinde alınan kararları tekrar gözden geçirilip revize ederek, Hampel Raporu'nu hazırlamışlardır. Rapor, yönetim kurulu üyelerinin hissedarlara karşı sorumlu ve yatırımcıların işletme kararlarına oy vermek amacıyla katıldıklarını açıklamaktadır (Keasey vd, 2005: 32).

Cadbury ve Greenbury Raporları'nın birleştirilmesiyle dönemin koşullarına göre düzenlenmiştir. Her iki raporun konuları Hampel raporu ile daha somut bir hale dönüştürüldüğünden önemli bir rapordur (Doğan, 2007:63).

1.8.4. Sarbanes-Oxley Yasası

ABD milletvekili Michael Oxley ve Senatör Paul Sarbanes liderliğinde bir araya gelen komite tarafından Sarbanes-Oxley Yasası (SOX) hazırlanmıştır. Komite bu yasa ile firmaların sermaye piyasası yasalarına uymalarını ve kamuya verilen bilgilerin güvenilir ve yanıltmadan aktarılmasını, paydaş haklarının korunmasını amaçlamıştır (Sarbanes ve Oxley, 2002: 1).

Sarbanes-Oxley Yasası ile kurumsal yönetim yaklaşımında 3 temel değişiklik yapılmıştır (Mitchell, 2003, s. 1189-1190):

- Firma dışında bulunan denetçiler, analistler ve avukatlar iç yönetim sistemi ile bütünleştirilmiştir.
- CEO'nun ve denetim komitesinin hem hukuki statüleri hem de kurumsal yönetimdeki etkinlikleri arttırılmıştır.

- Kurumsal yönetimin iç yasalarının büyük bir kısmı devletin kontrolünde olup CEO ve denetim kurulu için yeniden çıkar çatışması ile alakalı yasaklamalar belirlenmiştir.

Sarbanes-Oxley yasası, ekonomik krizlerin neden olan ve kurumsal yönetimle alakalı olarak "yönetim kurulu, genel müdür, iç denetim ve kontrol, firmaların yönetim yapısı" olmak üzere dört temel konu üzerine düzenlemeler yapmıştır (Kayacan, 2006: 81).

1.9. Kurumsal Yönetim Alanında Yapılan Çalışmalar

Kurumsal yönetim alanında birçok çalışma mevcuttur ve özellikle firma performansı ile ilişkisinin olup olmadığı hususunda yığınlarca çalışma vardır. Buna ek olarak kurumsal yönetimin risk faktörleri ile ilişkisi, denetim ile bağı, finansal başarısı ve başarısızlık ile durumu, ihtiyatlı muhasebe uygulamaları ile ilişkisi hakkında çalışmalar bir hayli fazladır. Fakat sermaye ile ilişkisi azınlıkta olup entelektüel sermaye ile ilişkisi nadir rastlanmaktadır. Kurumsal yönetimden ziyade yönetim çeşitliliği veya yönetim kurulu yapısı ile entellektüel sermaye üzerine çalışmalar mevcuttur. Fakat kurumsal yönetim açısından entelektüel sermayenin firma performansına etkisini başka bir ifade ile üç kavramın birbirleriyle ilişkilerini inceleyen bir çalışma bulunmamaktadır. Bu bakımdan çalışmanın literatüre katkı sağlayacağı düşünülmektedir.

Kurumsal yönetimin ilkeleri temel kabul edilse de her ülkenin kurumsal yönetim anlayışının birbirinden farklı olması, çalışmalarda farklı değişkenlerin kullanılması, araştırmaların yapıldığı ülkelerdeki kültürel, yönetsel ve farklı politikaların uygulanması kurumsal yönetimi konu alan çalışmalarda farklı sonuçlara ulaşılmasına neden olmuştur. Kurumsal yönetim alanında yapılan literatür incelemesi aşağıda yer almaktadır;

Ludwig ve Sassen (2022) araştırmalarında, firmaların kurumsal yönetim ile yönlendirildiğini, kurumsal yönetim ile kurumsal sürdürülebilirlik arasında ilişki olup olmadığını ve kurumsal yönetim mekanizmalarından hangilerinin, kurumsal sürdürülebilirliği yönlendirdiğini incelemişlerdir. Bu kapsamda 56 makaleden oluşan örneklemden elde edilen sonuçlar doğrultusunda, yönetim kurulu çeşitliliği, yönetim kurulu bağımsızlığı, yönetim kurulu büyüklüğü, yönetim kurulu düzeyinde

sürdürülebilirlik komitesi, CEO'nun rolü, sahiplik konsantrasyonu ve açıklama gibi farklı kurumsal yönetim mekanizmalarına ilişkin bulguların firmaları sürdürülebilir bir yönde yönlendirdiğini ileri sürmüşlerdir. Yönetim kurulu çeşitliliğinin rolü literatürde en çok tartışılan unsurun olduğunu, kurumsal yönetim ilkelerinden olan şeffaflık unsurunun sürdürülebilirliği en çok etkileyen unsurlardan biri olduğunu; firmaların performanslarını, paydaş çıkarlarını ve uzun vadeli odaklanma yönelimini artırdığını ileri sürmüşlerdir.

Sprenger ve Lazareva (2022) çalışmalarında, gelişmekte olan bir piyasa ekonomisinde borsaya kayıtlı olmayan firmaların kurumsal yönetiminin, yatırımın nakit akışına duyarlılığı ile ölçülen finansman kısıtlamalarını nasıl etkilediğini araştırmışlardır. Kurumsal yönetimin kalitesini değerlendirmek için, biri hissedarların korunması ve diğeri de şeffaflık olmak üzere, iki farklı kurumsal yönetim endeksi geliştirmişlerdir. Kurumsal yönetim endeksleri ile nakit akışı değişkenlerinin etkileşimde olup olmadığını değerlendirmek için standart yatırım regresyonlarını kullanmışlardır. Çalışmalarının sonucunda, daha iyi hissedar korumasına sahip olan firmalarda özellikle dışarıdan kontrol sahibi olan firmalarda, yatırımın nakit akışı duyarlılığını azalttığına ulaşılmıştır. Buna karşılık şeffaflık için böyle bir etki olmadığını ileri sürmüşlerdir.

Tampakoudis vd (2022) araştırmalarında, yönetim kurulunun önemli bir kurumsal yönetim mekanizması olduğunu ve yönetim kurulu özelliklerinin borç alan firmaların kazançları üzerine bir etkisi olup olmadığını incelemişlerdir. Bu bakımdan, COVID-19 salgınının başlangıcından önce ve sonra sendikasyon kredisi duyurularının borçluların hissedarları için değer yaratma ile ilişkili olup olmadığını araştırmışlardır. Çalışmalarının sonucunda, borç alanlar açısından, kriz döneminde sendikasyon kredisinin sertifikalandırılmasının finansal gücü gösterdiğini, bunun finansman kaynaklarının maliyetini düşürmek için de kullanılacağını ileri sürmüşlerdir.

Fan vd (2022) çalışmalarında, kontrol gücü olan hissedarların genellikle, yoğun mülkiyete sahip devlete ait firmalardaki (KİT'ler) azınlık hissedarlarına el koyduğunu ve bu tür davranışları dizginlemek için, çalışmaların kurumsal yönetim yapılarının rolüne odaklanması gerektiğini ve kontrol gücü olan hissedarlarla ilgili yönetim yapısının büyük ölçüde göz ardı edildiğini ifade etmişlerdir ve bu durumu araştırmışlardır. Araştırmalarının sonucunda kontrol gücü olan hissedarların

yönetişiminin artırılmasının firmaların işgücü yatırım verimliliğini önemli ölçüde iyileştirdiğine ulaşımlardır. Alt örnek analizlerinde de, bu verimlilik artışının işgücüne yapılan aşırı yatırımı azaltmaktan kaynaklandığını kanıtlamışlardır.

Dizgil ve Reis (2021) çalışmalarında, BIST Kurumsal Yönetim Endeksi'nde yer alan firmaların 2009-2017 yılları arasındaki verilerini kullanarak, kurumsal yönetim uygulamalarının firmaların sermaye yapısı üzerindeki etkilerini incelemiştir. Araştırmaların sonucunda, yabancı sahiplik, bağımsız üye oranı, kadın üye, aktif karlılık oranı ve firma büyüklüğü ile sermaye yapısı değişkenleri arasında anlamlı ilişki olduğunu ileri sürmüşlerdir.

Sakarya ve Bezirgan (2021) çalışmalarında, BIST Kurumsal Yönetim Endeksi'ndeki firmaların, kurumsal yönetim derecelendirme notu ile yatırılan sermaye getirisi oranı arasında etkinin olup olmadığını araştırmışlardır. 2015-2020 yıllarına ait verileri kullanmışlardır. Çalışmalarının sonucunda firmaların kurumsal yönetim derecelendirme notları ile yatırılan sermaye getiri oranı arasında anlamlı ve negatif yönlü bir etkinin olduğunu ortaya koymuşlardır.

Tore (2021) çalışmasında, BIST Kurumsal Yönetim Endeksi'ndeki firmaların 2019 yılı faaliyet raporlarını incelemiştir. Kurumsal yönetim açısından riskin önceden görülebilmesi, riskin yönetimi, eksiklikleri olması durumunda çözüm önerileri üzerine bir çalışma yapmıştır. Çalışmasının sonucunda ortaya çıkan sorunları çözmek ve eksiklikleri gidermek için Kamu Gözetimi Kurulunca risk yönetim standartları belirlenmesi gerekliliğini ileri sürmüştür.

Uyar, Fernandes vd (2021) çalışmalarında, kurumsal yönetimin kamu yönetimi ile lojistik performans arasında aracılık edip etmediğini araştırmışlardır. Çalışmalarında Dünya Bankası, Dünya Ekonomik Forumu ve Dünya Çapında Yönetişim Göstergeleri olmak üzere bu üç kaynaktan toplanan veriler ile makro perspektife ve ülke bazında analizler yapmışlardır. Çalışmalarının sonucunda kamu yönetim kalitesinin lojistik sektörü performansı ile önemli ölçüde ilişkili olduğunu ve kurumsal yönetimin ise bu ilişkide önemli bir aracı olarak hareket ettiğini ileri sürmüşlerdir.

Lehn (2021) çalışmasında kurumsal yönetim araştırması için verimli bir alan olan kurumsal çeviklik konusunu önermektedir. Kurumsal çevikliğin firmanın

çevresindeki değişikliklere uyum sağlama becerisini ifade ettiğini ve firmaların hem performansını hem de hayatta kalmalarında belirleyici olduğunu ileri sürmüştür.

Şeker ve Atasel (2021) araştırmalarında, BIST Kurumsal Yönetim Endeksi'nde yer alan firmaların 2015-2019 yıllarındaki verilerini kullanarak, sürdürülebilirlik raporlarının çevresel boyutlarını içerik analizini kullanarak incelemiştir. Araştırmalarının sonucunda firmaların faaliyetlerini devam ettirirken çevresel sürdürülebilirliğe önem verdiklerine ulaşımlardır. En çok önem verilen konunun sera gazı emisyonları ve azaltımı üzerine, enerji tüketiminin azaltımı ile atıkların geri dönüşümü üzerine olduğunu ileri sürmüşlerdir.

Kaya (2021) çalışmasında, muhasebe bilgi sistemi ve kurumsal yönetim arasındaki ilişkiyi muhasebe meslek mensupları açısından incelemiştir. Elazığ ilinde faaliyette bulunan 90 muhasebe meslek mensubu üzerinde anket yaparak, IBM SPSS Statistics 22 istatistik programıyla verileri analiz etmiştir. Çalışmasının sonucunda meslek mensuplarının en çok muhasebe bilgi sistemi ve kurumsal yönetimin, iki yönlü olarak birbirlerini etkilediğini ileri sürmüşlerdir.

Kevser ve Doğan (2021) çalışmalarında, kurumsal yönetim derecelendirme notunun hisse senedi getirisi üzerindeki etkisini incelemiştir. Kurumsal yönetim derecelendirme endeksinde bulunan 29 firmanın 2007-2019 verilerini kullanarak, olay çalışması yöntemini uygulamışlardır. Araştırmalarının sonucunda kurumsal yönetim derecelendirme notu arttıkça hisse senedi getirisinin de arttığını ortaya koymuşlardır.

Sürmen ve Abdioğlu (2020) çalışmalarında, kurumsal yönetim anlayışı ve ilkeleri kapsamında Türkiye Denetim Standartlarını (TDS) incelemiştir. Çalışmalarının sonucunda her bir denetim standardının ilişkili olduğu kurumsal yönetim ilkesi hakkında faydalı bilgiler sağlamışlardır, standartların kurumsal yönetim anlayışının gelişmesine katkı sağlayan durumlarını açıklamışlardır ve standartların güçlendirilmesi gereken konuları hakkında önerilerde bulunmuşlardır.

Zou (2019) çalışmasında kurumsal yönetimde iç denetimin rolünün olup olmadığını araştırmıştır. Çalışmasının sonucunda kurumsal yönetim ve iç denetimin ayrılmaz bir bütün olduğunu, kurumsal yönetimin, iç denetimin etkin bir şekilde uygulanmasında kurumsal çevre garantisini sunduğunu ortaya koymuştur. İç denetim, işletme bünyesinde hem hissedarlar ve üst yönetim arasındaki dengeyi sağlayıp hem de mütevellî sorumluluğunun doğru bir şekilde yerine getirilmesini sağlayan yanı

sıra finansal muhasebe bilgilerinin de doğru bir şekilde açıklanmasına, menfaat sahiplerinin meşru menfaatlerinin korunmasına ve yönetimin bilimsel karar vermeleri ve kurumsal değerin iyileştirilmesinde etkili olduğunu ifade etmiştir.

Horasan vd (2017) çalışmalarında, kurumsal yönetim derecelendirme notları, entelektüel sermaye ve firma performansı arasında ilişki olup olmadığını araştırmışlardır. Araştırmalarında hipotez yöntemi kullanmışlardır. Çalışmalarının sonucunda, kurumsal yönetim ilkelerine en yüksek uyumun kamuyu aydınlatma ve şeffaflık alanlarında olduğu, en az uyumun ise yönetim kurulu alanında olduğunu tespit etmişlerdir. Bunun nedenin ise çalışmalarında ele aldıkları şirketlerin halka açık olması ve kamuyu aydınlatıcı bilgiler yayınlamak zorunda olduklarını ileri sürmüşlerdir. Kurumsal yönetim ile firma performansı ve entelektüel sermaye arasında anlamlı bir ilişkinin olmadığını; entelektüel sermaye ve firma performansı arasında anlamlı pozitif ilişki olduğunu ortaya koymuşlardır.

Çalışmalarda kurumsal yönetimi ölçmek için birçok farklı değişken kullanılmıştır. Sermaye sahiplik yapısını veren halka açıklık oranı, en büyük hissedarın pay oranı gibi değişkenler; kontrol yapısını gösteren kontrol oranı, genel kurula katılım oranı gibi değişkenler; yönetim yapısını gösteren yönetim kurulu üye sayısı, bağımsız yönetim kurulu üye sayısı, yönetim kurulu büyüklüğü, CEO ikiliği, yönetimdeki kadın üye sayısı, yönetim kurulunda yabancı üye bulunması vb değişkenler kullanılmıştır. Bu çalışmada kurumsal yönetimi belirlemek için kurumsal derecelendirme notuna bakılıp, 7'nin üzerinde not alan firmalar, kurumsal yönetim ilkelerini uygulayan firmalar; 7'nin altında not alan firmalar ise kurumsal yönetim ilkelerini uygulamayan firmalar olarak belirlenmiştir. Kurumsal yönetim ilkelerini uygulayan ve uygulamayan firmaların karşılaştırılabilir olmasını sağlaması açısından çalışma faydalı bilgiler sunacaktır.

1.10. Bölüm Özeti

Firmalardaki kurumsal yönetim anlayışı ile birlikte yenilikçi fikirler ve öneriler dikkate alınmakta ve böylece firma bünyesinde Ar-Ge faaliyetleri bağlamında "değer" üretilebilmektedir. Bu durum günümüz bilgi çağında rekabet avantajı sağlama, maliyet yönetimi/minimizasyonu ve pazar liderliği açısından büyük avantajlar

sağlayabilecektir. Çalışmanın önemi bu ilişkilerin ölçülmesi açısından özgünlük arz etmektedir.

Çalışmalarda/ araştırmalarda kullanılan değişkenlere göre kurumsal yönetimin etkili olup olmadığı alanlar farklılık göstermektedir. Çalışmada kurumsal yönetimin entelektüel sermaye ile ilişkisinin ölçülmesinin yanı sıra firma performansı ile ilişkisi de araştırılmaktadır. Öncelikle kurumsal yönetimin entelektüel sermaye üzerinde etkisi olup olmadığı belirlenecek, sonra etkili olduğu durumlar ve etkili olmadığı durumlar üzerinde firma performansına ne yönde etki ediyor o saptanacaktır. Bu ayrımı yapmanın yanı sıra BIST100 içerisinde yer alan kurumsal yönetim uygulayan firmalar ve uygulamayan firmaların da durumları ayrı ayrı incelenecektir. Bu bakımdan çalışma kapsamlı bir şekilde karşılaştırmalı sonuçlar içererek, literatüre ışık tutacaktır.

Kurumsal yönetim karar alma mekanizması olarak görüldüğü için, kararlarında entelektüel sermaye de var mı, var ise firma performansının geliştirilmesinde etkisi var mı ve bu etkileri nelerdir bu soruların cevabı, çalışmanın konusunu oluşturmaktadır. Kurumsal yönetimin sadece entelektüel sermaye ve firma performansı ile tek olarak incelenmiyor olması ve üç unsurun birbiriyle ilişkili olup olmadığını ortaya koyması ve kullanılan değişkenlerin çeşitliliği, çalışmanın farklılığını göstermektedir. BIST Kurumsal Yönetim Endeksi'nde 58 firma bulunmaktadır. Çalışmada BIST100 Endeksi'nin kullanılması ise kurumsal yönetim ilkelerini uygulayan firmalar ile kurumsal yönetim ilkelerini uygulamayan firmaların kıyaslanması açısından imkan sunacaktır. Bu bakımdan kapsamlı bir çalışma imkanı sunmaktadır.

İKİNCİ BÖLÜM

FİRMA PERFORMANSININ GELİŞMESİ BAĞLAMINDA

ENTELEKTÜEL SERMAYENİN ROLÜ

Toplumsal gelişmelerin yaşandığı her dönemin geçişlerinde toplumların ihtiyaçları değişmekte ve sermaye tipleri çeşitlilik göstermektedir. Her dönemin kendine has özellikleri bulunmaktadır. İlkel toplumlar sermayesi fiziksel güç olan insanı benimserken, tarım toplumu sermayesi toprak olan insanı, sanayi toplumu sermayesi makineler olan insanı ve bilgi toplumu da sermayesi bilgi olan insanı ortaya çıkarmıştır (Elitok, 2019: 3). Bu bakımdan önceki dönemlerin firma kaynakları olan fiziksel güç, hammadde ve makineler yerini günümüz bilgi çağında marka, teknik bilgi, müşteri sadakati, beceri ve yaratıcılık gibi daha soyut unsurlara bırakmıştır. Modern ekonomilerde teknolojik yenilikler tüketicilerin hayat standartlarının dönüşümünde önemli bir rol oynamaktadır. Bu dönüşüm çeşitli sektörlerde başlatılan yeni hizmetlerin yapay zeka, blok zincirleri, dijital kanalların artan erişilebilirliği gibi yeni işlevlerin ortaya çıkması ile daha da etkili olmuştur. Bununla beraber ticari operasyonların da artması bu alanlarda etkinlik sağlama noktasında entelektüel sermaye ve verimliliğinin de önemini göstermektedir (Wang vd, 2021: 2).

2.1. Kavramsal Çerçeve Entelektüel Sermaye

Araştırmacıların çoğu entelektüel sermayeyi firmaların rekabet avantajı sağlamalarında birincil yol olarak görmektedir. Rekabet avantajı ve iş değerlerinin oluşmasının entelektüel birikim ile olduğu ileri sürülmektedir (Hsu ve Hang, 2019: 665). Bir firma rekabette üstünlük sağlamak istiyorsa rekabet ortamındaki firmaların sahip olmadığı, değer yaratacak kaynakları elinde bulundurmamak zorundadır. Bunun için de firmaların sadece ham bilgiye sahip olmaları fark oluşturmamakta, bu bilgiyi işleyip yüksek sinerji oluşturarak firmaya değer oluşturacak yeni faaliyetler belirlemeleri gerekmektedir.

Entelektüel sermayenin soyut ve dinamik yapısı, tanımlanmasını zorlaştırmaktadır. Entelektüel sermaye kavramı ilk olarak John Kenneth Galbraith tarafından 1969 yılında kullanılmıştır ve entelektüel sermayeyi sadece insan zekasından kaynaklanan bir unsur olarak değil, bütün bilgileri içerisine dahil eden, işletmenin kültürünü, değerlerini, bireylerin yeteneklerini, kullandığı yazılım ve

donanımları, tedarik zincirlerini, müşteri ile ilişkilerini kapsayan faaliyetler bütünü olarak tanımlamıştır (Pena, 2002: 180). Daha sonra Michael Kalecki 1975 yılında, bir makalesinde Galbraith'e atıfta bulunarak "acaba kaçımız şu geçen birkaç on yıllık dönemde elde ettiğimiz entelektüel sermayenin farkındayız" ifadesini kullanmıştır (Serenko vd, 2004: 185).

Bilgi çağının gelişmesiyle beraber entelektüel sermaye, organizasyonel bakımdan Thomas Stewart tarafından 1991 yılında "Beyin Gücü" makalesi ile yeniden gündeme gelmiştir. Bu makalede entelektüel sermaye, firmaya piyasada rekabet üstünlüğü sağlayan ve firma içindeki çalışan herkesin bildiği her şeyin toplamı olarak tanımlanmıştır (Stewart, 1991, s.47). Stewart'ın 1997 yılında yazdığı "Entelektüel Sermaye: Kuruluşların Yeni Zenginliği" adlı kitabı da entelektüel sermaye alanında yazılmış önemli bir kaynak olarak kabul görülmüştür ve entelektüel sermayeyi paketlenilmiş faydalı bilgi ve görünmez değerler olarak ifade etmiştir. Bu bilgi ve değerler kapsamı içerisinde firmanın sahip olduğu bilgi ve deneyimler, firma için zenginlik oluşturan entelektüel kaynaklar, firma teknolojileri, patentleri, tedarikçileri ve paydaşları yer almaktadır. Entelektüel sermaye, firmanın rekabet avantajı elde etmesinde, oraganizasyonun kullanabileceği tüm bilgi birikimini ifade etmektedir (Adreeva vd, 2021: 264).

Edvinsson and Sullivan (1996) çalışmalarında entelektüel sermayeyi, bilginin değere dönüştürülebilmesi olarak; Roos (1997) çalışmasında firmaların finansal tablolarında görünmeyen bir varlık kümesi olarak tanımlamaktadır. Ek olarak çalışanların firma için önemli olduğunu ve çalışanların ayrılmaları durumunda firmaların zarar görebileceğini ileri sürmüşlerdir.

Edvinsson and Malone (1997) işletmelerin sahip olduğu bilgidir; örgütsel teknoloji ve deneyimler, çalışanların deneyimleri ve müşteriler ile olan ilişkileri, rekabet avantajı sağlamada ve firmaların değerini arttırmada etkili olduğunu ifade etmişlerdir.

Sveiby (1998), işletme kültürü ve felsefesinin yanı sıra işletim sistemlerini, çalışanların bilgi ve yeteneklerini kapsayan tüm bilgi kaynakları olarak; Sullivan (1999) kara dönüştürebilen bilgi olarak tanımlamaktadır.

Bontis vd (2000) firmanın maddi olmayan kaynakları ile ilişkili olduğunu ileri sürmüştür. Pulic (2000) fiziksel sermayenin etkin bir şekilde kullanılarak firmada

oluşturulan değerin entelektüel potansiyel olduğunu; Kamath (2007) değer oluşturmak için insan aklının ve zekasının kullanılmasının entelektüel sermaye olduğunu ifade etmişlerdir.

Entelektüel sermaye; kuruluşlar, entelektüel topluluklar veya mesleki uygulamalar gibi sosyal bütünlüğü sağlayan bilgi ve yetenekler anlamına gelir. Entelektüel sermaye ile insanlar yeni düşünceler ile hareket ederek; bilgi, beceri ve yeteneklerini kullanırlar (Ginting, 2020: 113).

Dumay (2016) entelektüel sermaye içerisinde yer alan zenginlik ifadesini değer olarak ele almıştır ve entelektüel sermayenin firmaya rekabet avantajı sağlayan ve değer oluşturmak için kullanılacak bilgi, enformasyon, fikri mülkiyet ve deneyim gibi entelektüel materyalleri içerdiğini ifade etmiştir. Değer kavramını parasal, fayda, sosyal ve sürdürülebilir değer olarak dört farklı açıdan ele almıştır (Dumay, 2016: 169).

Entelektüel sermaye kapsamında yapılan tüm çalışmalarda entelektüel sermayenin tanımlaması birbirinden çok da farklılık göstermemektedir. Çalışmaların çoğunda, değer yaratma, firma kültürü ve itibarı, çalışanların bilgi, beceri, yetenekleri, müşteri memnuniyeti, organizasyon sistemleri prosedürleri, rekabet avantajı gibi benzer kelimeler kavramın içerisinde yer almaktadır.

2.2. Entelektüel Sermayenin Önemi ve Özellikleri

Entelektüel sermaye, bir firmanın sürdürülebilir üretimini derinden etkileyebilecek maddi olmayan kaynakları temsil eder. Tedarikçileri, müşterileri ve çalışanları ile organizasyonel ilişkileri, organizasyonun süreçleri ve rutinlerini ve bir organizasyonun insan kaynaklarına dayanan teknik bilgi, uzmanlık ve bilgiyi dikkate almaktadır (Kusi-Sarpong vd, 2022: 2).

Bilginin kullanılması ile daha etkili ve ayrıcalıklı bir iş çevresi, endüstriyel yaşam ve daha kaliteli firma faaliyetleri gerçekleşmektedir. Bilgi teknolojisini başarılı bir şekilde firmalarına entegre eden yönetimler, rekabette de avantaj sağlayarak, firmanın tüm alanlarında başarıyı beraberinde sağlamaktadır. Entelektüel sermaye, rekabet gücünü arttırmada ve paydaşlara değer katma noktasında firmalar için önemli bir anahtardır (Meiryani, vd: 2020: 1569).

Entelektüel sermayenin kaynağı bilgidir ve bilgiyi kullanarak birikim oluşturmak önemlidir. Bilgi, örgüt içinde değere dönüşüyorsa, işletme için entelektüel sermayedir (Koç, 2009: 203). Bilginin yönetilmesi, firmanın ham verilerinin işlenerek, insan sermayesi ve müşteri sermayesine dönüşmesini kapsarken; entelektüel sermayenin yönetilmesi ise bu süreç sonucunda ortaya çıkan örgütsel değerlere ulaşılması ve bunun piyasada değer haline dönüştürülmesini kapsamaktadır.

Entelektüel sermayenin firma içerisinde etkin kullanılması ile firmalar maddi ve mali sermayeden daha etkin bir güce sahip olduğunu fark etmişlerdir. Entelektüel sermaye ile iç ve dış etkileşim sağlanarak, kaynakların verimli ve etkin yönetimi ile işletmelerin varlıklarını sürdürmede önem arz etmektedir (Aslanoğlu ve Zor, 2006:156). Bu bakımdan entelektüel sermaye, firmanın büyümesine, farklı yönlerini bulmasına, inovasyon oluşturmasında kendisini göstermektedir. Entelektüel sermaye ile oluşan katma değer sayesinde firma piyasada üstünlük sağlamaktadır (Altunoğlu ve Demir, 2012: 300).

Entelektüel sermaye, firma bünyesindeki kişilerin bilgilerinin ve yeteneklerinin birleşimi sonucunda ekonomik faydalar üretmektedir. Bu bakımdan da maddi olmayan bu varlıklar maddi duran varlıklara göre daha önemli kabul edilerek, kurumsal değerlerin önemli bir bileşeni olmaktadır (Ginting, 2020: 113).

Wasiluk (2013)'e göre entelektüel sermaye ve sürdürülebilirlik arasında tutarlı bir ilişki olduğunu vurgulamıştır. Çünkü her iki kavramında organizasyonun kendi anlayışını geliştirme ihtiyacını ve kendi bilgi birikimini oluşturup iyileştireceğine dair yönlerinin olduğunu ileri sürmüştür. Finansal olmayan kaynakların başka bir ifade ile entelektüel sermayenin "bilgi, deneyim, yargı, istihbarat ve iş ortaklarıyla ilişkiler vb" unsurları ifade ettiğinden bu unsurların çevresel belirsizlik sırasında sürdürülebilirliği koruyabileceğini, bu bakımdan da entelektüel sermaye ile kurumsal sürdürülebilirlik arasında pozitif yönlü bir ilişkinin olduğunu savunmuştur (Al-Omouh vd, 2022: 3).

Entelektüel sermaye, firmaların sürdürülebilir üretimine doğrudan katkıda bulunmaktadır. Üretimde verimliliği artırarak, blok zincir odaklı tedarik zinciri yönetiminin etkinliğini arttırmaktadır. Tedarik zinciri haritalamasını sağlayarak, değer zinciri boyunca süreçlerin görselleştirilmesini ve izlenmesini geliştirmektedir (Kusi-Sarpong vd, 2022: 1).

2.3. Entelektüel Sermayenin Unsurları

Entelektüel sermayeyi oluşturan unsurlar için konuyla ilgili çalışma yapanlar tarafından temelde aynı düşünceyi işlemekle birlikte farklı isimler kullanılmıştır. Literatür incelendiğinde Edvinsson, Stewart, Sveiby, Bontis'ın birbirlerinden bağımsız olarak yapmış oldukları çalışmalarında entelektüel sermaye unsurlarını paralel olarak sınıflandırmışlardır.

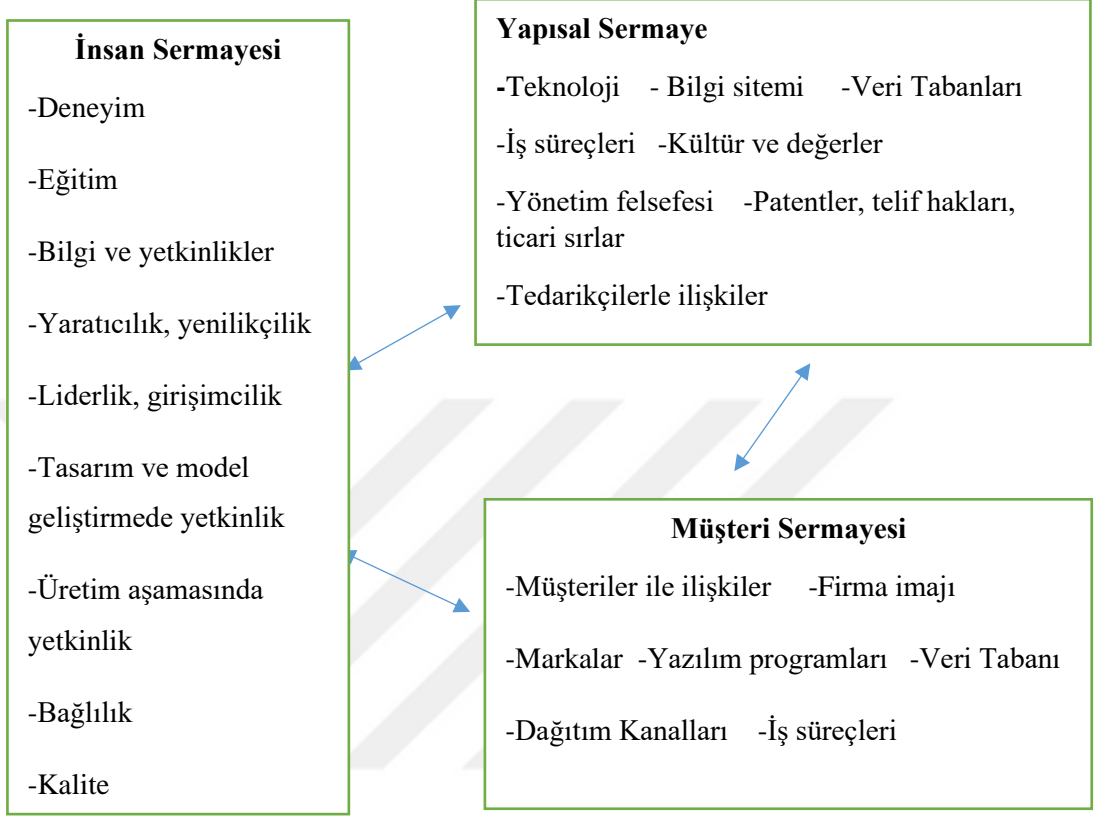
Entelektüel sermaye ilk olarak, Edvinsson'un yaklaşımına göre insan sermayesi ve yapısal sermaye olmak üzere iki unsurdan oluştuğu ortaya konulmuştur. Stewart ve diğer araştırmacıların yapmış oldukları çalışmalarda ise entelektüel sermaye; insan sermayesi, yapısal sermaye ve müşteri sermayesi olmak üzere üç unsura ayrılmıştır.

İnsan sermayesi, yapısal sermaye ve müşteri sermayesi işletmenin entelektüel sermayesinin parçalarıdır. Bu üç sermaye unsurunun bir arada olması ile beraber firmalar iş yapma sürecinde kullandıkları tüm bilgiler toplamı ile rekabette avantaj elde ederler (Ginting, 2020: 113).

Entelektüel sermaye ile yönetimsel faaliyetler birbirini tamamlamaktadır. İnsan sermayesi, yapısal sermaye ve müşteri sermayesi karşılıklı olarak dolaşmakta ve birbirini etkilemektedir. Bu üç sermayenin bilgi üretmedeki işbirliği, değer ve sinerji oluşturmaktadır (Hsu ve Hang, 2019: 666).

Bu bakımdan ve bilimsel yazın incelemeleri sonucunda oluşan fikir birliği doğrultusunda entelektüel sermaye unsurları Stewart tarafından ifade edilen bu üç unsur kapsamında incelenmektedir. Aşağıda Şekil 1.'de entelektüel sermaye unsurları ve içerikleri yer almaktadır (Giuliani and Marasca, 2011: 382):

Şekil 1. Entelektüel Sermaye Unsurları



2.3.1. İnsan Sermayesi

Entelektüel sermayenin temel unsuru olan insan sermayesi, firmada çalışanların bilgi donanımı, sorun çözme kabiliyeti, yaratıcılık, girişimcilik ve liderlik becerilerini kapsamaktadır (Edvinsson ve Malone, 1997: 34). Bir organizasyonun insan sermayesi, organizasyonun çalışanlarının sorunlarını çözme ve müşteriler ve tedarikçilerle daha iyi bağlantı kurma konusundaki kolektif yetenekleri olarak adlandırılır (Ahmed vd, 2022: 3).

Piyasada firmalara sunulan çeşitli kaynaklar arasında, vasıflı ve bilgili işgücü, firmanın entelektüel sermayesinin inovasyon performansı üzerindeki etkisini artırabilen veya engelleyebilen en ilgili faktördür. Bir firmanın çalışanlarının sahip olduğu becerilerin kalitesi, sadece firmaya özgü insanlara yapılan yatırımlara değil, aynı zamanda bu kaynağın işgücü piyasasındaki mevcudiyetine de bağlıdır. Firmanın maddi olmayan duran varlıklarını verimli ve etkili bir şekilde kullanmasını sağlayan

firma bünyesindeki kişilerin beceri türleri, çalışanların seviyesi, yüksek nitelikli çalışanlardır (Adreeva vd, 2021: 265).

Firmada çalışanlarında başka bir firmadaki çalışanlarda sahip olmayan bilgi, beceri ve yetenekleri varsa bu firma için insan sermayesi avantajıdır. Bu duruma bir de yaratıcılık, yenilik, motivasyon, öğrenme ve takım çalışma ruhu eklenirse, insan sermayesi sayesinde firmada karşılaşılan sorun ve zorluklara kolaylıkla çözümler üretilebilir (Meiryani vd, 2020: 1569).

İnsan sermayesinin özünde buluşçuluk yer almaktadır. Firma bünyesinde yaratıcılığını ve yeteneklerini kullanabilen çalışanlar, firma için yenilik sağlayabilir ve firmaya katkıda bulunabilirler. Çalışanların bilgi, beceri ve motivasyonları firmanın başarılı olmasına katkı sağlamaktadır. Bu bakımdan insan sermayesinin geliştirilebilmesi için çalışanlar ile fikir alışverişi yapmak son derece önemlidir (Akın, 2010: 107).

İnsan sermayesi ile bilgi üretimi sağlanması inovasyonu beraberinde getirmektedir. Eğitim ve öğretim yoluyla insan sermayesinin iyileştirilmesi, örgütsel performansta bir iyileşmeye yol açar (Ahmed vd, 2022: 3).

Başarılı firmalar, küresel anlamda stratejik öğrenmeye sahip olan, yenilikçi ve sahip olduğu bilgileri değere dönüştürebilen firmalardır. İnsan sermayesinin bileşenlerinin içerisinde değişime açık olma, çalışanların eğitimi, yetenekleri, teknik bilgisi, mesleki yeterliliğinin yer alması; çalışanların bilgilerini ve yeteneklerini değere dönüştürdüğünü göstermektedir (Guthrie, 2001: 35).

İnsan sermayesinde bulunan kapalı ya da gizli bilginin açık bilgiye dönüştürülmesini sağlayarak, insan sermayesinden daha fazla fayda sağlanmaktadır. İnsan sermayesi firmadan ayrılabilir bile açığa çıkarılan değerli bilgiler sayesinde insan sermayesi yapısal sermayeye aktarıldığından firmada kalıp kullanılabilir. Bu da insan sermayesi ile yapısal sermaye arasında bağımlı bir ilişkinin olduğunu gösterir. Yapısal sermayenin oluşumu insan sermayesi ile mümkündür, insan sermayesinin gelişmesi ise yapısal sermaye ile olmaktadır. Kurumların, insanlara bilginin sisteme dönüştüğü ortamı sağlamasından dolayı, insanlar bilgilerini ve yeteneklerini kullanabilmeleri için bir kuruma veya örgüte gereksinim duyarlar. Bu bakımdan insan sermayesi ile yapısal sermaye birbirine bağlıdır ve firma performansına etkisi beklenmektedir (Emrem, 2004: 8).

İnsan sermayesi yapısal sermaye ile ilişkili olduğu gibi müşteri sermayesi ile de ilişkilidir. Bir firmanın yenilik performansını artırmak için başkalarıyla olan ilişkilerinden (müşteri sermayesi) yararlanma kapasitesi, bu ilişkileri hayata geçiren çalışanların becerilerine bağlıdır (Kamprath & Mietzner, 2015). Bir firmanın yapılarının ve bilgi depolarının (yapısal sermayenin) etkinliği, onları kullanan çalışanların niteliklerine bağlıdır. Son olarak, bireysel olarak çalışanların sahip olduğu bilginin (insan sermayesinin) faydası ise inovasyon işbirlikçi bir süreç olduğundan bilgili ve yetenekli meslektaşlarla işbirliği yapabildiklerinde artar (Adreeva vd, 2021: 265).

2.3.2. Yapısal Sermaye

Yapısal sermaye, insan sermayesi dışında kalan fakat insan sermayesini destekleyen bilgilere yer vermektedir. İnsan sermayesi ve müşteri sermayesi arasında bağlantı kuran ve rekabet avantajı sağlayan firma kaynağıdır (Hsu ve Hang, 2019: 666). Başka bir ifade ile yapısal sermaye, firmanın iskeleti gibidir. Firmanın ayakta kalmasını, amaçlarını geliştirmesini ve amaçlarına ulaşmasını sağlar. Bu bakımdan insan sermayesi ve müşteri sermayesi ile sürekli etkileşim halindedir (Eren, Akpınar, 2004: 10).

Edvinsson ve Malone yapısal sermayeyi; örgüt, süreç ve yenilik sermayeleri olarak üç kategoride ele almışlardır. Örgüt sermayesini, örgütün iş veriminde artış olmasını sağlayacak amaç ve yöntemler olarak; süreç sermayesini, mal ve hizmet dağıtımını sağlayan ve geliştiren sistemler olarak; yenilik sermayesini ise örgütün devamlılığını sağlayan tüm entelektüel varlıklar olarak tanımlamışlardır (Paksoy ve Öztürk, 2006: 140-141).

Bontis'e göre bir firmanın amaçlarına ulaşmak için kullandığı sistem ve prosedürler yetersiz kalıyorsa, sahip olduğu kaynaklar entelektüel sermayesini en yüksek seviyeye çıkaramaz (Bontis, 1998: 68). Yapısal sermayenin olmadığı bir firma sadece insan sermayesinden ibaret olacaktır (Arıkboğa, 2003: 93). İnsanlar sahip oldukları donanımlarını ortaya koyabilmek için bir örgüte ihtiyaç duyarlar. Dünyanın en yetenekli insanları bir örgüt çatısı altında toplanmadığı takdirde aidiyet duygusu ve birlikte olmanın hissettirdiği gücü bulamadıkça bir değer oluşturamazlar. Örgüt ise bilginin kullanılarak, bir yapıya veya sisteme dönüşmesi sonucunda anlam

kazanmaktadır. Bu bakımdan yapısal sermaye, insan sermayesi ile bir bütünlük arz etmez (Stewart 123:1997).

Yapısal sermaye işletmenin tedarik süreciyle de ilgilidir. Rekabet yoğunluğu hızlı ve öngörülemez pazarlarda, tedarik zincirinin çevik olması, yeni bilgiyi hızla işletme bünyesine uygun hale getirmek için işletme bünyesindeki kişilerin, tedarik zinciri üyeleriyle tek bir varlık olarak çalışmaya hazır olmasına dayanır. Bir firma, etkin işbirliği yoluyla ortaklarının kaynaklarından ve yeteneklerinden yararlanarak yeni bilgi oluşturup, firmasına entegre edebildiği takdirde temel iç ve dış yetkinlikleri kazanabilir ve daha iyi performans gösterebilir. Yeni bilgi edinmek ve bunu firmanın işlevlerine ve süreçlerine asimile etmek, firmanın tedarik zinciri çevikliğini güçlendirme ve piyasa trendlerinden yararlanma yeteneği için çok önemlidir (Al-Omouh vd, 2022: 4).

2.3.3. Müşteri Sermayesi

Stewart müşteri sermayesini, bir firmanın hem müşterileri hem de satıcıları ile etkileşimde bulunduğu iç ve dış ilişkilerinin değeri şeklinde tanımlamaktadır (Stewart, 1997:83). Müşteri sermayesinin temeli firmanın dış ilişkileri ile ilgilidir. Firmanın müşterileri, tedarikçileri, ilgili endüstri kuruluşları ve hükümet ile olan ilişkilerindeki bilgilere dayanmaktadır. Pazarlama kanalları bilgisi ve müşteri ilişkileri, müşteri sermayesinin temel temasıdır (Bontis, 1998: 67).

Firmaların sahip oldukları müşteri talepleri, beklentileri ve düşünceleri, sürdürülebilirliklerinin sağlanması hususunda kilit rol oynamaktadır. Bu bakımdan bazı araştırmacılar, yöneticilerin yeniliği teşvik etmek için müşteri sermayesini geliştirmeye odaklanmaları gerektiğini öne sürmüşlerdir. Çünkü yenilikler için yeni fikirler, müşterilerden gelen talebin bir sonucu olarak ortaya çıkmaktadır (Adreeva vd, 2021: 264).

Müşteri sermayesi, entelektüel sermaye unsurları arasında değeri en net olan sermayedir (Stewart, 1997: 158). Müşteri sermayesinin oluşum aşaması ilk olarak ticari bir işlemle başlar, başka bir ifade ile basit bir alışveriş ile başlamaktadır. Enformasyon paylaşımı ile bu ilişki ortaklığa kadar devam etmektedir. Ticari alışverişten başlayıp ortaklıkla ilişkinin devam etmesi, müşteri sermayesini artırır (Stewart, 1997: 177). İnsan ve yapısal sermayenin etkisi, bu artışta önemlidir. Müşteri

sermayesinin etkili olabilmesi, insan ve yapısal sermayenin tam katılımı ile mümkündür.

2.4. Entelektüel Sermayenin Ölçülmesi ve Yöntemleri

Firmaların sahip oldukları ve oluşturacakları değerleri bilmek açısından, entelektüel sermayenin ölçülmesi gereklidir. Entelektüel sermaye bir katma değer göstergesi olduğundan para birimi cinsinden ölçülür. Bu bakımdan entelektüel sermaye, elde edilen gelire ilavede bulunan temel unsurlardan biridir (Ekim, 2017: 76).

Firmalara değer katarak, rekabette avantaj sağlayan ve performanslarını arttıran kendine has, benzeri olmayan entelektüel sermaye unsurlarının görünür hale getirilmesi ve ölçülmesi gereklilik haline gelmiştir (Yıldız, 2011: 12).

Firmalar entelektüel sermayelerinin ölçülmesi ile, kaynakları hakkında bilgi sahibi olup, bu kaynaklarını amaçları doğrultusunda ne kadar etkin kullandıklarını görürler (Marr vd, 2003: 442). Entelektüel sermaye maddi olmayan varlıklar hakkında bilgi verdiği için, entelektüel sermayenin ölçülmesi ile firma içi ve firma dışı bilgi kullanıcıları açısından da önem arz etmektedir.

Firmaların değeri ile ilgili olumlu bilgiler edinen yatırımcılar ya da paydaşlar firma imajı ve payını artırma noktasında etkindir. Firma içerisinde ise entelektüel sermayenin ölçülmesi, yöneticiler açısından bilgi eksikliklerini gidermektedir; bu bakımdan yöneticilerin planlama faaliyetlerinde, stratejilerinde firma kaynaklarının farkında olunması ve yönetilmesinde, performans sonuçlarında önem arz etmektedir (Marr vd, 2003: 443).

Entelektüel sermayeyi ölçmek için finansal ve finansal olmayan ölçüm yöntemleri kullanılmaktadır. Aşağıda detaylı bir şekilde açıklanmaktadır.

2.4.1. Finansal Olmayan Ölçüm Yöntemleri

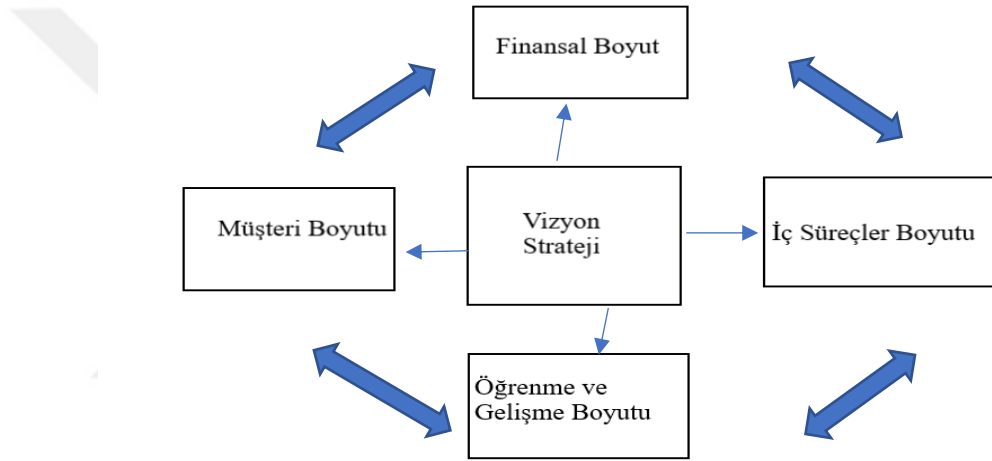
Entelektüel sermaye ölçüm yöntemlerinden finansal olmayan ölçüm yöntemleri şunlardır:

2.4.1.1. Dengelenmiş Skor Kartı

Dengelenmiş skor kartı ilk olarak Robert Kaplan ve David Norton tarafından, 1992 yılında ortaya konmuştur (Kaplan ve Norton, 1992: 71). Firmaların finansal ve finansal olmayan performanslarını bütünleştiren bir ölçüm yöntemidir.

Dengelenmiş skor kartının finansal boyutu, müşteri boyutu, iç süreçler boyutu, öğrenme ve gelişme boyutu olmak üzere dört boyutu bulunmaktadır. Bu dört boyut firmaların performanslarını yönetmek, denetlemek ve firma bünyesindeki çoğu faaliyeti yenilemek için neler yapılması gerektiği hususunda bilgi sağlamaktadır (Koçel, 2010: 447). Dengelenmiş skor kartı, işletme stratejilerinin hedefleriyle ilişkili olup olmadığını ve bu stratejilerin beklenen sonuçlara ulaştırıp ulaştırmadığının kontrol edilmesini sağlar. Firmanın stratejisi ve amaçları arasındaki bağlantıya odaklanmaktadır. Aşağıda Şekil 2’de bu dört boyut gösterilmektedir:

Şekil 2. Dengelenmiş Skor Tablosu



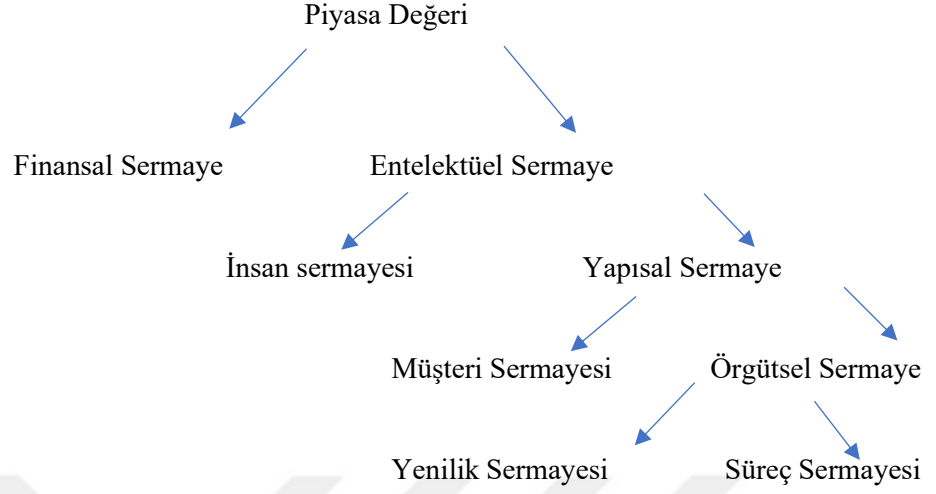
Kaynak: (Arıkboğa, 2003: 124).

Dengelenmiş skor kartında her boyut birbiriyle bağlantılıdır, bu dört boyut arasında nedensel bir ilişki vardır. Bir boyuta sorulan sorunun cevabı diğer boyutta anahtar rol olmaktadır. Bu şekilde firmanın başarı kriterlerinin ve her bir başarı kriteri ile ilgili çeşitli standartların belirlenmesi mümkündür (Erkuş, 2004: 321).

2.4.1.2. Skandia Klavuzu

Skandia Klavuzu, Leif Edvinsson başkanlığında "Skandia AFS Şirketi" tarafından geliştirilen entellektüel sermayeyi ölçen yöntemlerdendir. Şirket, bilgi varlıklarını ölçen çalışmalarda ilk sırada yer almaktadır. Şirket, öncelikle 1985 yılında kendi içerisinde uygulamak üzere entelektüel sermaye raporu geliştirmiş ve daha sonra bu rapor, finansal raporların ekinde firma dışına yönelik olarak da uygulanmıştır. Bu raporlarda firma değerini etkileyen varlıklar belirlenerek ölçülmüştür (Bontis, 2001: 44). Skandia klavuzunun değer şeması aşağıda gösterilmektedir

Şekil 3. Skandia Klavuzu Değer Şeması

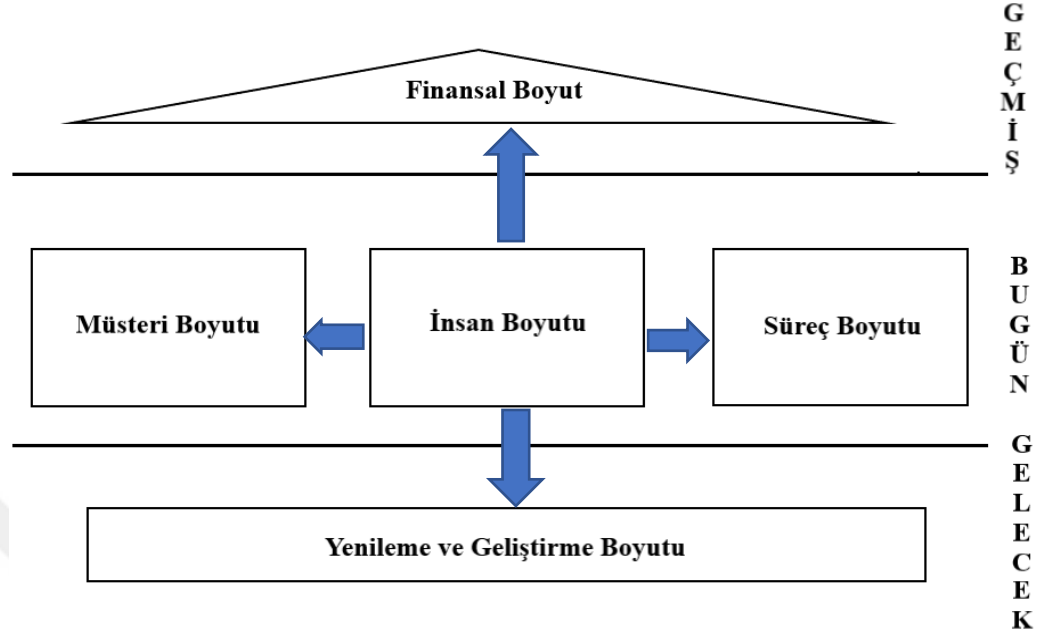


Kaynak: (Bontis, 2001: 45).

Şekilde 3’de, firmanın skandia klavuzu değer şeması açıklanmaktadır. Finansal sermaye ve entelektüel sermaye firmanın piyasa değerini oluşturmaktadır. Şekil 3’e göre, insan sermayesi ve yapısal sermayenin entelektüel sermayeyi; müşteri ve örgütsel sermayenin yapısal sermayeyi; yenilik ve süreç sermayesinin ise örgütsel sermayeyi kapsadığı görülmektedir (Bontis, 2001: 44).

Skandia AFS, entelektüel sermayeyi ölçmek ve raporlamak için devingen ve kapsayıcı bir model geliştirmiştir. Bu modelde, ölçüm ve raporlama için beş temel gösterge kullanılmaktadır. Bu beş gösterge, firmanın finansal, müşteri, süreç, yenileme ve geliştirme ile insan boyutlarını kapsamaktadır (Mouritsen vd, 2001: 405). Aşağıda Şekil 4’de bu beş boyut gösterilmektedir:

Şekil 4. Skandia Klavuzunun Beş Temel Boyutu



Kaynak: (Edvinsson, 1997:371; Demir ve Taşkın, 2008: 1699)

Modelin kurucusu Edvinsson, Şekil 4’de görüldüğü gibi, Skandia klavuzunu bir eve benzetmektedir. Evin çatısı olarak finansal boyutu, evin duvarları olarak müşteri ve süreç boyutlarını, evin temeli olarak yenilik ve geliştirme boyutunu ve evin özü ve ruhu olarak da insan boyutunu ele almıştır. İnsan boyutunu en dinamik güç olduğunu diğer boyutlarla iç içe olduğunu düşünmektedir ve Edvinsson bu boyutların bir rapor şeklinde sunulmasını öngörmektedir ve bunu da entelektüel sermaye raporları olarak adlandırmaktadır (Edvinsson, 1997: 371).

Entelektüel sermaye raporları, finansal tablolara ek olarak sunulmasının yanı sıra, grafiksel çizimleri de içermektedir. Skandia AFS’nin oluşturduğu entelektüel sermaye raporları, entelektüel varlıkların yönetilmesi ve değer üretmesi sonucunda oluşturduğu bilgilerin, ilgili bilgi kullanıcılarına aktarılmasında bir ildir. (Mouritsen, 2001: 404).

2.4.1.3. Teknoloji Brokeri

Teknoloji Brokeri yönteminde değerler teşhis analizi ile belirlenir. Entelektüel sermaye; piyasa varlıkları, entelektüel mülkiyet varlıkları, insan merkezli varlıklar ve altyapı varlıkları olmak üzere dört gruptan oluşmaktadır. Her bir grubun soruları yer

almakta ve bu sorulara verilen cevaplar maliyet, gelir ve piyasa yaklaşımı ile hesaplanmaktadır. Maliyet, gelir ve piyasa yaklaşımı sonucunda firmanın kendine özgü entelektüel sermayesinin parasal kıymeti hesaplanmakta ve her bir varlık grubunun firmanın entelektüel sermayesine katkısı hesaplanmaktadır (Bontis, 2001: 50-51)

Annie Brooking, sermaye ölçüm modellerine bir model daha ekleyerek katkı sağlamıştır. Bu model, entelektüel sermayenin parasal değerini sermaye denetimi ile hesaplamaktadır ve modelde öncelikle bir firmanın entelektüel sermaye unsurlarını oluşturan sorulara cevap aranmaktadır. Bu soruların çoğunluğuna olumlu cevap veren firmalar için sonuç, entelektüel sermayesi olumlu olarak karşılanırken; olumsuz cevaplar, entelektüel sermayeyi güçlendirmek için faaliyetlerine yön vermeleri gerektiğini göstermektedir. Sorulardan bazıları şöyledir (Dinçel, 2017: 34; Kerimov, 2011: 80):

- Firmadaki her çalışan sorumluluğunun farkında olup, firma amaçlarına olumlu yönde etkisi var mı?
- Firmada yatırımların dönüşü Ar-Ge üzerinden mi yorumlanır?
- Firmam markasının katkı sağladığının bilincinde mi?
- Firmada çalışanların değer arttırıcı önerilerini değerlendirecek düzen ve sistem mevcut mu?
- Firmada inovasyon nasıl sürdürülüyor ve çalışanların bu sürece katılımı destekleniyor mu?

2.4.1.4. Maddi Olmayan Varlıklar Cetveli

Sveiby tarafından geliştirilen bu yöntemle maddi olmayan varlıklar üç boyutta ele alınmaktadır. Bu boyutlar aşağıdaki gibidir (Marti vd, 2003: 214):

- **Dış Yapı (Müşteriler):** Firmanın hissedarlar ile olan ilişkilerini, müşteri portföyünü ve tedarikçileri, bankalar ve iş birliği anlaşmaları ile ticari markaları ifade eder.
- **İç Yapı (Organizasyon):** Firmanın resmi ve gayri resmi organizasyon yapısı, çalışma yöntemleri ve prosedürleri, yazılımlar, veri tabanları, araştırma ve geliştirme faaliyetleri, yönetim sistemleri ve kültürü ifade edilmektedir.

- **Yetenekler (İnsan):** Çalışanların eğitimi, tecrübesi, bilgisi, becerileri, değerleri ve tutumları gibi varlıkları ifade eder.

Bu yöntemin raporlama ölçütleri büyüme, yenileme, verimlilik ve süreklilik üzerinedir. Maddi olmayan varlıklar cetvelindeki amaç, yönetimin denetimini sağlamak ve yöneticilerin her bir boyutla ilgili firmanın gerçek durumunu yansıtabilecek iki ya da üç gösterge seçmesini önermektedir (Aslanoğlu ve Zor, 2006: 163).

Firmanın iç yapısı, dış yapısı ve yetenekleri; büyüme yenileme, verimlilik ve süreklilik kapsamında gösterilmiştir. Firmanın pazar payındaki artışı, imaj arttıran müşteri potansiyeline sahip olması ve kalite endeksi gibi hususlar, firmaların dışsal yapı boyutundaki büyüme ve yenilemesini göstermektedir. Bilgi teknolojilerine yaptığı yatırımlar, yapı güçlendirici müşterilere sahip olması, ARGE çalışmaları yapması ve buna harcanan zamanı içsel yapı boyutundaki büyüme ve yenilemeyi; firmadaki çalışanların eğitim düzeyi ve maliyetleri, yeterlik endeksi ve devir hızı, deneyim süreleri ve öğreten müşterilerinin olması ise yetenekler boyutundaki büyümesi ve yenilemesini kapsamaktadır.

2.4.1.5. Entelektüel Sermaye Endeksi

John Roos ve Goran Roos tarafından geliştirilen bu yöntem, entelektüel sermayeyi unsur bazında ölçerek, entelektüel sermaye unsurlarını tek bir endeks üzerinde göstermektedir. Entelektüel sermayedeki değişimleri piyasadaki değişimlerle ilişkilendiren bir yöntemdir (Hobikoğlu, 2011: 96).

- Bu sermaye endeksinde entelektüel sermayenin hesaplanmasındaki tüm ölçütler bir araya getirilerek, firmalar için önem taşıyan endeks tespit edilir (Kızıl, 2009: 111-112). Bu yöntem, entelektüel sermayeyi insan sermayesi endeksi, müşteri ilişkileri sermayesi endeksi, altyapı sermayesi endeksi ve yenilik sermayesi endeksi olmak üzere dört temel endeks kapsamında ölçmektedir (Aslanoğlu ve Zor, 2006: 162).

Entelektüel sermaye endeksi yöntemi, her firmanın önceliklerinin, misyonlarının, stratejileri ve seçimlerinin farklı olmasından dolayı firmalar arasındaki karşılaştırmayı sınırlamaktadır (Bontis, 2001: 48).

2.4.2.Finansal Ölçüm Yöntemleri

Entelektüel sermaye ölçüm yöntemlerinden finansal ölçüm yöntemleri şunlardır:

2.4.2.1. Piyasa Değeri- Defter Değeri Oranı

Bir firmanın entelektüel sermayesini ölçmenin en kolay ve en pratik yöntemi piyasa değeri defter değeri farkının hesaplanmasıdır (Jurczak, 2008: 42, Hobikoğlu, 2011:92).

$$\text{Entelektüel Sermaye Değeri} = \text{Piyasa Değeri} - \text{Defter Değeri}$$

Firmanın piyasa değeri, firmanın dolaşımdaki hisse senetlerine yatırımcıların belirli bir tarihte ödemeye razı olduğu tutarı ifade etmektedir ve aşağıdaki gibi hesaplanmaktadır:

$$\text{Firmanın Piyasa Değeri} = \text{Hisse Senedi Fiyatı} \times \text{Dolaşımdaki Hisse Senedi Sayısı}$$

Defter değeri ise bir firmanın özsermaye değeridir. Başka bir ifade ile firmanın varlıkları ile borçları arasındaki fark, defter değeri olarak adlandırılmaktadır.

$$\text{Firmanın Defter Değeri} = \text{Toplam Varlıklar} - \text{Toplam Borçlar}$$

Firmanın piyasa değeri ve finansal tablosunda yer alan defter değeri arasındaki fark, bilançoda görülemeyen ama firma değerinin belirli bir kısmını oluşturan entelektüel sermaye değerini vermektedir (Koç, 2021: 46)

Olumlu yanı: Yöntemin, basit hesaplamalardan dolayı uygulanabilirliğinin pratik olması, ihtiyaç duyulan verilerin işletmenin finansal tablolarından zorlanılmadan temin edilmesi ve varılan sonuçların karşılaştırılabilir olması gibi üstünlükleri vardır (Rodov and Leliaert, 2002: 329).

Olumsuz yanı: Yöntemin tek kullanılması bilgi kullanıcılarına kısıtlı bir bilgi sağlamaktadır. Firmanın hisse senetleri fiyatları birçok ekonomik faktörden etkilenmektedir. Piyasaların oynak olması ve dalgalanmalara maruz kalması işletmelerin piyasa değeri üzerinde önemli etkiler oluşturmaktadır. Yöntemin sadece hisse senetleri borsada işlem gören firmalar için geçerli olması, olumsuz durumlarından diğeridir. Bu durumda, hisse senetleri borsada işlem görmeyen firmaların belirlenen tarihte piyasa değerini bilmek söz konusu değildir. *Defter* değeri de bilançolara yapılan müdahaleler sonucunda varlıkların gerçek değerini göstermemektedir. Bu bakımdan firmaların hem piyasa değerini hem de defter

değerinin olduğundan düşük veya yüksek gösterme eğiliminin olabilmesi olumsuz yanındır (Özsoy, 2006: 36).

2.4.2.2. Piyasa Değeri / Defter Değeri Oranı

Piyasa Değeri / Defter Değeri oranı, firmanın piyasadaki hisse senetlerinin belli bir tarihte işlem gördüğü piyasa fiyatının, aynı tarihteki hisse senedi başına düşen öz sermaye payına bölünmesi ile hesaplanmaktadır (Çıkrıkçı ve Daştan, 2002: 24).

Entelektüel Sermaye Değeri = Piyasa Değeri / Defter Değeri

Bu oran, bir firmanın piyasa değerinin özsermayesinin kaç katı olduğunu gösterir ve oranın yüksek olması, firmanın bilgi yoğunluğunun arttığını göstermektedir (Tseng and Goo, 2005: 192). Yöntemin firmaların rakipleri ile kıyaslanmasında ve sektörel oranlarla kıyaslanmasında kullanılması oranı daha anlamlı kılabilir.

PD/DD oranı artması, firmanın maddi olmayan unsurlarını etkin bir şekilde kullandığını göstermektedir. PD-DD yöntemine göre PD/DD yöntemi, aynı ya da farklı sektörlerde varlıklarını sürdüren firmalar için mukayese edilebildiğinden daha isabetli ve güvenilir sonuçlar sunmaktadır (Kerimov, 2011: 52).

2.4.2.3. Tobin-Q Oranı

İktisatçı James Tobin tarafından yatırım kararlarını ön görmek amacıyla oluşturulmuş bir yöntemdir. Firmaların bilgi, teknoloji ve insan sermayesine ne kadar yatırım yaptıklarını göstermektedir ve entelektüel sermayeyi ölçme yöntemlerinden birisidir (Özsoy, 2006: 36). Tobin Q firmanın piyasa değeri ile varlıkların yenileme veya yerine koyma maliyeti arasındaki ilişkiyi ölçmektedir (Arıkboğa, 2003: 120).

Q = Piyasa Değeri / Varlıkların Yenileme Maliyeti

Varlıkları yerine koyma maliyeti, varlık değiştirildiğinde o varlığın yerine yenisini koyabilmek için alınan varlığa ödenecek tutar olarak tanımlanmaktadır (Joia, 2008: 258). Tobin Q oranı yönteminde:

Q>1 olması, firmanın entelektüel varlıklara sahip olduğu ve bu varlıklardan yüksek getiriler elde ettiğini; yatırımcılar açısından ise firmaların büyüme fırsatlarına yönelik beklentilerinin olumlu yönde olduğu ifade eder (Çıkrıkçı ve Daştan, 2002: 25).

Q<1 olması, firmanın entelektüel varlıklara sahip olmadığı ve varlıkların getiri düzeyinin yenileme değerini karşılayamadığı; yatırımcılar açısından ise beklentilerinin olumsuz yönde olduğu anlamı çıkarılır (Ercan vd, 2003: 131-132).

Tobin Q oranı, PD/DD oranı yöntemi ile benzerlik göstermektedir. Piyasa değerinin dış faktörlerden etkilenmesi, Tobin Q sonuçlarını da olumsuz yönde etkilemektedir. Fakat Tobin Q oranı hesaplanırken, defter değeri yerine varlıkların yenileme maliyetinin kullanılması, PD/DD oranına göre daha isabetli ve güvenilir bir sonucun elde edilmesini sağlar. Çünkü Tobin Q oranı, varlıkların yenileme maliyetini dikkate aldığından, amortisman uygulamalarının neden olduğu olumsuzluklar söz konusu değildir (Kerimov, 2011: 55).

2.4.2.3. Maddi Olmayan Varlıkların Değerinin Hesaplanması

Maddi olmayan varlıkların değerinin hesaplanması yöntemi ile firmalar entelektüel sermayelerini değerlendirmekte ve karlı yatırım alanlarının ilgili bilgi kullanıcıları tarafından kullanılmasını sağlamaktadır. Yöntemin temel varsayımı, firmaların maddi ve mali sermayesine yapılan yatırımlardan sektörde geçerli olan ortalama kazanç kadar gelir elde ettiği ve ortalama kazancın üzerindeki gelirlerin de firmaların entelektüel sermayesinden kaynaklandığı düşüncesidir (Aho vd, 2011: 4).

Denetlenmiş mali tablolara dayanan bu yöntem gerek sektör içinde gerekse sektörler arasında karşılaştırma yapma imkanı sağlamaktadır. Yöntemin olumlu yanı, firmanın mevcut ve gelecekteki durumunun analiz edilmesine ve firmanın aynı sektördeki rakip firmalarla mukayese edilmesine fırsat vermesidir. Yöntemin olumsuz yanı ise, getiri fazlalığının ölçülmesinde, sektör ortalamasının maddi varlık getiri oranının kullanılmasıdır. Ortalama değerlerin, uç noktadaki değerlerden etkilenmesi, yöntemdeki hesaplamaların sağlıklı olmasına engel olmaktadır (Avcı, 2020: 35).

2.4.2.4. Entelektüel Katma Değer Katsayısı

Ante Pulic tarafından geliştirilen yöntem, firmanın etkileşimde bulunduğu her şeyin ve herkesin işletmeye sağladığı katkıyı kapsamaktadır. Yöntem, firmanın yönetim hiyerarşisinde bulunan herkesi kapsamaktadır. Firma ile etkileşimde bulunan her bir bileşenin oluşturduğu katma değer etkinliğinin ölçülmesini sağlayan analitik bir yöntemdir. Firmaların muhasebe kayıtlarında bulunan gerçek değerler kullanılarak, entelektüel sermaye değeri ölçülmektedir (Pulic, 2004: 63).

Entelektüel Katma Değer Katsayısı yöntemi üç bileşenden oluşmaktadır. Bunlar; insan sermayesi etkinlik katsayısı, yapısal sermaye etkinlik katsayısı ve

müşteri sermaye etkinlik katsayısıdır (Pulic, 2004: 65). Entelektüel katma değer katsayısına ait formül aşağıdaki gibi ifade edilebilir:

$$VAIC = HCE+SCE+CEE$$

VAIC = Entelektüel katma değer katsayısı,

HCE = İnsan sermayesi etkinlik katsayısı,

SCE = Yapısal sermaye etkinlik katsayısı,

CEE = Kullanılan sermaye etkinlik katsayısını ifade etmektedir.

Bu etkinlik katsayılarının hesaplanabilmesi için, ilk olarak firma tarafından yaratılan katma değer belirlenmesi gerekir.

$$\text{Katma Değer (VA)} = \text{Çıktı} - \text{Girdi}$$

Bu yöntemdeki katma değer hesaplanmasının farkı, insana verdiği değer hususunda ortaya çıkmaktadır. Firmanın çalışanına yapmış olduğu harcamalar bir maliyet unsuru olarak değil de yatırım unsuru olarak görülmektedir. Bu bakımdan katma değer hesaplanmasında satış gelirlerinden harcamalar düşülürken, harcamaların içerisinde personel harcamaları yer almaz.

Firer ve Williams, Pulic'in yaptığı tanımlamadan yola çıkarak katma değeri, daha ayrıntılı bir şekilde aşağıdaki gibi hesaplamıştır (Firer ve Williams, 2003: 352):

$$VA = I + DP + D + T + M + R + WS$$

VA: Firmanın yarattığı toplam katma değer

I: Faiz Giderleri

DP: Amortisman giderleri

D: Temettüleri

T: Kurumlar Vergisi

M: İştirak Kazançları

R: Dağıtılmayan Karlar

WS: Toplam maaş ve ücret giderler

Katma değer hesaplanması tamamlandıktan sonra, entelektüel katma değer katsayısını oluşturan etkinlik katsayıları ise aşağıdaki gibi hesaplanmaktadır (Pulic, 2010: 3-4; 2004:64-65):

İnsan sermayesi etkinlik katsayısı:

$$HCE = VA/HC$$

HC = İnsan sermayesini ifade etmektedir. HC aynı zamanda, katma değerden yapısal sermayenin çıkartılması ile de hesaplanabilir (VA-SC).

Yapısal sermaye etkinlik katsayısı:

$$SCE = SC/VA$$

SC = Yapısal sermayeyi ifade etmektedir. SC aynı zamanda, firmanın maddi duran varlıklarının toplamıdır.

Kullanılan sermaye etkinlik katsayısı:

$$CEE = VA/CE$$

CE = Firmanın kullandığı sermayeyi göstermektedir. CE, firmanın fiziksel ve finansal varlıklarının toplamıdır. CE aynı zamanda, firmanın net işletme sermayesi ile duran varlıklarının toplamına eşittir.

Firmanın entelektüel katma değer katsayısı ne kadar yüksek olursa, firmanın toplam kaynakları tarafından oluşturulan katma değer de o kadar yüksek olmaktadır ve firma fiziksel, finansal ve entelektüel sermayelerini etkin ve verimli bir şekilde kullanıyor demektir (Pulic, 2000: 3).

2.5. Entelektüel Sermayenin Yönetimi ve Raporlanması

Bilginin değerinden yararlanabilmek için, firmaların sahip oldukları değerlerin kaydedilmesi, yönetilmesi ve raporlanması gerekir. Firma için değer oluşturabilecek her bir unsur o firmaların hem faaliyetlerini sürdürmede hem de rekabette avantaj sağlayarak, uzun ömürlü olmasında önem taşımaktadır. Çünkü, bilgi yoğun firmalarda maddi olmayan varlıkların diğer varlıklardan daha değerli olduğu açıktır (Alfraih, 2018:267). Bu bakımdan maddi olmayan varlıkları temsil eden entelektüel sermayenin de firma bünyesindeki etkisinin kaydedilip, yönetilmesi ve raporlanması gerekir.

Entelektüel sermaye, kendi başına bir sonuç, bir uğraş olarak görülmemelidir. Bilgi yönetimi söz konusu olduğundan, firma içerisindeki ve dışındaki tüm etkenler çalışanlar, pay ortakları, yöneticiler ve müşteriler için değer oluşturulmasında kullanılan bir araç olarak değerlendirilmelidir. Entelektüel sermaye, firma yönetimi için değer oluşturuçu unsurların keşfedilmesinden artırılmasına ve piyasada değer haline dönüştürülmesine kadar etkili bir süreçtir (Ölçer ve Şanal, 2007: 481).

Entelektüel sermayenin etkin bir şekilde yönetilmesi, örgüt kültürü üzerinde olumlu bir etki yaparak, kurumsal itibarı arttırır. Böyle bir çalışma ortamında, öğrenen

bireyden öğrenen organizasyon bilincine geçilerek, değişime açık, paylaşımcı bir örgütün oluşması sağlanır. Sürekli kendini yenileyen ve üreten bir organizasyonda ise örgüt bağlılığı artar (Çağlar, 2003: 85).

Entelektüel sermaye, somut bir kavramdan ziyade soyutluğu içermesi sebebiyle ölçülmesi hususunda genel kabul görmüş net bir fikir birliği bulunmamaktadır. Bu bakımdan muhasebeleştirmek güç olmakla beraber, entelektüel sermayenin ölçülmesi ve raporlanması hususunda çeşitli yöntemler ve yaklaşımlar bulunmaktadır.

Entelektüel sermayenin raporlanmasına ilişkin literatürde üç temel yaklaşımdan söz edilmektedir. Bu temel raporlama yaklaşımları çalışma yapan kişiler tarafından farklı şekillerde isimlendirilmekte olup, içerik olarak benzerlik göstermektedir ve aşağıdaki gibi gruplandırılmaktadır (Seetharaman vd, 2002: 140-143; Erkuş, 2004: 313-314; Sipahi, 2004: 148):

Bütünsel Yaklaşım: Entelektüel sermaye değerini işletmenin piyasa değeri ile defter değeri arasındaki fark ile hesaplanacağını ve bu farkın da bilançoda entelektüel sermaye kalemlerinde izlenebileceğini öne süren bir yaklaşımdır. Bu yaklaşımda entelektüel sermayenin, geleneksel muhasebe yöntemleri ile birleşerek bütünsel olarak kullanıcılara sunulacağını ifade eder.

Bağımsız Yaklaşım: Performans ya da tamamlayıcı raporlama yaklaşımı olarak da adlandırılmaktadır. Bağımsız yaklaşıma göre firmanın entelektüel sermayesine ilişkin bilgilerin, ek tablolarda sunulması gerektiğini ifade etmektedir. Firmanın finansal tablolarına ek olarak tablolar eklenmesini ön görmektedir. Bu bakımdan bütünsel yaklaşımdaki mali tablolara karşı güven kırıklığının olmaması sağlanarak, mali tabloların sürekliliği sağlanır ve kullanıcı sahiplerine ek bilgilerle daha detaylı bilgiler verilmesini mümkün kılar.

Karma Yaklaşım: Hem bütünsel yaklaşımı hem de bağımsız yaklaşımı kapsamaktadır. Entelektüel sermaye unsurlarının bazılarının finansal tablolarda gösterilmesini, bazılarının ise ek raporlar halinde sunulması gerektiğini ileri süren bir yaklaşımdır.

Firmanın değerini ve performansını etkilemesine rağmen entelektüel sermayenin, mali tablolar dışında raporlanması önemli bir sorun taşımaktadır. Firma

için değer oluşturmada önemli bir etken olup da firmaların bunu raporlayamaması kompleks bir bilgi asimetrisi oluşturmaktadır (Brannstrom ve Giuliani, 2009: 68).

Entelektüel sermayenin finansal tablolarda raporlanmasına yönelik hem ulusal hem de uluslararası bir standart bulunmamaktadır. Entelektüel sermayenin maddi olmayan varlıkları kapsadığı ifade edilmesine rağmen, TMS 38 "Maddi Olmayan Duran Varlıklar" çerçevesinde yapılan tanımlamalar da yeterli değildir. Maddi duran varlıkların raporlanmasına yönelik açıklamalar yer almakla birlikte, geleneksel muhasebe sistemi entelektüel sermayenin muhasebeleştirilmesi ve raporlaması için yeterli değildir ve buna yönelik bir standart, ülkemizde ve uluslararası boyutta bulunmamaktadır (Sipahi, 2004: 146).

2.6. Entelektüel Sermaye Alanında Yapılan Çalışmalar

Literatüre bakıldığında entelektüel sermayenin firma performansına etkisi üzerine birçok çalışma yapılmıştır. Benzer şekilde kurumsal yönetimin firma performansına etkisi üzerine de birçok çalışma mevcut olduğu gibi yönetim çeşitliliği veya yönetim kurulu yapısı ile entelektüel sermaye üzerine çalışmalar da mevcuttur. Fakat kurumsal yönetim açısından entelektüel sermayenin firma performansına etkisini başka bir ifade ile üç kavramın birbirleriyle ilişkilerini inceleyen bir çalışma nadir bulunmaktadır. Bu üç değişkenin ilişkisini inceleyen çalışmalarda da kurumsal yönetim, entelektüel sermaye ve firma performansının ölçüm yöntemlerinin farklı şekillerde hesaplanması, çalışmaların ele alınması bakımından farklı yaklaşımlar ortaya çıkmasına neden olmaktadır. Entelektüel sermayedeki bilgi çağındaki yeniliklerinin kurumsal yönetim ilkelerine katkı sağlayacağı, kurumsal yönetim faaliyetlerinin başarılı bir şekilde gerçekleştirilmesi ile de firma performansının arttırılacağı düşünülmektedir. Bu bakımdan çalışmanın literatüre ışık tutacağı düşünülmektedir. Entelektüel sermaye ile ilgili yapılan çalışmalar aşağıda açıklanmaktadır:

Al-Omouh vd (2022) çalışmalarında, COVID-19 salgını gibi benzeri görülmemiş krizler sırasında entelektüel sermayenin, tedarik zinciri yönetimi, bilgi yönetimi gibi dinamik yeteneklerin kurumsal sürdürülebilirliği korumadaki rolü üzerine etkisini araştırmışlardır. Çalışmalarının sonucunda bilgi yönetiminde işbirlikçi yaklaşımın tedarik zinciri çevikliğini ve kurumsal sürdürülebilirliği önemli ölçüde etkilediğini ortaya koymuşlardır. Entelektüel sermayenin, dinamik yetenekler, tedarik

zinciri yönetimi ve bilgi yönetimi gibi yeteneklerin, benzeri görülmemiş krizler sırasında kurumsal sürdürülebilirliği korumada etkili olduğunu ileri sürmüşlerdir.

Kusi-Sarpong vd (2022) araştırmalarında, entelektüel sermayenin firmaların sürdürülebilir üretimi geliştirmede rol oynadığını düşünmüşlerdir ve bunun doğruluğunu araştırmışlardır. Pakistan ve Bangladeş'teki 289 tekstil firmasından tasarlanmış bir anket yardımıyla çalışmalarının verilerini toplamışlar ve modellenen ilişkiyi incelemek için CB-SEM yöntemini kullanmışlardır. Sonuçların ülkeler arası karşılaştırmasında PLS-Çoklu Grup Analizi (MGA)'ni kullanmışlardır. Araştırmalarının sonucunda, entelektüel sermayenin blok zincir odaklı tedarik zinciri yönetimini benimsemesi yoluyla doğrudan ve dolaylı olarak sürdürülebilir üretime katkıda bulunduğunu ileri sürmüşlerdir.

Troise vd (2021) çalışmalarında, girişimcilik projelerinin entelektüel sermayesinin kitle fonlayıcılarına yönelik oynadığı sinyal rolünü araştırmışlardır. Özsermaye kitle fonlaması platformlarında yayınlanan girişimci projelerin entelektüel sermayesi, dış küçük yatırımcılar veya kitle fonlayıcıları tarafından girişimin kalitesinden emin olmak ve onları yatırım yapmaya teşvik etmesi açısından sinyal olarak algılanabileceğini ileri sürmüşlerdir. Araştırmalarında, bilgi asimetrilerinin hafifletilmesinde sinyal teorisinin rolünden yararlanarak, öz sermaye kitle fonlaması arayan projelerin entelektüel sermayesinin, kitle fonlayıcılarının yatırım kararlarını olumlu yönde etkileyen güçlü bir sinyal olduğunu savunmuşlardır. Girişimci projelerinin entelektüel sermayesinin üç bileşeni olan insan, yapısal ve ilişkiyel sermayenin toplanan fon ve yatırımcı sayısı açısından ölçülen öz sermaye kitle fonlaması kampanyalarının başarısını etkileyen faktörler olarak belirlemişlerdir. Çalışmaların sonucunda ilişkiyel sermayenin öz sermaye kitle fonlaması yapanların yatırım kararlarını olumlu etkilediğini ve dolayısıyla öz sermaye kitle fonlaması kampanyalarının başarısını açıkladığını ortaya koymuşlardır. İnsan sermayesi ve yapısal sermayenin ise ilgili faktörlerin yatırım kararları üzerinde olumlu bir etkisinin olduğunu, ancak bunun sadece sınırlı bir ölçüde olduğunu ileri sürmüşlerdir.

Wang vd (2021) çalışmalarında, dördüncü sanayi devriminde teknolojinin ve yeniliklerin finans alanında etkilerinin olduğunu bu bakımdan bilişim teknolojilerine yapılan yatırımların entelektüel sermaye ve bazı alt bileşenleri olan rekabet avantajı ve bankalar üzerinde etkisinin olup olmadığını araştırmışlardır. SAARC bölgesindeki

65 bankadan 2008-2018 yılları arasında 11 yıllık bir zaman dilimini içeren dönemdeki verilerini toplayarak, GMM regresyon yöntemini kullanmışlardır. Çalışmalarının sonucunda bilişim teknolojilerine yapılan yatırımların entelektüel sermaye ve bazı alt bileşenler üzerinde olumlu bir etkisi olduğunu ortaya koymuşlardır.

Huang ve Huang (2020) çalışmalarında, entelektüel sermayenin kurumsal yetenekler ve performans arasındaki ilişkilere nasıl aracılık ettiğini incelemişlerdir. Tayvan Ulaşım Aracında 167 yöneticiyi kapsayan bir anket çalışması gerçekleştirmişler ve kısmi en küçük karelere (PLS) dayalı yapısal eşitlik modellemesini (SEM) kullanmışlardır. Çalışmalarının sonucunda pazar bilgisi ve yenilikçi yeteneklerin entelektüel sermaye üzerinde olumlu etkileri olduğunu; ancak müşteri bilgisi yeteneklerinin önemli bir etkisinin olmadığını ileri sürmüşlerdir. Entelektüel sermayenin, örgütsel yetenekler ve örgütsel performans arasındaki ilişkilere kısmen aracılık ettiğini, hem dış hem de iç boyutlarındaki kurumsal yetenek ve performanslara aracılık etkilerini göstererek, kurumsal performansı artırmayı amaçlayan işletmelere önerilebileceğini ortaya koymuşlardır.

Sadiq, Nosheen ve Akhtar (2020) çalışmalarında, kurumsal yönetim endeksinin entelektüel sermaye performansı üzerindeki etkisini değerlendirmeyi amaçlamışlardır. 2010-2014 yılları arasında Pakistan tekstil sektörünün verilerini analiz etmek için Sabit ve Rastgele Etkili Regresyon teknikleri kullanmışlardır. Çalışmalarının sonucunda, kurumsal yönetim endeksinin entelektüel sermaye performansı üzerinde negatif yönde anlamlı bir etkisi olduğunu gösterirken, alt endekslerin farklı sonuçlar verdiğini ileri sürmüşlerdir. Bağımsız yönetici, bağımsız denetim komitesi, yabancı hissedar sahipliği, bahşiş ve ücret komitesi olmak üzere beş değişken için entelektüel sermaye ile anlamlı bir ilişkisi olduğunu ortaya koymuşlardır. Bu bakımdan tekstil sektörünün kurumsal performansı arttırması hususunda entelektüel katma değer katsayısı yöntemini işletmelerinde kullanabileceklerini ifade etmişlerdir.

Aktaş ve Atalay (2020) Dokuz Eylül Üniversitesi'nde yönetim kurulu çeşitliliğinin entelektüel sermaye üzerine etkisini incelemişlerdir. Çalışmada bağımlı değişken olarak firmaların entelektüel sermaye değerleri, bağımsız değişken olarak yönetim kurulu yapısı çeşitliliğini oluşturan bileşenleri ve kontrol değişkeni olarak

firma büyüklüğü, özsermaye karlılık oranı ve aktif karlılık oranlarını kullanmışlardır. Yaptıkları çoklu regresyon analizi sonucunda, yönetim kurullarındaki kadın üye oranı, bağımsız üye oranı, CEO ikiliği ile entelektüel sermaye arasında anlamlı ve negatif yönlü bir ilişki olduğunu ve kontrol değişkenleri ile entelektüel sermaye arasında kurulan regresyon modelinin ise anlamsız sonuç verdiğini ortaya koymuşlardır (Aktaş ve Atalay, 2020: 847).

Horasan, Meydan ve Yıldız (2017) çalışmalarında entelektüel sermaye, kurumsal yönetim derecelendirme notu ve işletme performansı arasındaki ilişkiyi incelemişlerdir. Entelektüel sermaye ölçmek için Tobin Q, PD/DD, PD-DD ve şirket performansı için özsermaye karlılığı ve aktif karlılığı değişkenlerini kullanmışlardır. Çalışmalarının sonucunda entelektüel sermaye, kurumsal yönetim derecelendirme notu ve işletme performansı değişkenleri arasında üçlü bir ilişki çıkmamıştır (Horasan, Meydan ve Yıldız, 2017: 478).

Omar (2016) çalışmasında kurumsal yönetimin ve entelektüel sermayenin firma performansına etkisini araştırmıştır. 2007-2011 yılları için Tahran Borsası'nda işlem gören işletmelerin verilerini ve regresyon analizi kullanarak analiz etmiştir. Entelektüel sermaye, Entelektüel Katma Değer Katsayısı ile kurumsal yönetimi, kurumsal yönetim puanlaması ve finansal performansı Tobins Q oranını kullanarak ölçmüştür. Şirket Büyüklüğü, Finansal Kaldıraç ve Firma Yaşı ise kontrol değişkeni olarak ele alınmıştır. İşletmeleri kurumsal yönetim düzeyinde beş ayrı bölümde ve toplam 12 soruda değerlendirmiş ve sanal değişken (sıfır-bir) kullanarak puanlamıştır. Çalışmasının sonucunda Entelektüel sermaye ile firma performansı arasında anlamlı bir ilişki olduğunu; kurumsal yönetimin, entelektüel sermayeyi ve finansal performansı olumlu ve anlamlı şekilde etkilediğini ileri sürmüştür.

Muttakin, Khan ve Belal (2015) çalışmalarında Kurumsal yönetim ve entelektüel sermaye arasındaki bağlantıların, özellikle kurumsal yönetim mekanizmalarının aile egemenliği nedeniyle büyük ölçüde töresel olma eğiliminde olduğundan gelişmekte olan ekonomiler bağlamında yeterince araştırılmadığını ileri sürmüşlerdir. Araştırmalarında Bangladeşli şirketlerin kurumsal yönetim ile entelektüel sermaye arasındaki ilişkiyi incelemişlerdir. Çalışmalarının sonucunda, aile sahipliği ile entelektüel sermaye arasında doğrusal olmayan bir ilişki olduğunu ve aile ikiliğinin başka bir ifade ile CEO ve başkan pozisyonlarının aynı aileden iki birey

tarafından işgal edilmesinin entelektüel sermaye ile negatif ilişkili olduğunu ortaya koymuşlardır. Ayrıca araştırmalarında yabancı mülkiyetin, yönetim kurulu bağımsızlığının ve denetim komitelerinin varlığının entelektüel sermaye ile pozitif olarak ilişkili olduğunu ileri sürmüşlerdir.

Öztürk ve Demirgüneş (2008) çalışmalarında kurumsal yönetim ile entelektüel sermaye arasındaki ilişkiyi incelemişlerdir. Entelektüel sermaye unsurlarının yönetilmesinde kurumsal yönetimi sorumlu tutmuşlardır. Bu bakımdan da kurumsal yönetimi, entelektüel sermayenin bir unsuru olarak açıklayıcı şekilde kavramsal bağlantı kurarak incelemişlerdir. Çalışmaları sonucunda kurumsal yönetimin, entelektüel sermaye unsurlarını kapsayan bir üst entelektüel sermaye unsuru olduğunu ve Türkiye'deki firmaların entelektüel sermayelerine sinerji kazandırmaları için kurumsal yönetim uygulamalarına önem vermeleri gerektiğini ileri sürmüşlerdir (Öztürk ve Demirgüneş, 2008: 410).

Literatür incelemesi sonucunda işletmelerin entelektüel sermayesini geliştirmelerinin performansları üzerinde etkili olduğu görülmektedir. Türkiye'de yapılan çalışmalar genel olarak hep tek yönlü olarak başka bir ifade ile ya entelektüel sermayenin firma performansı üzerine etkisi ya da kurumsal yönetimin firma performansına etkisini incelemişlerdir. Her iki kavramın beraber etkisinin, firma performansı üzerine etkisini araştıran çalışmalara nadir rastlanmaktadır.

2.7. Bölüm Özeti

Çağımız, gücü üretim faktörlerine dayanan ekonomik yapıdan çıkıp, gücü bilgiye dayanan bilgi ekonomisine geçmiştir. Firmaların bilişim alt yapılarından faydalanması beraberinde ağ ekonomisini ve sanal dünya farkındalığını getirmiştir. Teknoloji sayesinde üretici tüketici ile direkt iletişime geçebilmekte ve bu da araçların etkilerini azaltarak, daha hızlı bir piyasa yapısını oluşturmaktadır. Bütün bunlar firmaların nitelikli insan gücünü, çalışanlarının verimliliğini destekleyen organizasyonel yapısını ve dış ilişkilerinde etkin olmasını sağlayan faktörlerin başka bir ifade ile entelektüel sermaye unsurlarının etkin olması ile ilişkilidir.

Çalışmamızda entelektüel sermaye unsurlarının beraberinde kurumsal yönetim uygulamalarının firmalarca benimsenmesi sonucu firma performansı ve verimliliklerini arttıracığı düşünülmektedir. Firma bünyesinde entelektüel sermaye ve

kurumsal yönetim uygulamalarının bir arada kullanılması ile firmaların etkileşime girdiği tüm paydaşlara ve faaliyet gösterdiği tüm alanlarda yarar sağlaması beklenmektedir. Bu bakımdan hem entelektüel sermaye hem de kurumsal yönetim, yatırımcının güveninin kazanılmasında, ekonomik olarak büyümede ve verimliliğin artırılmasında önemli bir unsur olarak görülmekte ve firmaların performansını etkileyen iki önemli değişken olarak, çalışmada ele alınmıştır.



ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

KURUMSAL YÖNETİM PERSPEKTİFİ İLE ENTELEKTÜEL SERMAYENİN FİRMA PERFORMANSI ÜZERİNE ETKİLERİ

3.1. Performans Kavramı

Günümüzde teknolojinin hızla ilerlemesinin beraberinde getirdiği yenilikler, firmaların yönetim yaklaşımında değişiklikler olmasına ve yeniliklere kapı açmıştır. Bu durum firmaları başta varlıklarını devam ettirebilmeleri ve rekabette etkin olabilmeleri için, iş süreçlerini daha iyi yönetmeye zorlamıştır. Süreçlerin etkin yönetilebilmesi, firmaların göstermiş oldukları performans ile ilgilidir. Performans kelimesi genel olarak "amaçlara ulaşabilmek için yapılan planlı tüm çabaların ve sonuçlarının değerlendirilmesi" olarak ifade edilmektedir. Bir işi yapan bireyin, bir grubun ya da bir kuruluşun o işle amaçlanan hedefe ne ölçüde ulaşabildiğinin nicel ve nitel olarak ifade edilmesi ve işte gösterilen başarı derecesidir (Cengiz, 2020: 76; Uysal, 2015: 33; Helvacı, 2002:156; Akal, 2002: 1-3; Okur, 2007: 53, Aydeniz, 2009: 265).

Firmalar performanslarını değerlendirerek; güçlü ve zayıf yönlerini, yeteneklerini, çevresel tehditleri görüp faaliyetlerini yönlendirmektedirler. Sahip oldukları firma kültürünü, örgüt bağlılığını, ekonomik durumunu, işgücü yeterliliğini, ekipman etkinliği gibi yönlerini sektörde bulunan diğer firmalar ile karşılaştırma olanağı sunar (Brandau ve Hoffjan, 2020: 76).

Başarılı firmalar, başarısının farkının güçlü bir performansa sahip olmalarından kaynaklandığını bilmektedirler. Çünkü firmalar performansları sayesinde belirledikleri hedeflerin gerçekleştirme durumunu görebilir, ön yargısız bir şekilde somut olarak bir karar verme ortamı sağlayabilir, çalışanlarını yaptıkları iş doğrultusunda değerlendirebilir ve firmanın başarısı hakkında bilgi sahibi olurlar (Yüreğir ve Nakıboğlu, 2007: 545). Firmaların rekabette üstünlük sağlayabilmesi için, yapması gereken işlerin ve sorumlulukları farkında olması ve bunları planlaması gerekir. Bu durum için de performans değerlendirmesi, firma için en önemli yararlanacağı kaynak özelliği taşımaktadır (Folan ve Browne, 2005: 666).

Bir çalışmanın ya da sürecin sonucu o sistemin performansını göstermektedir. Bu sonuç, firma amaçlarının yerine getirilme derecesidir (Zerenler, 2005: 2). Firmalar

göstermiş oldukları firma performansları ile firma içerisinde etkili bir iletişim sağlayarak, amaç ve hedefleri arasında bağlantı kurmayı, firma içerisinde sorumluluklarının farkında olunmasını amaçlamaktadır (Martinez, 2000: 3).

3.2. Performans Ölçümü

Firma bünyesinde karşılaşılan sorunlar tespit etmek ve çözüm üretmek için performans ölçümleri kullanılmaktadır. Firmaların performans ölçümü ne kadar güçlü yapılırsa firmalar o kadar dinamik bir hale gelecektir (Zerenler, 2005: 1). Firmaların planlarının gerçekleşme derecesinin belirlenmesinde, başarılarının saptanmasında, yönetim kararlarına destek olmasında ve yönetime geri bildirim sağlama hususunda, yönetici ve çalışanların işletmeye katkı sağlaması bakımından özendirilmesinde, faaliyetlerinin etkinliğinin ve verimliliğinin belirlenmesinde, firma performans düzeyinin saptanması için performans ölçümleri son derece önemlidir (Parker, 2000: 63).

Firmada geri bildirim sağlanması, yönetimin daha kolay ve etkili kararlar almasını sağlayarak, örgüt içinde motivasyonun artmasına, hesap verilebilirliğin sağlanmasına olanak sağlar. Bu durumların hepsi de performans ölçümünün işlevlerini yerine getirdiğini göstermektedir. (Spitzer, 2007: 15).

Başarılı bir yönetime sahip olmanın yollarından biri firma performansının ölçümüdür. Ölçülemeyen bir şeyin kontrolü yapılamamaktadır ve bunun sonucunda yönetilememektedir. Bu bakımdan performans ölçümü, firma faaliyetlerine ve stratejilerine ilişkin önemli bilgiler sunmaktadır (Örnek ve Ayas, 2015: 98).

Performansın ölçümü firma faaliyetlerinin kontrol edilmesine, değerlendirilmesine imkan sağlamaktadır. Değerlendirme sonuçlarının karşılaştırılmasına, geliştirilebilecek alanlar tespit edilerek mevcut olumsuzlukların sebeplerinin bulunmasına ve bunlarının giderilmesine ilişkin önlemler alınmasında yönetime yol göstermektedir (Kalmış, 2010: 55).

Yönetimin planlama yeteneğini arttırması, firmanın verimli şekilde faaliyetlerini sürdürmesi, olası sorunların erken tespit edilmesi ve risklerin minimize edilmesi, firma içerisinde hesap verme sorumluluğunun gelişmesi performans ölçümünün firmaya ve firmanın ilgili taraflarına faydaları içerisinde yer almaktadır (Akal, 2002: 65). Örnek olarak müşteri ihtiyaçlarının belirlenmesi ile firmanın tedarik

yetkinliğinin senkronize edilmesi, yeni satış fırsatlarının tanımlanmasını sağlar (Claycomb, Germain, & Droge, 2000; Ryals & Rogers, 2007; Akt: Hengstebeck vd, 2022: 394).

Performans ölçümleri nitel veya nicel göstergeler şeklinde kullanılabilir. Nicel göstergeler, nitel göstergelere iki yönden avantaj sağlamaktadır. İlki nicel göstergelerin nitel göstergelerden daha kesin olmasıdır. İkincisi ise, nicel göstergeler ile aritmetik hesaplar yapılabilmesidir ve bu bakımdan değerlendirilmede istatistik ve matematik gibi bilimlerden yararlanılabilmektedir (Say, 2019: 52).

Firmalar performans ölçümlerini finansal ve finansal olmayan ölçütler olmak üzere iki farklı şekilde ölçmektedirler. Finansal performans değerlendirilmede; satışlarda ve yatırımlardaki karlılığı, pay başına düşen karı, satışlardaki artışları temel ölçüt olarak kabul etmektedirler. Firmaların pazar payları, oluşturulan katma değerleri, yeni ürünleri ve bu ürünlerin kalitesi, teknolojisi ise finansal olmayan performans değerlendirilme ölçütlerindedir. Her iki ölçüt de birbirini etkilemekte ve firma performansı hakkında bilgiler sağlamaktadır (Dizgil, 2020: 65; Akt: Venkatraman ve Ramanujam,1986: 804-814; Bolat, 2009: 12)

Teknolojinin gelişmesi, küreselleşme gibi etkilerle çok uluslu firmaların ortaya çıkması, farklı finansal araçların kullanılması, finansal performansın daha kapsamlı bir şekilde ele alınmasına neden olmuştur (Uluslan, 2013: 46). Finansal performans geleneksel yaklaşıma göre, kar ya da zararın karşılığı olarak algılanmaktadır. Kar, firma sürekliliği açısından hem faaliyetlerin başarı durumunu göstermesi hem de gereksinim duyulan kaynağın sağlanması bakımından önemlidir (Yüreğir ve Nakıboğlu, 2007: 549-552).

Çalışmada finansal ölçüt yöntemleri kullanılacaktır ve bu ölçüm yöntemleri de muhasebe kriterleri, piyasa kriterleri ve ekonomik kriterler olmak üzere üç başlıkta incelenecektir.

3.2.1. Muhasebe Kriterlerine Göre Finansal Performans Ölçüm Yöntemi

Muhasebe kriterlerine göre performans ölçütleri, geleneksel performans ölçütleri olarak da adlandırılmaktadır. Firmaların planladıkları ile gerçekleştirdikleri faaliyetlerin görülmesinde etkili olan bir performans ölçüm yöntemidir (Ertuğrul,

2009: 21). Muhasebeye kriterlerine göre finansal performans ölçütlerinde genellikle geçmişe yönelik veriler kullanılmakta ve firmaların performanslarının geliştirilmesine yönelik değil de başarı durumunun izlenmesi için kullanılmaktadır (Şenol ve Ulutaş, 2018: 86).

Muhasebe kriterlerine göre finansal performans ölçütleri; aktif karlılık oranı (ROA), özsermaye karlılık oranı (ROE), pay başına kazanç (EPS), net kar marjı (NPM), yatırılan sermayenin getirisi (ROIC)'ni kapsamaktadır. Bu performans ölçümlerinde verilere kolayca ulaşılması ve hesaplamaların avantajlı olması sağlanırken; manipülasyona açık olmaları ve riski dikkate almaması dezavantajı içerisinde yer almaktadır (Say, 2019: 55-56). Bu oranlar aşağıda detaylı bir şekilde açıklanmaktadır:

3.2.1.1. Aktif Karlılık Oranı (ROA)

Aktif karlılığı oranı (ROA), firmaların varlıklarının kar oluşturmada ne kadar etkili olduğunu göstermektedir (Saldanlı, 2006: 4). Firmanın hem geçmiş dönem verileri ile hem de rakipleri ile kıyaslanması bakımından, aktif karlılık oranı hesaplanırken faiz ve vergi sonrası karın kullanılması gerekmektedir (Koç, 2021:115). Aktif karlılık oranı şöyle hesaplanmaktadır:

$$\text{Aktif Karlılık Oranı} = \text{Net Kar} / \text{Toplam Aktifler}$$

Aktif karlılık oranının yüksek olması istenen bir durumdur. Oran ne kadar büyük olursa, firmalar kaynaklarını o kadar etkin kullanıyor demektir. Firmanın sahip olduğu varlıkların kontrolünde ve yönetiminde başarılı olduğunu ve katma değer oluşturduğunu göstermektedir.

3.2.1.2. Özsermaye Karlılık Oranı (ROE)

Özsermaye Karlılık Oranı (ROE), firma ortakları tarafından firmaya konulan sermayenin her bir birimi karşılığında ne kadar kar elde edildiğini göstermektedir. Firmanın yıl boyunca gerçekleştirdiği faaliyetlerin özet şekilde sunulmasını sağlamaktadır ve firmanın özsermaye değerinde ne kadar verimliliğe ulaştığını göstermektedir (Çetenak, 2012: 13). Özsermaye karlılık oranı şöyle hesaplanmaktadır:

$$\text{Özsermaye Karlılık Oranı} = \text{Net Kar} / \text{Özsermaye}$$

Özsermaye karlılık oranının yüksek olması istenen bir durumdur. Oranın yüksek çıkması, firmanın kaynaklarını verimli kullandığını gösterirken; düşük çıkması

yatırımcıların koydukları sermaye karşılığında getiri elde edemediklerini göstermektedir. Düşük oranlar, borç verenler ve yatırımcılar için olumsuz bir izlenim oluşturmaktadır (İzci, 2016: 35).

3.2.1.3. Pay Başına Kazanç (EPS)

Firmanın tüm faaliyetlerini gerçekleştirdikten sonra her bir pay başına kazandığı dönem net karını ifade etmektedir (Çetenak, 2012: 16). Pay başına kazanç şöyle hesaplanmaktadır:

$$\text{Pay Başına Kazanç} = \text{Net Kar} / \text{Dolaşımdaki Pay Sayısı}$$

Pay başına kazancın yüksek olması istenen bir durumdur. Oranın sermaye maliyetini dikkate almaması dezavantajdır. Pay başına kazanç ile asıl istenen, hisse senetlerinden elde edilen fonların ne kadarının verimli kullanıldığını tespit etmektir (Delaney, 2002: 815)

3.2.1.4. Net Kar Marjı Oranı (NPM):

Net kâr marjı oranı, satışların karlılığını ölçmede oldukça fazla kullanılmaktadır. Firmaların üretim etkinliği, maliyet yapısı ve fiyatlama politikaları hakkında bilgi sunmaktadır (Ross vd., 2001: 43). Net kâr marjı şöyle hesaplanmaktadır:

$$\text{Net Kar Marjı Oranı} = \text{Vergi Sonrası Kar} / \text{Net Satışlar}$$

Net kar marjı oranının yüksek olması istenen bir durumdur. Firmanın her 1 TL'lik satışından ne kadar kar elde ettiğini göstermektedir (Çetenak, 2012: 15).

3.2.1.5. Yatırılan Sermaye Getirisi Oranı (ROIC)

Yatırılan sermaye getirisi, firmadaki bir bölümün başarısını belirlemek için, faaliyet karı ile yatırılan sermayeyi karşılaştırarak belirlemektedir (Hill ve Jones, 2013: 40).

Yatırılan sermaye, bazı kaynaklarda toplam varlıklardan kısa vadeli borçlar ve nakdin çıkarılmasıyla; bazı kaynaklarda ise sabit varlıklara nakit olmayan çalışma sermayesinin eklenmesiyle hesaplanmaktadır. Yatırılan sermaye getirisi oranı aşağıdaki şekilde hesaplanmaktadır (Damodaran, 2007: 10):

$$\text{Yatırılan Sermaye Getirisi Oranı} = \text{Faaliyet Geliri}_t (1 - \text{Vergi oranı}) / \text{Yatırılan Sermayenin Defter Değeri}$$

Yatırılan sermaye getirisi oranının, sermaye maliyetinden yüksek olması beklenmektedir. Yüksek ise pay sahiplerinin firmada sahip olduğu değerin pozitif; düşükse pay sahiplerinin firmada sahip olduğu değerin negatif seyrettiğini göstermektedir (Brigham ve Ehrhardt, 2010: 66).

3.2.2. Piyasa Değeri Kriterlerine Göre Finansal Performans Ölçüm Yöntemi

Küreselleşmenin etkisiyle firmaların ölçeklerinin büyümesi, firmaların hissedar sayılarını ve halka açılma oranlarının artmasına neden olmuştur. Bu durum işletmelerin kar maksimizasyonunu hedef almak yerine daha stratejik bir karar olan işletme değerini arttıracak faaliyetlere yönelmelerini sağlamıştır. Firmaların gelişmelerini ve finansal başarılarını görmek için piyasa temelli performans ölçüm yöntemleri kullanılmıştır (Şenol ve Ulutaş, 2018: 83).

Piyasa değeri kriterine göre kullanılan finansal performans ölçütleri arasında Fiyat - Kazanç Oranı, Piyasa Değeri / Defter Değeri Oranı ve Tobin's Q Oranı yer almaktadır.

3.2.2.1. Fiyat / Kazanç Oranı

Fiyat/Kazanç oranı, firmaların pay senetlerinin piyasadaki kazançlarının kaç katına satıldığını göstermektedir (Canbaş ve Vural, 2012: 27) Hisse senedinden elde edilen bir birimlik kazanç için yatırımcıların ödemeye razı oldukları fiyat anlamına gelmektedir (Sevil vd., 2017: 781). Fiyat / Kazanç oranı şöyle hesaplanmaktadır:

$$\text{Fiyat / Kazanç Oranı} = \frac{\text{Hisse Senedinin Borsadaki Fiyatı}}{\text{Hisse Senedi Başına Düşen Kar Payı}}$$

Fiyat / Kazanç Oranının yüksek çıkması, riskin az olduğunu, yatırımcıların yüksek kar payı ve büyüme beklediğini; oranın düşük çıkması ise riskin yüksek olduğunu, yatırımcıların düşük kar payı ve büyüme beklediğini göstermektedir (Gücenme, 2000: 101). Menkul kıymet analistleri yapanlar ve yatırımcılar tarafından daha sık kullanılmaktadır. Takip ettikleri hisse senetlerine ait fiyat tahmininde bulunabilmeleri için F/K oranı önemli bir ölçüm yöntemidir (Sevil vd., 2017: 781).

3.2.2.2. Piyasa Değeri / Defter Değeri Oranı

PD / DD oranı, firmanın net varlıklarına karşılık yatırımcıların ne kadar ödeme yapabileceklerini gösteren bir ölçüm yöntemidir (Marangu ve Jagongo, 2014: 51). Piyasa değerinin defter değerine bölünmesi ile hesaplanmaktadır. Firmanın piyasa değeri hisse senedinin hesaplanacağı zaman piyasadaki fiyatı ile söz konusu olan hisse sayısının çarpımı şeklinde hesaplanan tutardır. Defter değeri ise firmanın öz sermayesidir (Şenol ve Ulutaş, 2018: 89). PD / DD şöyle hesaplanmaktadır:

$$PD / DD = \text{Firmanın Borsadaki Değeri} / \text{Özkaynaklar}$$

$$\text{Firmanın borsadaki Değeri} = \text{Piyasa Değeri} = \text{Hissenin Piyasadaki Fiyatı} \times \text{Hisse Adedi}$$

PD/ DD Oranı, 1 TL'lik özsermayesine karşılık, yatırımcıların kaç TL ödemeye razı olduklarını göstermektedir. Oranın yüksek olması firmanın hisse senedinin değerli olduğu için hisse senedinin satılabileceğini; düşük olması ise hisse senetlerinin ucuz olduğu ve hisse senedinin alınabileceğini ifade etmektedir (Çabuk ve Lazol, 2010: 238).

3.2.2.3. Tobin's Q Oranı

Piyasa değeri kriterlerine göre finansal ölçütlerinden bir diğeri olan Tobin's Q oranı, firmaların büyüme potansiyeli ve kaynaklarını etkin kullanma durumu hakkında önemli bilgiler vermektedir (Canbaş vd., 2005: 38; Çıkrıkçı ve Daştan, 2002: 24). İlk kez 1969 yılında James Tobin tarafından hesaplanmıştır. Firmanın toplam ve borçlarının özsermayenin piyasa değerine ilave edilip toplam varlıklarına oranlamasıyla hesaplanmaktadır (Toroslu ve Durmuş, 2017: 173).

$$\text{Tobin's Q Oranı} = (\text{Toplam Borçlar} + \text{Özsermaye piyasa Değeri}) / \text{Toplam Varlıklar}$$

Tobin's Q oranının 1'in üzerinde olması firma için olumlu sinyaldir; firmanın varlıkları üzerinde kontrollü olup varlıklarını doğru alanlara yönelendirdiğini, rekabette daha etkili olduğunu ve yatırımcılar nezdinde ise firmanın büyüme yönünde olduğunu ifade etmektedir. Tobin's Q oranının 1'in altında olması, yatırımın marjinal getirisinin sermaye maliyetinden daha az olduğunu; Tobin's Q oranı 1'e eşitse firmanın yatırımın getirisinin sermaye maliyetine eşit olduğunu göstermektedir (Canbaş; 2005:38).

3.2.3. Ekonomik Kriterlere Göre Finansal Performans Ölçüm Yöntemi

Ekonomik kriterlere göre finansal performans ölçüm yöntemleri, sermaye maliyetini ve risk faktörünü göz önünde bulundurmaktadır. Muhasebe ve piyasa değeri kriterlerine karşı ortaya çıkmıştır ve ekonomik kritere göre yapılan ölçümlerle daha doğru ve anlamlı sonuçlara ulaşıldığı ileri sürülmektedir. Piyasa katma değeri, ekonomik katma değer ve net bugünkü değer ölçüm yöntemleri sıklıkla kullanılan yöntemlerdir (Say, 2019: 65).

3.2.3.1. Piyasa Katma Değeri (MVA):

Piyasa katma değeri, pay sahiplerinin firmaya sundukları değer karşılığında işletmenin pay sahiplerine bu değer nasıl döndüğünü gösteren ölçüm yöntemidir. Başka bir ifade ile firmanın sahip olduğu sermaye ile ne kadar değer kazandığını belirleyen ölçüm yöntemidir. Firmanın piyasa değeri ile firmaya yatırılan sermaye değeri arasındaki farkı göstermektedir (Ertuğrul, 2009: 31).

Firmanın katma değer oluşturup oluşturmadığını belirlemek için ABD merkezli Stern ve Stewart danışmanlık şirketi tarafından geliştirilen piyasa katma değeri (MVA) ve ekonomik katma değer (EVA) olmak üzere iki temel modern performans ölçütü geliştirilmiştir. Firmaların ortaklar açısından katma değer oluşturup oluşturmadığını görmek için MVA ölçütünü kullanmışlardır. MVA'ya göre firmanın o dönemdeki piyasa değeri firmanın sermayesinden fazlaysa firma değer kazanmıştır; az ise değer kaybetmiştir (Çakıcı, 2008: 67). Piyasa katma değeri şu şekilde formülize edilmektedir (Gürbüz ve Ergincan, 2004: 253):

$$\text{Piyasa Katma Değeri} = \text{Piyasa Değeri} - \text{Defter Değeri}$$

$$MVA = (\text{Toplam Hisse Sayısı} \times \text{Hisse Kapanış Fiyatı}) - (\text{Defter Değeri})$$

Piyasa katma değeri yöneticilerin başarısını da göstermektedir. Firmaya konulan sermayenin yönetilmesi hususunda yöneticilerin kaynakları yönlendirmede ve kontrol etmede ne kadar etkin ve verimli olduklarını belirlemektedir. Piyasa katma değeri fazlaysa, başarılı olduklarını, az ise başarısız olduklarını göstermektedir (Arnold, 2005: 204; Akt: Say, 2019: 70).

3.2.3.2. Ekonomik Katma Değer (EVA):

Ekonomik kar olarak da ifade edilmektedir. Alfred Marshall 1890 yılında ekonomik katma değeri, giderler ve yatırılan sermayenin maliyeti çıkarıldıktan sonra

kalan gerçek değer olarak ifade etmiştir (Burksaitiene, 2009: 711). Firmanın sahip olduğu kaynaklarının ne kadarlık bir katma değer oluşturduğunu ölçmektedir (Ertuğrul, 2009: 33; Neely, 2007: 25)

Ekonomik katma değer, firmanın vergi sonrası net faaliyet karından o karı oluşturmak için kullanılan sermaye maliyetinin çıkarılması ile hesaplanmaktadır (Topal, 2008: 251; Chambers, 2005: 26). Bu bakımdan ekonomik katma değer firmanın sermaye maliyetini de kapsamaktadır. Hem sermaye maliyetini hem de firmanın risklerini göz önünde bulundurduğundan sıklıkla bir ölçüm aracı olarak kullanılmaktadır. Kara (2005), Bayrakdaroğlu vd. (2012), Horasan vd. (2019) birçok ekonomik katma değeri şöyle hesaplamaktadır:

$$\text{Ekonomik Katma Değeri} = \text{Vergi sonrası Net Faaliyet Karı} - (\text{Özsermaye} \times \text{Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti})$$

Ekonomik katma değer ne kadar fazla olursa firma için başarının göstergesidir ve firmanın varlıklarının değerlendirildiğini; tersi durumda ise firmanın varlıklarının değer kaybettiğinin göstermektedir (Kuğu, 2011: 40). Yöneticileri değer oluşturma açısından yönlendirmekte ve başka firmalar ile kıyaslama imkanı sağlayarak, firma faaliyetlerinin iyileştirmesine destek olmaktadır. Firmaların değerlendirilmesinde, çalışanların motivasyonunu sağlayarak teşvik edilmesinde ve finansal yorumlamalarda ekonomik katma değer belirleyici bir etkidir (Berzakova vd, 2015: 320).

3.2.3.3. Net Bugünkü Değer (NPV)

Bir yatırım projesinin ekonomik ömrü boyunca getireceği nakit akışının bir iskonto oranıyla bugüne indirgenmesi ile ulaşılan ölçüm yöntemidir (Say, 2019: 66). NPV, bir projenin hissedar getirisini maksimize etmeyi amaçlamaktadır ve hissedarın refahına ne kadar katkıda bulunduğunu göstermektedir.

Değerin yüksek çıkması pay senedi fiyatının yüksek olduğunu ve hissedar değerinin arttığını göstermektedir (Brigham ve Houston, 2014: 371). Bu bakımdan NPV değerinin yüksek olması firmaya katma değer sağladığını gösterir. Katılan değer, firmanın piyasa fiyatına yansır, pay senetlerinin değerini artırır ve bu durumda hissedar değerini artırır (Okka, 2010: 290).

Firma performansını ölçmek için görüldüğü gibi üç kriter içerisinde birçok yöntem bulunmaktadır. Firmaların faaliyetlerine ne kadar etkin yön verebildiklerini,

planların ne kadar gerçekleştirebildiklerini ve amaçlarına ne ölçüde ulaşabildikleri hakkındaki bilgilere firma performanslarıyla ulaşılır. Firmaların performansları değerlendirilerek, varsa tutarsız davranışları önlenir ve faaliyetleri hakkında açıklayıcı ve net bilgiler sunulur.

3.3. Firma Performansı Alanında Yapılan Çalışmalar

Firma performansı konusunda literatürde birçok çalışma yer almaktadır. Firma performansı firmaların başarısında belirleyici bir etkiye sahip olduğundan yapılan çalışmaların çoğunda kullanılan bağımlı bir değişkendir. İşletme anabiliminde muhasebe bilim dalında firma performansı ile ilişkisi incelenen birçok kavram yer almaktadır. Çalışmamızın konusu bakımından bu başlıkta, firma performansı ile entelektüel sermaye ve firma performansı ile kurumsal yönetim arasındaki ilişkileri inceleyen çalışmalara yer verilmiştir.

Boachie ve Mensah (2022) çalışmalarında kazanç yönetiminin firma performansına etkisini, kurumsal yönetim kalitesi ölçütleri tarafından nasıl yönetildiğini incelemişlerdir. Firmaların kazanç yönetimi uygulamalarını kısıtlamada ve firmaların performansını artırmada en iyi uygulamanın iç yönetim sistemlerine bağlı olduğunu ve vekalet teorisi ile desteklendiğini ileri sürmüşlerdir. Başka bir ifade ile firmaların finansal performansı üzerindeki kazanç yönetimi, kurumsal firmaların varlığında daha güçlü olma eğiliminde olduğunu ortaya koymuşlardır.

Ge, Ouyang, Shi ve Chen (2022) çalışmalarında, yeni bir hissedar koruma mekanizması olan Çin Menkul Kıymetler Yatırımcı Hizmetleri Merkezi (CSISC)'nin kazanç yönetimi kısıtlamasındaki etkinliğini incelemişlerdir. Çin'de borsaya kote şirketlerden oluşan ve 2015-2017 yıllarını kapsayan bir örneklem için farklılık analizi kullanmışlardır. Araştırmalarının sonucunda CSISC hissedarlığının kazanç yönetimi uygulamalarını azalttığını, bu etkinin daha çok zayıf kurumsal yönetime sahip firmalarda ve siyasi bağlantıları olmayan firmalarda olduğunu ortaya koymuşlardır. Ek analizler ile kazanç farklarının, CSISC hissedarlık pilot programının ülke çapında tanıtılmasının ardından azaldığını ve CSISC hisse sahipliğinin, kontrol eden hissedarların tünellemesini de kısıtladığını tespit etmişlerdir. Azınlık hissedarlarının korunmasını iyileştirmeye çalışan gelişmekte olan piyasalar için önemli politika çıkarımlarına sahip bir çalışma ortaya koymuşlardır.

Xie, Lin ve Li (2022) araştırmalarında Borsada işlem gören devlete ait işletmelerde (KİT'ler) kurumsal yönetime liderlik edecek bir parti komitesine ihtiyaç duymanın Çin'deki firma değerini etkileyip etkilemediğini incelemişlerdir. Araştırmalarının sonucunda parti liderliğinin KİT'lerin yönetim yapısına dahil edilmesine piyasanın olumlu tepki verdiğini ve bunun nedeninin muhtemelen KİT yolsuzluğuna yönelik bir baskı ihtimali olduğunu ileri srmuşlerdir.

Shakri, Yong ve Xiang (2022) alışmalarında, Pakistan gibi gelişmekte olan bir ülkenin pazarında kurumsal yönetime uyumun firmaların karlılığını arttırıp arttırmadığını araştırmışlardır. Pakistan'daki kamu firmaları için 2008-2018 dönemi için bir Kurumsal Yönetim Uyum Endeksi oluşturmuşlar ve endeksi Pakistan Kurumsal Yönetişim Yasasında ana hatları çizilen yönetişimin temel parametrelerine dayanan altı alt endeksten belirlemişlerdir. alışmalarının sonucunda kurumsal yönetime uyumun artmasının daha yüksek firma performansı gösterdiğini ancak daha yüksek uyumun maliyetleri de arttırdığını ortaya koymuşlardır. Yönetim kurulu yapısı, denetim komitesinin işlevleri ve sorumlulukları; idari mülkiyet düzeyleri ve sahiplik konsantrasyonundan etkilenen uyum-performans ilişkisini yönlendirdiğini ileri srmuşlerdir.

Güngör Tan ve etinel (2020) alışmalarında kurumsal yönetimi ile firma performansı ilişkisini araştırmışlardır ve bu iki kavram arasında ortaya çıkacak olumlu ve olumsuz durum sonucunda oluşabilecek problemlere çözümler üretmişlerdir. alışmalarında kurumsal yönetimi ölçmek için yönetim kurulu ye sayısı, ayrıklık, bağımsız ye sayısı ve mülkiyet yapısı değişkenlerini; firma performansını ölçmek için de aktif karlılık ve zsermaye karlılık oranlarını kullanmışlardır. Çoklu doğrusal regresyon yöntemini kullanarak, araştırmada 179 imalat sanayi şirketi incelemişlerdir. alışmalarının sonucunda, yönetim kurulu ye sayısı, bağımsız ye sayısı ve mülkiyet ile firma performansı arasında anlamlı ve pozitif bir ilişki; ayrıklık ile firma performansı arasında ise herhangi bir ilişkinin olmadığını ortaya koymuşlardır.

Öztürk, Ekinci ve Yılmaz (2020) alışmalarında kurumsal yönetim endeksinde yer alan ve yer almayan işletmelerde, bunun hisse senedi getirisi üzerinde etkisinin olup olmadığını incelemişlerdir. Araştırmalarının sonucunda, kurumsal yönetim endeksinde yer alan işletmelerin hisse senedi getirilerini %13,7 oranında açıkladıkları,

kurumsal yönetim endeksinde yer almayan işletmelerin ise hisse senedi getirilerini %4,9 oranında açıkladığını ileri sürmüşlerdir.

Özyeşil ve Tembelo (2020) çalışmalarında, firmaların kurumsal yönetim uygulamaları ile finansal performansları arasında ilişki olup olmadığını incelemiştir. Bu kapsamda Borsa İstanbul Kurumsal Yönetim Endeksinde yer alan firmaların 2012 -2018 dönemindeki verilerini kullanarak, firmalar arasında yatay kesit bağımlılığı altında panel veri analizi yapmışlardır. Çalışmalarının sonucunda firmaların kurumsal yönetim kalitesinin faaliyet karı üzerinde olumlu etki olduğu tespit etmişlerdir.

Sarı ve Güngör (2020) çalışmalarında, Türkiye’de faaliyet gösteren katılım bankalarının 2015-2019 yıllarına ait verilerini kullanarak, kurumsal yönetim düzeyleri ile finansal performansları arasındaki ilişkiyi araştırmışlardır. Panel veri regresyon analizleri sonucunda, yönetim kurulu büyüklüğü, yönetim kurulundaki bağımsız üye sayısı ve banka komitelerinin toplantı sayısı ile özsermaye karlılığı arasında anlamlı ilişkiler olduğunu ortaya koymuşlardır.

Arora ve Bodhanwala (2018) çalışmalarında kurumsal yönetim endeksi ile firma performansı arasındaki ilişkiyi araştırmışlardır. 2009–2014 dönemini baz alarak, panel veri analizi kullanılarak çok değişkenli regresyon analizi olarak yaptıkları analiz sonucunda, kurumsal yönetim endeksi ile firma performansı göstergeleri arasında anlamlı ve pozitif bir ilişki tespit etmişlerdir.

3.4. Kurumsal Yönetim ile Firma Performansı İlişkisi

Kurumsal yönetim, firmaların etkinliklerini, verimliliklerini arttıran ve güçlü bir performans göstermelerine katkıda bulunan mekanizmalar bütünüdür. Güçlü kurumsal yönetim mekanizmalarına sahip yüksek teknolojik işletmeler daha yüksek getirilere sahiptir (Thraya, Lichy, Louizi ve Rzem, 2019, Akt: Ronaghi, 2022: 5).

Teorik olarak kurumsal yönetim, firmaların performansını artırır. Brickley vd (1994) ve Coleman (2007) teoriyi desteklemekte ve etkin kontrol kararı vererek hissedarları korumak için yönetim kurullarının önemli rolünü vurgulamaktadır (Arifin ve Siti Astuti, 2016: 4). Firmanın performansını değerlendirmesi ve denetlemesi, firma ve paydaşları arasındaki ilişkileri bütün olarak ele alması kurumsal yönetim sayesinde (Luo, 2005: 2).

Kurumsal yönetim, firmanın yönetsel ve finansal alanları arasındaki farklılıkları gidererek, firma performansını olumsuz etkileyen problemlerin giderilmesini sağlar (Sloan, 2001:2). İyi bir kurumsal yönetim, bu farklılıkları azaltarak, firmanın piyasa değerinin artmasına ve daha fazla geri dönüşümün olmasını sağlar (Drobotz vd, 2003: 2). Kurumsal yönetim ilkelerin uygulanması beraberinde finansal başarıyı getirerek, sürdürülebilir bir değer oluşturmaktadır. Bu bakımdan kurumsal yönetim firmaya değer katmayı amaçlayan bir yönetim anlayışı ve biçimidir (Aras, 2006: Akt: Say, 2019: 72).

Kurumsal yönetimin ilkelerinden olan hesap verilebilirlik ilkesi firmaların pay sahiplerine, firmanın durumu hakkında bilgilerin, hedeflere ulaşp ulaşmadığının belirlenmesi ve bunların paydaşlara açıklanmasını temel almaktadır. Firma performansı ise firmanın amaçlarına ulaşılıp ulaşılamadığını, verilen sorumlulukların ne kadarının gerçekleştirildiğini göstermektedir. Tüm bu sorumlulukların paydaşlara açıklanması hesap verilebilirlik ilkesinin gereğidir. Bu bakımdan kurumsal yönetimin hesap verilebilirlik ilkesi temelinde firmanın performansının ölçülmesi ve yönetilmesi zorunlu hale gelmektedir. Kurumsal yönetim firmanın iletişim politikasını iyileştirmektedir ve yöneticiler ile diğer paydaşlar arasındaki bilgi asimetrisini azaltmaktadır (Boubaker, Hamrouni ve Liang, 2015, Akt: Ronaghi, 2022: 5).

Kurumsal yönetimin temel teorilerinden olan vekâlet teorisi ve paydaş teorileri de, kurumsal yönetim ile firma performansı arasındaki ilişkiyi göstermektedir. Vekâlet teorisi, amaç ve çıkarları farklı olan iki tarafın birbiriyle yardımlaşması durumunda ortaya çıkan problemleri incelemektedir. Vekâlet teorisinde, yapılan sözleşmeye bağlı olarak vekâlet veren ile vekil arasında bir takım karar verme yetkilerini ve yönetim hizmetlerini yerine getirmesi maksadıyla ilişki vardır. Bu bakımdan vekâlet teorisi uygulamalarında her iki tarafı da güvence altına almak için, yöneticilerin menfaatlerini korumak, vekilin de maliyet yükünü hafifletmek hedeflenmektedir. Paydaş teorisi ise, firmanın etkileşimde bulunduğu çevresini ele alarak, tüm çıkar gruplarını gözetmektedir. Paydaş teorisinde firmanın hedefleri planırken uzun dönemde firma performansı üzerinde etkili olan tüm durumları dikkate almaktadır ve hissedarların çıkarlarını en üst düzeye çıkarmaktan daha öteye gittiği vurgulanmaktadır (Dizgil, 2020: 16; Swamy, 2011: 38).

Kurumsal yönetim teorilerinden bir diğeri olan temsil teorisi, temsil eden ve temsil edilenlerin çıkarlarını düzenleyerek, temsil maliyetlerinin azalmasını sağlamaktadır (McKnight and Weir, 2009:140). Yönetim kurulunun etkinliğinin artması, yönetimdeki nitelikli üye sayısının artmasıyla mümkündür. Bu durum daha güçlü yönetim kurulunu ve daha iyi performansların oluşmasını sağlayarak temsil maliyetlerin de düşmesini desteklemektedir (Yıkılmaz Erkol ve Korkmaz, 2019: 810). Bu bakımdan kurumsal yönetim uygulamalarının artması firmaların güçlü performans göstermesini sağlamaktadır (Akdoğan ve Acar Boyacıoğlu, 2010: 12). Yönetim kurulları, firmanın işleyişini ve stratejik kararlarını kontrol ettikleri için yönetişimin hayati bir parçasıdır (Sheikh and Alom, 2021: 260).

Kurumsal yönetim firmalar için iç kontrol mekanizması olarak kabul edilirken; pazardaki rekabet dış kontrol mekanizması olarak kabul edilmektedir (Byun vd, 2014: 1). Bu bakımdan kurumsal yönetimin firma performansı üzerindeki etkisi, rekabetçi piyasalarda ortaya çıkmaktadır. Kurumsal yönetim firma performansını etkilediği firmanın pazardaki rekabet gücünü de etkileyecektir (Byun vd, 2014: 29).

Literatür çalışmaları da kurumsal yönetim ve firma performansı arasındaki olumlu ilişkiyi doğrulamaktadır. Daha iyi yönetilen firmaların kurumsal yönetimi, daha zayıf yönetilen firmalara göre daha verimli olduğu ileri sürmüşlerdir (Bozecz ve ark, 2009, Akt: Peng vd, 2021:164). Fakat her ülkenin kurumsal yönetim anlayışının birbirinden farklı olması, uygulamalarının da farklı olmasına ve bu durumda kurumsal yönetim ile firma performansını araştıran çalışmalarda farklı sonuçlara ulaşılmasına neden olmuştur. Çalışmalarda değişkenlerin farklı kullanılması, çalışmaların yapıldığı ülkelerdeki kültürel, yönetsel vb. farklılıkların olması, sonuçların farklı olmasının nedenleri arasındadır.

3.5. Entelektüel Sermaye ile Firma Performansı İlişkisi

Entelektüel sermaye kavramı, bir firmanın performansı ve genel iş başarısı üzerinde önemli etkisi olan maddi olmayan varlıklarını ifade etmektedir. (Aruppala vd, 2015; Akt: Pekovic vd, 2020: 104). Çalışanların bir dizi bilgi ve becerisi, patentler, süreçler, teknoloji, organizasyon kültürü, marka, tüketici ilişkileri, iş ortakları ve diğerk paydaşlar entelektüel sermayenin içerisinde yer aldığından, entelektüel sermaye

görünmez ve maddi olmayan varlıklar olarak adlandırılmaktadır (Janosevic vd, 2013; Akt: Pekovic vd, 2020: 104).

Firmaların katma değerli hizmet ve performans oluşturmalarında, maddi olmayan varlıklar ve teknoloji bir hayli önem taşımaktadır (Petty and Guthrie, 2000; Akt: Huang vd, 2020: 114). Bu bakımdan entelektüel sermaye firmaların uzun vadeli başarılarında belirleyici bir etkidir (Bontis, 1998; Brennan and Connell, 2000; Engström vd, 2003; Akt: Huang vd, 2020: 114). Maddi olmayan duran varlıklar, entelektüel sermayeyi güçlendirerek firmaların performansını iyileştirir (Baxter and Matear, 2004; Bollen vd, 2005; Hejazi vd, 2016; Sharabati vd, 2010; Wang vd, 2016; Akt: Huang vd, 2020: 114; Maditinos vd, 2011).

Bilginin değerinin artması, maddi olmayan varlıkların başka bir ifade ile entelektüel sermayenin önemini artırmıştır. Yeni ekonomi anlayışında firmalar bilgiyi üreten ve bilgiyi rekabet avantajı için kullanabilen kurumlar haline gelmiştir. Bu durum entelektüel sermayenin önemli bir üretim faktörü haline gelmesine ve kritik bir işletme kaynağı olmasına neden olmuştur. Bu bakımdan firmalar bilgiyi kullanmanın da ötesinde bilgiyi kurumsallaştırarak kıymetli bir kaynağa dönüştürmüşlerdir (VonKrogh vd., 2012: 241) ve entelektüel sermaye ile firmaların üstün performans sağlamasına ve değer oluşturmaya katkı sağlamıştır (Karaca ve Marşap, 2021: 460). Entelektüel sermaye bilginin yanı sıra finansal sermaye ile birleşirse firma performansını arttırmaktadır (Clarcken vd, 2011: 513).

Bilgi temelli firmaların hisse getirisindeki oynaklık firma içi ve dışı bilgi dağılımıyla ilişkilidir (Andrikopoulos, 2010: 183). Bir firmanın hisse senedi fiyatı o firmanın maddi ve maddi olmayan sermayesinin içerisinde yer alan verimli varlıklarının marjinal maliyetini ölçmektedir ve o firma eğer piyasada etkinse, yatırımcılar yatırımlarını daha yüksek entelektüel sermayeleri olan firmalara yönlendireceklerdir (Qui, 2009: 24). Bu bakımdan firmaların hisse fiyatları yatırımları çekmesi durumunda, entelektüel sermayelerine de etkili olacaktır. Bu da firma performanslarında belirleyici bir etkidir. Literatürde entelektüel sermayenin firmaların piyasa değerlerindeki ve hisse senedi getirilerindeki değişimleri üzerine birçok çalışma yer almaktadır.

Entelektüel sermayenin etkin bir şekilde yönetilmesi, firmalarda bilgi paylaşımı sağladığından firmaların yenilik faaliyetlerinin artmasına, değişim, dönüşüm ve gelişmelerine neden olmaktadır (Örnek ve Ayas, 2015: 111).

3.6. Kurumsal Yönetim ile Entelektüel Sermaye İlişkisi

Kurumsal yönetim anlayışı, firmaların geleneksel amaçlarından olan faaliyetlerinde ve yönetiminde kar elde etme ve bunu hissedarlara adil bir şekilde dağıtmanın yanı sıra firmanın iç ve dış ilişkilerindeki tüm menfaat sahiplerinin haklarının korunmasını ve bu grupların aralarındaki ilişkilerin düzenlenmesini sağlar. Entelektüel sermaye ise, firmaların sahip olduğu bilgiler toplamıdır. Sahip olunan tüm bilgilerin firma tarafından farkına varılmasını, kullanılmasını ve rekabet avantajı oluşturmasını entelektüel sermaye sağlar (Youndt vd, 2004: 337). Entelektüel sermaye ile maddi olmayan varlıklar geliştirilip, yönetilir ve firmaların iş ve ekonomik analizleri için, sürdürülebilir kurumsal rekabet gücü oluşturulur (Teece, 2009: 119; Akt: Karaca ve Marşap, 2021: 462).

Kurumsal yönetim, entelektüel sermaye unsurlarına bir devinim kazandırmaktadır. Entelektüel sermaye unsurlarını harekete geçirerek bu unsurların yönetilmesi kurumsal yönetim ile mümkündür. Keenan ve Aggestam'a göre (2001: 270) göre kurumsal yönetim, işletmenin tamamının sahip olduğu entelektüel sermayeyi kapsamaktadır. Bu bakımdan kurumsal yönetim bir entelektüel sermaye unsuru olarak nitelendirilebilir (Öztürk Demirgüneş, 2005: 403).

Kurumsal yönetimin unsurları ile entelektüel sermaye arasındaki ilişkiyi ise Öztürk ve Demirgüneş (2005: 403-409) yönelim unsuru, yönetim kurulu yapısı, çıkar grupları, menkul kıymet borsalarının önem derecesi, kontrol mekanizmasının etkinliği, sahiplik yoğunluğu ve performansa dayalı ödüllendirme sistemleri olarak ele almıştır ve her bir unsuru tek tek açıklamıştır (Gergin ve Kıymetli Şen, 2019: 956; Keenan ve Aggestam, 2001: 270).

Kurumsal yönetim ve entelektüel sermaye ile ilgili yapılan çalışmalar, ikinci bölümde entelektüel sermaye alanında yapılan çalışmaların literatüründe yer verilmiştir. Bu çalışmalar Al-Omouh vd 2022, Koç 2021, Huang ve Huang 2020, Sadiq, Nosheen ve Akhtar 2020, Aktaş ve Atalay 2020, Horasan, Meydan ve Yıldız 2017, Omar 2016, Muttakin vd 2015 çalışmalarının detaylarına yer verilmiştir.

Kurumsal yönetim uygulamalarının entelektüel sermaye oluşturma ve bu sermayenin kaldıraç etkisinden yararlanması işletmelerin başarılarını etkilemektedir. İşletmelerin sahip olduğu entelektüel sermaye unsurlarının bir üst unsuru kurumsal yönetimdir. Bu bakımdan kurumsal yönetim, beşeri ve finansal sermayeden sorumlu olduğu gibi entelektüel sermayeden de sorumlu olmaktadır.

3.7. Kurumsal Yönetim Entelektüel Sermaye ve Firma Performansı İlişkisi

Kurumsal yönetim bir firmanın beşeri ve finansal sermaye elde etmesine, daha yüksek performans göstermesine ve bu sayede uzun vadede hem topluma hem de paydaşlarına ekonomik değer oluşturmaya olanak sağlayan kanun, yönetmelik, kod ve uygulamalar bütünüdür. Bu tanımın içerisinde şu anlamı taşımaktadır: Bir firmada etkili bir kurumsal yönetim uygulamaları söz konusu ise firma içerisinde değer oluşturarak entelektüel sermayenin varlığına; oluşturulan değer ise firmanın performansını etkileyerek başarısına artırmaktadır.

Entelektüel sermaye maddi olmayan varlıklar olmasının yanı sıra soyut kavramlar olduğundan bilginin gücünün kullanılması ile firma içerisinde değere dönüşebilecek, firmayı rakiplerinden üstün kılacak bir kaynaktır. Bilginin şeffaf olması ve paylaşılması ile işletmelerin entelektüel sermayelerinin gücünün farkına varmalarına neden olacağı düşünülmektedir. Bu bakımdan kurumsal yönetimin ilkeleri ile entelektüel sermayenin unsurları bir arada düşünüldüğü zaman ortak birçok amacı içerdiği görülmektedir. Kurumsal yönetimin hesap verilebilirlik, şeffaflık, adillik ve sorumluluk ilkeleri ile entelektüel sermayenin insan sermayesi, yapısal sermaye ve müşteri sermayesi unsurları firma hedeflerinin bir bütünlük içerisinde olmasını sağlar. Bu bütünleşme ise firmada çalışanlar ve yöneticiler ve dış ilişkilerindeki bilgi kullanıcıları arasında koordinasyonu sağlayarak, firmaların performanslarını arttırmada etken olabileceği düşünülmektedir.

Kurumsal yönetim, entelektüel sermaye ve firma performansı kavramlarının birbirleri ile ilişkisinin incelenmesi literatürde az da olsa yer almaktadır. Literatür tarandığında üç kavramdan birinin arbuluculuk etkisi ortaya konmaktadır. Bu çalışmanın farkı, kurumsal yönetim boyutunun sadece kurum yönetim ilkelerini uygulayan firmalara yer vermemesi aynı zamanda kurumsal yönetim ilkelerini uygulamayan firmalara da yer vererek her iki firmalardaki farklılıkları tespit etmektir.

Hesaplanma yöntemleri, analiz yöntemleri ve değişkenlerin birbirleriyle olan etkileşimi yıllar itibariyle ayrı ayrı incelenmesi çalışmayı özgün kılmaktadır. Üç kavram ile ilgili yapılan çalışmalar aşağıda yer almaktadır:

Koç (2021) çalışmasında, 2012-2019 döneminde BIST Kurumsal Yönetim Endeksinde (XKURY) yer alan 21 işletmeyi baz alarak, kurumsal yönetim ilkelerine uyum düzeyi ve entelektüel sermaye yatırımları ile finansal performansları arasındaki ilişkisini araştırmıştır. Araştırmasında entelektüel sermayeyi ölçmek için Entelektüel Katma Değer Katsayısı yöntemini kullanmıştır. Finansal performansın ölçümü için Aktif Karlılığı, özsermaye karlılığı ve Tobins Q ile oranlarını kullanmıştır. Kurumsal yönetim ölçümü için de kurumsal yönetim ilkelerine uyum derecesi notlarını kullanmıştır. Çalışmasının sonucunda kurumsal yönetim ilkelerine uyum düzeyinin ve entelektüel sermaye yatırımlarının, ROA ve ROE ile temsil edilen finansal performansı pozitif yönde etkilediğini tespit etmiştir. Bununla birlikte kurumsal yönetim ilkelerine uyum düzeyi Tobins Q ile temsil edilen finansal performansı pozitif yönde, entelektüel sermaye yatırımları ise negatif yönde etkilediğini ileri sürmüştür.

Özer (2021) çalışmasında, entelektüel sermaye ile finansal performans arasında ilişki olup olmadığını ve bu ilişkide kurumsal çevrenin bir rolü olup olmadığını araştırmıştır. Çalışmasının kapsamına İstanbul otelcilik sektöründe yer alan dört ve beş yıldızlı otel işletmelerini dahil ederek, 255 yöneticiye anket yapmıştır. Araştırmasının sonucunda, entelektüel sermaye ve finansal performans arasında istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki olduğu ve entelektüel sermayenin finansal performans üzerindeki etkisinde kurumsal çevrenin bazı boyutları üzerinde ılımlaştırıcı etkisi olduğunu ileri sürmüştür.

Bala vd, (2019), çalışmalarında Nijerya Borsasında işlem gören holdingleri, aracı değişken olarak entelektüel sermayeyi ele alarak kurumsal yönetimin finansal performans üzerindeki etkisini incelemişlerdir. Holdinglerin 2007-2016 yılları arasında elde ettikleri verileri STATA programında yapılan Çoklu Regresyon Analizi kullanarak analiz etmişlerdir. Entelektüel sermayeyi "Entelektüel Katma Değer Katsayısı" ile; kurumsal yönetimi "Yönetim Kurulundaki Yöneticilerin Sayısı, İcraç Yöneticilerin Tüm Yöneticilere Oranı ve Kurumsal Hissedarlığın Toplam Hisse Sayısına Oranı" ile; finansal performansı "Aktif Karlılık Oranı"; kontrol değişkeni olarak da "Firma Büyüklüğü, Kaldıraç Oranı ve Firma Yaşı" değişkenlerini kullanarak

ölçmüşlerdir. Çalışmalarının sonucunda kurumsal yönetim ve entelektüel sermayenin finansal performans üzerinde olumlu etkisinin olduğunu ileri sürmüşlerdir

Titisari (2018), Endonezya Borsası'nda işlem gören endüstri ve kimya sektöründeki işletmeleri baz alarak, entelektüel sermaye, kurumsal yönetim ve finansal performans ilişkisini incelemiştir ve "Kısmi En Küçük Kareler Yapısal Eşitlik Modellemesi" ile verileri analiz etmiştir. Entelektüel sermayeyi kurumsal yönetimi "Yönetim Kurulunun Büyüklüğü, Yönetim Kurulundaki Komisyon Üyelerinin Büyüklüğü, Kurumsal Sahiplik" ölçütleri ile; finansal performansı "Aktif karlılık oranı" ile ölçmüştür. Araştırmasının sonucunda kurumsal yönetimin aktif karlılık oranını pozitif anlamı yönde etkilediğini ortaya koymuştur. Kurumsal yönetim uygulamalarına yer veren işletmelerin aktif karlılık oranlarını artırarak işletmenin finansal performansının arttığını ileri sürmüştür. Entelektüel sermayenin de finansal performansı etkilediği ama kurumsal yönetimden etkilenmediği; entelektüel sermayenin de finansal performansı etkilediği görülmüştür. Entelektüel sermayenin, kurumsal yönetim ve finansal performans ilişkisine aracılık ettiğini ifade etmiştir.

Horasan vd (2017) çalışmalarında, kurumsal yönetim derecelendirme notlarının incelenmesi sonucunda, en çok dikkat edilen kurumsal yönetim alanının kamuyu aydınlatma ve şeffaflık alanı olduğunu ileri sürmüşlerdir. Bunu takiben sırası ile işletmelerin kurumsal yönetim alanlarından; menfaat sahipleri, pay sahipleri ve yönetim kuruluna önem verdiklerini ortaya koymuşlardır. SPK tarafından açıklanan kurumsal yönetim ilkelerine en yüksek uyumun kamuyu aydınlatma ve şeffaflık alanında; en az uyumun ise yönetim kurulu alanında olduğunu ifade etmişlerdir. En yüksek uyumun kamuyu aydınlatma şeffaflık alanında olması, çalışmalarında incelemiş oldukları işletmelerin tamamının halka açık olması ve kamuyu aydınlatıcı bilgiler yayınlamak zorunda olmalarından kaynaklandığını açıklamışlardır.

Arifin vd (2016), Endonezya Menkul Kıymetler Borsası'nda işlem gören 26 bankanın 2008-2012 dönemindeki verilerini kullanarak kurumsal yönetim ve entelektüel sermayenin firma değeri ve finansal performans ile ilişkisini araştırmışlardır. Entelektüel sermayeyi "Entelektüel Katma Değer Katsayısı" ile; kurumsal yönetimi "Bağımsız Denetim Komitesinin Oranı ve Bağımsız Yönetici Oranı" ile; finansal performansı "Aktif karlılık ve Özsermaye Karlılık Oranı" ile; firma değerini ise "TobinQ ve Kapanış Fiyatı" değişkenleri ile ölçmüşlerdir. Çalışmalarının

sonucunda, kurumsal yönetimin ve entelektüel sermayenin finansal performans ve firma değeri üzerinde önemli bir etkilerinin olduğunu; fakat kurumsal yönetimin entelektüel sermayeyi önemli derecede etkilemediğini; entelektüel sermaye unsurlarının da kurumsal yönetim üzerinde etkisinin olmadığını ileri sürmüşlerdir.

3.8. Bölüm zeti

Bu bölümde performans kavramı ve firma performansı konusu incelenmiştir. Firma performansının ölçülmesinde kullanılan yöntemler sınıflandırılmış ve ayrı ayrı açıklanmıştır. Daha sonra kurumsal yönetim perspektifinde entelektüel sermayenin firma performansına etkisini ortaya koyabilmek için her bir kavram açıklanmıştır. Kurumsal yönetim ve firma performansı, entelektüel sermaye ve firma performansı, kurumsal yönetim ve entelektüel sermaye; kurumsal yönetim entelektüel sermaye ve firma performansı kavramlarının birbirleri ile etkisi yapılan çalışmalar ile açıklanmaya çalışılmıştır.

DÖRDÜNCÜ BÖLÜM

KURUMSAL YÖNETİM AÇISINDAN ENTELEKTÜEL SERMAYENİN FİRMA PERFORMANSINA ETKİSİ: BIST100 ENDEKSİ ÜZERİNE BİR UYGULAMA

4.1. Araştırmanın Amacı

Bu çalışmada Borsa İstanbul 100 Endeksi'nde yer alan kurumsal yönetim ilkelerini uygulayan ve uygulamayan firmaların entelektüel sermayelerinin firma performansları üzerinde etkisinin olup olmadığı ve farklılıkları araştırılmıştır. Bu bakımdan çalışmanın iki amacı bulunmaktadır:

Amaç 1: BIST100 Endeksi'nde yer alan kurumsal yönetim ilkelerini uygulayan ve uygulamayan firmaların entelektüel sermayelerinin firma performansları üzerinde etkisinin olup olmadığını belirlemek.

Amaç 2: BIST100 Endeksi'nde yer alan kurumsal yönetim ilkelerini uygulayan ve uygulamayan firmaların entelektüel sermayelerinin firma performansları üzerindeki farklılıklarını ortaya koymak.

Bu bağlamda, ilk olarak BIST100 Endeksi'nde yer alan, kurumsal yönetim ilkelerini uygulayan ve uygulamayan firmaların belirlenmiştir. Bu firmaların 2016-2021 yılları arasındaki entelektüel sermaye değerleri ve firma performansları hesaplanmış, daha sonra entelektüel sermayenin firma performansı üzerine etkili olup olmadığı panel veri analizi ile test edilmiştir.

4.2. Araştırmanın Veri Seti

Araştırmaya dahil edilmek üzere BIST100 Endeksi'nde yer alan, kurumsal yönetim ilkelerini uygulayan ve uygulamayan firmalar belirlenmiştir. BIST100 Endeksi'nde yer alan 100 firmanın 37'si kurumsal yönetim ilkelerini uygulayan firma, 63'ü ise kurumsal yönetim ilkelerini uygulamayan firmalardır. Kurumsallık durumunun belirlenmesinde firmaların kurumsal derecelendirme notlarına bakılmıştır. Kurumsal derecelendirme notunun en az 7 olması gerekmektedir ve kurumsal derecelendirme notunun 7'nin altında olan firmalar kurumsal yönetim ilkelerini uygulamayan firmalar olarak alınmıştır. BIST Kurumsal Yönetim Endeksi'nde 58 firma bulunmaktadır. Araştırmanın kapsamına kurumsal yönetim ilkelerini uygulayan

ve uygulamayan firmaların karşılaştırılabilirliğinin sağlanması için BIST100 Endeksi baz alınmıştır.

Firma performansın ölçülmesinde Aktif Getiri Oranı, Özsermaye Getiri Oranı, Hisse Başına Kar, Net Kar Marjı Oranı, Fiyat / Kazanç Oranı, Piyasa Değeri Defter Değeri Oranı kullanılmıştır. Entelektüel sermaye ise entelektüel katma değer katsayısı yöntemi (VAIC™ yöntemi) ile hesaplanmıştır. Kontrol değişkeni olarak firmaların firma büyüklüğü ve kaldıraç oranları hesaplanarak çalışmaya dahil edilmiştir. Çalışmada kullanılan bağımlı, bağımsız ve kontrol değişkenlerin hesaplanması ve elde edildikleri veri kaynakları ve firmaların kurumsallık durumları ekler kısmında detaylı bir şekilde yer almaktadır. Bağımlı değişkenlerin açıklamalarına firma performansı ölçüm bölümünde, bağımsız değişkenlerin açıklamalarına ise entelektüel sermaye ölçüm yöntemlerinde verilmiştir.

Kontrol değişkenlerinden firma büyüklüğü ve finansal kaldıraç oranı çalışmaya dahil edilmiştir. Firma büyüklüğü, işletmenin toplam varlıkları ile ifade edilmesidir. Çalışmada firma büyüklüğü hesaplanırken diğer değişkenler ile standardize edilmesi bakımından toplam varlıkların logaritması alınmıştır. Firma büyüklüğünün çalışmaya dahil edilmesinde; büyük firmaların küçük firmalara göre daha fazla bilgi kaynağına sahip olması, bu bakımdan büyük firmalar, daha yüksek finansal performans ve daha yüksek piyasa değeri oluşturması ve bu değerlerin kontrol edilmek istenmesi göz önünde bulundurulmuştur. Kontrol değişkenlerinden finansal kaldıraç oranının kullanılmasında ise firmaların performansları ve varlıklarının üzerinde borçlarının etkisini görebilmek için kaldıraç oranı değişkeni çalışmaya dahil edilmiştir.

Entelektüel sermaye ve firma performansının ölçülmesi için, söz konusu firmaların yayınladıkları yıllık finansal tablolarından ve faaliyet raporlarından yararlanılmıştır. Firmalara ait finansal veriler www.kap.gov.tr ve finnet analiz expert veri tabanından elde edilmiştir. Entelektüel sermaye ve firma performans değişkenleri yıllık olarak hesaplanmıştır.

4.3. Araştırmanın Kısıtı

- 2016 yılı öncesi verilerin kesintisiz şekilde elde edilememesi nedeni ile veri setinin tam olması için çalışmanın dönemi 2016-2021 yılları ile sınırlandırılmıştır.

- 2016-2021 yılları arasında BIST100’de yer alan kurumsal yönetim ilkelerini uygulayan ve uygulamayan firmalar araştırmaya katılmıştır.

- Araştırmacı verilerin analizinde tutarlı ve yansız hareket etmektedir.

- Araştırmada sektör ayrımı yapılmamıştır.

4.4. Araştırmanın Modeli

Araştırmada kurumsal yönetim ilkelerini uygulayan ve uygulamayan firmalar için 6 farklı model oluşturulmuştur. Kurumsal yönetim ilkelerini uygulayan ve uygulamayan firmalar entelektüel sermayelerinin firma performansları üzerinde etkisini ölçmek için aşağıdaki modeller geliştirilmiştir:

Kurumsal Yönetim İlkelerini Uygulayan ve Uygulamayan Firmalar için Modeller ve Regresyon Denklemleri:

Model 1: Entelektüel sermaye unsurlarının aktif getiri oranı üzerindeki etkisi ve kontrol değişkenler

$$ROA_{it} = \alpha_{it} + \beta_1 * HCE_{it} + \beta_2 * SCE_{it} + \beta_3 * CEE_{it} + \beta_4 * FBit + \beta_5 * KO_{it} + \varepsilon_{it}$$

Model 2: Entelektüel sermaye unsurlarının öz sermaye getiri oranı üzerindeki etkisi ve kontrol değişkenler

$$ROE_{it} = \alpha_{it} + \beta_1 * HCE_{it} + \beta_2 * SCE_{it} + \beta_3 * CEE_{it} + \beta_4 * FBit + \beta_5 * KO_{it} + \varepsilon_{it}$$

Model 3: Entelektüel sermaye unsurlarının hisse başına kar üzerindeki etkisi ve kontrol değişkenler

$$EPS_{it} = \alpha_{it} + \beta_1 * HCE_{it} + \beta_2 * SCE_{it} + \beta_3 * CEE_{it} + \beta_4 * FBit + \beta_5 * KO_{it} + \varepsilon_{it}$$

Model 4: Entelektüel sermaye unsurlarının net kar marjı üzerindeki etkisi ve kontrol değişkenler

$$NKM_{it} = \alpha_{it} + \beta_1 * HCE_{it} + \beta_2 * SCE_{it} + \beta_3 * CEE_{it} + \beta_4 * FBit + \beta_5 * KO_{it} + \varepsilon_{it}$$

Model 5: Entelektüel sermaye unsurlarının fiyat / kazanç oranı üzerindeki etkisi ve kontrol değişkenler

$$F/K_{it} = \alpha_{it} + \beta_1 * HCE_{it} + \beta_2 * SCE_{it} + \beta_3 * CEE_{it} + \beta_4 * FBit + \beta_5 * KO_{it} + \varepsilon_{it}$$

Model 6: Entelektüel sermaye unsurlarının piyasa değeri / defter değeri oranı üzerindeki etkisi ve kontrol değişkenler

$$PD/DD_{it} = \alpha_{it} + \beta_1 * HCE_{it} + \beta_2 * SCE_{it} + \beta_3 * CEE_{it} + \beta_4 * FBit + \beta_5 * KO_{it} + \varepsilon_{it}$$

Regresyon denklemlerindeki değişkenlerin anlamı şöyledir:

HCE: İnsan sermayesi etkisi

SCE: Yapısal sermaye etkisi

CEE: Kullanılan sermaye etkinliği

FB=Firma Büyüklüğü

KO=Kaldıraç Oranı

ROA: Aktif karlılığı

ROE: Özsermaye karlılığı

EPS: Hisse başına kar

NKM=Net Kar Marjı

F/K=F/K oranı

PD/DD=PD/DD oranı

ε : Hata terimi

α : Alfa katsayısı

$\beta_1, \beta_2, \beta_3, \beta_4, \beta_5$, Tahmin edilen parametreler

4.5. Araştırmanın Yöntemi

Araştırmada tahmin yöntemi olarak panel veri analizi kullanılmıştır. Araştırmanın veri setinin panel veri analizine uygun olması bu yöntemin seçilmesinde etkin olmuştur. Panel veri yönteminin daha fazla bilgi içermekte, değişkenler arasında daha yüksek serbestlik derecesi ve daha fazla etkin veri seti sağlamaktadır.

4.5.1. Panel Veri Analizi

Ekonometrik analizlerde regresyon tabanlı zaman serisi analizleri, yatay kesit analizleri ve panel veri analizleri olmak üzere 3 yöntem kullanılmaktadır. (Tatoğlu, 2016: 58).

Zaman serisi analizleri; gün, hafta, ay, yıl gibi değişkenleri ve zaman aralığına göre değişimi içeren verilerdir. Yıllık enflasyon, günlük döviz kuru, yıllık işsizlik oranı gibi değişkenleri örnek olarak gösterilmektedir.

Yatay kesit analizleri; belirli bir zaman noktasında, birey, firma, ülke, şehir, gibi farklı birimlerden toplanan verileri kapsamaktadır. Bu verilere örnek olarak; 2019 yılında Türkiye nüfusunun sayısı, BIST endekslerinde yer alan firmaların sayısı gibi verileri örnek olarak gösterilmektedir.

Zaman serileri ve yatay kesit analizinin birleştirilmesini ve uygun modellerin test edilmesini sağlayan yöntem panel veri analizi denilmektedir (Greene, 2003: 612; Pazarlıoğlu ve Kiren Gürler, 2007:508). Başka bir ifade ile bireylere, firmalara ve ülkelere ait verilerin belli bir zaman dönemi için bir araya getirilmesi panel veri analizi ile mümkündür (Tatoğlu, 2016: 1-2). Panel veri analizi, belirli bir zaman dilimini kapsayan yatay kesit verilerini kullanarak hem zaman hem de kesit boyutuna sahip ekonometrik analizlerin tahmin edilmesi ve yorumlanmasını sağlayan bir analiz türüdür (Green, 2003: 283).

Panel verinin sağladığı en önemli avantaj, panel verilerde bulunan gruplar arasındaki heterojenliği modelleyebilmesidir. Panel veri, özellikle sınırlı veri nedeniyle ortaya çıkan sorunları, kayıp veya gözlemlenemeyen, eksik değişken olması durumunda ortaya çıkan problemleri önemli ölçüde giderebilmektedir (Ekim, 2017: 231).

Panel verileriyle regresyon modellerini tahmin etmek için Sabit Etkiler (Fixed Effects) ve Rassal Etkiler (Random Effects) olmak üzere iki yaklaşım vardır.

4.5.2. Sabit Etkiler Modeli

Sabit etkiler modelinde birimler arasında belli bireysel özellikleri gösteren sabit miktar, birimler arasında farklı olabilir ancak her birime ait sabit miktar zamana bağlı olarak değişmez. Sabit etkiler modelinde bağımsız değişkenlerin katsayıları yatay kesite ve zamana göre değişmediği kabul edilmektedir (Gujarati, 2003: 642). Bu varsayımın altında, ihmal edilen değişkenlerin bağımsız değişken üzerindeki etkisi her ne ise bunun sadece ilk dönemde değil sonraki dönemlerde de etkisini göstereceği ve etkinin zaman içerisinde sabit kalacağı düşüncesi yatmaktadır.

4.5.3. Rassal Etkiler Modeli

Rassal (random) etki modelinde panel veri analizi uygulanırken sabit etki yöntemine alternatif panel regresyon modeli tahmin etme yöntemidir. Rassal etki yönteminde oluşturulan veri setinde bağımlı değişkeni açıklamada eksik veya ihmal

edilmiş değişken kullanılmadığı ya da eksik veya ihmal edilmiş değişkenin modeldeki açıklayıcı değişkenlerle ilişkisiz olduğu düşünülüyor ise, rassal etki modelini kullanmak en iyi sonucu vermektedir. Rassal etki modelinde birimler tesadüfi olarak seçildikleri için, birimler arası farklılıklar tesadüfidir (Haspolat, 2015: 69).

Panel veri analizinde hangi modelin kullanılacağı ile ilgili olarak model seçimine ilişkin test yapılması gerekmektedir. Başka bir ifade ile panel veri regresyon modelinin sabit etki modeli mi rassal etki modeli mi hangisi ile ifade edileceği hausman spesifikasyon testi ile yapılmaktadır.

4.5.4. Hausman Spesifikasyon Testi

Çalışmada öncelikle birimler değişken artan /azalan olduğu için logaritmaları alınarak standardize edilmiştir. Daha sonra sabit ve rassal etkiler modelleri üzerinde durularak seçim yapılmıştır. Hausman testi ile elde edilen sabit ve rassal etki model katsayıları arasında sistematik farklılığın olup olmadığı hipotezi test edilmiştir.

Sabit etkiler modelini rassal etkiler modeli ile karşılaştırırken kurulan Hausman test hipotezi aşağıdaki gibidir:

H_0 : Açıklayıcı değişkenler ve birim (zaman) etki arasında korelasyon yoktur. Rassal etki modeli ($p > 0,05$)

H_1 : Açıklayıcı değişkenler ve birim (zaman) etki korelasyon vardır. Sabit etki modeli ($p < 0,05$)

Yapılan test sonucunda temel hipotez olan H_0 hipotezi kabul edilirse sabit ve tesadüfi etkilerin tahmincileri arasında fark çok küçüktür ve araştırmacının rassal etki modelini kullanması daha uygun olacaktır. Çünkü rassal etkiler modeli sabit etkiler modelinden daha etkindir kararı verilebilecektir ve bu durumda rassal etkili model tercih edilecektir. H_1 hipotezin kabulü durumunda ise, rassal etkiler modeli sapma göstermektedir, bu bakımdan sabit etki modelinin kullanılması daha uygun olacaktır (Tatoğlu, 2016: 185).

Model seçiminde, eğer p değeri 0,05'ten küçük ise H_0 red rassal etkiler tahmincisi tutarsız sabit etkiler tahmincisi geçerli; eğer p değeri 0,05'ten büyük ise H_0 reddedilemez etkin rassal etkiler tahmincisi tutarlı ve daha etkin yorumu yapılır. Her bir model için ilgili seçim tablolarında ayrıntılı bir şekilde verilmiştir.

4.5.5. Varsayım Testlerinin Uygulanması

Hausman testinde etkili modeller belirlendikten sonra model varsayımları yapılmıştır. Panel veri analizinde heteroskedasite (değişen varyans), otokorelasyon ve yatay kesit bağımlılığı (birimler arası korelasyon) olmak üzere 3 temel varsayım bulunmaktadır. Bu varsayımları test ederek, en az birinin bulunması durumunda hangi modelde söz konusu ise o modele dirençli tahminciler analiz yöntemi kullanılmıştır. Panel veri analizindeki 3 temel varsayımı şu şekilde tanımlanmaktadır.

Heteroskedasite (Değişen Varyans), hata terimlerinin varyansının sabit olması (homoskedasite) istenir, değil ise bu durumda hata terimlerinin varyansları birbirinden farklı olmaktadır ve değişen varyans sorunu oluşmaktadır. Değişen varyans sorunu varsa t ve F istatistikleri hatalı olur; rassal etkiler modelinde heteroskedasite için "Levene, Brown-Forsythe Testi"; sabit etkiler modelinde heteroskedasite için "Wald Testi" varsayım testleri yapılır. Test Sonuçları W_0, W_{50} ve W_{10} değerleri <0.05 ise heteroskedasite başka bir ifade ile değişen varyans vardır ve dirençli tahminci analiz yöntemi yapılacaktır.

Otokorelasyon, hata terimleri arasında bir ilişki olması durumudur. Panel verilerinde otokorelasyon durumu olsa da zaman serilerinde daha sık karşımıza çıkar. Zaman periyodunun küçüklüğüne ve büyüklüğüne göre değişebilir. Eğer günlük, aylık gibi periyotlarla çalışılırsa otokorelasyon daha büyük; yıllık periyotlarda çalışılırsa otokorelasyon daha küçük olur. Hem rassal etkiler modelinde hem de sabit etkiler modelinde otokorelasyon için "Bhargava, Franzini-Narendranathan Durbin Watson Testi" varsayım testi yapılır. Test Sonuçları 2'den küçükse Durbin-Watson ve Baltagi $W_u < 2$ ise otokorelasyon vardır ve dirençli tahminci analiz yöntemi yapılacaktır.

Yatay Kesit Bağımlılığı (Birimler Arası Korelasyon), panel veri modelinin her bir birimi için hesaplanan hata terimleri arasında korelasyon olduğunu ifade etmektedir. Rassal etkiler modelinde yatay kesit bağımlılığı için "Pesaran Testi, Friedman Testi ve Frees Testi"; sabit etkiler modelinde ise bu testlere ilaveten "Breusch-Pagan Lagrange Çapranı Testi" varsayım testleri yapılmaktadır. Test sonuçları <0.05 ise yatay kesit bağımlılığı vardır ve dirençli tahminci analiz yöntemi yapılacaktır.

4.5.6. Dirençli Tahminciler Analizi

Modellerde değişen varyans, otokorelasyon ve yatay kesit bağımlılığı problemi mevcut olduğu zaman, standart hataların, t ve f istatistiklerinin, R^2 'nin ve güven aralıklarının geçerliliği etkilenmektedir. Bu varsayımlardan (değişen varyans, otokorelasyon, yatay kesit bağımlılığı) en az bir tanesinin varlığı durumunda parametre tahminlerine dokunulmadan standart hatalar düzeltilmeli başka bir ifade ile dirençli standart hatalar elde edilmelidir. Standart hataları düzeltmek için birçok yöntem geliştirilmiştir. Modelde sadece değişen varyans problemi varsa White Tahmincisi olarak da adlandırılan Huber-Eicker-White Tahmincisi, hem değişen varyans hem de otokorelasyon problemi varsa Arellano-Froot-Rogers tahmincisi; değişen varyans, otokorelasyon ve yatay kesit bağımlılığı probleminin üçü de varsa Driscoll-Kraay Tahmincisi kullanılarak standart hatalar düzeltilerek dirençli tahminciler analizi yapılır. Böylece değişen varyans, otokorelasyon ve yatay kesit bağımlılığı probleminin önüne geçilmeye çalışılmaktadır (Tatoğlu, 2012: 241-249).

4.6. Araştırmanın Bulguları 1

Çalışmada panel veri analizi kullanılmıştır ve elde edilen veriler, Stata 14 paket programı kullanılarak analiz edilmiştir. İlk olarak kurumsal yönetim ilkelerini uygulayan ve uygulamayan firmaların Hausman testleri yapılarak, hangi modelin (sabit etkiler modeli/rassal etkiler modeli) geçerli olduğu belirlenmiştir. Daha sonra modelleri daha dirençli hale getirerek revize etmek için varsayım testleri yapılmıştır. Varsayım testleri sonucunda; değişen varyans testi için sabit etkiler modelinde Wald Testi; rassal etkiler modelinde Levene Brown Forsythe Testi; otokorelasyonun varlığını sınamak amacıyla Bhargava, Franzini ve Narendranathan tarafından önerilen Durbin-Watson Testi; yatay kesit bağımlılığı için de Pesaran Testi kullanılmıştır. Gerçekleşmeyen varsayımları aşabilmek için dirençli tahminciler analizi yapılarak etkili sonuçlara ulaşılmıştır.

Çalışmada BIST100 Endeksi'nde yer alan firmalar, kurumsal yönetim ilkelerini uygulayan ve uygulamayan firmalar olarak incelediğinden, geliştirilen altı tane modelin testleri ve analizleri kurumsal yönetim ilkelerini uygulayan ve uygulamayan firmalar üzerine ayrı ayrı uygulanmıştır. Her bir modelin öncelikle kurumsal yönetim ilkelerini uygulamayan firmalar üzerindeki testleri ve analizleri

yapılmıştır; ardından kurumsal yönetim ilkelerini uygulayan firmalar üzerindeki testleri ve analizleri yapılmıştır. En son adımda ise kurumsal yönetim ilkelerini uygulayan ve uygulamayan firmalar karşılaştırılarak anlamlı sonuçlara ulaşılmıştır.

4.6.1. Model 1 için Testlerin ve Analizlerin Yapılması

Entelektüel sermaye unsurlarının aktif getiri oranı ve kontrol değişkenler üzerine etkisi Model 1'in amacını içermektedir. Bağımlı değişkenin aktif getiri oranı olması durumunda kurumsal yönetim ilkelerini uygulamayan firmaların modellerin testleri ve analizleri aşağıda ayrıntılı bir şekilde yer almaktadır:

4.6.1.1. Kurumsal Yönetim İlkelerini Uygulamayan Firmaların Model 1 için Testlerin ve Analizlerin Yapılması

Bağımlı değişkenin aktif getiri oranı olması durumunda kurumsal yönetim ilkelerini uygulamayan firmalar için Hausman testi aşağıdaki Tablo 2'de yer almaktadır:

Tablo 2. Bağımlı Değişkenin Aktif Getiri Oranı Olması Durumunda Kurumsal Yönetim İlkelerini Uygulamayan Firmaların Hausman Testi

Modeller	Ki kare İstatistik	p değeri	Sonuç
Model 1 (ROA) Bağımlı değişken: Aktif Getiri Oranı Bağımsız değişkenler: İnsan Sermayesi Etkinliği, Yapısal Sermaye Etkinliği, Müşteri Sermayesi Etkinliği Kontrol Değişkenler: Firma Büyüklüğü, Kaldıraç Oranı	22.01	0.0005	p<0,05 olduğundan, H ₁ kabul: Sabit Etki Modeli

Hausman testi sonuçları incelendiğinde; 0,0005 olasılık değeri ile ki-kare değeri 22.01'dir. ki-karenin kritik değeri $\alpha = \%5$ 'de 9,488'dir. Ki-kare değeri ki-karenin kritik değerinden daha büyüktür ($22.01 > 9,488$) ve $p < 0,05$ 'dir. Model 1'in tahmininde istatistiksel olarak sabit etkiler modeli etkindir ve kullanımı uygun olacaktır. Sabit etkiler modeli için varsayımların test edilmesi aşağıda Tablo 3'de yer almaktadır:

Tablo 3. Bağımlı Değişkenin Aktif Getiri Oranı Olması Durumunda Kurumsal Yönetim İlkelerini Uygulamayan Firmaların Varsayım Testleri

	İstatistik değeri	p değeri.
Modified Wald test	9200000.00	0.0000
Baltgi Wu LBI otokorelasyon testi	DW= 2.1913749	
	Baltagi-Wu LBI= 2.626637	
Pesaran CD testi	5.871	0.0000

Değişen Varyans, Wald istatistiği p değeri 0.000 olarak hesaplanmış ve modelde değişen varyans sorunu olduğu tespit edilmiştir. (Sonuç ...<0.05 olursa değişen varyans vardır).

Otokorelasyon, DW değeri 2.19; Baltagi-Wu LBI= 2.62 olarak hesaplanmıştır. Her iki test sonucu da 2'den büyük olduğundan, otokorelasyon sorunu olmadığı tespit edilmiştir. (Sonuç ...<2 olursa otokorelasyon vardır).

Yatay kesit bağımlılığı, Pesaran CD testi ile incelenmiş $p=0.000$ ve $p<0.05$ olduğundan yatay kesit bağımlılığının olduğu tespit edilmiştir.

Varsayım testlerinin sonucunda değişen varyans, otokorelasyon ve yatay kesit bağımlılığının en az birinin varlığı durumunda dirençli tahminciler analizi yapılmaktadır. Kurumsal yönetim ilkelerini uygulamayan firmalarda Model 1 için değişen varyans ve yatay kesit bağımlılığı tespit edildiğinden, aşağıda Tablo 4'de dirençli tahminciler analizi yapılmıştır:

Tablo 4. Bağımlı Değişkenin Aktif Getiri Oranı Olması Durumunda Kurumsal Yönetim İlkelerini Uygulamayan Firmaların Dirençli Tahminciler Analiz Sonuçları

Bağımsız Değişkenler	Katsayı	Driscoll/Kraay SH	t	p > t	[95%CI]	
İnsan Sermayesi Etkinliği	0.195	0.086	2.280	0.071	-0.025	0.415
Yapısal Sermaye Etkinliği	0.016	0.052	0.310	0.772	-0.118	0.150
Müşteri Sermaye Etkinliği	0.660	0.204	3.240	0.023*	0.136	1.184
Firma Büyüklüğü	0.477	0.184	2.600	0.048*	0.005	0.949
Kaldıraç Oranı	-0.285	0.062	-4.610	0.006*	-0.443	-0.126
Sabit	1.305	0.123	10.580	0.000	0.987	1.622
F(5, 5) = 1299.70 p= 0.0000			R ² = 0.2538			

*p<0.05

Analiz sonuçları değerlendirildiğinde bağımlı değişkenin aktif getiri oranı (ROA) olduğu durumlarda, kurulan modelin istatistiksel olarak anlamlı olduğu (F=1299.7) tespit edilmiştir (p<0,05). Modelde müşteri sermaye etkisi, firma büyüklüğü ve kaldıraç oranı değişkeninin anlamlı olduğu görülmüştür (p<0,05). Müşteri sermaye etkisi yüzde bir arttığında ROA değerinin yüzde 0.660 arttığı; firma büyüklüğü yüzde bir arttığında ROA değerinin yüzde 0.477 arttığı; kaldıraç oranının yüzde bir artması karşısında ROA değerinin yüzde -0.285 azaldığı görülmüştür. İstatistiklere göre bağımsız değişkenlerin bağımlı değişkeni açıklama oranını gösteren R² değeri %25.38 olarak tespit edilmiştir.

4.6.1.2. Kurumsal Yönetim İlkelerini Uygulayan Firmaların Model 1 için Testlerin ve Analizlerin Yapılması

Bağımlı değişkenin aktif getiri oranı olması durumunda kurumsal yönetim ilkelerini uygulayan firmaların için Hausman testi aşağıdaki Tablo 5’de yer almaktadır:

Tablo 5. Bağımlı Değişkenin Aktif Getiri Oranı Olması Durumunda Kurumsal Yönetim İlkelerini Uygulayan Firmaların Hausman Testi

Modeller	Ki kare İstatistik	p değeri	Sonuç
<p>Model 1 (ROA)</p> <p>Bağımlı değişken: Aktif Getiri Oranı</p> <p>Bağımsız değişkenler: İnsan Sermayesi Etkinliği, Yapısal Sermaye Etkinliği, Müşteri Sermayesi Etkinliği</p> <p>Kontrol Değişkenler: Firma Büyüklüğü, Kaldıraç Oranı</p>	3.33	0.6490	p>0,05 olduğundan, H ₀ kabul: Rassal Etki Modeli

Model 1'in tahmininde istatistiksel olarak rassal etkiler modeli etkindir ve kullanımı uygun olacaktır. Rassal etkiler modeli için varsayımların test edilmesi aşağıda Tablo 6'da yer almaktadır:

Tablo 6. Bağımlı Değişkenin Aktif Getiri Oranı Olması Durumunda Kurumsal Yönetim İlkelerini Uygulayan Firmaların Varsayım Testleri

	İstatistik değeri	p değeri.
Levene Brown Forsythe testi	W0: 3.6859538	0.000
	W50: 1.8152369	0.153
	W10: 3.6859538	0.000
Baltgi Wu LBI otokorelasyon testi	DW= 1.8715886	
	Baltagi-Wu LBI= 2.074989	
Pesaran CD testi	1.656	0.0978

Değişen Varyans, Levene Brown Forsythe p değeri W0=0.153; W50=0.000; W10=0.000olarak hesaplanmış ve modelde değişen varyans sorunu olduğu tespit edilmiştir. (Sonuç ...<0.05 olursa değişen varyans vardır).

Otokorelasyon, DW değeri 1.87; Baltagi-Wu LBI= 2.07 olarak hesaplanmıştır. DW istatistiğine göre otokorelasyon sorunu olduğu; Baltagi-Wu LBI istatistiğine göre

otokorelasyon sorunu olmadığı görülmüştür. (Sonuç ...<2 olursa otokorelasyon vardır).

Yatay kesit bağımlılığı, Pesaran CD testi ile incelenmiş $p=0.0978$ ve yatay kesit bağımlılığının olmadığı tespit edilmiştir. (Sonuç ...<0.05 olursa yatay kesit bağımlılığı vardır).

Kurumsal yönetim ilkelerini uygulayan firmalarda, Model 1 için değişen varyans, otokorelasyon ve yatay kesit bağımlılığı tespit edildiğinden, aşağıda Tablo 7’de dirençli tahminler analizi yapılmıştır:

Tablo 7. Bağımlı Değişkenin Aktif Getiri Oranı Olması Durumunda Kurumsal Yönetim İlkelerini Uygulayan Firmaların Dirençli Tahminler Analiz Sonuçları

Bağımsız Değişkenler	Katsayı	Driscoll/Kraay SH	z	p > z	[95% CI]	
İnsan Sermayesi Etkinliği	0.391	0.097	4.040	0.010*	0.142	0.640
Yapısal Sermaye Etkinliği	-0.148	0.085	-1.740	0.141	-0.367	0.070
Müşteri Sermaye Etkinliği	0.705	0.274	2.570	0.050*	0.001	1.409
Firma Büyüklüğü	-1.156	1.139	-1.010	0.357	-4.084	1.772
Kaldıraç Oranı	-0.032	0.025	-1.260	0.263	-0.097	0.033
Sabit	1.924	1.083	1.780	0.136	-0.860	4.709
Wald chi2(5) = 16645.42		p= 0.0000		R ² = 0.1570		

* $p < 0.05$

Analiz sonuçları değerlendirildiğinde bağımlı değişkenin aktif getiri oranı (ROA) olduğu durumlarda, kurulan modelin istatistiksel olarak anlamlı olduğu Wald $\chi^2(5) = 16645.42$ tespit edilmiştir ($p < 0,05$). İnsan sermaye etkisi yüzde bir arttığında ROA değerinin yüzde 0.391 birim arttığı; müşteri sermaye etkisi yüzde bir arttığında ROA değerinin yüzde 0.705 arttığı görüldü. İstatistiklere göre bağımsız değişkenlerin bağımlı değişkeni açıklama oranını gösteren R² değeri %15.70 olarak tespit edilmiştir.

4.6.1.3. ROA- Kurumsal Yönetim İlkelerini Uygulayan ve Uygulamayan Firmaların Karşılaştırılması

Aktif getiri oranının bağımlı değişken olması durumunda kurumsal yönetim ilkelerini uygulayan firmalarda entelektüel sermaye unsurlarından insan sermayesi ve müşteri sermayesi etkili iken, kurumsal yönetim ilkelerini uygulamayan firmalarda sadece müşteri sermayesinin etkili olduğu ve kontrol değişkenlerinden firma büyüklüğü ve kaldıraç oranının anlamlı etkisi olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

4.6.2. Model 2 için Testlerin ve Analizlerin Yapılması

Entelektüel sermaye unsurlarının özsermaye getiri oranı ve kontrol değişkenler üzerine etkisi Model 2'nin amacını içermektedir. Bağımlı değişkenin özsermaye getiri oranı olması durumunda kurumsal yönetim ilkelerini uygulamayan firmaların modellerin testleri ve analizleri aşağıda ayrıntılı bir şekilde yer almaktadır:

4.6.2.1. Kurumsal Yönetim İlkelerini Uygulamayan Firmaların Model 2 için Testlerin Ve Analizlerin Yapılması

Bağımlı değişkenin özsermaye getiri oranı olması durumunda kurumsal yönetim ilkelerini uygulamayan firmalar için Hausman testi aşağıdaki Tablo 8'de yer almaktadır:

Tablo 8. Bağımlı Değişkenin Özsermaye Getiri Oranı Olması Durumunda Kurumsal Yönetim İlkelerini Uygulamayan Firmaların Hausman Testi

Modeller	Ki kare İstatistik	p değeri	Sonuç
Model 2 (ROE) Bağımlı değişken: Özsermaye Getiri Oranı Bağımsız değişkenler: İnsan Sermayesi Etkinliği, Yapısal Sermaye Etkinliği, Müşteri Sermayesi Etkinliği Kontrol Değişkenler: Firma Büyüklüğü, Kaldıraç Oranı	4.54	0.4746	$p > 0,05$ olduğundan, H ₀ kabul: Rassal Etki Modeli

Model 2'nin tahmininde istatistiksel olarak rassal etkiler modeli etkindir ve kullanımı uygun olacaktır. Rassal etkiler modeli için varsayımların test edilmesi aşağıda Tablo 9'da yer almaktadır:

Tablo 9. Bağımlı Değişkenin Özsermaye Getiri Oranı Olması Durumunda Kurumsal Yönetim İlkelerini Uygulamayan Firmaların Varsayım Testleri

	İstatistik değeri	p değeri.
Levene Brown Forsythe testi	W0: 6.2674880	0.000
	W50: 1.6219343	0.023
	W10: 6.2674880	0.000
Baltgi Wu LBI otokorelasyon testi	DW= 2.3338883	
	Baltagi-Wu LBI= 2.4296589	
Pesaran CD testi	16.072	0.0000

Değişen Varyans, Levene Brown Forsythe p değeri W0=0.000; W50=0.0023; W10=0.000 olarak hesaplanmış ve modelde değişen varyans sorunu olduğu tespit edilmiştir. (Sonuç ...<0.05 olursa değişen varyans vardır).

Otokorelasyon, DW değeri 2.33; Baltagi-Wu LBI= 2.43 olarak hesaplanmıştır. DW istatistiğine göre ve Baltagi-Wu LBI istatistiğine göre otokorelasyon sorunu olmadığı görülmüştür. (Sonuç ...<2 olursa otokorelasyon vardır).

Yatay kesit bağımlılığı, Pesaran CD testi ile incelenmiş $p=0.000$ ve $p<0.05$ olduğundan yatay kesit bağımlılığının olduğu tespit edilmiştir.

Kurumsal yönetim ilkelerini uygulamayan firmalarda Model 2 için değişen varyans ve yatay kesit bağımlılığı tespit edildiğinden, aşağıda Tablo 10'da dirençli tahminciler analizi yapılmıştır:

Tablo 10. Tablo 10. Bağımlı Değişkenin Özsermaye Getiri Olması Durumunda Kurumsal Yönetim İlkelerini Uygulamayan Firmaların Dirençli Tahminciler Analiz Sonuçları

Bağımsız Değişkenler	Katsayı	Driscoll/Kraay SH	z	p > z	[95%CI]	
Kurumsal Olmayan						
İnsan Sermayesi Etkinliği	0.050	0.020	2.570	0.050	0.000	0.101
Yapısal Sermaye Etkinliği	-0.021	0.031	-0.680	0.525	-0.100	0.058
Müşteri Sermaye Etkinliği	0.189	0.067	2.840	0.036*	0.018	0.360
Firma Büyüklüğü	0.023	0.010	2.400	0.061	-0.002	0.048
Kaldıraç Oranı	-0.015	0.013	-1.110	0.317	-0.049	0.020
Sabit	2.294	0.034	67.870	0.000	2.207	2.381
Wald chi2(5)= 471.45			p= 0.0000		R ² = 0.0147	

*p<0.05

Analiz sonuçları değerlendirildiğinde bağımlı değişkenin özsermaye getiri oranı (ROE) olduğu durumlarda, kurulan modelin istatistiksel olarak anlamlı olduğu Wald chi2(5)= 471.45) tespit edilmiştir (p<0,05). Modelde sadece müşteri sermayesi değişkeninin anlamlı olduğu görülmüştür (p<0,05). Müşteri sermaye etkisi yüzde bir arttığında ROE değerinin yüzde 0.189 arttığı görüldü. İstatistiklere göre bağımsız değişkenlerin bağımlı değişkeni açıklama oranını gösteren R² değeri %1.4 olduğu tespit edilmiştir.

4.6.2.2. Kurumsal Yönetim İlkelerini Uygulayan Firmaların Model 2 için Testlerin ve Analizlerin Yapılması

Bağımlı değişkenin özsermaye getiri oranı olması durumunda kurumsal yönetim ilkelerini uygulayan firmalar için Hausman testi aşağıdaki Tablo 11’de yer almaktadır:

Tablo 11. Bağımlı Değişkenin Özsermaye Getiri Olması Durumunda Kurumsal Yönetim İlkelerini Uygulayan Firmaların Hausman Testi

Modeller	Ki kare İstatistik	p değeri	Sonuç
Model 2 (ROE) Bağımlı değişken: Özsermaye Getiri Oranı Bağımsız değişkenler: İnsan Sermayesi Etkinliği, Yapısal Sermaye Etkinliği, Müşteri Sermayesi Etkinliği Kontrol Değişkenler: Firma Büyüklüğü, Kaldıraç Oranı	0.73	0.9811	$p > 0,05$ olduğundan, H_0 kabul: Rassal Etki Modeli

Model 2'nin tahmininde istatistiksel olarak rassal etkiler modeli etkindir ve kullanımı uygun olacaktır. Rassal etkiler modeli için varsayımların test edilmesi aşağıda Tablo 12'de yer almaktadır.

Tablo 12. Bağımlı Değişkenin Özsermaye Getiri Olması Durumunda Kurumsal Yönetim İlkelerini Uygulayan Firmaların Varsayım Testleri

	İstatistik değeri	p değeri.
Levene Brown Forsythe testi	W0: 5.1154939	0.000
	W50: 2.2082032	0.001
	W10: 5.1154939	0.000
Baltgi Wu LBI otokorelasyon testi	DW= 2.4590389	
	Baltagi-Wu LBI= 2.5805716	
Pesaran CD testi	9.258	0.000

Değişen varyans, Levene Brown Forsythe p değeri W0=0.001; W50=0.000; W10=0.000 olarak hesaplanmış ve modelde değişen varyans sorunu olduğu tespit edilmiştir. (Sonuç ...<0.05 olursa değişen varyans vardır).

Otokorelasyon, DW değeri 2.46; Baltagi-Wu LBI= 2.58 olarak hesaplanmıştır. DW ve Baltagi-Wu LBI istatistiğine göre otokorelasyon sorunu olmadığı tespit edildi. (Sonuç ...<2 olursa otokorelasyon vardır).

Yatay kesit bağımlılığı, ise Pesaran CD testi ile incelenmiş $p=0.000$ ve $p<0.05$ olduğundan yatay kesit bağımlılığının olduğu tespit edilmiştir.

Kurumsal yönetim ilkelerini uygulayan firmalarda Model 2 için değişen varyans ve yatay kesit bağımlılığı tespit edildiğinden, aşağıda Tablo 13’de dirençli tahminler analizi yapılmıştır:

Tablo 13. Bağımlı Değişkenin Özsermaye Getiri Oranı Olması Durumunda Kurumsal Yönetim İlkelerini Uygulayan Firmaların Dirençli Tahminler Analiz Sonuçları

Bağımsız Değişkenler	Katsayı	Driscoll/Kraay SH	z	p > z	[95%CI]	
İnsan Sermayesi Etkinliği	0.003	0.033	0.100	0.926	-0.082	0.089
Yapısal Sermaye Etkinliği	-0.020	0.014	-1.450	0.208	-0.056	0.016
Müşteri Sermaye Etkinliği	-0.014	0.153	-0.090	0.929	-0.408	0.379
Firma Büyüklüğü	-0.488	0.321	-1.520	0.189	-1.314	0.338
Kaldıraç Oranı	-0.030	0.021	-1.420	0.214	-0.085	0.025
Sabit	2.934	0.440	6.670	0.001*	1.803	4.066
Wald $\chi^2(5) = 132.14$ $p = 0.0000$ $R^2 = 0.0090$						

* $p<0.05$

Analiz sonuçları değerlendirildiğinde bağımlı değişkenin özsermaye getiri oranı (ROE) olduğu durumlarda, kurulan modelin istatistiksel olarak anlamlı olduğu Wald $\chi^2(5) = 132.14$ tespit edilmiştir ($p<0,05$). Kurulan modelde tüm bağımsız değişkenlerin özsermaye getiri oranı ile aralarında anlamlı bir etki bulunamamıştır. İstatistiklere göre bağımsız değişkenlerin bağımlı değişkeni açıklama oranını gösteren R^2 değeri %0 olduğu tespit edilmiştir.

4.6.2.3. ROE- Kurumsal Yönetim İlkelerini Uygulayan ve Uygulamayan Firmaların Karşılaştırılması

Özsermaye getiri oranının bağımlı değişken olması durumunda, kurumsal yönetim ilkelerini uygulayan firmalarda entelektüel sermaye ve firma performansı arasında anlamlı etki bulunamazken; kurumsal kurumsal yönetim ilkelerini uygulamayan firmalarda entelektüel sermaye unsurlarından sadece müşteri sermayesinin etkili olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

4.6.3. Model 3 için Testlerin ve Analizlerin Yapılması

Entelektüel sermaye unsurlarının hisse başına kar ve kontrol değişkenler üzerine etkisi Model 3'ün amacını içermektedir. Bağımlı değişkenin hisse başına kar olması durumunda kurumsal yönetim ilkelerini uygulamayan firmalarda modellerin testleri ve analizleri aşağıda ayrıntılı bir şekilde yer almaktadır:

4.6.3.1. Kurumsal Yönetim İlkelerini Uygulamayan Firmaların Model 3 için Testlerin ve Analizlerin Yapılması

Bağımlı değişkenin hisse başına kar olması durumunda kurumsal yönetim ilkelerini uygulamayan firmalar için Hausman testi aşağıdaki Tablo 14'de yer almaktadır:

Tablo 14. Bağımlı Değişkenin Hisse Başına Kar Olması Durumunda Kurumsal Yönetim İlkelerini Uygulamayan Firmaların Hausman Testi

Modeller	Ki kare İstatistik	p değeri	Sonuç
Model 3 (HBK) Bağımlı değişken: Hisse Başına Kar Bağımsız değişkenler: İnsan Sermayesi Etkinliği, Yapısal Sermaye Etkinliği, Müşteri Sermayesi Etkinliği Kontrol Değişkenler: Firma Büyüklüğü, Kaldıraç Oranı	3.48	0.6265	$p > 0,05$ olduğundan, H_0 kabul: Rassal Etki Modeli

Model 3'ün tahmininde istatistiksel olarak rassal etkiler modeli etkindir ve kullanımı uygun olacaktır. Rassal etkiler modeli için varsayımların test edilmesi aşağıda Tablo 15'de yer almaktadır:

Tablo 15. Bağımlı Değişkenin Hisse Başına Kar Olması Durumunda Kurumsal Yönetim İlkelerini Uygulamayan Firmaların Varsayım Testleri

	İstatistik değeri	p değeri.
Levene Brown Forsythe testi	W0: 5.0946728	0.000
	W50: 3.4806208	0.000
	W10: 5.0946728	0.000
Baltagi Wu LBI otokorelasyon testi	DW= 1.29752	
	Baltagi-Wu LBI= 1.8023578	
Pesaran CD testi	17.679	0.0000

Değişen Varyans, Levene Brown Forsythe p değeri W0=0.000; W50=0.000; W10=0.000 olarak hesaplanmış ve modelde değişen varyans sorunu olduğu tespit edilmiştir. (Sonuç ...<0.05 olursa değişen varyans vardır).

Otokorelasyon, DW değeri 1.29; Baltagi-Wu LBI= 1.80 olarak hesaplanmıştır. DW istatistiğine ve Baltagi-Wu LBI istatistiğine göre otokorelasyon sorunu olduğu görülmüştür. (Sonuç ...<2 olursa otokorelasyon vardır).

Yatay kesit bağımlılığı, Pesaran CD testi ile incelenmiş p=0.000 ve p<0.05 olduğundan yatay kesit bağımlılığının olduğu tespit edilmiştir.

Kurumsal yönetim ilkelerini uygulamayan firmalarda Model 3 için değişen varyans, otokorelasyon ve yatay kesit bağımlılığı tespit edildiğinden, aşağıda Tablo 16'da dirençli tahminler analizi yapılmıştır:

Tablo 16. Bağımlı Değişkenin Hisse Başına Kar Olması Durumunda Kurumsal Yönetim İlkelerini Uygulamayan Firmaların Dirençli Tahminciler Analiz Sonuçları

Bağımsız Değişkenler	Katsayı	Driscoll/Kraay SH	z	p > z	[95%CI]	
İnsan Sermayesi Etkinliği	0.350	0.041	8.450	0.000*	0.244	0.457
Yapısal Sermaye Etkinliği	-0.169	0.090	-1.880	0.119	-0.401	0.063
Müşteri Sermaye Etkinliği	0.362	0.198	1.830	0.127	-0.147	0.872
Firma Büyüklüğü	0.379	0.100	3.790	0.013*	0.122	0.636
Kaldıraç Oranı	-0.211	0.039	-5.440	0.003*	-0.311	-0.111
Sabit	0.017	0.101	0.170	0.875	-0.244	0.278
Wald chi2(5) = 876.91 p= 0.0000 R ² = 0.1290						

*p<0.05

Analiz sonuçları değerlendirildiğinde bağımlı değişkenin hisse başına kar olduğu durumlarda, kurulan modelin istatistiksel olarak anlamlı olduğu (Wald chi2(5) =876.91) tespit edilmiştir (p<0,05). Modelde entelektüel sermaye unsurlarından insan sermayesi değişkeninin; kontrol değişkenlerinden de firma büyüklüğü ve kaldıraç oranı değişkenlerinin anlamlı olduğu görülmüştür (p<0,05). İnsan sermaye etkisi yüzde bir arttığında hisse başına kar değerinin yüzde 0.350 arttığı görüldü. Firma büyüklüğü yüzde bir arttığında hisse başına kar değerinin yüzde 0.379 arttığı görüldü. Kaldıraç oranı yüzde bir arttığında hisse başına kar değerinin yüzde-0.379 azaldığı görüldü. İstatistiklere göre bağımsız değişkenlerin bağımlı değişkeni açıklama oranını gösteren R² değeri %12,9 olarak tespit edilmiştir.

4.6.3.2. Kurumsal Yönetim İlkelerini Uygulayan Firmaların Model 3 için Testlerin ve Analizlerin Yapılması

Bağımlı değişkenin hisse başına kar olması durumunda kurumsal yönetim ilkelerini uygulayan firmalar için Hausman testi aşağıdaki Tablo 17’de yer almaktadır:

Tablo 17. Bağımlı Değişkenin Hisse Başına Kar Olması Durumunda Kurumsal Yönetim İlkelerini Uygulayan Firmaların Hausman Testi

Modeller	Ki kare İstatistik	p değeri	Sonuç
Model 3 (HBK) Bağımlı değişken: Hisse Başına Kar Bağımsız değişkenler: İnsan Sermayesi Etkinliği, Yapısal Sermaye Etkinliği, Müşteri Sermayesi Etkinliği Kontrol Değişkenler: Firma Büyüklüğü Kaldıraç Oranı	8.81	0.1169	p>0,05 olduğundan, H ₀ kabul: Rassal Etki Modeli

Model 3'ün tahmininde istatistiksel olarak rassal etkiler modeli etkindir ve kullanımı uygun olacaktır. Rassal etkiler modeli için varsayımların test edilmesi aşağıda Tablo 18'de yer almaktadır:

Tablo 18. Bağımlı Değişkenin Hisse Başına Kar Olması Durumunda Kurumsal Yönetim İlkelerini Uygulayan Firmaların Varsayım Testleri

	İstatistik değeri	p değeri.
Levene Brown Forsythe testi	W0: 4.5786117 W50: 2.2291865 W10: 4.5786117	0.000 0.001 0.000
Baltgi Wu LBI otokorelasyon testi	DW= 1.1135887 Baltagi-Wu LBI= 1.5540473	
Pesaran CD testi	2.382	0.0172

Değişen varyans, Levene Brown Forsythe p değeri W0=0.000; W50=0.001; W10=0.000 olarak hesaplanmış ve modelde değişen varyans sorunu olduğu tespit edilmiştir. (Sonuç ...<0.05 olursa değişen varyans vardır).

Otokorelasyon, DW değeri 1.11; Baltagi-Wu LBI= 1.55 olarak hesaplanmıştır. DW ve Baltagi-Wu LBI istatistiğine göre otokorelasyon sorunu olduğu görüldü. (Sonuç ...<2 olursa otokorelasyon vardır).

Yatay kesit bağımlılığı, Pesaran CD testi ile incelenmiş $p=0.0172$ ve $p<0.05$ olduğundan yatay kesit bağımlılığının olduğu tespit edilmiştir.

Kurumsal yönetim ilkelerini uygulayan firmalarda Model 3 için değişen varyans, otokorelasyon ve yatay kesit bağımlılığı tespit edildiğinden, aşağıda Tablo 19’da dirençli tahminler analizi yapılmıştır:

Tablo 19. Bağımlı Değişkenin Hisse Başına Kar Olması Durumunda Kurumsal Yönetim İlkelerini Uygulayan Firmaların Dirençli Tahminler Analiz Sonuçları

Bağımsız Değişkenler	Katsayı	Driscoll/Kraay SH	z	p > z	[95%CI]	
İnsan Sermayesi Etkinliği	0.396	0.144	2.750	0.040*	0.026	0.765
Yapısal Sermaye Etkinliği	-0.353	0.108	-3.250	0.023*	-0.631	-0.074
Müşteri Sermaye Etkinliği	1.059	0.203	5.210	0.003*	0.537	1.582
Firma Büyüklüğü	3.073	1.298	2.370	0.064	-0.263	6.409
Kaldıraç Oranı	0.116	0.064	1.810	0.130	-0.049	0.281
Sabit	-3.468	1.330	-2.610	0.048*	-6.888	-0.049
Wald $\chi^2(5) = 16557.48$		$p = 0.0000$		$R^2 = 0.1562$		

* $p<0.05$

Analiz sonuçları değerlendirildiğinde bağımlı değişkenin hisse başına kar olduğu durumlarda, kurulan modelin istatistiksel olarak anlamlı olduğu Wald $\chi^2(5) = 16557.48$ tespit edilmiştir ($p<0,05$). Modelde entelektüel sermaye unsurlarından insan sermayesi, yapısal sermaye ve müşteri sermaye değişkenlerinin anlamlı olduğu görülmüştür ($p<0,05$). İnsan sermaye etkisi yüzde bir arttığında hisse başına kar değerinin yüzde 0.396 arttığı görüldü. Yapısal sermaye etkisi yüzde bir arttığında hisse başına kar değerinin yüzde 0.353 azaldığı görüldü. Müşteri sermaye etkisi yüzde bir arttığında hisse başına kar değerinin yüzde 1.059 arttığı görüldü. İstatistiklere göre

bağımsız değişkenlerin bağımlı değişkeni açıklama oranını gösteren R^2 değeri %15.62 olarak tespit edilmiştir.

4.6.3.3. Hisse Başına Kar- Kurumsal Yönetim İlkelerini Uygulayan ve Uygulamayan Firmaların Karşılaştırılması

Hisse başına kar oranının bağımlı değişken olması durumunda, kurumsal yönetim ilkelerini uygulayan firmalarda entelektüel sermaye unsurlarından 3'nün de firma performansı üzerinde anlamlı etkisi bulunurken; kurumsal yönetim ilkelerini uygulamayan firmalarda entelektüel sermaye unsurlarından sadece insan sermayesinin etkili olduğu ve kontrol değişkenlerinden ise firma büyüklüğü ve kaldıraç oranının da anlamlı etkisi olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

4.6.4. Model 4 için Testlerin ve Analizlerin Yapılması

Entelektüel sermaye unsurlarının net kar marjı oranı ve kontrol değişkenler üzerine etkisi Model 4'ün amacını içermektedir. Bağımlı değişkenin net kar marjı oranı olması durumunda kurumsal yönetim ilkelerini uygulamayan firmaların modellerin testleri ve analizleri aşağıda ayrıntılı bir şekilde yer almaktadır:

4.6.4.1. Kurumsal Yönetim İlkelerini Uygulamayan Firmaların Model 4 için Testlerin ve Analizlerin Yapılması

Bağımlı değişkenin net kar marjı oranı olması durumunda kurumsal yönetim ilkelerini uygulamayan firmalar için Hausman testi aşağıdaki Tablo 20'de yer almaktadır:

Tablo 20. Bağımlı Değişkenin Net Kar Marjı Oranı Olması Durumunda Kurumsal Yönetim İlkelerini Uygulamayan Firmaların Hausman Testi

Modeller	Ki kare İstatistik	p değeri	Sonuç
Model 4 (NKM) Bağımlı değişken: Net Kar Marjı Bağımsız değişkenler: İnsan Sermayesi Etkinliği, Yapısal Sermaye Etkinliği, Müşteri Sermayesi Etkinliği Kontrol Değişkenler: Firma Büyüklüğü, Kaldıraç Oranı	3.72	0.5910	$p > 0,05$ olduğundan, H_0 kabul: Rassal Etki Modeli

Model 4'ün tahmininde istatistiksel olarak rassal etkiler modeli etkindir ve kullanımı uygun olacaktır. Rassal etkiler modeli için varsayımların test edilmesi aşağıda Tablo 21'de yer almaktadır:

Tablo 21. Bağımlı Değişkenin Net Kar Marjı Oranı Olması Durumunda Kurumsal Yönetim İlkelerini Uygulamayan Firmaların Varsayım Testleri

	İstatistik değeri	p değeri.
Levene Brown Forsythe testi	W0: 5.7947577	0.000
	W50: 1.6919478	0.001
	W10: 5.7947577	0.000
Baltagi Wu LBI otokorelasyon testi	DW= 2.5889561	
	Baltagi-Wu LBI= 2.6263717	
Pesaran CD testi	11.520	0.0000

Değişen Varyans, Levene Brown Forsythe p değeri W0=0.000; W50=0.001; W10=0.000 olarak hesaplanmış ve modelde değişen varyans sorunu olduğu tespit edilmiştir. (Sonuç ...<0.05 olursa değişen varyans vardır).

Otokorelasyon, DW değeri 2.59; Baltagi-Wu LBI= 2.63 olarak hesaplanmıştır. DW istatistiğine ve Baltagi-Wu LBI istatistiğine göre otokorelasyon sorunu olmadığı görülmüştür. (Sonuç ...<2 olursa otokorelasyon vardır).

Yatay kesit bağımlılığı, Pesaran CD testi ile incelenmiş p=0.000 ve p<0.05 olduğundan yatay kesit bağımlılığının olduğu tespit edilmiştir.

Kurumsal yönetim ilkelerini uygulamayan firmalarda Model 4 için değişen varyans ve yatay kesit bağımlılığı tespit edildiğinden, aşağıda Tablo 22'da dirençli tahminler analizi yapılmıştır:

Tablo 22. Bağımlı Değişkenin Net Kar Marjı Oranı Olması Durumunda Dirençli Kurumsal Yönetim İlkelerini Uygulamayan Firmaların Tahminciler Analiz Sonuçları

Bağımsız Değişkenler	Katsayı	Driscoll/Kraay SH	z	p > z	[95%CI]	
İnsan Sermayesi Etkinliği	0.073	0.052	1.400	0.219	-0.061	0.207
Yapısal Sermaye Etkinliği	0.040	0.052	0.780	0.472	-0.093	0.174
Müşteri Sermaye Etkinliği	0.064	0.142	0.450	0.669	-0.301	0.429
Firma Büyüklüğü	-0.008	0.032	-0.250	0.816	-0.089	0.074
Kaldıraç Oranı	-0.023	0.008	-2.960	0.032*	-0.043	-0.003
Sabit	3.425	0.133	25.760	0.000	3.083	3.767
Wald chi2(5) = 21160.15		p= 0.0000		R ² = 0.0091		

*p<0.05

Analiz sonuçları değerlendirildiğinde bağımlı değişkenin net kar marjı oranı olması durumunda, kurulan modelin istatistiksel olarak anlamlı olduğu (Wald chi2(5) = 21160.15) tespit edilmiştir (p<0,05). Modelde sadece kaldıraç oranı değişkeninin anlamlı olduğu görülmüştür (p<0,05). Kaldıraç oranı yüzde bir arttığında net kar marjı oranını yüzde-0.023 azaldığı görülmüştür.

4.6.4.2. Kurumsal Yönetim İlkelerini Uygulayan Firmaların Model 4 için Testlerin ve Analizlerin Yapılması

Bağımlı değişkenin net kar marjı oranı olması durumunda kurumsal yönetim ilkelerini uygulayan firmalar için Hausman testi aşağıdaki Tablo 23’de yer almaktadır:

Tablo 23. Bağımlı Değişkenin Net Kar Marjı Oranı Olması Durumunda Kurumsal Yönetim İlkelerini Uygulayan Firmalar Hausman Testi

Modeller	Ki kare İstatistik	p değeri	Sonuç
<p>Model 4 (NKM)</p> <p>Bağımlı değişken: Net Kar Marjı</p> <p>Bağımsız değişkenler: İnsan Sermayesi Etkinliği, Yapısal Sermaye Etkinliği, Müşteri Sermayesi Etkinliği</p> <p>Kontrol Değişkenler: Firma Büyüklüğü, Kaldıraç Oranı</p>	6.61	0.2512	<p>$p > 0,05$ olduğundan,</p> <p>H_0 kabul: Rassal Etki Modeli</p>

Model 4'ün tahmininde istatistiksel olarak rassal etkiler modeli etkindir ve kullanımı uygun olacaktır. Rassal etkiler modeli için varsayımların test edilmesi aşağıda Tablo 24'de yer almaktadır:

Tablo 24. Bağımlı Değişkenin Net Kar Marjı Oranı Olması Durumunda Kurumsal Yönetim İlkelerini Uygulayan Firmaların Varsayım Testleri

	İstatistik değeri	p değeri.
Levene Brown Forsythe testi	W0: 5.8506353	0.000
	W50: 1.1657349	0.280
	W10: 5.8506353	0.000
Baltgi Wu LBI otokorelasyon testi	DW= 1.3585507	
	Baltagi-Wu LBI= 2.16569	
Pesaran CD testi	10.349	0.0000

Değişen varyans, Levene Brown Forsythe p değeri W0=0.000; W50=0.280; W10=0.000 olarak hesaplanmış ve modelde değişen varyans sorunu olduğu tespit edilmiştir. (Sonuç ...<0.05 olursa değişen varyans vardır).

Otokorelasyon, DW değeri 1.36; Baltagi-Wu LBI= 2.16 olarak hesaplanmıştır. DW istatistiğine göre otokorelasyon bulunurken Baltagi-Wu LBI istatistiğine göre

otokorelasyon sorunu olmadığı görülmüştür. (Sonuç ...<2 olursa otokorelasyon vardır).

Yatay kesit bağımlılığı, Pesaran CD testi ile incelenmiş $p=0.000$ ve $p<0.05$ olduğundan yatay kesit bağımlılığının olduğu tespit edilmiştir. Kurumsal olan firmalarda Model 4 için değişen varyans, otokorelasyon ve yatay kesit bağımlılığı tespit edildiğinden, aşağıda Tablo 25’de dirençli tahminler analizi yapılmıştır:

Tablo 25. Bağımlı Değişkenin Net Kar Marjı Oranı Olması Durumunda Kurumsal Yönetim İlkelerini Uygulayan Firmaların Dirençli Tahminler Analiz Sonuçları

Bağımsız Değişkenler	Katsayı	Driscoll/Kraay SH	z	p > z	[95%CI]	
İnsan Sermayesi Etkinliği	0.049	0.053	0.930	0.393	-0.087	0.186
Yapısal Sermaye Etkinliği	-0.240	0.248	-0.970	0.378	-0.877	0.397
Müşteri Sermaye Etkinliği	-0.008	0.027	-0.310	0.770	-0.078	0.062
Firma Büyüklüğü	1.187	1.147	1.040	0.348	-1.761	4.136
Kaldıraç Oranı	0.016	0.037	0.450	0.673	-0.078	0.111
Sabit	1.137	1.212	0.940	0.391	-1.977	4.252
Wald chi2(5) = 3349.80 p= 0.00000 R ² = 0.1101						

* $p<0.05$

Analiz sonuçları değerlendirildiğinde bağımlı değişkenin net kar marjı oranı olması durumunda, kurulan modelin istatistiksel olarak anlamlı olduğu $F(5,5) = 3349.80$ tespit edilmiştir ($p<0,05$). Ancak modeldeki bağımsız değişkenlerin tamamının anlamsız olduğu görüldü ($p>0.05$).

4.6.4.3. Net Kar Marjı Oranı- Kurumsal Yönetim İlkelerini Uygulayan ve Uygulamayan Firmaların Karşılaştırılması:

Net Kar Marjı Oranının bağımlı değişken olması durumunda, kurumsal kurumsal yönetim ilkelerini uygulayan firmalarda değişkenler arasında etki bulunamazken; kurumsal yönetim ilkelerini uygulamayan firmalarda kontrol değişkenlerinden sadece kaldıraç oranının anlamlı etkisi olduğu tespit edilmiştir.

4.6.5. Model 5 için Testlerin ve Analizlerin Yapılması

Entelektüel sermaye unsurlarının F/K oranı ve kontrol değişkenler üzerine etkisi Model 5'in amacını içermektedir. Bağımlı değişkenin F/K oranı olması durumunda kurumsal yönetim ilkelerini uygulamayan firmaların modellerin testleri ve analizleri aşağıda ayrıntılı bir şekilde yer almaktadır:

4.6.5.1. Kurumsal Yönetim İlkelerini Uygulamayan Firmaların Model 5 için Testlerin ve Analizlerin Yapılması

Bağımlı değişkenin F/K oranı olması durumunda kurumsal yönetim ilkelerini uygulamayan firmalar için Hausman testi aşağıdaki Tablo 26'da yer almaktadır:

Tablo 26. Bağımlı Değişkenin F/K Oranı Olması Durumunda Kurumsal Yönetim İlkelerini Uygulamayan Firmaların Hausman Testi

Modeller	Ki kare İstatistik	p değeri	Sonuç
Model 5 (F/K) Bağımlı değişken: Fiyat / Kazanç Oranı Bağımsız değişkenler: İnsan Sermayesi Etkinliği, Yapısal Sermaye Etkinliği, Müşteri Sermayesi Etkinliği Kontrol Değişkenler: Firma Büyüklüğü, Kaldıraç Oranı	25.92	0.0001	p<0,05 olduğundan, H ₁ kabul: Sabit Etki Modeli

Model 5'in tahmininde istatistiksel olarak sabit etkiler modeli etkindir ve kullanımı uygun olacaktır. Sabit etkiler modeli için varsayımların test edilmesi aşağıda Tablo 27'de yer almaktadır:

Tablo 27. Bağımlı Değişkenin F/K Oranı Olması Durumunda Kurumsal Yönetim İlkelerini Uygulamayan Firmaların Varsayım Testleri

	İstatistik değeri	p değeri.
Modified Wald test	27789.46	0.0000
Baltgi Wu LBI otokorelasyon testi	DW= 2.9404609 Baltagi-Wu LBI= 2.3145004	
Pesaran CD testi	12.818	0.0000

Değişen Varyans, Wald test istatistiği p değeri p=0.000 olarak hesaplanmış ve modelde değişen varyans sorunu olduğu tespit edilmiştir. (Sonuç ...<0.05 olursa değişen varyans vardır).

Otokorelasyon, DW değeri 2.94; Baltagi-Wu LBI= 2.31 olarak hesaplanmıştır. DW istatistiğine ve Baltagi-Wu LBI istatistiğine göre otokorelasyon sorunu olmadığı görülmüştür. (Sonuç ...<2 olursa otokorelasyon vardır).

Yatay kesit bağımlılığı, Pesaran CD testi ile incelenmiş p=0.000 ve p<0.05 olduğundan yatay kesit bağımlılığının olduğu tespit edilmiştir.

Kurumsal yönetim ilkelerini uygulamayan firmalarda Model 5 için değişen varyans ve yatay kesit bağımlılığı tespit edildiğinden, aşağıda Tablo 28’de dirençli tahminciler analizi yapılmıştır:

Tablo 28. Bağımlı Değişkenin F/K Oranı Olması Durumunda Kurumsal Yönetim İlkelerini Uygulamayan Firmaların Dirençli Tahminciler Analiz Sonuçları

Bağımsız Değişkenler	Katsayı	Driscoll/Kraay SH	t	p > t	[95%CI]	
İnsan Sermayesi Etkinliği	0.062	0.101	0.610	0.569	-0.199	0.322
Yapısal Sermaye Etkinliği	-0.327	0.242	-1.350	0.234	-0.949	0.295
Müşteri Sermaye Etkinliği	0.469	0.675	0.690	0.518	-1.266	2.204
Firma Büyüklüğü	1.157	0.380	3.050	0.029*	0.181	2.133
Kaldıraç Oranı	-0.408	0.127	-3.210	0.024*	-0.735	-0.081
Sabit	0.282	0.225	1.250	0.265	-0.296	0.860
F(5, 5)=20.32 p= 0.0000 R ² = 0.0373						

*p<0.05

Analiz sonuçları değerlendirildiğinde bağımlı değişkenin F / K oranı olması durumunda, kurulan modelin istatistiksel olarak anlamlı olduğu (F(5, 5)=20.32) tespit edilmiştir (p<0,05). Modelde kontrol değişkenlerinden firma büyüklüğü ve kaldıraç oranı değişkenlerinin anlamlı olduğu görülmüştür (p<0,05). Firma büyüklüğü yüzde

bir arttığında F/K oranı değerinin yüzde 1.157 arttığı görüldü. Kaldıraç oranı yüzde bir arttığında F/K oranı değerinin yüzde-0.469 azaldığı görülmüştür. İstatistiklere göre bağımsız değişkenlerin bağımlı değişkeni açıklama oranını gösteren R^2 değeri %3,7 olarak tespit edilmiştir.

4.6.5.2. Kurumsal Yönetim İlkelerini Uygulayan Firmaların Model 5 için Testlerin ve Analizlerin Yapılması

Bağımlı değişkenin F/K oranı olması durumunda kurumsal yönetim ilkelerini uygulayan firmalar için Hausman testi aşağıdaki Tablo 29’da yer almaktadır:

Tablo 29. Bağımlı Değişkenin F/K Oranı Olması Durumunda Kurumsal Yönetim İlkelerini Uygulayan Firmaların Hausman Testi

Modeller	Ki kare İstatistik	p değeri	Sonuç
<p>Model 5 (F/K Oranı)</p> <p>Bağımlı değişken: Fiyat/Kazanç Oranı</p> <p>Bağımsız değişkenler: İnsan Sermayesi Etkinliği, Yapısal Sermaye Etkinliği, Müşteri Sermayesi Etkinliği</p> <p>Kontrol Değişkenler:Firma Büyüklüğü, Kaldıraç Oranı</p>	2.93	0.7111	<p>$p > 0,05$ olduğundan,</p> <p>H_0 kabul: Rassal Etki Modeli</p>

Model 5’in tahmininde istatistiksel olarak rassal etkiler modeli etkindir ve kullanımı uygun olacaktır. Rassal etkiler modeli için varsayımların test edilmesi aşağıda Tablo 30’da yer almaktadır:

Tablo 30. Bağımlı Değişkenin F/K Oranı Olması Durumunda Kurumsal Yönetim İlkelerini Uygulayan Firmaların Varsayım Testleri

	İstatistik değeri	p değeri.
Levene Brown Forsythe testi	W0: 3.2816413 W50: 1.6556114 W10: 3.281641	0.000 0.034 0.000
Baltgi Wu LBI otokorelasyon testi	DW= 2.1387352 Baltagi-Wu LBI= 2.4902195	
Pesaran CD testi	3.308	0.0009

Değişen varyans, Levene Brown Forsythe p değeri W0=0.000; W50=0.034; W10=0.000 olarak hesaplanmış ve modelde değişen varyans sorunu olduğu tespit edilmiştir. (Sonuç ...<0.05 olursa değişen varyans vardır).

Otokorelasyon, DW değeri 2.14; Baltagi-Wu LBI= 2.49 olarak hesaplanmıştır. DW istatistiğine ve Baltagi-Wu LBI istatistiğine göre otokorelasyon sorunu olmadığı görüldü. (Sonuç ...<2 olursa otokorelasyon vardır).

Yatay kesit bağımlılığı, Pesaran CD testi ile incelenmiş (p=0.009) ve p<0.05 olduğundan yatay kesit bağımlılığının olduğu tespit edilmiştir.

Kurumsal yönetim ilkelerini uygulayan firmalarda Model 5 için değişen varyans ve yatay kesit bağımlılığı tespit edildiğinden, aşağıda Tablo 31’de dirençli tahminler analizi yapılmıştır:

Tablo 31. Bağımlı Değişkenin F/K Oranı Olması Durumunda Kurumsal Yönetim İlkelerini Uygulayan Firmaların Dirençli Tahminler Analiz Sonuçları

Bağımsız Değişkenler	Katsayı	Driscoll/Kraay SH	z	p > z	[95%CI]	
İnsan Sermayesi Etkinliği	0.140	0.151	0.930	0.395	-0.247	0.528
Yapısal Sermaye Etkinliği	-0.024	0.236	-0.100	0.924	-0.630	0.583
Müşteri Sermaye Etkinliği	1.835	1.065	1.720	0.146	-0.903	4.573
Firma Büyüklüğü	-3.714	1.450	-2.560	0.051	-7.442	0.015
Kaldıraç Oranı	-0.093	0.070	-1.320	0.243	-0.273	0.087
Sabit	4.389	1.777	2.470	0.057	-0.179	8.957
Wald chi2(5) = 166.96 p= 0.0000 R ² = 0.1638						

Analiz sonuçları değerlendirildiğinde bağımlı değişkenin F / K oranı olduğu durumlarda, kurulan modelin istatistiksel olarak anlamlı olduğu (Wald chi2(5) =

166.96) tespit edilmiştir ($p < 0,05$). Ancak modeldeki bağımsız değişkenlerin tamamının anlamsız olduğu görüldü ($p > 0,05$).

4.6.5.3. F/K Oranı- Kurumsal Yönetim İlkelerini Uygulayan ve Uygulamayan Firmaların Karşılaştırılması:

F / K Oranının bağımlı değişken olması durumunda, kurumsal yönetim ilkelerini uygulayan firmalarda değişkenler arasında etki bulunamazken; kurumsal yönetim ilkelerini uygulamayan firmalarda kontrol değişkenlerinden firma yaşı ve kaldıraç oranının anlamlı etkisi olduğu tespit edilmiştir.

4.6.6. Model 6 için Testlerin ve Analizlerin Yapılması

Entelektüel sermaye unsurlarının PD/DD oranı ve kontrol değişkenler üzerine etkisi Model 6'nın amacını içermektedir. Bağımlı değişkenin PD/DD oranı olması durumunda kurumsal yönetim ilkelerini uygulamayan firmaların modellerin testleri ve analizleri aşağıda ayrıntılı bir şekilde yer almaktadır:

4.6.6.1. Kurumsal Yönetim İlkelerini Uygulamayan Firmaların Model 6 için Testlerin ve Analizlerin Yapılması

Bağımlı değişkenin PD/DD oranı olması durumunda kurumsal yönetim ilkelerini uygulamayan firmalar için Hausman testi aşağıdaki Tablo 32'de yer almaktadır:

Tablo 32. Bağımlı Değişkenin PD/DD Oranı Olması Durumunda Kurumsal Yönetim İlkelerini Uygulamayan Firmaların Hausman Testi

Modeller	Ki kare İstatistik	p değeri	Sonuç
Model 6 (PD/DD) Bağımlı değişken: Piyasa Değeri / Defter Değeri Bağımsız değişkenler: İnsan Sermayesi Etkinliği, Yapısal Sermaye Etkinliği, Müşteri Sermayesi Etkinliği Kontrol Değişkenler: Firma Büyüklüğü, Kaldıraç Oranı	43.75	0.0000	$p < 0,05$ olduğundan, H ₁ kabul: Sabit Etki Modeli

Model 6'nın tahmininde istatistiksel olarak sabit etkiler modeli etkindir ve kullanımı uygun olacaktır. Sabit etkiler modeli için varsayımların test edilmesi aşağıda Tablo 33'de yer almaktadır:

Tablo 33. Bağımlı Değişkenin PD/DD Oranı Olması Durumunda Kurumsal Yönetim İlkelerini Uygulamayan Firmaların Varsayım Testleri

	İstatistik değeri	p değeri.
Modified Wald test	87083.27	0.0000
Baltgi Wu LBI otokorelasyon testi	DW= 1.6323009 Baltagi-Wu LBI= 1.969634	
Pesaran CD testi	25.042	0.0000

Değişen Varyans, Wald istatistiği p değeri 0.000 olarak hesaplanmış ve modelde değişen varyans sorunu olduğu tespit edilmiştir. (Sonuç ...<0.05 olursa değişen varyans vardır).

Otokorelasyon, DW değeri 1.63; Baltagi-Wu LBI= 1.97 olarak hesaplanmıştır. DW istatistiğine ve Baltagi-Wu LBI istatistiğine göre otokorelasyon sorunu olduğu görülmüştür. (Sonuç ...<2 olursa otokorelasyon vardır).

Yatay kesit bağımlılığı, Pesaran CD testi ile incelenmiş $p=0.000$ ve $p<0.05$ olduğundan yatay kesit bağımlılığının olduğu tespit edilmiştir.

Kurumsal yönetim ilkelerini uygulamayan firmalarda Model 6 için değişen varyans, otokorelasyon ve yatay kesit bağımlılığı tespit edildiğinden, aşağıda Tablo 34'de dirençli tahminler analizi yapılmıştır:

Tablo 34. Bağımlı Değişkenin PD/DD Oranı Olması Durumunda Kurumsal Yönetim İlkelerini Uygulamayan Firmaların Dirençli Tahminler Analiz Sonuçları

Bağımsız Değişkenler	Katsayı	Driscoll/Kraay SH	t	p > t	[95%CI]	
İnsan Sermayesi Etkinliği	0.130	0.054	2.400	0.062	-0.009	0.268
Yapısal Sermaye Etkinliği	-0.141	0.050	-2.830	0.037*	-0.270	-0.013
Müşteri Sermaye Etkinliği	1.147	0.341	3.370	0.020*	0.271	2.023

Firma Büyüklüğü	0.248	0.160	1.550	0.181	-0.162	0.658
Kaldıraç Oranı	-0.112	0.058	-1.930	0.111	-0.262	0.037
Sabit	-0.166	0.196	-0.850	0.436	-0.671	0.339
F(5, 5) = 23.03 p= 0.0000 R ² = 0.14600						

*p<0.05

Analiz sonuçları değerlendirildiğinde bağımlı değişkenin PD/DD oranı olması durumunda, kurulan modelin istatistiksel olarak anlamlı olduğu (F 5, 5) =23.03) tespit edilmiştir (p<0,05). Modelde entelektüel sermaye unsurlarından yapısal sermaye ve müşteri sermayesi değişkenlerinin anlamlı olduğu görülmüştür (p<0,05). Yapısal sermaye yüzde bir arttığında PD/DD oranının değerinin yüzde -0.141 azaldığı; müşteri sermayesi yüzde bir arttığında PD/DD oranının değerinin yüzde 1.147 arttığı görülmüştü. İstatistiklere göre bağımsız değişkenlerin bağımlı değişkeni açıklama oranını gösteren R² değeri %14.6 olarak tespit edilmiştir.

4.6.6.2. Kurumsal Yönetim İlkelerini Uygulayan Firmaların Model 6 için Testlerin ve Analizlerin Yapılması

Bağımlı değişkenin PD/DD oranı olması durumunda kurumsal yönetim ilkelerini uygulayan firmaların için Hausman testi aşağıdaki Tablo 35’de yer almaktadır:

Tablo 35. Bağımlı Değişkenin PD/DD Oranı Olması Durumunda Kurumsal Yönetim İlkelerini Uygulayan Firmaların Hausman Testi

Modeller	Ki kare İstatistik	p değeri	Sonuç
<p>Model 6 (PD/DD)</p> <p>Bağımlı değişken: Piyasa Değeri/Defter Değeri Oranı</p> <p>Bağımsız değişkenler: İnsan Sermayesi Etkinliği, Yapısal Sermaye Etkinliği, Müşteri Sermayesi Etkinliği</p> <p>Kontrol Değişkenler: Firma Büyüklüğü, Kaldıraç Oranı</p>	2.44	0.7848	<p>$p > 0,05$ olduğundan,</p> <p>H_0 kabul: Rassal Etki Modeli</p>

Model 6'nın tahmininde istatistiksel olarak rassal etkiler modeli etkindir ve kullanımı uygun olacaktır. Rassal etkiler modeli için varsayımların test edilmesi aşağıda Tablo 36'da yer almaktadır:

Tablo 36. Bağımlı Değişkenin PD/DD Oranı Olması Durumunda Kurumsal Yönetim İlkelerini Uygulayan Firmaların Varsayım Testleri

	İstatistik değeri	p değeri.
Levene Brown Forsythe testi	W0: 4.6269396	0.000
	W50: 2.7258131	0.000
	W10: 4.6269396	0.000
Baltgi Wu LBI otokorelasyon testi	DW= 1.6160877	
	Baltagi-Wu LBI= 1.8369157	
Pesaran CD testi	10.009	0.0000

Değişen varyans, Levene Brown Forsythe p değeri W0=0.000; W50=0.000; W10=0.000 olarak hesaplanmış ve modelde değişen varyans sorunu olduğu tespit edilmiştir. (Sonuç ...<0.05 olursa değişen varyans vardır).

Otokorelasyon, DW değeri 1.62; Baltagi-Wu LBI= 1.84 olarak hesaplanmıştır. DW istatistiğine ve Baltagi-Wu LBI istatistiğine göre otokorelasyon sorunu olduğu görülmüştür. (Sonuç ...<2 olursa otokorelasyon vardır).

Yatay kesit bağımlılığı, Pesaran CD testi ile incelenmiş $p=0.000$ ve $p<0.05$ olduğundan yatay kesit bağımlılığının olduğu tespit edilmiştir.

Kurumsal yönetim ilkelerini uygulayan firmalarda Model 6 için değişen varyans, otokorelasyon ve yatay kesit bağımlılığı tespit edildiğinden, aşağıda Tablo 37’de dirençli tahminler analizi yapılmıştır:

Tablo 37. Bağımlı Değişkenin PD/DD Oranı Olması Durumunda Kurumsal Yönetim İlkelerini Uygulayan Firmaların Dirençli Tahminler Analiz Sonuçları

Bağımsız Değişkenler	Katsayı	Driscoll/Kraay SH	z	p > z	[95%CI]	
İnsan Sermayesi Etkinliği	0.080	0.076	1.060	0.339	-0.115	0.275
Yapısal Sermaye Etkinliği	-0.181	0.021	-8.500	0.000*	-0.236	-0.126
Müşteri Sermaye Etkinliği	1.538	0.704	2.190	0.081	-0.271	3.346
Firma Büyüklüğü	1.540	0.437	-3.520	0.017*	-2.663	-0.416
Kaldıraç Oranı	0.102	0.043	2.410	0.061	-0.007	0.212
Sabit	1.588	0.573	2.770	0.039*	0.115	3.062
Wald $\chi^2(5) = 604.79$ $p = 0.0000$ $R^2 = 0.3549$						

* $p<0.05$

Analiz sonuçları değerlendirildiğinde bağımlı değişkenin PD / DD oranı olması durumunda, kurulan modelin istatistiksel olarak anlamlı olduğu (Wald $\chi^2(5) = 604.79$) tespit edilmiştir ($p<0,05$). Modelde entelektüel sermaye unsurlarından yapısal sermaye ve kontrol değişkenlerinden firma büyüklüğü değişkeninin anlamlı olduğu görülmüştür ($p<0,05$). Yapısal sermaye etkisi yüzde bir arttığında PD/DD oranının değerinin yüzde -0.181 azaldığı; firma büyüklüğü yüzde bir arttığında PD/DD oranının

değerinin yüzde 1.540 arttığı görülmüştür. İstatistiklere göre bağımsız değişkenlerin bağımlı değişkeni açıklama oranını gösteren R² değeri %35.49 olarak tespit edilmiştir.

4.6.6.3. PD/DD Oranı- Kurumsal Yönetim İlkelerini Uygulayan ve Uygulamayan Firmaların Karşılaştırılması:

PD / DD Oranının bağımlı değişken olması durumunda, kurumsal yönetim ilkelerini uygulayan firmalarda entelektüel sermaye unsurlarından yapısal sermaye; kontrol değişkenlerinden firma büyüklüğünün firma performansı üzerine anlamlı etkisi bulunurken; kurumsal yönetim ilkelerini uygulamayan firmalarda yapısal sermaye ve müşteri sermayesinin firma performansı üzerinde anlamlı etkisi olduğu tespit edilmiştir.

Analizlerde bu kısma kadar entelektüel sermaye unsurları insan sermayesi, yapısal sermaye ve müşteri sermayesinin etkileri ayrı ayrı incelenmiştir. Entelektüel katma değer katsayısı, entelektüel sermaye unsurlarının toplamı ile hesaplanmaktadır. Entelektüel sermayenin firma performansına etkisini ölçmede daha detaylı bilgiler sağlamak için entelektüel sermaye unsurlarının tek tek incelenmesinin yanı sıra bütünlük arz etmesi için hesaplanan unsurlarının toplamı ile entelektüel katma değer katsayısı hesaplanarak net sonuçlar ortaya konulmuştur. Bu bakımdan bağımsız değişkenin entelektüel katma değer katsayısı olması durumunda bağımlı değişkenlere etkisi tekrar incelenmiştir. Tüm modellere yapılan testler ve analizler aşağıda yer almaktadır:

4.7. Araştırma Bulguları 2

Çalışmanın bulgularının ikinci kısmında bağımsız değişkenin entelektüel katma değer katsayısının hesaplanması halinde test ve analiz sonuçları yer almaktadır. Her bir model için kurumsal yönetim ilkelerini uygulayan ve uygulamayan firmaların sonuçları aşağıda detaylı bir şekilde açıklanmaktadır.

4.7.1. Model 1 için Testlerin ve Analizlerin Yapılması

Entelektüel katma değer katsayısının aktif getiri oranı ve kontrol değişkenler üzerine etkisi Model 1'in amacını içermektedir. Bağımlı değişkenin aktif getiri oranı olması durumunda kurumsal yönetim ilkelerini uygulamayan firmaların modellerin testleri ve analizleri aşağıda ayrıntılı bir şekilde yer almaktadır:

4.7.1.1. Kurumsal Yönetim İlkelerini Uygulamayan Firmaların Model 1 için Testlerin ve Analizlerin Yapılması

Bağımlı değişkenin aktif getiri oranı olması durumunda kurumsal yönetim ilkelerini uygulamayan firmalar için Hausman testi aşağıdaki Tablo 38’de yer almaktadır:

Tablo 38. Bağımlı Değişkenin Aktif Getiri Oranı Olması Durumunda Kurumsal Yönetim İlkelerini Uygulamayan Firmaların Hausman Testi

Modeller	Ki kare İstatistik	p değeri	Sonuç
Model 1 (ROA) Bağımlı değişken: Aktif Getiri Oranı Bağımsız değişkenler: Entelektüel Katma Değer Katsayısı Kontrol Değişkenler: Firma Büyüklüğü, Kaldıraç Oranı	27.63	0.0000	p<0,05 olduğundan, H ₁ kabul: Sabit Etki Modeli

Model 1’in tahmininde istatistiksel olarak sabit etkiler modeli etkindir ve kullanımı uygun olacaktır. Sabit etkiler modeli için varsayımların test edilmesi aşağıda Tablo 39’da yer almaktadır:

Tablo 39. Bağımlı Değişkenin Aktif Getiri Oranı Olması Durumunda Kurumsal Yönetim İlkelerini Uygulamayan Firmaların Varsayım Testleri

	İstatistik değeri	p değeri.
Modified Wald test	20000000	0.0000
Baltgi Wu LBI otokorelasyon testi	DW= 2.0641486 Baltagi-Wu LBI= 2.1835544	
Pesaran CD testi	3.353	0.0008

Değişen varyans, Wald istatistiği p değeri 0.000 olarak hesaplanmış ve modelde değişen varyans sorunu olduğu tespit edilmiştir. (Sonuç ...<0.05 olursa değişen varyans vardır).

Otokorelasyon, DW değeri 2.06; Baltagi-Wu LBI= 2,18 olarak hesaplanmıştır. DW istatistiğine ve Baltagi-Wu LBI istatistiğine göre otokorelasyon sorunu olmadığı görülmüştür. (Sonuç ...<2 olursa otokorelasyon vardır).

Yatay kesit bağımlılığı, Pesaran CD testi ile incelenmiş $p=0.000$ ve $p<0.05$ olduğundan yatay kesit bağımlılığının olduğu tespit edilmiştir.

Kurumsal yönetim ilkelerini uygulamayan firmalarda Model 1 için değişen varyans ve yatay kesit bağımlılığı tespit edildiğinden, aşağıda Tablo 40'da dirençli tahminler analizi yapılmıştır:

Tablo 40. Bağımlı Değişkenin Aktif Getiri Oranı Olması Durumunda Kurumsal Yönetim İlkelerini Uygulamayan Firmaların Dirençli Tahminler Analiz Sonuçları

Bağımsız Değişkenler	Katsayı	Driscoll/Kraay SH	t	p > t	[95%CI]	
Entelektüel Katma Değer Katsayısı	0.218	0.102	2.130	0.086	-0.045	0.482
Firma Büyüklüğü	0.630	0.111	5.700	0.002*	0.346	0.914
Kaldıraç Oranı	-0.343	0.040	-8.610	0.000*	-0.446	-0.241
Sabit	1.534	0.060	25.760	0.000	1.381	1.687
F(3, 5) = 382.66		p= 0.0000		R ² = 0.1649		

Analiz sonuçları değerlendirildiğinde bağımlı değişkenin aktif getiri oranı (ROA) olması durumunda, kurulan modelin istatistiksel olarak anlamlı olduğu (F=382.66) tespit edilmiştir ($p<0,05$). Modelde entelektüel katma değer katsayısı değişkenin anlamsız; firma büyüklüğü ve kaldıraç oranı değişkenlerinin anlamlı olduğu tespit edilmiştir ($p>0,05$). Firma büyüklüğü yüzde bir arttığında ROA değerinin yüzde 0,630 arttığı; kaldıraç oranının yüzde bir artması karşısında ROA değerinin-0.343 azaldığı görülmüştür. İstatistiklere göre bağımsız değişkenlerin bağımlı değişkeni açıklama oranını gösteren R² değeri %16.49 olarak tespit edilmiştir.

4.7.1.2. Kurumsal Yönetim İlkelerini Uygulayan Firmaların Model 1 için

Testlerin ve Analizlerin Yapılması

Bağımlı değişkenin aktif getiri oranı olması durumunda kurumsal yönetim ilkelerini uygulayan firmalar için Hausman testi aşağıdaki Tablo 41’de yer almaktadır:

Tablo 41. Bağımlı Değişkenin Aktif Getiri Oranı Olması Durumunda Kurumsal Yönetim İlkelerini Uygulayan Firmaların Hausman Testi

Modeller	Ki kare İstatistik	p değeri	Sonuç
Model 1 (ROA) Bağımlı değişken: Aktif Getiri Oranı Bağımsız değişkenler: Entelektüel Katma Değer Katsayısı Kontrol Değişkenler: Firma Büyüklüğü, Kaldıraç Oranı	5.33	0.6490	$p > 0,05$ olduğundan, H ₀ kabul: Rassal Etki Modeli

Model 1’in tahmininde istatistiksel olarak rassal etkiler modeli etkindir ve kullanımı uygun olacaktır. Rassal etkiler modeli için varsayımların test edilmesi aşağıda Tablo 42’de yer almaktadır:

Tablo 42. Bağımlı Değişkenin Aktif Getiri Oranı Olması Durumunda Kurumsal Yönetim İlkelerini Uygulayan Firmaların Varsayım Testleri

	İstatistik değeri	p değeri.
Levene Brown Forsythe testi	W0: 4.0393632	0.000
	W50: 2.5025072	0.000
	W10: 4.0393632	0.000
Baltgi Wu LBI otokorelasyon testi	DW= 1.9063406	
	Baltagi-Wu LBI= 2.0686367	
Pesaran CD testi	2.779	0.0000

Değişen varyans, Levene Brown Forsythe p değeri $W_0=0.000$; $W_{50}=0.000$; $W_{10}=0.000$ olarak hesaplanmış ve modelde değişen varyans sorunu olduğu tespit edilmiştir. (Sonuç ... <0.05 olursa değişen varyans vardır).

Otokorelasyon, DW değeri 1.91; Baltagi-Wu LBI= 2.07 olarak hesaplanmıştır. DW istatistiğine göre otokorelasyon sorunu olduğu tespit edilirken; Baltagi-Wu LBI istatistiğine göre otokorelasyon sorunu olmadığı görülmüştür. (Sonuç ... <2 olursa otokorelasyon vardır).

Yatay kesit bağımlılığı, Pesaran CD testi ile incelenmiş $p=0.000$ ve $p<0.05$ olduğundan yatay kesit bağımlılığının olduğu tespit edilmiştir.

Kurumsal yönetim ilkelerini uygulayan firmalarda Model 1 için değişen varyans, otokorelasyon ve yatay kesit bağımlılığı tespit edildiğinden, aşağıda Tablo 43'de dirençli tahminler analizi yapılmıştır:

Tablo 43. Bağımlı Değişkenin Aktif Getiri Oranı Olması Durumunda Kurumsal Yönetim İlkelerini Uygulayan Firmaların Dirençli Tahminler Analiz Sonuçları

Bağımsız Değişkenler	Katsayı	Driscoll/Kraay SH	z	p > z	[95%CI]	
Entelektüel Katma Değer Katsayısı	0.267	0.182	1.470	0.202	-0.200	0.735
Firma Büyüklüğü	-0.780	1.599	-0.490	0.646	-4.892	3.331
Kaldıraç Oranı	-0.043	0.034	-1.270	0.258	-0.129	0.044
Sabit	1.764	1.669	1.060	0.339	-2.527	6.055
Wald $\chi^2(3) = 28.23$ $p= 0.0000$ $R^2= 0.0468$						

* $p<0.05$

Analiz sonuçları değerlendirildiğinde bağımlı değişkenin aktif getiri oranı (ROA) olması durumunda kurulan modelin istatistiksel olarak anlamlı olmadığı tespit edilmiştir ($p<0,05$). Ancak modelin tüm bağımsız değişkenleri anlamsız bulunmuştur.

4.7.1.3. ROA– Kurumsal Yönetim İlkelerini Uygulayan ve Uygulamayan Firmaların Karşılaştırılması:

Firma performansı ölçümlerinden aktif getiri oranı olması durumunda hem kurumsal yönetim ilkelerini uygulayan hem de uygulamayan firmaların entelektüel katma değer katsayı ile anlamlı etkisi olmadığı tespit edilmiştir. Fakat kurumsal yönetim ilkeleri uygulamayan firmalarda aktif getiri oranı ile firma büyüklüğü arasında anlamlı pozitif ve aktif getiri oranı ile kaldıraç oranı arasında anlamlı negatif ilişki olduğu tespit edilmiştir.

4.7.2. Model 2 için Testlerin ve Analizlerin Yapılması

Entelektüel katma değer katsayısının özsermaye getiri oranı ve kontrol değişkenler üzerine etkisi Model 2'nin amacını içermektedir. Bağımlı değişkenin özsermaye getiri oranı olması durumunda kurumsal yönetim ilkelerini uygulamayan firmaların modellerin testleri ve analizleri aşağıda ayrıntılı bir şekilde yer almaktadır:

4.7.2.1. Kurumsal Yönetim İlkelerini Uygulamayan Firmaların Model 2 için Testlerin ve Analizlerin Yapılması

Bağımlı değişkenin özsermaye getiri oranı olması durumunda kurumsal olmayan firmalar için Hausman testi aşağıdaki Tablo 44'de yer almaktadır:

Tablo 44. Bağımlı Değişkenin Özsermaye Getiri Oranı Olması Durumunda Kurumsal Yönetim İlkelerini Uygulamayan Firmaların Hausman Testi

Model 2'in tahmininde istatistiksel olarak sabit etkiler modeli etkindir ve kullanımı uygun olacaktır. Sabit etkiler modeli için varsayımların test edilmesi aşağıda Tablo 45'de yer almaktadır:

Tablo 45. Bağımlı Değişkenin Özsermaye Getiri Oranı Olması Durumunda Kurumsal Yönetim İlkelerini Uygulamayan Firmaların Varsayım Testleri

	İstatistik değeri	p değeri.
Modified Wald test	1800000.000	0.0000
Baltgi Wu LBI otokorelasyon testi	DW= 2.3126093	
	Baltagi-Wu LBI= 2.4101164	
Pesaran CD testi	10.719	0.0000

Değişen varyans, Wald istatistiği p değeri 0.000 olarak hesaplanmış ve modelde değişen varyans sorunu olduğu tespit edilmiştir. (Sonuç ...<0.05 olursa değişen varyans vardır).

Otokorelasyon, DW değeri 2.31; Baltagi-Wu LBI= 2.41 olarak hesaplanmıştır. DW istatistiğine ve Baltagi-Wu LBI istatistiğine göre otokorelasyon sorunu olmadığı görülmüştür. (Sonuç ...<2 olursa otokorelasyon vardır).

Yatay kesit bağımlılığı, Pesaran CD testi ile incelenmiş $p=0.000$ ve $p<0.05$ olduğundan yatay kesit bağımlılığının olduğu tespit edilmiştir.

Kurumsal yönetim ilkelerini uygulamayan firmalarda Model 2 için değişen varyans ve yatay kesit bağımlılığı tespit edildiğinden, aşağıda Tablo 46'da dirençli tahminler analizi yapılmıştır:

Tablo 46. Bağımlı Değişkenin Özsermaye Getiri Oranı Olması Durumunda Kurumsal Yönetim İlkelerini Uygulamayan Firmaların Dirençli Tahminler Analiz Sonuçları

Bağımsız Değişkenler	Katsayı	Driscoll/Kraay SH	t	p > t	[95%CI]	
Entelektüel Katma Değer Katsayısı	0.079	0.043	1.860	0.121	-0.030	0.189
Firma Büyüklüğü	0.215	0.228	0.940	0.389	-0.370	0.800
Kaldıraç Oranı	-0.103	0.115	-0.900	0.410	-0.398	0.192
Sabit	2.266	0.100	22.750	0.000	2.010	2.522
$F(3, 5) = 13.27 \quad p = 0.1270$						

Analiz sonuçları değerlendirildiğinde bağımlı değişkenin özsermaye getiri oranı (ROE) olduğu durumlarda, kurulan modelin istatistiksel olarak anlamlı olduğu ($F=13.27$) tespit edilmiştir ($p<0,05$). Ancak modeldeki bağımsız değişkenler anlamsız bulunmuştur.

4.7.2.2. Kurumsal Yönetim İlkelerini Uygulayan Firmaların Model 2 için Testlerin ve Analizlerin Yapılması

Bağımlı değişkenin özsermaye getiri oranı olması durumunda kurumsal yönetim ilkelerini uygulayan firmaların Hausman testi aşağıdaki Tablo 47’de yer almaktadır:

Tablo 47. Bağımlı Değişkenin Özsermaye Getiri Oranı Olması Durumunda Kurumsal Yönetim İlkelerini Uygulayan Firmaların Hausman Testi

Modeller	Ki kare İstatistik	p değeri	Sonuç
Model 2 (ROE) Bağımlı değişken: Özsermaye Getiri Oranı Bağımsız değişkenler: Entelektüel Katma Değer Katsayısı Kontrol Değişkenler: Firma Büyüklüğü, Kaldıraç Oranı	0.28	0.9629	$p > 0,05$ olduğundan, H_0 kabul: Rassal Etki Modeli

Model 2’in tahmininde istatistiksel olarak rassal etkiler modeli etkindir ve kullanımı uygun olacaktır. Rassal etkiler modeli için varsayımların test edilmesi aşağıda Tablo 48’de yer almaktadır:

Tablo 48. Bağımlı Değişkenin Özsermaye Getiri Oranı Olması Durumunda Kurumsal Yönetim İlkelerini Uygulayan Firmaların Varsayım Testleri

	İstatistik değeri	p değeri.
Levene Brown Forsythe testi	W0: 5.1057015	0.000
	W50: 2.1965125	0.001
	W10: 5.1057015	0.000
Baltgi Wu LBI otokorelasyon testi	DW= 2.4621587	
	Baltagi-Wu LBI= 2.585462	
Pesaran CD testi	9.897	0.0000

Değişen varyans, Levene Brown Forsythe p değeri W0=0.000; W50=0.001; W10=0.000 olarak hesaplanmış ve modelde değişen varyans sorunu olduğu tespit edilmiştir. (Sonuç ...<0.05 olursa değişen varyans vardır).

Otokorelasyon, DW değeri 2.46; Baltagi-Wu LBI= 2.58 olarak hesaplanmıştır. DW ve Baltagi-Wu LBI istatistiğine göre otokorelasyon sorunu olmadığı görülmüştür. (Sonuç ...<2 olursa otokorelasyon vardır).

Yatay kesit bağımlılığı, Pesaran CD testi ile incelenmiş $p=0.000$ ve $p<0.05$ olduğundan yatay kesit bağımlılığının olduğu tespit edilmiştir.

Kurumsal yönetim ilkelerini uygulayan firmalarda Model 2 için değişen varyans ve yatay kesit bağımlılığı tespit edildiğinden, aşağıda Tablo 49'da dirençli tahminler analizi yapılmıştır:

Tablo 49. Bağımlı Değişkenin Özsermaye Getiri Oranı Olması Durumunda Kurumsal Yönetim İlkelerini Uygulayan Firmaların Dirençli Tahminler Analiz Sonuçları

Bağımsız Değişkenler	Katsayı	Driscoll/Kraay SH	z	p > z	[95%CI]	
Entelektüel Katma Değer Katsayısı	-0.002	0.019	-0.110	0.920	-0.051	0.047
Firma yaşı	-0.500	0.302	-1.650	0.159	-1.278	0.277
Kaldıraç oranı	-0.032	0.021	-1.540	0.185	-0.086	0.022
Sabit	2.939	0.365	8.050	0.000	2.000	3.878
Wald chi2(3) = 13.13 p= 0.0044 R ² = 0.0079						

* $p<0.05$

Analiz sonuçları değerlendirildiğinde bağımlı değişkenin ROE olduğu durumlarda, kurulan modelin istatistiksel olarak anlamlı olduğu Wald chi2(3) =13.13 tespit edilmiştir ($p<0,05$). Ancak modelin tüm bağımsız değişkenleri anlamsız bulunmuştur.

4.7.2.3. ROE- Kurumsal Yönetim İlkelerini Uygulayan ve Uygulamayan Firmaların Karşılaştırılması:

Firma performansı ölçümlerinden özsermaye getiri oranı olması durumunda hem kurumsal yönetim ilkelerini uygulayan hem de uygulamayan firmaların entelektüel katma değer katsayı ile anlamlı etkisi olmadığı tespit edilmiştir.

4.7.3. Model 3 için Testlerin ve Analizlerin Yapılması

Entelektüel katma değer katsayısının hisse başına kar ve kontrol değişkenler üzerine etkisi Model 3'ün amacını içermektedir. Bağımlı değişkenin hisse başına kar olması durumunda kurumsal yönetim ilkelerini uygulamayan firmaların modellerin testleri ve analizleri aşağıda ayrıntılı bir şekilde yer almaktadır:

4.7.3.1. Kurumsal Yönetim İlkelerini Uygulamayan Firmaların Model 3 için Testlerin Ve Analizlerin Yapılması

Bağımlı değişkenin hisse başına kar olması durumunda kurumsal yönetim ilkelerini uygulamayan firmaların Hausman testi aşağıdaki Tablo 50'de yer almaktadır:

Tablo 50. Bağımlı Değişkenin Hisse Başına Kar Olması Durumunda Kurumsal Yönetim İlkelerini Uygulamayan Firmaların Hausman Testi

Modeller	Ki kare İstatistik	p değeri	Sonuç
Model 3 (HBK) Bağımlı değişken: Hisse Başına Kar Bağımsız değişkenler: Entelektüel Katma Değer Katsayısı Kontrol Değişkenler: Firma Büyüklüğü, Kaldıraç Oranı	2.10	0.5525	$p > 0,05$ olduğundan, H_0 kabul: Rassal Etki Modeli

Model 3'ün tahmininde istatistiksel olarak rassal etkiler modeli etkindir ve kullanımı uygun olacaktır. Rassal etkiler modeli için varsayımların test edilmesi aşağıda Tablo 51'de yer almaktadır:

Tablo 51. Bağımlı Değişkenin Hisse Başına Kar Olması Durumunda Kurumsal Yönetim İlkelerini Uygulamayan Firmaların Varsayım Testleri

	İstatistik değeri	p değeri.
Levene Brown Forsythe testi	W0: 5.155596	0.000
	W50: 3.509554	0.000
	W10: 5.155596	0.000
Baltgi Wu LBI otokorelasyon testi	DW= 1.2825355	
	Baltagi-Wu LBI= 1.8022294	
Pesaran CD testi	24.761	0.0000

Değişen varyans, Levene Brown Forsythe p değeri W0=0.000; W50=0.000; W10=0.000 olarak hesaplanmış ve modelde değişen varyans sorunu olduğu tespit edilmiştir. (Sonuç ...<0.05 olursa değişen varyans vardır).

Otokorelasyon, DW değeri 1.28; Baltagi-Wu LBI= 1.80 olarak hesaplanmıştır. DW istatistiğine ve Baltagi-Wu LBI istatistiğine göre otokorelasyon sorunu olduğu görülmüştür. (Sonuç ...<2 olursa otokorelasyon vardır).

Yatay kesit bağımlılığı, Pesaran CD testi ile incelenmiş p=0.000 ve p<0.05 olduğundan yatay kesit bağımlılığının olduğu tespit edilmiştir.

Kurumsal yönetim ilkelerini uygulamayan firmalarda Model 3 için değişen varyans, otokorelasyon ve yatay kesit bağımlılığı tespit edildiğinden, aşağıda Tablo 52’de dirençli tahminler analizi yapılmıştır:

Tablo 52. Bağımlı Değişkenin Hisse Başına Kar Olması Durumunda Kurumsal Yönetim İlkelerini Uygulamayan Firmaların Dirençli Tahminler Analiz Sonuçları

Kurumsal Olmayan Firmalar						
Bağımsız Değişkenler	Katsayı	Driscoll/Kraay SH	z	p > z	[95%CI]	
Entelektüel Katma Değer Katsayısı	0.339	0.042	8.060	0.000*	0.231	0.447
Firma Büyüklüğü	0.459	0.089	5.160	0.004*	0.230	0.687

Kaldıraç Oranı	-0.251	0.034	-7.430	0.001*	-0.338	-0.164
Sabit	0.011	0.106	0.100	0.925	-0.261	0.282
Wald chi2(3) = 254.24 p= 0.0000 R ² = 0.0615						

Analiz sonuçları değerlendirildiğinde bağımlı değişkenin hisse başına kar olduğu durumlarda, kurulan modelin istatistiksel olarak anlamlı olduğu (Wald chi2(3) =254.24) tespit edilmiştir (p<0,05). Entelektüel katma değer katsayısı etkisi yüzde bir arttığında hisse başına kar değerinin yüzde 0.339 arttığı; firma büyüklüğü yüzde bir arttığında hisse başına kar değerinin yüzde 0.459 arttığı ve kaldıraç oranı yüzde bir arttığında hisse başına kar değerinin yüzde -0.251 azaldığı görülmüştür. İstatistiklere göre bağımsız değişkenlerin bağımlı değişkeni açıklama oranını gösteren R² değeri %6.15 olarak tespit edilmiştir.

4.7.3.2. Kurumsal Yönetim İlkelerini Uygulayan Firmaların Model 3 için Testlerin ve Analizlerin Yapılması

Bağımlı değişkenin hisse başına kar olması durumunda kurumsal yönetim ilkelerini uygulayan firmalar için Hausman testi aşağıdaki Tablo 53’de yer almaktadır:

Tablo 53. Bağımlı Değişkenin Hisse Başına Kar Olması Durumunda Kurumsal Yönetim İlkelerini Uygulayan Firmaların Hausman Testi

Modeller	Ki kare İstatistik	p değeri	Sonuç
Model 3 (HBK) Bağımlı değişken: Hisse Başına Kar Bağımsız değişkenler: Entelektüel Katma Değer Katsayısı Kontrol Değişkenler: Firma Büyüklüğü, Kaldıraç Oranı	17.65	0.0005	p<0,05 olduğundan, H ₁ kabul: Sabit Etki Modeli

Model 3’ün tahmininde istatistiksel olarak sabit etkiler modeli etkindir ve kullanımı uygun olacaktır. Sabit etkiler modeli için varsayımların test edilmesi aşağıda Tablo 54’de yer almaktadır:

Tablo 54. Bağımlı Değişkenin Hisse Başına Kar Olması Durumunda Kurumsal Yönetim İlkelerini Uygulayan Firmaların Varsayım Testleri

	İstatistik değeri	p değeri.
Modified Wald test	3745.23	0.0000
Baltgi Wu LBI otokorelasyon testi	DW= 1.232668	
	Baltagi-Wu LBI= 1.5914812	
Pesaran CD testi	0.113	0.9101

Değişen varyans, Wald istatistiği p değeri 0.000 olarak hesaplanmış ve modelde değişen varyans sorunu olduğu tespit edilmiştir. (Sonuç ...<0.05 olursa değişen varyans vardır).

Otokorelasyon, DW değeri 1.23; Baltagi-Wu LBI= 1.59 olarak hesaplanmıştır. DW istatistiğine ve Baltagi-Wu LBI istatistiğine göre otokorelasyon sorunu olduğu görülmüştür. (Sonuç ...<2 olursa otokorelasyon vardır).

Yatay kesit bağımlılığı, Pesaran CD testi ile incelenmiş p= 0.9101 ve p<0.05 olmadığından yatay kesit bağımlılığı yoktur.

Kurumsal yönetim ilkelerini uygulayan firmalarda Model 3 için değişen varyans ve otokorelasyon tespit edildiğinden, aşağıda Tablo 55’de dirençli tahminçiler analizi yapılmıştır:

Tablo 55. Bağımlı Değişkenin Hisse Başına Kar Olması Durumunda Kurumsal Yönetim İlkelerini Uygulayan Firmaların Dirençli Tahminçiler Analiz Sonuçları

Bağımsız Değişkenler	Katsayı	Driscoll/Kraay SH	t	p > t	[95%CI]	
Entelektüel Katma Değer Katsayısı	0.232	0.209	1.110	0.317	-0.305	0.769
Firma Büyüklüğü	9.665	0.531	18.220	0.000*	8.301	11.028
Kaldıraç oranı	-0.021	0.073	-0.290	0.783	-0.208	0.166

Sabit	-10.145	0.611	-16.610	0.000	-11.716	-8.575
F(3, 5) = 289.60 p= 0.000 R ² = 0.1780						

*p<0.05

Analiz sonuçları değerlendirildiğinde bağımlı değişkenin hisse başına kar olması durumunda, kurulan modelin istatistiksel olarak anlamlı olduğu F(3, 5) = 289.60 tespit edilmiştir (p<0,05). Modelde sadece firma büyüklüğü değişkenin anlamlı olduğu görülmüştür (p<0,05). Firma büyüklüğü değişkenin yüzde bir arttığında hisse başına kar değerinin yüzde 9.665 arttığı görülmüştür. İstatistiklere göre bağımsız değişkenlerin bağımlı değişkeni açıklama oranını gösteren R² değeri %17,80 olarak tespit edilmiştir.

4.7.3.3. HBK- Kurumsal Yönetim İlkelerini Uygulayan ve Uygulamayan Firmaların Karşılaştırılması:

Firma performansı ölçümlerinden hisse başına kar oranı olması durumunda kurumsal yönetim ilkelerini uygulamayan firmalarda entelektüel katma değer katsayısı ile anlamlı pozitif yönde; hisse başına kar ile firma büyüklüğü arasında anlamlı pozitif yönde ve hisse başına kar ile kaldıraç oranı arasında anlamlı negatif yönde bir etkisi olduğu tespit edilmiştir. Kurumsal yönetim ilkelerini uygulayan firmalarda ise hisse başına kar ile sadece firma büyüklüğü arasında anlamlı pozitif etkisi olduğu diğer değişkenler ile etkisi olmadığı tespit edilmiştir.

4.7.4. Model 4 için Testlerin ve Analizlerin Yapılması

Entelektüel katma değer katsayısının net kar marjı ve kontrol değişkenler üzerine etkisi Model 4'ün amacını içermektedir. Bağımlı değişkenin net kar marjı olması durumunda kurumsal yönetim ilkelerini uygulamayan firmaların testleri ve analizleri aşağıda ayrıntılı bir şekilde yer almaktadır:

4.7.4.1. Kurumsal Yönetim İlkelerini Uygulamayan Firmaların Model 4 için Testlerin ve Analizlerin Yapılması

Bağımlı değişkenin net kar marjı olması durumunda kurumsal yönetim ilkelerini uygulamayan firmalar için Hausman testi aşağıdaki Tablo 56'da yer almaktadır:

Tablo 56. Bağımlı Değişkenin Net Kar Marj Olması Durumunda Kurumsal Yönetim İlkelerini Uygulamayan Firmaların Hausman Testi

Modeller	Ki kare İstatistik	p değeri	Sonuç
Model 4 (NKM) Bağımlı değişken: Net Kar Marjı Bağımsız değişkenler: Entelektüel Katma Değer Katsayısı Kontrol Değişkenler: Firma Büyüklüğü, Kaldıraç Oranı	15.79	0.0013	p<0,05 olduğundan, H ₁ kabul: Sabit Etki Modeli

Model 4'ün tahmininde istatistiksel olarak sabit etkiler modeli etkindir ve kullanımı uygun olacaktır. Sabit etkiler modeli için varsayımların test edilmesi aşağıda Tablo 57'de yer almaktadır:

Tablo 57. Bağımlı Değişkenin Net Kar Marjı Olması Durumunda Kurumsal Yönetim İlkelerini Uygulamayan Firmaların Varsayım Testleri

	İstatistik değeri	p değeri.
Modified Wald test	1900000	0.0000
Baltgi Wu LBI otokorelasyon testi	DW= 2.5893337 Baltagi-Wu LBI= 2.626637	
Pesaran CD testi	5.634	0.0000

Değişen varyans, Wald istatistiği p değeri 0.000 olarak hesaplanmış ve modelde değişen varyans sorunu olduğu tespit edilmiştir. (Sonuç ...<0.05 olursa değişen varyans vardır).

Otokorelasyon, DW değeri 2.58; Baltagi-Wu LBI= 2.62 olarak hesaplanmıştır. DW istatistiğine ve Baltagi-Wu LBI istatistiğine göre otokorelasyon sorunu olmadığı görülmüştür. (Sonuç ...<2 olursa otokorelasyon vardır).

Yatay kesit bağımlılığı, Pesaran CD testi ile incelenmiş p=0.000 ve p<0.05 olduğundan yatay kesit bağımlılığının olduğu tespit edilmiştir.

Kurumsal yönetim ilkelerini uygulamayan firmalarda Model 4 için değişen varyans ve yatay kesit bağımlılığı tespit edildiğinden, aşağıda Tablo 58’de dirençli tahminçiler analizi yapılmıştır:

Tablo 58. Bağımlı Değişkenin Net Kar Marjı Oranı Olması Durumunda Kurumsal Yönetim İlkelerini Uygulamayan Firmaların Dirençli Tahminçiler Analiz Sonuçları

Bağımsız Değişkenler	Katsayı	Driscoll/Kraay SH	t	p > t	[95%CI]	
Entelektüel Katma Değer Katsayısı	0.039	0.019	2.040	0.097	-0.010	0.088
Firma Büyüklüğü	0.486	0.226	2.150	0.084	-0.095	1.066
Kaldıraç oranı	-0.249	0.109	-2.290	0.071	-0.528	0.031
Sabit	3.350	0.074	45.460	0.000	3.161	3.539
F(3, 5) = 10.14 p= 0.0145 R ² = 0.0118						

Analiz sonuçları değerlendirildiğinde bağımlı değişkenin net kar marjı olduğu durumlarda, kurulan modelin istatistiksel olarak anlamlı olduğu (F(3,5) =10.14 tespit edilmiştir (p<0,05). Modelde tüm bağımsız değişkenlerin anlamsız olduğu görülmüştür (p>0,05).

4.7.4.2. Kurumsal Yönetim İlkelerini Uygulayan Firmaların Model 4 için Testlerin ve Analizlerin Yapılması

Bağımlı değişkenin net kar marjı olması durumunda kurumsal yönetim ilkelerini uygulayan firmaların Hausman testi aşağıdaki Tablo 59’da yer almaktadır:

Tablo 59. Bağımlı Değişkenin Net Kar Marj Olması Durumunda Kurumsal Yönetim İlkelerini Uygulayan Firmaların Hausman Testi

Modeller	Ki kare İstatistik	p değeri	Sonuç
Model 4 (NKM) Bağımlı değişken: Net Kar Marjı Bağımsız değişkenler: Entelektüel Katma Değer Katsayısı Kontrol Değişkenler: Firma Büyüklüğü, Kaldıraç Oranı	10.00	0.0460	p<0,05 olduğundan, H ₁ kabul: Sabit Etki Modeli

Model 4'ün tahmininde istatistiksel olarak sabit etkiler modeli etkindir ve kullanımı uygun olacaktır. Sabit etkiler modeli için varsayımların test edilmesi aşağıda Tablo 60'da yer almaktadır:

Tablo 60. Bağımlı Değişkenin Net Kar Marjı Olması Durumunda Kurumsal Yönetim İlkelerini Uygulayan Firmaların Varsayım Testleri

	İstatistik değeri	p değeri.
Modified Wald test	8500000.00	0.0000
Baltgi Wu LBI otokorelasyon testi	DW= 1.3842266	
	Baltagi-Wu LBI= 2.1822825	
Pesaran CD testi	21.179	0.9101

Değişen varyans, Wald istatistiği p değeri 0.000 olarak hesaplanmış ve modelde değişen varyans sorunu olduğu tespit edilmiştir. (Sonuç ...<0.05 olursa değişen varyans vardır).

Otokorelasyon, DW değeri 1.38; Baltagi-Wu LBI= 2.18 olarak hesaplanmıştır. DW istatistiğine göre otokorelasyon sorunu olduğu ve Baltagi-Wu LBI istatistiğine göre otokorelasyon sorunu olmadığı görülmüştür. (Sonuç ...<2 olursa otokorelasyon vardır).

Yatay kesit bağımlılığı, Pesaran CD testi ile incelenmiş p=0.000 ve p<0.05 olduğundan yatay kesit bağımlılığının olduğu tespit edilmiştir.

Kurumsal yönetim ilkelerini uygulayan firmalarda Model 4 için değişen varyans, otokorelasyon ve yatay kesit bağımlılığı tespit edildiğinden, aşağıda Tablo 61’de dirençli tahminler analizi yapılmıştır:

Tablo 61. Bağımlı Değişkenin Net Kar Marjı Oranı Olması Durumunda Kurumsal Yönetim İlkelerini Uygulayan Firmaların Dirençli Tahminler Analiz Sonuçları

Bağımsız Değişkenler	Katsayı	Driscoll/Kraay SH	t	p > t	[95%CI]	
Entelektüel Katma Değer Katsayısı	-0.288	0.203	-1.410	0.216	-0.811	0.235
Firma Büyüklüğü	6.610	3.377	1.960	0.108	-2.071	15.290
Kaldıraç oranı	-0.090	0.062	-1.470	0.203	-0.249	0.068
Sabit	-4.429	3.537	-1.250	0.266	-13.521	4.662
F(3, 5) = 4.65 p= 0.0656						

*p<0.05

Analiz sonuçları değerlendirildiğinde bağımlı değişkenin net kar marjı olduğu durumlarda, kurulan modelin istatistiksel olarak anlamsız olduğu $F(3, 5) = 4.65$ tespit edilmiştir ($p>0,05$).

4.7.4.3. Net Kar Marjı-Kurumsal Yönetim İlkelerini Uygulayan ve Uygulamayan Firmaların Karşılaştırılması:

Firma performansı ölçümlerinden net kar marjı oranı olması durumunda hem kurumsal yönetim ilkelerini uygulayan firmalarda hem de uygulamayan firmalarda entelektüel katma değer katsayı ile anlamlı etkisi olmadığı tespit edilmiştir.

4.7.5. Model 5 için Testlerin ve Analizlerin Yapılması

Entelektüel katma değer katsayısının F/K oranı ve kontrol değişkenler üzerine etkisi Model 5’in amacını içermektedir. Bağımlı değişkenin F/K oranı olması durumunda kurumsal yönetim ilkelerini uygulamayan firmaların modellerin testleri ve analizleri aşağıda ayrıntılı bir şekilde yer almaktadır:

4.7.5.1. Kurumsal Yönetim İlkelerini Uygulamayan Firmaların Model 5 için Testlerin ve Analizlerin Yapılması

Bağımlı değişkenin F/K oranı olması durumunda kurumsal yönetim ilkelerini uygulamayan firmalar için Hausman testi aşağıdaki Tablo 62’de yer almaktadır:

Tablo 62. Bağımlı Değişkenin F/K Oranı Olması Durumunda Kurumsal Yönetim İlkelerini Uygulamayan Firmaların Hausman Testi

Modeller	Ki kare İstatistik	p değeri	Sonuç
Model 5 (F/K) Bağımlı değişken: Fiyat/Kazanç Oranı Bağımsız değişkenler: Entelektüel Katma Değer Katsayısı Kontrol Değişkenler: Firma Büyüklüğü, Kaldıraç Oranı	3.57	0.3114	p>0,05 olduğundan, H ₀ kabul: Rassal Etki Modeli

Model 5’in tahmininde istatistiksel olarak rassal etkiler modeli etkindir ve kullanımı uygun olacaktır. Rassal etkiler modeli için varsayımların test edilmesi aşağıda Tablo 63’de yer almaktadır:

Tablo 63. Bağımlı Değişkenin F/K Oranı Olması Durumunda Kurumsal Yönetim İlkelerini Uygulamayan Firmaların Varsayım Testleri

	İstatistik değeri	p değeri.
Levene Brown Forsythe testi	W0: 4.9764190 W50: 2.7562375 W10: 4.9764190	0.000 0.000 0.000
Baltgi Wu LBI otokorelasyon testi	DW= 1.9140185 Baltagi-Wu LBI= 2.2983766	
Pesaran CD testi	15.867	0.0000

Değişen varyans, Levene Brown Forsythe p değeri W0=0.000; W50=0.000; W10=0.000 olarak hesaplanmış ve modelde değişen varyans sorunu olduğu tespit edilmiştir. (Sonuç ...<0.05 olursa değişen varyans vardır).

Otokorelasyon, DW değeri 1.91; Baltagi-Wu LBI= 2.29 olarak hesaplanmıştır. DW istatistiğine istatistiğine göre otokorelasyon sorunu olduğu görülmüştür. Ancak Baltagi-Wu LBI istatistiğine göre otokorelasyon sorunu olmadığı görülmüştür. (Sonuç ...<2 olursa otokorelasyon vardır).

Yatay kesit bağımlılığı, Pesaran CD testi ile incelenmiş $p=0.000$ ve $p<0.05$ olduğundan yatay kesit bağımlılığının olduğu tespit edilmiştir.

Kurumsal yönetim ilkelerini uygulamayan firmalarda Model 5 için değişen varyans, otokorelasyon ve yatay kesit bağımlılığı tespit edildiğinden, aşağıda Tablo 64’de dirençli tahminler analizi yapılmıştır:

Tablo 64. Bağımlı Değişkenin Fiyat/Kazanç Oranı Olması Durumunda Kurumsal Yönetim İlkelerini Uygulamayan Firmaların Dirençli Tahminler Analiz Sonuçları

Bağımsız Değişkenler	Katsayı	Driscoll/Kraay SH	z	p > z	[95%CI]	
Entelektüel Katma Değer Katsayısı	0.018	0.057	0.320	0.760	-0.128	0.165
Firma Büyüklüğü	0.705	0.126	5.570	0.003*	0.380	1.030
Kaldıraç oranı	-0.084	0.052	-1.610	0.169	-0.219	0.051
Sabit	0.286	0.125	2.280	0.072	-0.037	0.608
Wald $\chi^2(3) = 99.25$ $p = 0.0000$ $R^2 = 0.0970$						

Analiz sonuçları değerlendirildiğinde bağımlı değişkenin Fiyat/Kazanç oranı olması durumunda, kurulan modelin istatistiksel olarak anlamlı olduğu (Wald $\chi^2(3) = 99.25$ tespit edilmiştir ($p<0,05$)). Modelde sadece firma büyüklüğü değişkeninin anlamlı olduğu görülmüştür ($p<0,05$). Firma büyüklüğü yüzde bir arttığında F/K oranı değerinin yüzde 0.705 arttığı görülmüştür. İstatistiklere göre bağımsız değişkenlerin bağımlı değişkeni açıklama oranını gösteren R^2 değeri %9 olarak tespit edilmiştir.

4.7.5.2. Kurumsal Yönetim İlkelerini Uygulayan Firmaların Model 5 için Testlerin ve Analizlerin Yapılması

Bağımlı değişkenin F/K oranı olması durumunda kurumsal yönetim ilkelerini uygulayan Firmaların için Hausman testi aşağıdaki Tablo 65’de yer almaktadır:

Tablo 65. Bağımlı Değişkenin F/K Oranı Olması Durumunda Kurumsal Yönetim İlkelerini Uygulayan Firmaların Hausman Testi

Modeller	Ki kare İstatistik	p değeri	Sonuç
Model 5 (F/K) Bağımlı değişken: Fiyat/Kazanç Oranı Bağımsız değişkenler: Entelektüel Katma Değer Katsayısı Kontrol Değişkenler: Firma Büyüklüğü, Kaldıraç Oranı	3.94	0.2682	p>0,05 olduğundan, H ₀ kabul: Rassal Etki Modeli

Model 5'in tahmininde istatistiksel olarak rassal etkiler modeli etkindir ve kullanımı uygun olacaktır. Rassal etkiler modeli için varsayımların test edilmesi aşağıda Tablo 66'da yer almaktadır:

Tablo 66. Bağımlı Değişkenin F/K Oranı Olması Durumunda Kurumsal Yönetim İlkelerini Uygulayan Firmaların Varsayım Testleri

	İstatistik değeri	p değeri.
Levene Brown Forsythe testi	W0: 3.5458812	0.000
	W50: 1.7458117	0.021
	W10: 3.5458812	0.000
Baltgi Wu LBI otokorelasyon testi	DW= 2.0666242	
	Baltagi-Wu LBI= 2.4329472	
Pesaran CD testi	3.933	0.0000

Değişen varyans, Levene Brown Forsythe p değeri W0=0.000; W50=0.021; W10=0.000 olarak hesaplanmış ve modelde değişen varyans sorunu olduğu tespit edilmiştir. (Sonuç ...<0.05 olursa değişen varyans vardır).

Otokorelasyon, DW değeri 2.06; Baltagi-Wu LBI= 2.43 olarak hesaplanmıştır. DW istatistiğine ve Baltagi-Wu LBI istatistiğine göre otokorelasyon sorunu olmadığı görülmüştür. (Sonuç ...<2 olursa otokorelasyon vardır).

Yatay kesit bağımlılığı, Pesaran CD testi ile incelenmiş p=0.000 ve p<0.05 olduğundan yatay kesit bağımlılığının olduğu tespit edilmiştir.

Kurumsal yönetim ilkelerini uygulayan firmalarda Model 5 için değişen varyans ve yatay kesit bağımlılığı tespit edildiğinden, aşağıda Tablo 67’de dirençli tahminler analizi yapılmıştır:

Tablo 67. Bağımlı Değişkenin Fiyat/Kazanç Oranı Olması Durumunda Kurumsal Yönetim İlkelerini Uygulayan Firmaların Dirençli Tahminler Analiz Sonuçları

Bağımsız Değişkenler	Katsayı	Driscoll/Kraay SH	z	p > z	[95%CI]	
Entelektüel Katma Değer Katsayısı	0.068	0.081	0.850	0.437	-0.139	0.276
Firma Büyüklüğü	4.006	1.275	-3.140	0.026*	-7.284	-0.729
Kaldıraç oranı	-0.105	0.063	-1.670	0.156	-0.266	0.057
Sabit	5.423	1.459	3.720	0.014*	1.672	9.174
Wald chi2(3) = 10.07 p= 0.0180 R ² = 0.0848						

*p<0.05

Analiz sonuçları değerlendirildiğinde bağımlı değişkenin F/K oranı olması durumunda, kurulan modelin istatistiksel olarak anlamlı olduğu Wald chi2(3)=10.07 tespit edilmiştir (p<0,05). Modelde sadece firma büyüklüğünün anlamlı olduğu; firma büyüklüğü yüzde bir arttığında F/K oranı değerinin yüzde 4.006 arttığı görülmüştür.

4.7.5.3. F/K- Kurumsal Yönetim İlkelerini Uygulayan ve Uygulamayan Firmaların Karşılaştırılması:

Firma performansı ölçümlerinden fiyat / kazanç oranı olması durumunda hem kurumsal yönetim ilkelerini uygulayan firmalarda hem de kurumsal yönetim ilkelerini uygulamayan firmalarda sadece firma büyüklüğü ile anlamlı pozitif etkisi olduğu tespit edilmiştir.

4.7.6. Model 6 için Testlerin ve Analizlerin Yapılması

Entelektüel katma değer katsayısının PD/DD oranı ve kontrol değişkenler üzerine etkisi Model 6’nın amacını içermektedir. Bağımlı değişkenin PD/DD oranı

olması durumunda kurumsal yönetim ilkelerini uygulamayan firmaların modellerin testleri ve analizleri aşağıda ayrıntılı bir şekilde yer almaktadır:

4.7.6.1. Kurumsal Yönetim İlkelerini Uygulamayan Firmaların Model 6 için Testlerin ve Analizlerin Yapılması

Bağımlı değişkenin PD/DD oranı olması durumunda için kurumsal yönetim ilkelerini uygulamayan firmaların Hausman testi aşağıdaki Tablo 68’de yer almaktadır:

Tablo 68. Bağımlı Değişkenin PD/DD Oranı Olması Durumunda Kurumsal Yönetim İlkelerini Uygulamayan Firmaların Hausman Testi

ModellerKurumsal Olmayan Firmalarda H	Ki kare İstatistik	p değeri	Sonuç
<p>Model 6 (PD/DD)</p> <p>Bağımlı değişken: Piyasa Değeri/Defter Değeri</p> <p>Bağımsız değişkenler: Entelektüel Katma Değer Katsayısı</p> <p>Kontrol Değişkenler: Firma Büyüklüğü, Kaldıraç Oranı</p>	22.69	0.0000	p<0,05 olduğundan, H ₁ kabul: Sabit Etki Modeli

Model 6’nın tahmininde istatistiksel olarak sabit etkiler modeli etkindir ve kullanımı uygun olacaktır. Sabit etkiler modeli için varsayımların test edilmesi aşağıda Tablo 69’da yer almaktadır:

Tablo 69. Bağımlı Değişkenin PD/DD Oranı Olması Durumunda Kurumsal Yönetim İlkelerini Uygulamayan Firmaların Varsayım Testleri

	İstatistik değeri	p değeri.
Modified Wald test	1900000	0.0000
Baltgi Wu LBI otokorelasyon testi	DW= 1.5838671	
	Baltagi-Wu LBI= 1.9466588	
Pesaran CD testi	22.443	0.0000

Değişen varyans, Wald istatistiği p değeri 0.000 olarak hesaplanmış ve modelde değişen varyans sorunu olduğu tespit edilmiştir. (Sonuç ...<0.05 olursa değişen varyans vardır).

Otokorelasyon, DW değeri 1.58; Baltagi-Wu LBI= 1.95 olarak hesaplanmıştır. DW istatistiğine ve Baltagi-Wu LBI istatistiğine göre otokorelasyon sorunu olduğu görülmüştür. (Sonuç ...<2 olursa otokorelasyon vardır).

Yatay kesit bağımlılığı, Pesaran CD testi ile incelenmiş $p=0.000$ ve $p<0.05$ olduğundan yatay kesit bağımlılığının olduğu tespit edilmiştir.

Kurumsal yönetim ilkelerini uygulamayan firmalarda Model 6 için değişen varyans, otokorelasyon ve yatay kesit bağımlılığı tespit edildiğinden, aşağıda Tablo 70'de dirençli tahminçiler analizi yapılmıştır:

Tablo 70. Bağımlı Değişkenin Piyasa Değeri/Defter Değeri Olması Durumunda Kurumsal Yönetim İlkelerini Uygulamayan Firmaların Dirençli Tahminçiler Analiz Sonuçları

Bağımsız Değişkenler	Katsayı	Driscoll/Kraay SH	t	p > t	[95%CI]	
Entelektüel katma değer katsayısı	0.147	0.069	2.130	0.086	-0.030	0.325
Firma Büyüklüğü	0.489	0.109	4.510	0.006*	0.210	0.768
Kaldıraç oranı	-0.213	0.073	-2.910	0.033*	-0.401	-0.025
Sabit	0.172	0.091	1.890	0.117	-0.062	0.407
$F(3, 5) = 11.11$		$p = 0.0119$		$R^2 = 0.0432$		

Analiz sonuçları değerlendirildiğinde bağımlı değişkenin PD/DD oranı olması durumunda, kurulan modelin istatistiksel olarak anlamlı olduğu $F(3, 5) = 11.22$ tespit edilmiştir ($p<0,05$). Modelde firma büyüklüğü ve kaldıraç oranı değişkenlerinin anlamlı olduğu görülmüştür ($p<0,05$). Firma büyüklüğü yüzde bir arttığında PD/DD oranının değerinin yüzde 0.489 birim arttığı görüldü. Kaldıraç oranı yüzde bir arttığında PD/DD oranının değerinin yüzde -0.213 azaldığı görüldü. İstatistiklere göre bağımsız değişkenlerin bağımlı değişkeni açıklama oranını gösteren R^2 değeri %4.3 olarak tespit edilmiştir.

4.7.6.2. Kurumsal Yönetim İlkelerini Uygulayan Firmaların Model 6 için Testlerin ve Analizlerin Yapılması

Bağımlı değişkenin PD/DD oranı olması durumunda kurumsal yönetim ilkelerini uygulayan firmalar için Hausman testi aşağıdaki Tablo 71’de yer almaktadır:

Tablo 71. Bağımlı Değişkenin PD/DD Oranı Olması Durumunda Kurumsal Yönetim İlkelerini Uygulayan Firmaların Hausman Testi

Modeller	Ki kare İstatistik	p değeri	Sonuç
Model 6 (PD/DD) Bağımlı değişken: Piyasa Değeri/Defter Değeri Bağımsız değişkenler: Entelektüel Katma Değer Katsayısı Kontrol Değişkenler: Firma Büyüklüğü, Kaldıraç Oranı	7.10	0.0686	p>0,05 olduğundan, H ₀ kabul: Rassal Etki Modeli

Model 6’nın tahmininde istatistiksel olarak rassal etkiler modeli etkindir ve kullanımı uygun olacaktır. Rassal etkiler modeli için varsayımların test edilmesi aşağıda Tablo 72’de yer almaktadır:

Tablo 72. Bağımlı Değişkenin PD/DD Oranı Olması Durumunda Kurumsal Yönetim İlkelerini Uygulayan Firmaların Varsayım Testleri

	İstatistik değeri	p değeri.
Levene Brown Forsythe testi	W0: 4.4864545	0.000
	W50: 2.1623541	0.002
	W10: 4.4864545	0.000
Baltgi Wu LBI otokorelasyon testi	DW= DW= 1.478596	
	Baltagi-Wu LBI= 1.7407938	
Pesaran CD testi	9.368	0.0000

Değişen varyans, Levene Brown Forsythe p değeri $W_0=0.000$; $W_{50}=0.019$; $W_{10}=0.000$ olarak hesaplanmış ve modelde değişen varyans sorunu olduğu tespit edilmiştir.

Otokorelasyon, DW değeri 1.48 Baltagi-Wu LBI= 1.74 olarak hesaplanmıştır. DW istatistiğine ve Baltagi-Wu LBI istatistiğine göre otokorelasyon sorunu olduğu görülmüştür.

Yatay kesit bağımlılığı, Pesaran CD testi ile incelenmiş $p=0.000$ ve $p<0.05$ olduğundan yatay kesit bağımlılığının olduğu tespit edilmiştir.

Kurumsal yönetim ilkelerini uygulayan firmalarda Model 6 için değişen varyans, otokorelasyon ve yatay kesit bağımlılığı tespit edildiğinden, aşağıda Tablo 73’de dirençli tahminler analizi yapılmıştır:

Tablo 73. Bağımlı Değişkenin Piyasa Değeri/Defter Değeri Olması Durumunda Kurumsal Yönetim İlkelerini Uygulayan Firmaların Dirençli Tahminler Analiz Sonuçları

Kurumsal Olan Firmalar						
Bağımsız Değişkenler	Katsayı	Driscoll/Kraay SH	z	p > z	[95% CI]	
Entelektüel katma değer katsayısı	0.084	0.067	1.270	0.260	-0.087	0.255
Firma Büyüklüğü	-1.340	0.577	-2.320	0.068	-2.822	0.142
Kaldıraç oranı	0.076	0.063	1.200	0.285	-0.087	0.239
Sabit	1.855	0.567	3.270	0.022	0.397	3.313
Wald chi2(3) = 126.36 p= 0.0000 R ² = 0.1544						

* $p<0.05$

Analiz sonuçları değerlendirildiğinde bağımlı değişkenin PD/DD oranı olduğu durumlarda, kurulan modelin istatistiksel olarak anlamlı olduğu Wald chi2(3) = 126.36 tespit edilmiştir ($p<0,05$). Ancak modelde değişkenlerin tamamının anlamsız olduğu tespit edilmiştir ($p>0.05$).

4.7.6.3. PD/DD- Kurumsal Yönetim İlkelerini Uygulayan ve Uygulamayan Firmaların Karşılaştırılması:

Firma performansı ölçümlerinden Piyasa Değeri / Defter Değeri oranı olması durumunda kurumsal yönetim ilkelerini uygulamayan firmalarda firma büyüklüğü ile anlamlı pozitif; kaldıraç oranı ile anlamlı negatif etkisi olduğu tespit edilmiştir. Kurumsal yönetim ilkelerini uygulayan firmalarda ise piyasa değeri / defter değeri oranının anlamlı etkisi olmadığı tespit edilmiştir.



SONUÇ VE DEĞERLENDİRME

Kurumsal yönetim günümüz piyasa şartlarında firmalar için önemli kuralları ve ilkeleri içeren sistemler bütünüdür. Kurumsal yönetim tüm menfaat sahiplerinin haklarını korumayı amaçlayan, çıkar çatışmalarını gidermeye çalışan firmaların yönetildiği ve denetlendiği bir sistemdir. Kurumsal yönetim uygulamaları firmalara kaynakların daha verimli kullanılmasında, çok çeşitli sermaye sağlama imkanı elde etmede, sermaye maliyetinin düşürülmesinde, firmanın itibarı, marka değerinin artırılması ve paydaşlarla daha güçlü ilişkilerin kurulması gibi hususlarda birçok fayda sağlamaktadır. Bunun yanı sıra kurumsal yönetim yatırımcılara daha güvenli bir ortamda yatırım yapma imkanı sunarken ülke ekonomisi açısından ise sermaye piyasalarının gelişmesi ve uluslararası platformda rekabet imkanı gibi birçok fayda sunmaktadır. Yöneticilere tüm bilgi ve olaylar nedenleri ile birlikte verilir; şeffaf, anlaşılır, eksiksiz ve doğru bir şekilde yatırımcılar ile paylaşımlar yapılarak risk azaltılır ve bu durumda firma performansı olumlu yönde etkilenir.

Bilgi akışının şeffaf olması ile bilginin yoğun olarak kullanılması günümüzde firmalar için rekabet yetkinliği oluşturmada güçlü bir faktöre dönüşmüştür. Gelişen ve değişen dünyada rakiplerinden önce bilgiyi elde eden, işleyen ve yeni bilgiye önce ulaşan firmalar rekabet avantajı sağlamaktadır. Bilginin üretilmesi ve işlenmesi aşamasının temelinde insan unsuru bulunmaktadır. İnsan kaynağı ve beraberinde gelen entelektüel sermaye kazanımı firmalar için önem arz etmektedir. Entelektüel sermaye, firmaya sağladığı değerler ile rekabet avantajı sağlamaktadır. Entelektüel sermaye çalışanları, kaynakları ve paydaşları ile olan bağı dikkate alınarak ölçümlenmektedir.

Kaynakları kıt olan firmaların entelektüel sermaye ile üretim süreçlerinin iyileştirilmesi, çalışanlardaki saklı bilginin açığa çıkarılması, tecrübenin kurum içinde kullanılması, müşteri ve tedarikçi ilişkilerin güvenilir olması ve görünmeyen bir kaynağın firma bünyesine katılması sağlanır. Bu görünmez kaynakların gücü ile firmalar katma değer oluşturmaktadır. Bu durumda firmaların sürekliliklerinin sağlanmasına ve büyümelerine neden olacaktır.

Firmalar faaliyetlerini gerçekleştirirken hem kurumsal yönetim uygulamalarından hem de entelektüel sermaye unsurlarından faydalanmaktadır. Bu iki kavramın faydalarını birleştirerek uygulayan firmalar performanslarında artma

sağlayarak, firma içerisinde değer oluşturulmasına ve rekabette avantaj elde edilmesine katkı sağlayacaktır. Kurumsal yönetim ilkelerinden şeffaflık ilkesi ve entelektüel sermaye unsurlarında insan sermayesinin bilgiyi kullanması ve değere dönüştürmesi bilgi akışının sağlanmasına ve firma potansiyelinin ortaya çıkmasına neden olur. Bilginin yatırımcılara güven vermesi, yatırımlarını firmaya yönleltmelerine, firmanın değerinin artmasına ve bu durumda ekonomik büyümeye ve sürdürülebilirliğe neden olur.

Bu doğrultuda çalışmada, kurumsal yönetim açısından entelektüel sermayenin firma performansına etkisi, BIST100 Endeksi'ndeki firmalar üzerinde incelenmiştir. Çalışmanın 2 temel amacı bulunmaktadır. BIST100 Endeksi'nde yer alan kurumsal yönetim ilkelerini uygulayan ve uygulamayan firmaların entelektüel sermayelerinin firma performansları üzerinde etkisinin olup olmadığını belirlemek ve BIST100 Endeksi'nde yer alan kurumsal yönetim ilkelerini uygulayan ve uygulamayan firmaların entelektüel sermayelerinin firma performansları üzerindeki farklılıklarını ortaya koymak çalışmanın amacını oluşturmaktadır. Kurumsal yönetim ilkelerini uygulayan ve uygulamayan firmaların karşılaştırılabilirliğinin sağlanması için BIST100 Endeksi baz alınmıştır. İlk olarak Borsa İstanbul 100 Endeksi'nde yer alan, kurumsal yönetim ilkelerini uygulayan ve uygulamayan firmalar belirlenmiştir. Firmaların kurumsallık durumlarının belirlenmesinde kurumsal derecelendirme notlarına bakılmıştır. BIST100 Endeksi'nde yer alan 100 firmanın 37'si kurumsal yönetim ilkelerini uygulayan firma, 63'ü ise kurumsal yönetim ilkelerini uygulamayan firmadır. Bu firmaların 2016-2021 yılları arasındaki entelektüel sermaye değerleri ve firma performansları hesaplanmış, daha sonra entelektüel sermayenin firma performansı üzerine etkili olup olmadığı panel veri analizi ile test edilmiştir. Araştırmada kurumsal yönetim ilkelerini uygulayan ve uygulamayan firmalar için 6 farklı model oluşturulmuştur.

Çalışmanın en önemli yanı ve önceki çalışmalardan ayırt edilmesini sağlayan yönü kurumsal yönetim ilkelerini uygulamaları açısından firmaların karşılaştırılmasını sağlaması ve entelektüel sermaye unsurlarını hem bir bütün olarak ele alıp entelektüel katma değer katsayısı olarak analize dahil etmesi hem de entelektüel sermaye unsurlarının her birinin ayrı ayrı ele alınıp yeniden analiz yapılarak; insan sermayesi, yapısal sermaye ve müşteri sermayesi unsurlarının da tek tek firma performansı ile

ilişkilerinin incelenmesidir. Çalışmada analiz bu bakımdan iki kere uygulanmıştır ve literatüre katkı sağlayacağı düşünülmektedir. Kurumsal yönetim ilkelerini uygulayan ve uygulamayan firmaların entelektüel sermayelerinin firma performansları üzerinde etkisini ölçmek için oluşturulan modellerin sonuçları ve değerlendirmeleri şu şekildedir:

Firma performansının aktif getiri oranı ile ölçülmesi durumunda entelektüel katma değer katsayısı etkisi incelendiğinde, hem kurumsal yönetim ilkelerini uygulayan firmalarda hem de uygulamayan firmalarda entelektüel katma değer katsayısı ile anlamlı etkisi olmadığı tespit edilmiştir. Fakat aktif getiri oranı kurumsal yönetim ilkelerini uygulamayan firmalarda kontrol değişkenlerinden firma büyüklüğü ile arasında anlamlı pozitif ve kaldıraç oranı ile arasında anlamlı negatif (firma büyüklüğü yüzde bir arttığında aktif getiri değerinin yüzde 0,630 arttığı; kaldıraç oranının yüzde bir artması karşısında aktif getiri değerinin -0.343 azaldığı) tespit edilmiştir. Entelektüel sermaye unsurlarının ayrı ayrı incelenmesi durumunda ise, kurumsal yönetim ilkelerini uygulayan firmalarda aktif getiri oranı entelektüel sermaye unsurlarından insan sermayesi ve müşteri sermayesi üzerinde etkili iken (insan sermaye etkisi yüzde bir arttığında aktif getiri değerinin yüzde 0.391 birim arttığı; müşteri sermaye etkisi yüzde bir arttığında aktif getiri değerinin yüzde 0.705 arttığı); kurumsal yönetim ilkelerini uygulamayan firmalarda aktif getiri oranı ile sadece müşteri sermayesinin etkili olduğu ve kontrol değişkenlerinden firma büyüklüğü ve kaldıraç oranının anlamlı etkisi olduğu (müşteri sermaye etkisi yüzde bir arttığında aktif getiri değerinin yüzde 0.660 arttığı; firma büyüklüğü yüzde bir arttığında aktif getiri değerinin yüzde 0.477 arttığı; kaldıraç oranının yüzde bir artması karşısında aktif getiri değerinin yüzde -0.285 azaldığı) sonucuna ulaşılmıştır. Aktif getiri oranı firmaların varlıklarının kar oluşturmada ne kadar verimli olduğunu göstermektedir. Kurumsal yönetim ilkelerini uygulayan firmalar toplam aktif getiri değeri üzerinde insan sermayesi ve müşteri sermayesini önemserken; kurumsal yönetim ilkelerini uygulamayan firmalar sadece müşteri sermayesini önemsedığı tespit edilmiştir.

Firma performansının özsermaye getiri oranı ile ölçülmesi durumunda entelektüel katma değer katsayısı etkisi incelendiğinde, hem kurumsal yönetim ilkelerini uygulayan hem de uygulamayan firmalarda entelektüel katma değer katsayısı ile anlamlı etkisi olmadığı tespit edilmiştir. Entelektüel sermaye unsurlarının ayrı ayrı

incelenmesi durumunda, kurumsal yönetim ilkelerini uygulayan firmalarda entelektüel sermaye unsurları ve firma performansı arasında anlamlı etki bulunamazken; kurumsal yönetim ilkelerini uygulamayan firmalarda özsermaye getiri oranı ile entelektüel sermaye unsurlarından sadece müşteri sermayesinin etkili olduğu (Müşteri sermaye etkisi yüzde bir arttığında özsermaye getiri değerinin yüzde 0.189 arttığı) sonucuna ulaşılmıştır. Özsermaye getiri oranı ortakların koydukları sermaye karşılığında elde ettikleri getiriyi göstermektedir. Kurumsal yönetim ilkelerini uygulamayan firmalar müşteri sermayelerine yatırım yaparak müşteri özsermaye getirilerilerinin arttırmaya çalıştıkları tespit edilmiştir.

Firma performansının hisse başına kar oranı ile ölçülmesi durumunda entelektüel katma değer katsayısı etkisi incelendiğinde, kurumsal yönetim ilkelerini uygulamayan firmalarda entelektüel katma değer katsayısı ile anlamlı pozitif yönde; kontrol değişkenlerinden firma büyüklüğü ile hisse başına kar arasında anlamlı pozitif yönde ve kaldıraç oranı ile hisse başına kar arasında anlamlı negatif yönde bir etkisi olduğu (Entelektüel katma değer katsayısı etkisi yüzde bir arttığında hisse başına kar değerinin yüzde 0.339 arttığı; firma büyüklüğü yüzde bir arttığında hisse başına kar değerinin yüzde 0.459 arttığı ve kaldıraç oranı yüzde bir arttığında hisse başına kar değerinin yüzde -0.251 azaldığı) tespit edilmiştir. Kurumsal yönetim ilkelerini uygulayan firmalarda ise entelektüel katma değer katsayısı ile hisse başına kar arasında anlamlı etkisi olmadığı; kontrol değişkenlerinden firma büyüklüğü ile arasında anlamlı pozitif etkisi (firma büyüklüğü değişkeninin yüzde bir arttığında hisse başına kar değerinin yüzde 9.665 arttığı) tespit edilmiştir. Entelektüel sermaye unsurlarının ayrı ayrı incelenmesi durumunda kurumsal yönetim ilkelerini uygulayan firmalarda entelektüel sermaye unsurlarından 3'nün de firma performansı üzerinde anlamlı etkisi (insan sermaye etkisi yüzde bir arttığında hisse başına kar değerinin yüzde 0.396 arttığı; yapısal sermaye etkisi yüzde bir arttığında hisse başına kar değerinin yüzde 0.353 azaldığı; müşteri sermaye etkisi yüzde bir arttığında hisse başına kar değerinin yüzde 1.059 arttığı) bulunurken; kurumsal yönetim ilkelerini uygulamayan firmalarda entelektüel sermaye unsurlarından sadece insan sermayesinin etkili olduğu ve kontrol değişkenlerinden ise firma büyüklüğü ve kaldıraç oranının da anlamlı etkisi olduğu (insan sermaye etkisi yüzde bir arttığında hisse başına kar değerinin yüzde 0.350 arttığı; firma büyüklüğü yüzde bir arttığında hisse başına kar değerinin yüzde 0.379

arttığı; kaldıraç oranı yüzde bir arttığında hisse başına kar değerinin yüzde-0.379 azaldığı) sonucuna ulaşılmıştır. Burada önemli bir ayrıntı kurumsal yönetim ilkelerini uygulayan firmalarda entelektüel katma değer katsayı hisse başına kar ile anlamlı etki vermezken, entelektüel sermaye unsurlarının ayrı ayrı incelenmesi durumunda her bir unsur anlamlı etki vermektedir. Bunun nedeni insan sermayesi ve müşteri sermayesi unsurlarının pozitif yönde etkisi, yapısal sermayenin de negatif yönde etkisinden kaynaklandığı düşünülmektedir. Başka bir önemli sonuç da kurumsal yönetim ilkelerini uygulayan firmaların firma performans ölçümlerinden hisse başına getiri değerini daha çok önemsedikleri, kurumsal yönetim ilkelerini uygulamayan firmaların varlık getirisi ve özsermaye getirisi odaklı oldukları tespit edilmiştir. Kurumsal yönetim ilkelerini uygulayan firmalar insan sermayesine, yapısal sermayeye ve müşteri sermayesine yatırım yaparak pay başına kazançlarını arttırdıkları ve fonlarını verimli kullandıkları tespit edilmiştir.

Firma performansının net kar marjı oranı ile ölçülmesi durumunda entelektüel katma değer katsayısı etkisi incelendiğinde, hem kurumsal yönetim ilkelerini uygulayan hem de uygulamayan firmalarda entelektüel katma değer katsayı ile net kar marjının anlamlı etkisi olmadığı tespit edilmiştir. Entelektüel sermaye unsurlarının ayrı ayrı incelenmesi durumunda kurumsal yönetim ilkelerini uygulamayan firmaların entelektüel sermaye unsurları ile net kar marjı arasında anlamlı etki bulunamazken; kontrol değişkenlerinden sadece kaldıraç oranı ile anlamlı negatif etkisinin (kaldıraç oranı yüzde bir arttığında net kar marjı oranını yüzde-0.023 azaldığı) olduğu tespit edilmiştir. Kurumsal yönetim ilkelerini uygulayan firmalarda ise değişkenler arası anlamlı bir etki bulunamamıştır. Firma performans ölçümlerinden olan net kar marjı oranı ile entelektüel sermaye unsurlarının ve entelektüel katma değer katsayısı arasında hem kurumsal yönetim ilkelerini uygulayan firmalarda hem de uygulamayan firmalarda anlamlı etki bulunamamıştır.

Firma performansının fiyat/kazanç oranı ile ölçülmesi durumunda entelektüel katma değer katsayısı etkisi incelendiğinde, hem kurumsal yönetim ilkelerini uygulayan firmalarda hem de uygulamayan firmalarda sadece firma büyüklüğü ile anlamlı pozitif etkisi olduğu tespit edilmiştir. Kurumsal yönetim ilkelerini uygulamayan firmalarda firmalarda firma büyüklüğü yüzde bir arttığında F/K oranı değerinin yüzde 0.705 arttığı, kurumsal olan firmalarda firma büyüklüğü yüzde bir arttığında F/K oranı

değerinin yüzde 4.006 arttığı görülmüştür. Entelektüel sermaye unsurlarının ayrı ayrı incelenmesi durumunda kurumsal yönetim ilkelerini uygulayan firmalarda değişkenler arasında etki bulunamazken; kurumsal yönetim ilkelerini uygulamayan firmalarda kontrol değişkenlerinden firma büyüklüğü ve kaldıraç oranının anlamlı etkisi olduğu (firma büyüklüğü yüzde bir arttığında F/K oranı değerinin yüzde 1.157 arttığı; kaldıraç oranı yüzde bir arttığında F/K oranı değerinin yüzde-0.469 azaldığı) tespit edilmiştir. Firma performans ölçümlerinden olan fiyat/kazanç oranı ile entelektüel sermaye unsurlarının ve entelektüel katma değer katsayısı arasında hem kurumsal yönetim ilkelerini uygulayan firmalarda hem de uygulamayan firmalarda anlamlı etki bulunamamıştır.

Firma performansının piyasa değeri / defter değeri oranı ile ölçülmesi durumunda entelektüel katma değer katsayısı etkisi incelediğinde, kurumsal yönetim ilkelerini uygulamayan firmalarda firma büyüklüğü ile anlamlı pozitif (firma büyüklüğü yüzde bir arttığında PD/DD oranının değerinin yüzde 0.489 birim arttığı); kaldıraç oranı ile anlamlı negatif etkisi (kaldıraç oranı yüzde bir arttığında PD/DD oranının değerinin yüzde -0.213 azaldığı) olduğu tespit edilmiştir. Kurumsal yönetim ilkelerini uygulayan firmalarda ise piyasa değeri / defter değeri oranının diğer değişkenlerle anlamlı etkisi olmadığı tespit edilmiştir. Entelektüel sermaye unsurlarının ayrı ayrı incelenmesi durumunda PD / DD oranının kurumsal yönetim ilkelerini uygulayan firmalarda entelektüel sermaye unsurlarından yapısal sermaye; kontrol değişkenlerinden firma büyüklüğü ile anlamlı etkisi (Yapısal sermaye etkisi yüzde bir arttığında PD/DD oranının değerinin yüzde -0.181 azaldığı; firma büyüklüğü yüzde bir arttığında PD/DD oranının değerinin yüzde 1.540 arttığı) tespit edilmiştir. Kurumsal yönetim ilkelerini uygulamayan firmalarda ise PD/DD oranı ile yapısal sermaye ve müşteri sermayesinin anlamlı etkisi (Yapısal sermaye yüzde bir arttığında PD/DD oranının değerinin yüzde -0.141 azaldığı; müşteri sermayesi yüzde bir arttığında PD/DD oranının değerinin yüzde 1.147 arttığı) olduğu tespit edilmiştir. PD/DD oranı firmanın varlıklarına karşılık yatırımcıların ne kadar ödeme yapabileceklerini gösteren bir ölçümdür.

Çalışmanın sonuçlarının daha öz bir şekilde görülebilmesi için ekler kısmında kurumsal yönetim ilkelerini uygulayan ve uygulmayan firmaların hem entelektüel sermaye unsurlarının firma performansına etkisi hem de entelektüel sermaye katma

değer katsayısının firma performansına etkisi tablo şeklinde Ek 8 ve Ek 9 'da yer almaktadır.

Firma performans ölçüm yöntemlerinden aktif getiri oranı, özsermaye getiri oranı, hisse başına kar ve PD/DD oranı ile entelektüel sermaye unsurları arasında anlamlı etkiler tespit edilmiştir. Kurumsal yönetim ilkelerini uygulayan firmalarda; aktif getiri oranı ile insan sermayesi ve müşteri sermayesi; hisse başına kar ile insan sermayesi, yapısal sermaye, müşteri sermayesi; PD/DD oranı ile yapısal sermaye arasında anlamlı etkiler tespit edilmiştir. Kurumsal yönetim ilkelerini uygulamayan firmalarda ise aktif getiri oranı ile müşteri sermayesi; özsermaye getiri oranı ile müşteri sermayesi; hisse başına kar ile insan sermayesi; PD/DD yapısal sermaye ve müşteri sermayesi arasında anlamlı etkiler tespit edilmiştir. Kurumsal yönetim ilkelerini uygulayan firmaların entelektüel sermaye unsurlarına özellikle insan sermayesi ve müşteri sermayesine daha çok önem verdiği; kurumsal yönetim ilkelerini uygulamayan firmaların ise müşteri sermayesi odaklı gidip yapısal sermayeyi de önemsedikleri tespit edilmiştir.

Entelektüel sermaye unsurlarından insan sermayesi ve müşteri sermayesine yapılan yatırımlar firma performanslarını arttırırken; yapısal sermayeye yapılan yatırımlar firma performansını azalttığı tespit edilmiştir. Yapısal sermaye, firma donanımını destekleyen yazılım, veri tabanı patent, marka gibi değerlere nakit akışı sağladığından firmanın varlıklarında somut olarak bir azalma olacağından firma performansını somut olarak azaldığı görülse de uzun vadede yatırımların kullanıldıkça firmaların lehine döneceği gerçektir. İnsan sermayesi ile desteklenince yapısal sermaye firmanın performansını arttıracaktır. İnsan sermayesi yapısal sermayeye aktarıldığında, yapısal sermayenin değerinin artmasını sağlar.

Çalışmayı önceki çalışmalardan ayıran en önemli özelliği kurumsallık bakımından firmaların karşılaştırılabilmesine olanak sağlamasıdır. Şimdiye kadar yapılan çalışmalar, kurumsal yönetim endeksi baz alınarak yapıldığından kurumsal yönetim ilkelerini uygulayan firmalar açısından değerlendirilmiş ve kurumsal yönetim ilkelerini uygulamayan firmalar ele alınmamıştır. Bu çalışmada değerlendirme yapılırken kurumsal yönetim ilkelerini uygulayan firmaların yanı sıra uygulamayan firmaların da durumunu görebilmek mümkündür. Bu bakımdan BIST100 içerisindeki

firmaların kurumsal yönetim ilkelerini uygulama durumlarına göre, entelektüel sermayelerinin firma performansı üzerindeki etkileri ve farklılıkları ortaya konmuştur.

Çalışmayı farklı kılan ikinci özelliği, entelektüel sermaye unsurlarının da ayrı ayrı analizlerinin yapılmış olmasıdır. Entelektüel katma değer katsayısı insan sermayesi etkinliği, yapısal sermaye etkinliği ve müşteri sermayesi etkinliğinin toplamından oluşmaktadır. Yapılan çalışmalarda entelektüel katma değer katsayısı kullanılmıştır. Bu çalışmada entelektüel katma değer katsayısının kullanılmasının yanı sıra ayrı ayrı insan sermayesi etkinliğinin firma performansına etkisi, yapısal sermayesi etkinliğinin firma performansına etkisi ve müşteri sermayesi etkinliğinin firma performansına etkisi ve kontrol değişkenlerine etkisi hem kurumsal yönetim ilkelerini uygulayan hem de uygulamayan firmalar için incelenmiştir.

Çalışmayı farklı kılan üçüncü özelliği, firma performans ölçüm yöntemlerinin fazla olmasıdır. Literatüre bakıldığında yapılan çalışmalarda genelde firma performans ölçüm yöntemlerinden aktif getiri oranı ve özsermaye getiri oranı kullanılmıştır. Bu çalışmada bunlara ilave olarak hisse başına kar oranı, net kar marjı oranı, fiyat / kazanç Oranı, PD/DD oranları kullanılmıştır. Özellikle bundan sonraki yapılacak çalışmalarda firma performans ölçüm yöntemlerine hisse başına karında dahil edilmesi gerektiği görülmektedir. Çünkü bu çalışmada anlamlı etkilerin olmasında hisse başına kar oranı büyük önem taşımaktadır.

Çalışmayı farklı kılan dördüncü özelliği ise, iki kavram arasındaki ilişki ya da etki değil de üç kavramın dahil edimesidir. Hem kurumsal yönetim hem entelektüel sermaye hem de firma performansı kavramlarının birbirleri ile olan ilişkilerini ortaya koymasındadır. Tek yönlü etki çalışması olarak değil de çoklu etkilerin görülmesine olanak sağlayan yelpazesi geniş bir çalışma olmasıdır.

Yeni yapılacak çalışmalara öneri olarak örneklem kapsamı geniş tutulup daha fazla firma çalışmaya dahil edilebilir, zaman aralığı daha geniş tutulabilir, farklı sektörlerde, farklı analizler yapıp, farklı modeller kurulabilir.

EKLER

Araştırmada kullanılan değişkenlerin hesaplanması ve veri kaynakları Ek 1.'de yer almaktadır.

Ek 1. Değişkenlerin Hesaplanması ve Veri Kaynakları

Değişkenler	Hesaplanması	Veri Kaynağı
Bağımsız Değişken Kurumsal Yönetim	Kurumsal Derecelendirme Notu	Şirketlerin Ana sayfaları veya Türkiye Kurumsal Yönetim Derneği (TKYD)
Bağımsız Değişken Entelektüel Sermaye	Aşağıdaki ek tabloda	Aşağıdaki ek tabloda
Bağımlı Değişken Firma Performansı Aktif Getiri Oranı Özsermaye Getiri Oranı Hisse Başına Kar Net Kar Marjı Oranı Fiyat / Kazanç Oranı Piyasa Değeri Defter Değeri Oranı	 $ROA = \text{Net Kar} / \text{Toplam Aktifler}$ $ROE = \text{Net Kar} / \text{Toplam Özkaynak}$ Net Kar / Dolaşımdaki Pay Sayısı Vergi Sonrası Kar/Net Satışlar F/K PD/DD	 Gelir Tablosu, Bilanço ve Finnet Analiz Expert Veri Tabanı
Kontrol Değişkeni Firma Büyüklüğü Kaldıraç Oranı	Firma Büyüklüğü = Toplam Varlıkların Logaritması Toplam Borç / Toplam Varlık	Gelir Tablosu, Bilanço ve Finnet Analiz Expert Veri Tabanı

Entelektüel sermayenin entelektüel katma değer katsayısı yöntemi (VAICTM yöntemi) ile hesaplanması ve veri kaynakları Ek 2.'de yer almaktadır.

Ek 2. Entelektüel Sermayenin Entelektüel Katma Değer Katsayısı Yöntemi (VAIC™ Yöntemi) İle Hesaplanması Ve Veri Kaynakları

ENTELEKTÜEL SERMAYE UNSURLARI	FORMÜL İÇERİKLERİ	VERİ TABANLARI
<p>VA</p> <p>Katma Değer (VA)</p> <p>VA= OP+EC+D+A</p>	OP = Faaliyet Karı	Gelir Tablosu ve Finnet Analiz Expert Veri Tabanı
	EC = Personel Giderleri	Faaliyet Raporu Detayları 1. Satışların Maliyeti 2. Araştırma Geliştirme Giderleri 3. Pazarlama Satış ve Dağıtım Giderleri 4. Genel Yönetim Giderleri 5. Finansman Giderler
	D=Tükenme ve İtfa Tutarı	Faaliyet Raporu ve Finnet Analiz Expert Veri Tabanı
	A=Amortisman	Faaliyet Raporu ve Finnet Analiz Expert Veri Tabanı
İnsan Sermayesi (HC)	<p>HC = Toplam Ücret ve Maaşlar = Personel Giderleri</p> <p>HC = VA – SC</p>	Faaliyet Raporu Detayları Bilanço
Yapısal Sermaye (SC)	<p>SC = VA – HC</p> <p>veya</p> <p>SC = Maddi Duran Varlıkların Toplamı</p>	Bilanço
Müşteri Sermayesi (CE)	<p>CE = U.V.Y.K + Özkaynaklar veya</p> <p>Net İşletme Sermayesi + Duran Varlıklar</p>	Bilanço

ETKİNLİK KATSAYILARININ HESAPLANMASI	
İnsan Sermayesi Etkinliği (HCE) Yapısal Sermaye Etkinliği (SCE) Müşteri Sermayesi Etkinliği (CEE)	$HCE = VA / HC$ $SCE = SC / VA$ $CEE = VA / CE$
Entelektüel Katma Değer Katsayısı	$VAIC^{TM} = HCE + SCE + CEE$

Ek 3. Türkiye'de Kurulan ve SPK Tarafından Yetkilendirilen Kurumsal Yönetim İlkelerine Uyum Derecelendirmesi Yapmaya Yetkili Kuruluşlar

Kurumsal Yönetim İlkelerine Uyum Derecelendirmesi	1-Saha Kurumsal Yönetim ve Kredi Derecelendirme Hizmetleri A.Ş.
	2-Kobirate Uluslararası Kredi Derecelendirme ve Kurumsal Yönetim Hizmetleri A.Ş.Ş
	3- JCR Avrasya Derecelendirme A.Ş.
	4- DRC Derecelendirme Hizmetleri A.Ş
	5-National Investor Services Derecelendirme A.Ş.

Ek 4. Kurumsal Derecelendirme Notunun Hesaplanması

	Pay Sahipleri	Kamuyu Aydınlatma ve Şeffaflık	ve	Menfaat Sahipleri	Yönetim Kurulu	Toplam Kurumsal Yönetim Notu
Not	80,4	75		93,5	96,2	
Ağırlık	%25	%25		%15	%35	%100
Tutar	20,1	18,75		14,02	33,67	86,54 (10'luk dilimde 8,5)

Örnekte Pay sahipleri bölümünden 80,4 kamuyu aydınlatma ve şeffaflık bölümünden 75 menfaat sahipleri bölümünden 93,5, yönetim kurulu bölümünden ise 96,2 notunu alan bir işletmenin toplam derecelendirme notu, hesaplanmaktadır. İşletmenin kurumsal yönetim ilkelerine uyum derecelendirme puanı 8.5 olarak hesaplanmıştır. Derecelendirme kuruluşları yapılan değerlendirmede verilen puanların 10 üzerinden en az 7 olması durumunda Borsa İstanbul Kurumsal Yönetim Endeksi'nde yer alması mümkündür.

Ek 5. Kurumsal Derecelendirme Notunun Anlamı

Derecelendirme Notu	Anlamı
9-10	<p>Şirket SPK Kurumsal Yönetim İlkeleri'ne büyük ölçüde uyum sağlamaktadır. Tüm politika ve önlemleri uygulamaya sokularak yönetim ve iç kontrol mekanizmaları etkin bir şekilde oluşturulmaktadır. Kurumsal yönetime ait tüm riskler tespit edilerek aktif biçimde yönetilmektedir. Pay ve menfaat sahiplerinin hakları en adil biçimde gözetilmekte; kamuyu aydınlatma ve şeffaflık faaliyetleri en üst düzeyde yürütülmektedir. Yönetim kurulunun mevcut yapı ve işleyişi en iyi uygulama kategorisindedir. Sonuç olarak bahsedilen bu alanlarda hemen hemen hiçbir zaaf bulunmamakta ve Borsa İstanbul Kurumsal Yönetim Endeksi'ne en üst düzeyde dahil edilmesi uygun görülmektedir.</p>
7-8	<p>Şirket SPK Kurumsal Yönetim İlkeleri'ne önemli ölçüde uyum sağlamaktadır. Çoğu politika ve önlemleri uygulamaya sokularak yönetim ve iç kontrol mekanizmaları iyileştirmelere ihtiyaç duyulsa da etkin bir şekilde oluşturulmaktadır. Kurumsal yönetime ait çoğu risk tespit edilerek aktif biçimde yönetilmektedir. Pay ve menfaat sahiplerinin hakları adil biçimde gözetilmekte; kamuyu aydınlatma ve şeffaflık faaliyetleri üst düzeyde olarak yürütülmektedir. Yönetim kurulunun mevcut yapı ve işleyiş sağlam temeller üzerine inşa edildiği görülmektedir. Sonuç olarak bahsedilen bu alanlardan bir veya birkaçında bazı iyileştirmeler gerekmektedir ve Kurumsal Yönetim Endeksi'ne dahil edilmesi uygun görülmektedir.</p>
6	<p>Şirket SPK Kurumsal Yönetim İlkeleri'ne orta ölçüde uyum sağlamaktadır. Bir kısım politika ve önlemleri uygulamaya sokularak yönetim ve iç kontrol mekanizmaları orta derecede oluşturulmakta ve bu bakımdan iyileştirme yoluna gidilmesi gerekmektedir. Kurumsal yönetime ait risklerin bir kısmı tespit edilerek aktif biçimde yönetilmektedir. Ulusal standartlara</p>

	<p>kısmen uyum sağlanmakta fakat uluslararası platformlarda bu standartların gerisinde kalılabileceği düşünülmektedir. Sonuç olarak pay sahipleri; menfaat sahipleri; kamuyu aydınlatma ve şeffaflık ve yönetim kurulu alanlarının bazılarında iyileştirmelere ihtiyaç duyulmaktadır.</p>
4-5	<p>Şirket SPK Kurumsal Yönetim İlkeleri'ne azami ölçüde uyum sağlamaktadır. Standartların altında sayıda politika ve önlemleri uygulamaya sokularak yönetim ve iç kontrol mekanizmaları asgari derecede oluşturulmakta fakat etkin biçimde işlenmemektedir. Kurumsal yönetime ait riskler tamamen tespit edilememekte ve bu riskler aktif bir şekilde yönetilememektedir. Sonuç olarak pay sahipleri; menfaat sahipleri; kamuyu aydınlatma ve şeffaflık ve yönetim kurulu alanlarının bazılarında veya hepsinde önemli iyileştirmelere ihtiyaç duyulmaktadır.</p>
<4	<p>Şirket SPK Kurumsal Yönetim İlkeleri'ne uyum sağlamamaktadır. Gerekli politika ve önlemlerin alınması zayıf kalmaktadır. Yönetim ve iç kontrol mekanizmaları, gerekli etkinlikte oluşturulmamaktadır. Kurumsal yönetime ait önemli riskler bulunmakta ve bu riskler aktif biçimde yönetilememektedir. Kurumsal yönetim ilkelerine duyarlı olmayan şirketin, pay sahipleri; menfaat sahipleri; kamuyu aydınlatma ve şeffaflık ve yönetim kurulu alanlarının tümünde önemli zaafı mevcut. Bu şartlarda olan bir şirkete yatırım yapılması yatırımcının güvenini zedeleyebilmekte ve yatırımcıyı maddi zararlarla baş başa bırakabilmektedir.</p>

Ek 6. BIST100 Endeksi'ndeki Kurumsal Yönetim İlkelerini Uygulayan Firmalar

SIA	KOD	ŞİRKET UNVANI
1	AGHOL	AG ANADOLU GRUBU HOLDİNG A.Ş.
2	AKSA	AKSA AKRİLİK KİMYA SANAYİİ A.Ş.
3	AKSEN	AKSA ENERJİ ÜRETİM A.Ş.
4	ALARK	ALARKO HOLDİNG A.Ş.
5	ALBRK, ALK	ALBARAKA TÜRK KATILIM BANKASI A.Ş.
6	AEFES	ANADOLU EFES BİRACILIK VE MALT SANAYİ A.Ş.
7	ARCLK	ARÇELİK A.Ş.
8	ASELS	ASELSAN ELEKTRONİK SANAYİ VE TİCARET A.Ş.
9	AYDEM	AYDEM YENİLENEBİLİR ENERJİ A.Ş.
10	CCOLA	COCA-COLA İÇECEK A.Ş.
11	DOHOL	DOĞAN ŞİRKETLER GRUBU HOLDİNG A.Ş.
12	DOAS	DOĞUŞ OTOMOTİV SERVİS VE TİCARET A.Ş.
13	ENJSA	ENERJİSA ENERJİ A.Ş.
14	ENKAI	ENKA İNŞAAT VE SANAYİ A.Ş.
15	EREGL	EREĞLİ DEMİR VE ÇELİK FABRİKALARI T.A.Ş.
16	GLYHO	GLOBAL YATIRIM HOLDİNG A.Ş.
17	ISDMR	İSKENDERUN DEMİR VE ÇELİK A.Ş.
18	ISFIN	İŞ FİNANSAL KİRALAMA A.Ş.
19	LOGO	LOGO YAZILIM SANAYİ VE TİCARET A.Ş.
20	MGROS	MİGROS TİCARET A.Ş.
21	OTKAR	OTOKAR OTOMOTİV VE SAVUNMA SANAYİ A.Ş.
22	PGSUS	PEGASUS HAVA TAŞIMACILIĞI A.Ş.

23	QUAGR	QUA GRANITE HAYAL YAPI VE ÜRÜNLERİ SANAYİ TİCARET A.Ş.
24	SEK, SKBNK	ŞEKERBANK T.A.Ş.
25	TAVHL	TAV HAVALİMANLARI HOLDİNG A.Ş.
26	TOASO	TOFAŞ TÜRK OTOMOBİL FABRİKASI A.Ş.
27	TUPRS	TÜPRAŞ-TÜRKİYE PETROL RAFİNERİLERİ A.Ş.
28	PRKAB	TÜRK PRYSMIAN KABLO VE SİSTEMLERİ A.Ş.
29	TTKOM	TÜRK TELEKOMÜNİKASYON A.Ş.
30	TTRAK	TÜRK TRAKTÖR VE ZİRAAT MAKİNELERİ A.Ş.
31	GARAN, TGB	TÜRKİYE GARANTİ BANKASI A.Ş.
32	HALKB, THL	TÜRKİYE HALK BANKASI A.Ş.
33	TSK, TSKB	TÜRKİYE SİNAİ KALKINMA BANKASI A.Ş.
34	TURSG	TÜRKİYE SİGORTA A.Ş.
35	SISE	TÜRKİYE ŞİŞE VE CAM FABRİKALARI A.Ş.
36	VESTL	VESTEL ELEKTRONİK SANAYİ VE TİCARET A.Ş.
37	YKB, YKBNK	YAPI VE KREDİ BANKASI A.Ş.

Ek 7. BIST100 Endeksi'ndeki Kurumsal Yönetim İlkelerini Uygulamayan Firmalar

SIRA	KOD	ŞİRKET UNVANI
1	AKBNK	AKBANK T.A.Ş.
2	AKFGY	AKFEN GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.
3	AL	ALARKO GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.
4	ALKIM	ALKİM ALKALİ KİMYA A.Ş.
5	BAGFS	BAGFAŞ BANDIRMA GÜBRE FABRİKALARI A.Ş.
6	BASGZ	BAŞKENT DOĞALGAZ DAĞITIM GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.
7	BERA	BERA HOLDİNG A.Ş.
8	BİMAS	BİM BİRLEŞİK MAĞAZALAR A.Ş.
9	BRYAT	BORUSAN YATIRIM VE PAZARLAMA A.Ş. BRYAT
10	BUCIM	BURSA ÇİMENTO FABRİKASI A.Ş.
11	CEMTS	ÇEMTAŞ ÇELİK MAKİNA SANAYİ VE TİCARET A.Ş.
12	CIMSA	ÇİMSA ÇİMENTO SANAYİ VE TİCARET A.Ş.
13	DEVA	DEVA HOLDİNG A.Ş.
14	EGEEN	EGE ENDÜSTRİ VE TİCARET A.Ş.
15	ECILC	EİS ECZACIBAŞI İLAÇ SINAİ VE FİNANSAL YATIRIMLAR SANAYİ VE TİCARET A.Ş.
16	EKGYO	EMLAK KONUT GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.
17	ERBOS	ERBOSAN ERCİYAS BORU SANAYİİ VE TİCARET A.Ş.
18	FROTO	FORD OTOMOTİV SANAYİ A.Ş.
19	GWIND	GALATA WIND ENERJİ A.Ş.
20	GENIL	GEN İLAÇ VE SAĞLIK ÜRÜNLERİ SANAYİ VE TİCARET A.Ş.
21	GESAN	GİRİŞİM ELEKTRİK SANAYİ TAAHHÜT VE TİCARET A.Ş.

22	GOZDE	GÖZDE GİRİŞİM SERMAYESİ YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.
23	GSDHO	GSD HOLDİNG A.Ş.
24	GUBRF	GÜBRE FABRİKALARI T.A.Ş.
25	SAHOL	HACI ÖMER SABANCI HOLDİNG A.Ş.
26	HEKTS	HEKTAŞ TİCARET T.A.Ş.
27	IPEKE	İPEK DOĞAL ENERJİ KAYNAKLARI ARAŞTIRMA VE ÜRETİM A.Ş.
28	ISGYO	İŞ GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.
29	ISMEN	İŞ YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
30	JANTS	JANTSA JANT SANAYİ VE TİCARET A.Ş.
31	KRDMA, KRDMB, KRDMD	KARABÜK DEMİR ÇELİK SNAYİ VE TİCARET A.Ş.
32	KARSN	KARSAN OTOMOTİV SANAYİİ VE TİCARET A.Ş.
33	KARTN	KARTONSAN KARTON SANAYİ VE TİCARET A.Ş.
34	KCHOL	KOÇ HOLDİNG A.Ş.
35	KONTR	KONTROLMATİK TEKNOLOJİ ENERJİ VE MÜHENDİSLİK A.Ş.
36	KORDS	KORDSA TEKNİK TEKSTİL A.Ş.
37	KOZAL	KOZA ALTIN İŞLETMELERİ A.Ş.
38	KOZAA	KOZA ANADOLU METAL MADENCİLİK İŞLETMELERİ A.Ş.
39	MAVI	MAVİ GİYİM SANAYİ VE TİCARET A.Ş.
40	NTHOL	NET HOLDİNG A.Ş.
41	NUGYO	NUROL GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.
42	ODAS	ODAŞ ELEKTRİK ÜRETİM SANAYİ TİCARET A.Ş.
43	OYAKC	OYAK ÇİMENTO FABRİKALARI A.Ş.

44	PSGYO	PASİFİK GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.
45	PETKM	PETKİM PETROKİMYA HOLDİNG A.Ş.
46	SASA	SASA POLYESTER SANAYİ A.Ş.
47	SELEC	SELÇUK ECZA DEPOSU TİCARET VE SANAYİ A.Ş.
48	SNGYO	SİNPAŞ GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.
49	SMRTG	SMART GÜNEŞ ENERJİSİ TEKNOLOJİLERİ ARAŞTIRMA GELİŞTİRME ÜRETİM SANAYİ VE TİCARET A.Ş.
50	SOKM	ŞOK MARKETLER TİCARET A.Ş.
51	TKFEN	TEKFEN HOLDİNG A.Ş.
52	TRGYO	TORUNLAR GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.
53	TSPOR	TRABZONSPOR SPOR TİF YATIRIM VE FUTBOL İŞLETMECİLİĞİ TİCARET A.Ş.
54	TUKAS	TUKAŞ GIDA SANAYİ VE TİCARET A.Ş.
55	TCELL	TURKCELL İLETİŞİM HİZMETLERİ A.Ş.
56	TMSN	TÜMOSAN MOTOR VE TRAKTÖR SANAYİ A.Ş.
57	THYAO	TÜRK HAVA YOLLARI A.O.
58	ISATR, ISBTR, ISCTR, ISKUR, TIB	TÜRKİYE İŞ BANKASI A.Ş.
59	TVB, VAKBN	TÜRKİYE VAKIFLAR BANKASI T.A.O.
60	ULKER	ÜLKER BİSKÜVİ SANAYİ A.Ş.
61	VESBE	VESTEL BEYAZ EŞYA SANAYİ VE TİCARET A.Ş.
62	YATAS	YATAŞ YATAK VE YORGAN SANAYİ TİCARET A.Ş.
63	YYLGD	YAYLA AGRO GIDA SANAYİ VE TİCARET A.Ş.

Ek 8. Kurumsal Yönetim İlkelerini Uygulayan ve Uygulamayan Firmaların Entelektüel Katma Değer Katsayısının Firma Performansına Etkisi

ENTELEKTÜEL KATMA DEĞER KATSAYISI				
Kurumsal Yönetim İlkelerini Uygulayan Firmalar			Kurumsal Yönetim İlkelerini Uygulamayan Firmalar	
Aktif Getiri Oranı	Etki yok		Etki yok	
Özsermaye Getiri Oranı	Etki yok		Etki yok	
Hisse Başına Kar	Etki yok		Anlamlı Pozitif	
Net Kar Marjı Oranı	Etki yok		Etki yok	
Fiyat / Kazanç Oranı	Etki yok		Etki yok	
Piyasa Değeri / Defter Değeri	Etki yok		Etki yok	
KONTROL DEĞİŞKENLERİ				
Kurumsal Yönetim İlkelerini Uygulayan Firmalar			Kurumsal Yönetim İlkelerini Uygulamayan Firmalar	
	Firma Büyüklüğü	Kaldıraç Oranı	Firma Büyüklüğü	Kaldıraç Oranı
Aktif Getiri Oranı	Etki yok	Etki yok	Anlamlı Pozitif	Anlamlı Negatif
Özsermaye Getiri Oranı	Etki yok	Etki yok	Etki yok	Etki yok
Hisse Başına Kar	Anlamlı Pozitif	Etki yok	Anlamlı Pozitif	Anlamlı Negatif
Net Kar Marjı Oranı	Etki yok	Etki yok	Etki yok	Etki yok
Fiyat / Kazanç Oranı	Anlamlı Pozitif	Etki yok	Anlamlı Pozitif	Etki yok
Piyasa Değeri / Defter Değeri	Etki yok	Etki yok	Anlamlı Pozitif	Anlamlı Negatif

Ek 9. Kurumsal Yönetim İlkelerini Uygulayan ve Uygulamayan Firmaların Enteleküel Sermaye Unsurlarının Firma Performansına Etkisi

ENTELEKTÜEL SERMAYE UNSURLARI						
Kurumsal Olan Firmalar				Kurumsal Olmayan Firmalar		
	İnsan Sermayesi	Müşteri Sermayesi	Yapısal Sermaye	İnsan Sermayesi	Müşteri Sermayesi	Yapısal Sermaye
Aktif Getiri Oranı	Anlamli Pozitif	Anlamli Pozitif	Etki yok	Etki yok	Anlamli Pozitif	Etki yok
Özsermaye Getiri Oranı	Etki yok	Etki yok	Etki yok	Etki yok	Anlamli Pozitif	Etki yok
Hisse Başına Kar	Anlamli pozitif	Anlamli Pozitif	Anlamli Negatif	Anlamli Pozitif	Etki yok	Etki yok
Net Kar Marjı Oranı	Etki yok	Etki yok	Etki yok	Etki yok	Etki yok	Etki yok
Fiyat / Kazanç Oranı	Etki yok	Etki yok	Etki yok	Etki yok	Etki yok	Etki yok
Piyasa Değeri / Defter Değeri	Etki yok	Etki yok	Anlamli Negatif	Etki yok	Anlamli Pozitif	Anlamli Negatif
KONTROL DEĞİŞKENLERİ						
Kurumsal Olan Firmalar				Kurumsal Olmayan Firmalar		
	Firma Büyüklüğü	Kaldıraç Oranı		Firma Büyüklüğü	Kaldıraç Oranı	
Aktif Getiri Oranı	Etki yok	Etki yok		Anlamli Pozitif	Anlamli Negatif	
Özsermaye Getiri Oranı	Etki yok	Etki yok		Etki yok	Etki yok	
Hisse Başına Kar	Etki yok	Etki yok		Anlamli Pozitif	Anlamli Negatif	
Net Kar Marjı Oranı	Etki yok	Etki yok		Etki yok	Anlamli Negatif	
Fiyat / Kazanç Oranı	Etki yok	Etki yok		Anlamli Pozitif	Anlamli Negatif	
Piyasa Değeri / Defter Değeri	Anlamli Pozitif	Etki yok		Etki yok	Etki yok	

KAYNAKÇA

- Aghabaki, M. (2014), *Kurumsal Yönetim İlkeleri ile Firma Değeri ve Hisse Senedi Getiri Oranı Arasındaki İlişki: İMKB'de Bir Uygulama*, Atatürk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İşletme Anabilim Dalı Doktora Tezi, Erzurum.
- Ahmed, A., Bhatti, S. H., Gölgeci, İ., ve Arslan, A. (2022), *Digital Platform Capability And Organizational Agility of Emerging Market Manufacturing SMEs: The Mediating Role of Intellectual Capital and The Moderating Role of Environmental Dynamism*, *Technological Forecasting & Social Change*, 177, s. 1-13.
- Aho, S., Stahle, S. ve Stahle, P. (2011), *A Critical Assessment of Steart's Civ Method, Measuring Business Excellence*, 15(4), s. 27-35.
- Akal, Z. (2002), *İşletmelerde Performans Ölçüm ve Denetimi*, Ankara: MPM.
- Akdoğan, Y. E. ve Acar Boyacıoğlu, M. (2010), *Corporate Governance in Turkey: An Overview*, Selçuk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi, 24, s. 11-30.
- Akın, A., Aslanoğlu, S. (2007), *İşlevsel ve Yapısal Açından Türk Bankacılık Sisteminde Kurumsal Yönetim İşleyişi*, Türkiye Bankalar Birliği Bankacılar Dergisi, Sayı: 61, s. 28-42.
- Akın, M. Ş. (2010), *Görünmez Değerler; Entellektüel Sermaye, İtibar Sermayesi, Kurumsallaşma, E-Ticaret*, Erman Yayınları, İstanbul.
- Aktan, C. C. (2013), *Kurumsal Şirket Yönetimi*, Organizasyon ve Yönetim Bilimleri Dergisi Cilt 5, Sayı 1, s. 150-191.
- Aktaş, Z., Atalay, M. Ö. (2020), *Yönetim Kurulu Yapısı Çeşitliliğinin Entelektüel Sermaye Üzerindeki Etkisi: BİST Sürdürülebilirlik Endeksi Firmaları Üzerine Bir Araştırma*, Dokuz Eylül Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi, Cilt: 22, Sayı: 2, s. 823-854.
- Akyüz, B. (2009), *Kurumsal Yönetim ve Türkiye'de Kurumsal Yönetim Düzenlemeleri*, Muhasebe ve Vergi Uygulamaları Dergisi, s. 53-81. Erişim:1088445 (dergipark.org.tr).
- Al-Omouh K. S., Palacios-Marqu'es, D. ve Ulrich, K. (2022), *The impact of intellectual capital on supply chain agility and collaborative knowledge creation*

- in responding to unprecedented pandemic crises*, *Technological Forecasting & Social Change*, 178, s. 1-10.
- Alfraih, M. M. (2018), *Intellectual Capital Reporting and its Relation to Market and Financial Performance*, *International Journal of Ethics and Systems*, 34(3), s. 266-28.
- Allen, F. ve Gale, D. (2002), *A Comparative Theory of Corporate Governance*, Wharton Financial Institutions Center Working Paper Series, (12), s. 20-25.
- Alp, A. ve Kılıç, S. (2014), *Kurumsal Yönetim Nasıl Yönetilmeli?*, İstanbul, Doğan Kitap.
- Altunoğlu, A. E., Demir, N. (2012), *Konaklama İşletmelerinde Entellektüel Sermaye Bileşenlerinin İncelenmesi: Kuşadası Örneği*, *Atatürk Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi*, 26(2), s. 297-312.
- Andreeva, T., Garanina T., Saenz, J., Aramburu, N. ve Kianto, A. (2021), *Does Country Environment Matter in the Relationship between Intellectual Capital and Innovation Performance?*, *Journal of Business Research*, 136, s. 263-273.
- Arikboğa, Ş. (2003), *Entelektüel Sermaye*, İstanbul: Derin Yayınları.
- Arifin, J. and Siti Astuti, S. E. (2016), *The Influence of Corporate Governance on Financial Performance and Firm Value of Bank Sector Companies Listed at Indonesia Stock Exchange in Period 2008-2012*, *International Journal of Management and Administrative Sciences (IJMAS)*, Vol: 3, No: 6, s. 1-17.
- Arnold, G. (2005), *The Handbook of Corporate Finance: A Business Companion to Financial Markets, Decisions and Techniques*, Harlow, England: Prentice Hall.
- Arora, A. ve Bodhanwala, S. (2018), *Relationship between Corporate Governance Index and Firm Performance: Indian Evidence*, *Global Business Review*, 19(3), s. 675-689.
- Arslan, T. Ö. (2018), *Kurumsal Yönetim Derecelendirme Notunun Hisse Senedi Performansına Etkileri: BİST100'de Bulunan Yüksek Kurumsal Yönetim Derecesine Sahip Şirketler Üzerine Bir Uygulama*, İzmir Katip Çelebi Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Yüksek Lisans Tezi, İzmir.
- Aruppala, D., Wickramasinghe, V., Mahakalanda, I. (2015), *Intellectual capital and financial performance in Sri Lankan Banks*, In 6th International Conference on Business & Information (ICBI – 2015), s. 37-49.

- Aslanoğlu, S., Zor, İ. (2006), *Bilgi Varlıklarının Değerlemesi: Entelektüel Sermaye Ölçüm ve Değerleme Modelleri; Karşılaştırmalı Bir Analiz*, Muhasebe ve Finansman Dergisi, (29), s. 152-165.
- Avcı, Ş. (2020), *Entelektüel Sermayenin Ölçülmesi Ve Örnek Bir Uygulama*, Trakya Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Yüksek Lisans Tezi, Edirne.
- Aydeniz, Ş. (2009), *Makroekonomik Göstergelerin Firmaların Finansal Performans Ölçütleri Üzerindeki Etkisinin Ölçülmesine Yönelik Bir Araştırma: IMKB'ye Kote Gıda ve İçecek İşletmeleri Üzerine Bir Uygulama*, Marmara Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi, 27(2), s. 263-277.
- Bala, A. J., Raja, A. S., ve Dandago, K. I. (2019), *The Mediating Effect of Intellectual Capital on Corporate Governance and Performance of Conglomerates in Nigeria*, SEISENSE Journal of Management, 2(3), s. 16-29.
- Bayrakdaroğlu, A., Ersoy, E., Çıtak, L. (2012), *Is There a Relationship between Corporate Governance and Value-based Financial Performance Measures? A Study of Turkey as an Emerging Market*, Asia-Pacific Journal of Financial Studies. (41), s. 224-239.
- Berzakova, V., Bartosova, V. and Kıçova, E. (2015), *Modification of EVA in Value Based Management*, Procedia Economics and Finance, 26, s. 317-324.
- Baxter, R., Matear, S. (2004), *Measuring Intangible Value in Business-to-Business Buyer-seller Relationships: An Intellectual Capital Perspective*, Industrial Marketing Management, 33(6), s. 491-500.
- Black, B. S., Jang, H. ve Kim, W. (2006), *Does Corporate Governance Predict Firms Market Values? Evidence from Korea*, The Journal of Law, Economics, and Organization, 22(2): 366-413.
- Boachie, C., Mensah, E. (2022), *The Effect of Earnings Management on Firm Performance: The Moderating Role of Corporate Governance Quality*, International Review of Financial Analysis, 83, s. 1-16.
- Bollen, L., Vergauwen, P., Schnieders, S. (2005), *Linking Intellectual Capital and Intellectual Property to Company Performance*, Management Decision, 43(9), s. 1161-1185.
- Bontis, N. (1998), *Intellectual Capital: An Exploratory Study That Develops Measure and Models*, Management Decision, 36(2), s. 63-76.

- Bontis, N., Chua Chong Keow, W., Richardson, S. (2000), *Intellectual Capital and Business Performance in Malaysian Industries*, Journal of Intellectual Capital, 1(1), s. 85-100.
- Bontis, N. (2001), *Assessing Knowledge Assets: A Review of the Models Used to Measure Intellectual Capital*, International Journal of Management Reviews, Vol: 3, No: 1, s. 41-60.
- Boubaker, S., Hamrouni, A., Liang, Q.(2015), *Corporate Governance Voluntary Disclosure, and Firm Information Environment*, Journal of Applied Business Research, 31(1), s. 89–101.
- Böyükaslan, A. (2018), *Kurum Kültürünün İşletmelerin Finansal Performansına Etkisi*, Afyon Kocatepe Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Doktora Tezi, Afyon.
- Brandau, M., Hoffjan, A. H. (2010), *Exploring the Involvement of Management Accounting in Strategic Decisions and Control: The Case of Offshoring*, Journal of Accounting Organizational Change, 6(1), s. 72-95.
- Brannstrom, D., Giuliani, M. (2009), *Accounting for Intellectual Capital: A Comparative Analysis*, The Journal of Information And Knowledge Management Systems, Vol:39, N: 1, s. 68-79.
- Brennan, N., Connel, B. (2000), *Intellectual Capital: Current Issues and Policy Implication*, Journal of Intellectual Capital, 1(3), s. 206-240.
- Brigham, E. F. ve Houston, J. F. (2014), *Finansal Yönetimin Temelleri*, Çeviren: Aypek, N., Ankara: Nobel Yayıncılık.
- Brigham, Eugene F. ve Ehrhardt, Michael C. (2010), *Financial Management: Theory and Practice*, USA: Cengage Learning.
- Byun, H. S., Lee, J. H. ve Park, K. S. (2014), *Corporate Governance, Product Market Competition, and Payout Policy*, Seoul Journal of Business 20(1), s. 1-34.
- Cadbury Report, (1992), *Report of the Committee on The Financial Aspects of Corporate Governance*, Great Britain: Burgess Science Press, Cadbury Report (The Financial Aspects of Corporate Governance) | ECGI, Erişim Tarihi: 10.08.2021.

- Canbaş, S., Doğukanlı, H. ve Düzakın, H. (2004), *TobinQ Oranı ve Günümüzde İşletme Kararları Açısından Önemi*, Çukurova Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi, 13 (2), s. 58-70.
- Canbaş, S., Vural, G. (2012), *Finansal Yönetim*, Adana: Karahan Kitabevi.
- Cengiz, S. (2020), *Kurumsal Yönetim Muhafazakâr Muhasebe ve Finansal Performans İlişkisi: Borsa İstanbul Uygulaması*, Kafkas Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Doktora Tezi, Kars.
- Çiğirim, E. (2020), *Entelektüel Sermaye ve Bilgi Yönetiminin Performansa Etkileri*, Gebze Teknik Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Doktora Tezi, Gebze.
- Clarke, Martin Dyna Seng and Rosalind H. Whiting.(2011), *Intellectual Capital and Firm Performance in Australia*. Journal of Intellectual Capital, 12 (4), s. 505-530.
- Claycomb, C., Germain, R., & Droge, C. (2000), *The Effects of Formal Strategic Marketing Planning on the Industrial Firm's Configuration, Structure, Exchange Patterns and Performance*, Industrial Marketing Management, 29(3), s. 219-234.
- Committee on the Financial Aspects of Corporate Governance & Cadbury, A. (1992), *Report of the Committee on the Financial Aspects of Corporate Governance*, London.
- Coşkun Erdoğan, D. (2019), *Firmaların Kurumsal Yönetim Notunu Etkileyen Unsurlar: BIST100 Örneği*, Karabük Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi, 9 (1), s. 63-79.
- Çabuk, A. ve Lazol, İ. (2010), *Mali Tablolar Analizi*, Bursa: Ekin Yayınevi.
- Çağlar, İ. (2003), *"Türk İşletmeciliğinde Entelektüel Sermaye Yönetimi Üzerine Bir Araştırma"*, Gazi Üniversitesi Ticaret ve Turizm Eğitim Fakültesi Dergisi, s. 75-90.
- Çakıcı, C. (2008), *Ekonomik Katma Değer Yaklaşımı*, Birinci Basım, İstanbul: Beta Yayıncılık.
- Çelik, O. 2002, *Sermaye Piyasalarında Gönüllü Kamuya Açıklama*, Muhasebe ve Denetime Bakış, 6.

- Çetenak, E. (2012), *İşletme Grubu İlişkisinin Firma Performansına Etkisi: İMKB'de Bir Uygulama*, Çukurova Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Doktora Tezi, Adana.
- Çiftçi, U. (2011), *Örgüt Teorilerinde Yöneticinin Yeniden Konumlandırılması İçin Bir Araç Olarak Sosyal Ağlar*, Sakarya Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Doktora Tezi, Sakarya.
- Damodaran, A. (2007), *Return on Capital (ROC), Return on Invested Capital (ROIC) and Return on Equity (ROE): Measurement and Implications*, Sterns School of Business, Link, Erişim: 20.06.2022.
- Davis, H. J., Schoorman, D. F., Donaldson, L. (1997), *Toward a Stewardship Theory of Management*, The Academy of Management Review, 22(1), s. 20-47.
- Delaney, P. R., Nach, R., Epstein, B. J., & Budak, S. W. (2002). *Interpretation and Application of Generally Accepted Accounting Principles*, New York: John Willey ve Sons Inc.
- Demir, A. S., & Taşkın, H. (2008). *İşletme Performansı Ölçme Modellerinin Karşılaştırılması: Kuantum Performansı, Maddi Olmayan Varlıkların İzlenmesi, Performans Prizması ve Skandia Klavuzu Modelleri*, Journal of Yaşar University, 3(11), 1695-1709.
- Demir, Ö. E. (2019). *Asimetrik Bilginin Finansal Krizlerdeki Rolü ve İktisadi Sonuçları*, Necmettin Erbakan Üniversitesi Sosyal Bilimleri Enstitüsü Yüksek Lisans Tezi İktisat Anabilim Dalı, Konya.
- Dikmen, S., & Çiçek, H. G. (2018). *Etkin Bir Hesap Verebilirlik Mekanizması Olarak Yasama Organının Bütçe Gözetim İşlevi*, Maliye Dergisi, 174, s. 270-298.
- Dinç, E., & Abdioğlu H. (2009). *Kurumsal Yönetim Anlayışı ve Muhasebe Bilgi Sistemi İlişkisi: İMKB-100 Şirketleri Üzerine Ampirik Bir Araştırma*, Balıkesir Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi, 12(21), s. 157-184.
- Dizgil, E. (2020). "Kurumsal Yönetim Uygulamalarının Finansal Kararlar ve Firma Performansına Etkisi: BİST100 ile BİST Kurumsal Yönetim Endeksi Karşılaştırması", *Gaziantep Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İşletme Anabilim Dalı Doktora Tezi*, Gaziantep.

- Dizgil, E., & Reis, Ş. G. (2021). "Kurumsal Yönetimin Sermaye Yapısına Etkisi: BİST Kurumsal Yönetim Endeksi Üzerine Bir Araştırma", *Pamukkale Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, sayı 42, s. 82-96.
- Doğan, M. (2007). *Kurumsal Yönetim*, Ankara: Siyasal Yayınevi.
- Doğan, M. (2018). *Kurumsal Yönetimin Teorik Temelleri, Uluslararası Yönetim Akademisi Dergisi*, 1(1), s. 84-96.
- Drobetz, W., Schillhofer, A., & Zimmermann, H. (2003). "Corporate Governance and Firm Performance: Evidence from Germany", *Retrieved from* <http://www.cofar.uni-mainz.de/dgf2003/paper146.pdf>, (Erişim: 24.04.2022).
- Dumay, J. (2016). *A Critical Reflection on The Future of Intellectual Capital: From Reporting to Disclosure, Journal of Intellectual Capital*, 17, s. 168-184.
- Düzer, M. (2020). *Kurumsal Yönetim Derecelendirmesi: BIST Kurumsal Yönetim Endeksi'nde Bir İnceleme, Kocatepe İİBF Dergisi*, 22(2), s. 149-168.
- Edvinsson, L., & Malone, M. S. (1997). *Intellectual Capital: Realizing Your Company's True Value By Finding Its Hidden Brainpower*, New York: Harper Business.
- Edvinsson, L. (1997). *Developing Intellectual Capital at Skandia, Long Range Planning*, Cilt: 30, Sayı: 3, s. 366-373.
- Elitaş, C., & Ağca, V. (2006). "Firmalarda Çok Boyutlu Performans Değerleme Yaklaşımları: Kavramsal Bir Çerçeve", *Sosyal Bilimler Dergisi*, s. 343-370.
- Emrem, E. (2004). *Entelektüel Sermaye Bileşenlerinin Kavramsal Analizi, İş Güç Endüstri İlişkileri İnsan Kaynakları Dergisi*, Cilt: 6, Sayı: 1, s.1-10.
- Engström, T. E. J., Westnes, P., & Westnes, S. F. (2003). "Evaluating Intellectual Capital in the Hotel Industry", *Journal of Intellectual Capital*, 4(3), s. 287-303.
- Ercan, M. K., Başaran Öztürk, M., & Demirgüneş, K. (2003). *Değere Dayalı Yönetim ve Entelektüel Sermaye*, Ankara: Gazi Kitabevi.
- Erişmiş, A. (2013). *Yönetim Kurulu Yapısının BIST Şirketlerinin Performansı Üzerine Etkisi, Çukurova Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Doktora Tezi*, Adana.
- Erkuş, H. (2004). *Geleneksel Raporlama Yöntemlerinin Yeni Ekonomi Karşısındaki Durumunun İrdelenmesi ve Entelektüel Sermayenin Raporlanması, Süleyman Demirel Üniversitesi İİBF Dergisi*, 9(2), s. 303-324.
- Ersen, H. (2014). *Kurumsal Yönetimin Yol Haritası*, İstanbul, Yoldakitap Yayınları.

- Ertuğrul, M. (2009). "Finansal Performans Ölçümünde Dönüşümlerin Türkiye Değerlendirilmesi", *Anadolu Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, 9(1), s. 19-46.
- Fan, R., Pan, J., Yu, M., & Gao, H. (2022). "Corporate Governance of Controlling Shareholders and Labor Employment Decisions: Evidence From a Parent Board Reform in China", *Economic Modelling*, 108, s. 1-12.
- Firer, S., & Williams, M. (2003). "Intellectual Capital and Traditional Measures of Corporate Performance", *Journal of Intellectual Capital*, Cilt: 4, Sayı: 3, s. 348-360.
- Folan, P., & Browne, J. (2005). "A Review of Performance Measurement: Towards Performance Management", *Computers in Industry*, V. 56, s. 663-680.
- Garay, U., & Gonzalez, M. (2008). "Corporate Governance and Firm Value: The Case of Venezuela", *Corporate Governance: An International Review*, 16(3), 194-209.
- Garitte, J. P. (2003). "Audit Committees: A Step Towards Better Corporate Governance", *Deloitte Touche Kurumsal Yönetim Güvencesi İçin Denetim Komitesi Sempozyumu*, İstanbul.
- Ge, W., Ouyang, C., Shi, Z., & Chen, Z. (2022). "Can A Not-For-Profit Minority Institutional Shareholder Make A Big Difference in Corporate Governance? A Quasi-Natural Experiment", *Journal of Corporate Finance*, 72, s. 1-22.
- Gergin, B., & Kıymetli Şen, İ. (2019). "Kurumsal Yönetim Endeksinde Yer Almanın Bankaların Performansına Etkisi: Borsa İstanbul'da Bir Araştırma", *Muhasebe Bilim Dünyası Dergisi*, 21(4), s. 956-978.
- Ginting, Y. M. (2020). "Intellectual Capital Investigation in Achieving Sustainable Competitive Advantages in the Creative Industry: Does The Mediation of Knowledge Management System Affect?", *Journal of Management Information and Decision Sciences*, Vol: 23, No: 2.
- Gökmen, H. (2003). "İşletmelerde Entelektüel Sermaye Yatırımlarının Önemi ve Etkileri", *Dokuz Eylül Üniversitesi İşletme Fakültesi Dergisi*, Cilt: 4, Sayı: 2.
- Greene, W. H. (2003). *Econometric Analysis (Fifth Edition)*, New Jersey: Prentice Hall.

- Greenbury Committee. (1995). "Directors Remuneration". *greenbury.pdf*. Retrieved from <http://www.ecgi.global>, Erişim Tarihi: 10.08.2021.
- Giuliani, M., & Marasca, S. (2011). "Construction and Valuation of Intellectual Capital: A Case Study", *Journal of Intellectual Capital*, Vol: 12, No: 3, s. 382.
- Guthrie, J. (2001). "The Management, Measurement and The Reporting of Intellectual Capital", *Journal of Intellectual Capital*, Cilt: 2, Sayı: 1.
- Gücenme, Ü. (2000). *Genel Muhasebe*, İstanbul: Marmara Yayınevi.
- Gülhan, O., & Karaaslan, S. (2020). "Türkiye’de Kurumsal Yönetim Uyum Derecelendirmesi ve İhtiyatlı Muhasebe İlişkisi", *Muhasebe ve Vergi Uygulamaları Dergisi*, 13(1), s. 93-113.
- Güngör Tanç, Ş., & Çetinel, T. (2020). "Corporate Governance and Financial Performance of Selected Quoted Companies in Turkey", *Muhasebe ve Vergi Uygulamaları Dergisi*, 13(3), s. 819-828.
- Gürbüz, A. O., & Ergincan, Y. (2004). *Şirket Değerlemesi: Klasik ve Modern Yaklaşımlar*, Birinci Basım, İstanbul: Literatür Yayıncılık.
- Haspolat, F. B. (2015). *Ülke Kredi Notlarının Belirleyicileri: Türkiye’nin Kredi Notunun Ülke Karşılaştırmalı Analizi*, Uzmanlık Tezi, T.C. Kalkınma Bakanlığı, Yayın No: 2923.
- Hejazi, R., Ghanbari, M., & Alipour, M. (2016). "Intellectual, human and structural capital effects on firm performance as measured by Tobin’s Q", *Knowledge and Process Management*, 23(4), s. 259-273.
- Helvacı, M. A. (2002). "Performans Yönetimi Sürecinde Performans Değerlendirmenin Önemi", *Ankara Üniversitesi Eğitim Bilimleri Fakültesi Dergisi*, 35(1-2), s. 1155-1169.
- Hengstebeck, B. B., Kassemeier R., Wieseke, J. (2022). "What Comprises a Successful Key Account Manager? Differences in the Drivers of Sales Performance Between Key Account Managers and Regular Salespeople", *Industrial Marketing Management*, 106, s. 392-404.
- Hill, C., & Jones, G. (2013). *Strategic Management: An Integrated Approach*, 10th Edition, USA: South-Western Cengage Learning.
- Hobikoğlu, E. H. (2011). "Entelektüel Sermayenin Önemi, Sınıflandırması ve Ölçme Yöntemleri: Kuramsal Bir Çerçeve", *Sosyal Bilimler Dergisi*, (1), s. 86-99.

- Horasan, E., Meydan, C., & Yılmaz, T. (2019). "Sahiplik Yapısının Değer Odaklı Performans Ölçütleri Üzerindeki Etkisi: BIST İmalat Sektörü Üzerine Bir Uygulama", *İşletme Araştırmaları Dergisi*, 11(1), s. 720-731.
- Horasan, E., Meydan, C., & Yıldız, S. (2017). "Entelektüel Sermaye, Kurumsal Yönetim Derecelendirme Notu Ve İşletme Performansı Arasındaki İlişkiler Üzerine Bir Araştırma", *Kafkas Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, Cilt: 8, Sayı: 16, s. 463-482.
- Huang, C. C., & Huang, S. M. (2020). "External and Internal Capabilities and Organizational Performance: Does Intellectual Capital Matter?", *Asia Pacific Management Review*, 25, s. 111-120.
- Islam, M. R. (2003). "Transnational Corporation-Bangladesh Relations: A Resource Dependence Perspective", *International Journal of Organization Theory and Behavior*, 6(3), s. 354-373.
- İskenderoğlu, Ö., Saygın, O., & Akdağ, S. (2014). *Kurumsal Yönetim ve Sermaye Yapısı*, Adana, Karahan Kitabevi.
- İzci, N. (2016). "Kurumsal Sürdürülebilirliğin Firma Performansı Üzerine Etkisi: BIST Yıldız Pazarında İmalat Şirketleri Üzerine Bir Araştırma", *Çağ Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Yüksek Lisans Tezi*, Mersin.
- Janosevic, S., Dzenopoljac, V., & Bontis, N. (2013). "Intellectual Capital and Financial Performance in Serbia", *Knowledge and Process Management*, 20(1), s. 1-11.
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure", *Journal of Financial Economics*, 3(4), s. 305-360.
- Joia, L. A. (2008). "The Impact of Government to Government Endeavors on The Intellectual Capital of Public Organizations", *Government Information Quarterly*, Vol: 25, No: 2, s. 256-277.
- Jones, I., & Pollitt, M. (2004). "Understanding How Issues in Corporate Governance Develop: Cadbury Report to Higgs Review", *Corporate Governance: An International Review*, 12(2), s. 162-171.
- Jurczak, J. (2008). "Intellectual Capital Measurement Methods", *Economics and Organization of Enterprise*, 1(1), s. 37-45.

- Kamath, G. B. (2007). "The Intellectual Capital Performance of the Indian Banking Sector", *Journal of Intellectual Capital*, 8(1), s. 96-123.
- Kalmış, H. (2010). "Örgütlerde Hesap Verebilirlik ve Şeffaflığın Aracı Olarak Performans Muhasebesi", Orion Yayınevi, Ankara.
- Kara, H. (2005). Katma Değer Yaratmaya Dayalı Finansal Performans Ölçütü Olarak EVA (Economic Value Added) İMKB Şirketleri Üzerine Bir Uygulama, SPK Yayınları, Ankara.
- Karabıyık, H. (2011). "Türkiye’de Firma Büyüklüğü ve Sahiplik Yapısını Etkileyen Sektöre Özgü Firma Belirleyicilerinin Analizi: İMKB’de Sektörel Karşılaştırma", Atılım Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Yüksek Lisans Tezi, Ankara.
- Karaca, G., & Marşap, A. (2021). "Entelektüel Sermaye ve Yenilikçiliğin İşletme Performansına Etkisi", *Adıyaman Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, Sayı: 39, s. 458-491.
- Karayel, M. (2006). "Türkiye’de İşletmelerde Kurumsal Yönetim Bilincinin Ölçülmesine İlişkin Batı Akdeniz Bölgesinden Bir Araştırma", Süleyman Demirel Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Yüksek Lisans Tezi, Isparta.
- Karşlıoğlu, O. (2014). "Borsa İstanbul Kurumsal Yönetim Endeksinde Yer Alan Firmaların Kurumsal Yönetim Derecelendirme Notunun Marka Değeri Üzerindeki Etkisinin Analizi", TOBB Ekonomi ve Teknoloji Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Ankara.
- Kaplan, R. S., & Norton, D. P. (2001). "Transforming The Balanced Scorecard from Performance Measurement to Strategic Management", *Accounting Horizons*, 15(1), s. 87-104.
- Kaya, G. A. (2021). "Muhasebe Bilgi Sistemi ve Kurumsal Yönetim Arasındaki İlişki: Muhasebe Meslek Mensuplarının Görüşlerine Yönelik Bir Araştırma", *Manisa Celal Bayar Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, 19(1), s. 58-76.
- Kayacan, M. (2006). "Kurumsal Yönetim İlkeleri ve Ulusal Finans Raporlama Standartları Açısından Gelişmeler", Türkiye Muhasebe Standartları Sempozyumu, İzmir SMMO.

- Kayalı, N., & Doğan, İ. (2018). "Kurumsal Yönetim Derecelendirme Notu İle İşletmelerin Finansal Başarıları Arasındaki İlişkinin İncelenmesi", Muhasebe ve Finansman Dergisi, 78, s. 111-124.
- Keasey, K., Thompson, S., & Wright, M. (2005). Corporate Governance: Accountability, Enterprise and International Comparisons, New Jersey: John Wiley & Sons.
- Kerimov, R. (2011). Entelektüel Sermayenin Ölçülmesi, Raporlanması ve İşletme Performansına Etkisi: Örnek Bir Uygulama, Ankara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Yüksek Lisans Tezi, Ankara.
- Kestane, A. (2020). Kurumsal Yönetim Bağlamında Kurumsal Kaynak Planlaması Uygulamalarının Entegrasyonu ve İç Denetim Performansına Etkisi, Doktora Tezi, Dumlupınar Üniversitesi Lisansüstü Eğitim Enstitüsü, Kütahya.
- Kevser, M., & Doğan, M. (2021). "Kurumsal Yönetim Derecelendirme Notu Duyurularının Hisse Senedi Getirisi Üzerindeki Etkisi: Türkiye İçin Olay Çalışması", Yönetim ve Ekonomi Araştırmaları Dergisi, 19(1), s. 166-184.
- Kızıl, C. (2009). "Bankacılık Sektöründe Entelektüel Sermayenin Ölçülmesi, Değerlendirilmesi ve Muhasebeleştirilmesi", Kadir Has Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Doktora Tezi, İstanbul.
- Klapper, L. F., & Love, I. (2004). "Corporate Governance, Investor Protection, and Performance in Emerging Markets", Journal of Corporate Finance, (10), s. 703-728.
- Kock, C. J., & Min, B. S. (2016). "Legal Origins, Corporate Governance, and Environmental Outcomes", Journal of Business Ethics, 138, s. 507-524.
- Koç, Ö. (2021). Kurumsal Yönetim ve Entelektüel Sermayenin Finansal Performansa Etkisi: BIST Kurumsal Yönetim Endeksinde (XKURY) Bir Uygulama, Kafkas Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Doktora Tezi, Kars.
- Koç, Ö. İ. (2015). Kurumsal Yönetim ve Sigortacılık Sektörü, 1. Basım, Yayın No: 1288, Nobel Akademik Yayıncılık, Ankara.
- Koçel, T. (2010). İşletme Yöneticiliği, İstanbul: Beta Basım Yayım Dağıtım A.Ş.
- Koçel, T. (2011). İşletme Yöneticiliği, İstanbul: Beta Basım Yayım Dağıtım A.Ş.
- Korkmaz, T., & Yıkılmaz, A. (2019). "Temsil Maliyetleri ve Yönetim Kurulu Yapısı: BIST Kurumsal Yönetim Endeksindeki İmalat Sanayi Firmaları Üzerine Bir

- Uygulama", *Uluslararası Yönetim İktisat ve İşletme Dergisi*, Cilt 15, Sayı 3, s. 797-813.
- Kuğu, T. D. (2011). "Değere Dayalı Finansal Performans Ölçütlerinin Sermaye Yapısı ile İlişkilendirilmesi ve IMKB’de Bir Uygulama", Celal Bayar Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Yüksek Lisans Tezi, Manisa.
- Kula, V. (2006). *Kurumsal Yönetim Hissedarların Korunması Uygulamaları ve Türkiye Örneği*, İstanbul, Papatya Yayıncılık.
- Kusi-Sarpong, S., Shujaat Mubarik, M., Khan, S. A., Brown, S., & Mubarak, M. (2022). "Intellectual Capital, Blockchain-Driven Supply Chain and Sustainable Production: Role of Supply Chain Mapping", *Technological Forecasting & Social Change*, 175, s. 1-10.
- Lehn, K. (2021). "Corporate Governance And Corporate Agility", *Journal of Corporate Finance*, 66, s. 1-6.
- Levine, R. (2004). "The Corporate Governance of Banks: A Concise Discussion of Concepts And Evidence", World Bank Policy Research Working Paper No: 3404.
- Ludwig, P., Sassen, R. (2022), "Which Internal Corporate Governance Mechanisms Drive Corporate Sustainability?", *Journal of Environmental Management*, 301, s. 1-11.
- Luo, Y. (2005), "Corporate Governance And Accountability in Multinational Enterprises: Concepts and Agenda", *Journal of International Management*, Vol:11, s. 2.
- Maditinos, D., Chatzoudes, D., Tsairidis, C., Georgios, T. (2011), "The Impact Of Intellectual Capital On Firms, Market Value and Financial Performance", *Journal of Intellectual Capital*, 12 (1), s. 132-151.
- Marangu, K., Jagongo, A. (2014), "Price to Book Value Ratio and Financial Statement Variables: An Empirical Study of Companies Outed at Nairobi Securities Exchange, Kenya", *Global Journal of Commerce and Management Perspective*, 3(6), s. 50-56.
- Marr, B., Grey, D., Neely, A. (2003), "Why Do Firms Measure Their Intellectual Capital?", *Journal of Intellectual Capital*, 4(4), s. 441-464.

- Marti, J., Maria, J. (2003), "In Search of an Intellectual Capital General Theory", *Electronic Journal Of Knowledge Management*, 1(2), s. 213-226.
- Martinez, Javier (2000), "Assessing Quality, Outcome and Performance Management", *Workshop on Global Health Workforce Strategy*, Annecy, France, December: 9-12.
- McKnight, P. J., & Weir, C. (2009), "Agency Costs, Corporate Governance Mechanisms And Ownership Structure in Large UK Publicly Quoted Companies: A Panel Data Analysis", *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 49(2), s. 139-158.
- Meiryani, Olivia, Warganegara, D. L., Siagian, P. (2020), "The Effect Of Intellectual Capital On Firm's Financial Performance", *Talent Development & Excellence*, 12(1), s. 1565-1582.
- Millstein, I. (2000), "Corporate Governance: The Role of the Market Forces", *OECD Working Paper*.
- Mitchell, L. E. (2003), "The Sarbanes-Oxley Act and the Reinvention of Corporate Governance?", *Villanova Law Review*, 48(4), s. 1189-1216.
- Mouritsen, J., Larsen, H. T., Bukh, P. N. (2001), "Valuing the Future: Intellectual Capital Supplements at Skandia", *Accounting Auditing and Accountability Journal*, Cilt: 14, Sayı: 4, s. 399-422.
- Muttakin, M. B., Khan, A., Belal, A. R. (2015), "Intellectual Capital Disclosures and Corporate Governance: An Empirical Examination", *Advances in Accounting Incorporating Advances in International Accounting*, 31, s. 219-227.
- Neely, A. (2007), *Business Performance Measurement: Unifying Theory and Integrating Practice*, 2 Edition, Cambridge University Press: New York.
- Ocasio, W., Joseph, J. (2005), "Cultural Adaptation and Institutional Change: The Evaluation of Vocabularies of Corporate Governance, 1972-2003", *Poetics*, s.163-178.
- OECD (2004), *Kurumsal Yönetim Derneği Ekonomik İşbirliği ve Kalkınma Örgütü Kurumsal Yönetim İlkeleri*, <http://www.tkyd.org>.
- OECD'nin G20 Bakanlar ve Merkez Bankası Başkanlarına Raporu (2015), "G20/OECD Kurumsal Yönetim İlkeleri", s. 1-62.
- Okka, O. (2010), *Finansal Yönetim*, 4. Baskı, Ankara: Nobel Yayın Dağıtım.

- Okur, Y. (2007), *Türkiye’de Kamu Denetimi, Değişim Süreci ve Performans Denetimi*, Nobel Yayınları, Ankara.
- Örnek, A. Ş. ve Ayas, S. (2015), "Entelektüel Sermaye İle Yenilikçi İş Davranışının İşletme Performansına Etkisi: Bilişim Sektörü Uygulaması", *İşletme Fakültesi Dergisi*, Cilt. 16, Sayı. 2, s. 91-116.
- Omar A. S. (2016), "The Effect of Corporate Governance and Intellectual Capital on Firm Performance", *Yüzüncü Yıl Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Yüksek Lisans Tezi*, Van.
- Ölçer, F. Şanal, M. (2007), "İşletmelerde Entelektüel Sermaye Yönetimi", *Çukurova Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 16(1), s. 479-500.
- Örnek, A. Ş. ve Ayas, S. (2015), "Entelektüel Sermaye İle Yenilikçi İş Davranışının İşletme Performansına Etkisi: Bilişim Sektörü Uygulaması", *İşletme Fakültesi Dergisi*, Cilt. 16, Sayı. 2, s. 91-116.
- Özer, Y. (2021), "Entelektüel Sermaye Finansal Performans ve Kurumsal Çevre Arasındaki İlişki: İstanbul’da Yer Alan Otel İşletmeleri Üzerine Bir Uygulama", *İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Doktora Tezi*, İstanbul.
- Özsoy, İ. (2006), "Entelektüel Sermayenin Ölçülmesi ve İMKB’de İşlem Gören Tekstil Firmalarına Uygulanması", *İstanbul Teknik Üniversitesi Fen Bilimleri Enstitüsü Yüksek Lisans Tezi*, İstanbul.
- Özsoy, Z. (2011), *Kurumsal Yönetim ve Yönetim Kurulları*, İmge Kitabevi, Ankara.
- Özşahin Koç F. ve Özkan, A. (2016), "Şeffaflık İlkesinin Gereği Olarak Gönüllü Risk Açıklama: İngiltere Örneği", *Muhasebe Bilim Dünyası Dergisi*, 18 (Özel Sayı-1), s. 157-175)
- Öztürk, M. , Demirgüneş, H. (2008), "Kurumsal Yönetim Bakış Açısıyla Entelektüel Sermaye", *Selçuk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, Cilt: 0, Sayı:19, s. 395-411.
- Öztürk, S. (2013), "Küçük ve Orta Büyüklükteki İşletmelerde Kurumsal Yönetim Uygulamaları: Karabük İlinde Bir Araştırma", *Karabük Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yüksek Lisans Tezi*, Karabük.
- Öztürk, S., Ekinci, S. ve Yılmaz, T. (2020), "Kurumsal Yönetim Endeksinde Yer Alan ve Yer Almayan İşletmelerde Finansal Performansın Getiri Üzerindeki Etkisinin İncelenmesi", *Manas Sosyal Araştırmalar Dergisi*, 9(2), s. 1059-1069.

- Özyeşil, M. , Tembelo, H. (2020), "Firmaların Kurumsal Yönetim Uygulamaları İle Finansal Performansı Arasındaki İlişkinin Yatay Kesit Bağımlılığı Altında Panel Veri Yöntemi İle Analizi: Borsa İstanbul Kurumsal Yönetim Endeksinde Yer Alan Firmalar Üzerine Bir İnceleme", *Beykoz Akademi Dergisi*, 8(1), 137-153.
- Paksoy, M. H., Öztürk, C. M. (2006), "Otel İşletmelerinde Entellektüel Sermayenin Oluşumu: GAP Örneği", *Yönetim Bilimleri Dergisi*, 4(2).
- Panda, B. , Leepsa, N. M. (2017), "Agency Theory: Review of Theory and Evidence on Problems and Perspectives", *Indian Journal of Corporate Governance*, 10(1), s. 74-95.
- Parker, C. (2000), "Performance Measurement", *Work Study*, 49(2), s. 63-66.
- Paslı, A. (2005), *Anonim Ortaklarda Kurumsal Yönetim*, İstanbul, Çağa Hukuk Vakfı Yayınları.
- Pekovic, J. , Pavlovic, G. , Zdravkovic S. (2020), "The Influence of Intellectual Capital on Financial Performance of Commercial Banks in the Republic of Serbia", *Економика Scientific Review Article*, Vol.66, No.2, s. 103-111.
- Pena, Inahi (2002) "Intellectual Capital and Business Start-Up Success", *Journal of Intellectual Capital*, Vol:3, No:2.
- Petty, R. , Guthrie, J. (2000), "Intellectual Capital Literature Review: Measurement, Reporting and Management", *Journal of Intellectual Capital*, 1(2), s. 155-176.
- Pfeffer, J., Salancik, R. G. (2003), *The External Control of Organisations: A Resource Dependence Perspective*, Stanford University Pres, Stanford CA.
- Pfeffer, J., Salancik, R.G. (1978), *The external control of organizations: A resource Dependence Perspective*, New York: Harper Row Publisher.
- Poroy Arsoy, A. (2008), "Kurumsal Şeffaflık ve Muhasebe Standartları", *Afyon Kocatepe Üniversitesi İİBF Dergisi*, 10(2).
- Pulic, A. (2000), "VAICTM–An Accounting Tool for IC Management", *International Journal of Technology Management*, 20(5–8), s. 702–714.
- Pulic, A. (2004), "Intellectual Capital- Does It Create or Destroy Value?", *Measuring Business Excellence*, 8(1), s. 62-68.
- Rodov, I., Leliaert, P. (2002), "FİMİAM: Finansal Method of Intangible Assets Measurement", *Journal of Intellectual Capital*, Vol:3, No: 3, s. 323-336.

- Ronaghi, M. H. (2022), "Contextualizing the Impact of Blockchain Technology on the Performance of New Firms: The Role of Corporate Governance as an Intermediate Outcome", *Journal of High Technology Management Research*, 33, s. 1-13.
- Roos, G., Roos, J. (1997), "Measuring Your Company's Intellectual Performance", *International Journal of Strategic Management*, Long Range Planning, 30(3), s. 413-426.
- Ryals, L., Rogers, B. (2007), "Key Account Planning: Benefits, Barriers and Best Practice", *Journal of Strategic Marketing*, 15(2-3), s. 209-222.
- Sadiq, R., Nosheen, S., Akhtar, W. (2020), "The Influence of Governance on Intellectual Capital in Textile Industry", *International Journal of Business and Society*, Vol. 21 No. 1, s. 1-24.
- Saldanlı, A. (2006), "Geleneksel ve Değer Bazlı Finansal Performans Ölçüm Yöntemlerinin İncelenmesi ve Ekonomik Katma Değer Analizi", *İstanbul Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü Yüksek Lisans Tezi*, İstanbul.
- Sarbanes, P., Oxley M. (2002), "Sarbanes Oxley Kanunu", *107th Congress of The United States of America*, Washington DC.
- Sarı, E. S., Güngör, N. (2020), "Kurumsal Yönetim Uygulamalarının Türkiye’de Faaliyet Gösteren Katılım Bankalarının Finansal Performanslarına Etkisi", *Muhasebe Bilim Dünyası Dergisi*, 22(4), 669-694.
- Sarıay, İ., Özulucan, A. (2019), "Türkiye Muhasebe Standartları Açısından Entelektüel Sermayenin Finansal Tablolarda Sunulması", *Mali Çözüm Dergisi*, 29(152), s. 13-61.
- Say, S. (2019), "Kurumsal Yönetimin Firma Performansı Üzerindeki Etkisi: Borsa İstanbul Kurumsal Yönetim Endeksinde Bir Uygulama", *Selçuk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Doktora Tezi*, Konya.
- Seetharaman, A., Sooria, H. B. Z., Saravanan, A. S. (2002), "Intellectual Capital Accounting and Reporting in the Knowledge Economy", *Journal of Intellectual Capital*, Cilt: 3, Sayı: 2, s. 128-148.
- Serenko, A., Nick, B. (2004), "Meta-Review of Knowledge Management and Intellectual Capital Literature: Citation Impact And Research Productivity Rankings", *Knowledge And Process Management*, 11(3), s. 185-198.

- Sevil, G., Temizel, F., Meriç, E. (2017), "Fiyat Kazanç Oranı ve Ortalamaya Dönüş: BIST Holding Uygulaması", *Uluslararası Yönetim İktisat ve İşletme Dergisi*, (17), s. 780-787.
- Shakri, I. H., Yong, J., Xiang, E. (2022), "Does Compliance with Corporate Governance Increase Profitability? Evidence from an Emerging Economy: Pakistan", *Global Finance Journal*, 53, s. 1-20.
- Sharabati, A. A., Naji Jawad, S., Bontis, N. (2010), "Intellectual Capital and Business Performance in the Pharmaceutical Sector of Jordan", *Management Decision*, 48(1), s. 105-131.
- Sheikh, W., Alom, K. (2021), "Corporate Governance, Board Practices and Performance of Shipping Firms in Bangladesh", *The Asian Journal of Shipping and Logistics*, 37, s. 259–267.
- Sipahi, B. (2004), "Entelektüel Sermayenin Finansal Tablolarda Raporlanmasına İlişkin Yaklaşımlar", *MUFAD Muhasebe ve Finansman Dergisi*, Sayı: 24, s. 146-149.
- Sloan, R. G. (2001), "Financial Accounting And Corporate Governance: A Discussion", *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 32, p.2.
- Spitzer, Dean (2007), *Transforming Performance Measurement: Rethinking The Way We Measure And Drive Organizational Success*, Amacom, New York.
- SPK (2003), *Kurumsal Yönetim İlkeleri*, Temmuz.
- SPK (2005), *Kurumsal Yönetim İlkeleri*, Şubat.
- Sprenger, C., Lazareva, O. (2022), "Corporate Governance and Investment-Cash Flow Sensitivity: Evidence from Russian Unlisted Firms", *Journal of Comparative Economics*, 50, s. 71-100.
- Stewart, T. A. (1991), "Brainpower", *Fortune*, Cilt: 123, Sayı: 11.
- Steets, J. (2010), *Accountability in Public Policy Partnerships*, New York: Palgrave Macmillan Publishers.
- Stewart, T. A. (1997), *Entelektüel Sermaye: Kuruluşların Yeni Zenginliği*. (Çev: N. Elhüseyni, Z. Dicleli). İstanbul: Mess Yayınları.
- Sullivan, P. H. (1999), "Profiting from Intellectual Capital", *Journal of Knowledge Management*, 3(2), 132–143.

- Suyadal, M. (2019), "Entelektüel Sermaye, Finansal Performans ve Makroekonomik Faktörler: Dünya Bankaları Üzerine Ampirik Bir Uygulama", *Eskişehir Osmangazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Yüksek Lisans Tezi*, Eskişehir.
- Sürmen, Y. ve Abdioğlu, H. (2020), "Kurumsal Yönetim Anlayışı Kapsamında Türkiye Denetim Standartlarının İncelenmesi", *Muhasebe ve Finans Tarihi Araştırmaları Dergisi*, (18), s. 33–67.
- Swamy, V. (2011), "Corporate Governance and Firm Performance in Unlisted Family Owned Firms", *International Journal of Business Insights & Transformation*, 4(2), s. 37-51.
- Şeker, Y. ve Atasel O. Y. (2021), "Firmaların Çevresel Sürdürülebilirlik Değerleri ve Kurumsal Yönetim Derecelendirme Notu: BIST Kurumsal Yönetim Endeksi'nde Bir Araştırma", *Adıyaman Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, Sayı: 39, 723-761.
- Şenol, Z. ve Ulutaş, A. (2018), "Muhasebe Temelli Performans Ölçümleri ile Piyasa Temelli Performans Ölçümlerinin CRITIC ve ARAS Yöntemleriyle Değerlendirilmesi", *Finans Politik Ekonomik Yorumlar Dergisi*, (641), s. 83-102.
- Şerban, B. E. (2019), "Halka Açık Konaklama İşletmelerinde Kurumsal Yönetim Uygulamaları Ve İşletme Değerine Etkisi: Uluslararası Bir Karşılaştırma", *Mersin Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Doktora Tezi*, Mersin.
- Şimşek, K., Ataman, B. (2020), "Uluslararası İç Denetim Standartları Kapsamında Yürütülen İç Denetim Faaliyetlerinin Kurumsal Yönetim Kalitesi Üzerindeki Rolünün Çoklu Regresyon Analizi İle Değerlendirilmesi", *Marmara Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi*, 42(2), 2587-2672.
- Tatoğlu, F. Y. (2016), *İleri Panel Veri Analizi: Stata Uygulamalı*, İstanbul: Beta, 3. Baskı.
- Teece, D. J. (2009), *Dynamic Capabilities and Strategic Management*, New York, Oxford Press.
- Thraya, M. F., Lichy, J., Louizi, A., Rzem, M. (2019), *High-Tech Acquirers and the Moderating Role of Corporate Governance*, *The Journal of High Technology Management Research*, 30, Article 100354. DOI: 10.1016/j.hitech.2019.100354

- Titissari, K. H. (2018), *Mediation Effect of Value Added Intellectual Capital (VAIC) in Corporate Governance (CG) and Financial Performance Relations*, Journal of Management and Business, 17(2).
- TKYD ve Deloitte (2006), *Kurumsal Yönetim Serisi: Nedir Bu Kurumsal Yönetim?*, İstanbul: TKYD ve Deloitte Ortak Yayını.
- Topal, A., Artantaş, E., Sipahi, E., Gürçay, G. (2016), *Kurumsal Yönetim İlke Analizleri*, İstanbul: Çatı Kitapları.
- Topal, Y. (2008), *Ekonomik Katma Değer (EVA) ve Pazar Katma Değer (MVA) Arasındaki İlişki İMKB İmalat İşletmelerinde Örnek*, Süleyman Demirel Üniversitesi İİBF Dergisi, 13(2), s. 249-261.
- Tore, İ. (2021), *Kurumsal Yönetim Açısından Riskin Erken Saptanması ve Yönetimi Komitesi, Eksiklikleri ve Çözüm Önerileri*, Optimum Ekonomi ve Yönetim Bilimleri Dergisi, 8(1), 145-164.
- Toroslu, V. ve Durmuş, C. (2017), *Finansal Tablolar Analizi, Kavramlar ve Analiz Teknikleri*, Seçkin Yayıncılık, Ankara.
- Troise, C., Matricano, D., Sorrentino, M. ve Candelo, E. (2021), *Investigating Investment Decisions in Equity Crowdfunding: The Role of Projects' Intellectual Capital*, European Management Journal, s. 1-13.
- Tseng, C. Y., Goo, Y. J. (2005), *Intellectual Capital and Corporate Value in an Emerging Economy: Empirical Study of Taiwanese Manufacturers*, R&D Management, 35(2), s. 187-201.
- Turgut, O. (2014), *Entelektüel Sermaye Üzerinde Kalite Yönetim Sistemi Uygulamasının Finansal Etkisi: Borsa İstanbul'a (BİST) Kote Olan Şirketler Üzerinde Bir Uygulama*, Sakarya Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü doktora Tezi.
- Türk Sanayicileri ve İş Adamları Derneği (2002), *Kurumsal Yönetim En İyi Uygulama Kodu: Yönetim Kurulunun Yapısı ve İşleyişi*, İstanbul, Yayın No: TÜSİAD-T/2002-12/336.
- Türkiye Kurumsal Yönetim Derneği (2020), <http://www.tkyd.org/tr/>, Erişim Tarihi: 16.11.2021.

- Türkmen, S. (2020), *Finansal Başarısızlık İle Kurumsal Yönetim Arasındaki İlişkinin İncelenmesi Üzerine Ampirik Bir Araştırma*, Econdor International Academic Journal, 4 (1), s. 117-141.
- Uluslan, H. (2013), *Kapsamlı Kâr (Zarar): Raporlama Yöntemi Tercihleri ve Finansal Performansın Raporlanmasına Etkisi Üzerine Bir Araştırma*, Cumhuriyet Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi, Cilt:14, Sayı:2, s.45-72.
- Uyar, A., Fernandes, V. ve Kuzey, C. (2021), *The Mediating Role of Corporate Governance Between Public Governance and Logistics Performance: International Evidence*, Transport Policy, 109, s. 37-47.
- Uysal, Ş. (2015), *Performans Yönetimi Sisteminin Tanımı, Tarihçesi, Amaç ve Temel Unsurlarına Genel Bir Bakış*, Electronic Journal of Vocational Colleges, 5(2), s.32-39.
- Ülgen, H., Mirze, S. K. (2016), *İşletmelerde Stratejik Yönetim*, İstanbul, Beta Yayınları.
- Vargün, H., Doğan, M. ve Bal, K. (2020), *Kurumsal Yönetim Derecelendirme Notlarının TOPSIS, Gri İlişkisel Analiz ve ÜüMAUT Yöntemleri ile Karşılaştırmalı Analizi*, Journal of the Human and Social Sciences Researches, 9(3), s. 1993-2010.
- Vishwanath, T. ve Kaufmann D., (1999), *Towards Transparency in Finance and Governance*, Policy Research Working Paper, World Bank, Washington.
- Von Krogh, G., Nonaka, I. ve Rechsteiner, L. (2012), *Leadership In Organizational Knowledge Creation: A Review and Framework*, Journal of Management Studies, Cilt 49, Sayı 1, ss.240-277.
- Wang, X., Sadiq, R., Khan, T. ve Wang, R. (2021), *Industry 4.0 and Intellectual Capital in the Age of Fintech*, Technological Forecasting & Social Change, 166, 1-22.
- Wang, Z., Sharma, P. N., Cao, J. (2016), *From knowledge sharing to firm performance: A predictive model comparison*, Journal of Business Research, 69(10), s. 4650-4658.
- Xie, S., Lin, B. ve Li, J. (2022), *Political Control, Corporate Governance and Firm Value: The Case of China*, Journal of Corporate Finance, 72, s. 1-15.

- Yazıcı, S. ve Yanık, S. (2010), *Sigorta Sektöründe Kurumsal Yönetim ve Kurumsal Yönetim Komitesi'nin Rolü*, İstanbul Üniversitesi İktisat Fakültesi Mecmuası, 60 (2), s. 1-22.
- Yazgan, K. F. (2017), *Kurumsal Yönetim Derecelendirmesinin Hisse Senedi Performansına Etkisi: BİST Kurumsal Yönetim Endeksi Üzerine Bir İnceleme*, Balıkesir Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Yüksek Lisans Tezi, Balıkesir.
- Yereli, A. N. ve Gerşil, G. (2005), *Entellektüel Sermayeyi Ölçme ve Raporlama Yöntemleri*, Yönetim ve Ekonomi Dergisi, 12 (2), s. 17-29.
- Yıkılmaz Erkol, A. (2020), *Yönetim Kurulu Yapısı Ve İhtiyatlılık: Bist Kurumsal Yönetim Endeksi İmalat Sanayi Firmaları Üzerine Bir Araştırma*, International Journal of Economic and Administrative Studies, (27), s. 15-34.
- Yıkılmaz Erkol, A. ve Korkmaz, T. (2019), *Temsil Maliyetleri ve Yönetim Kurulu Yapısı: BIST Kurumsal Yönetim Endeksindeki İmalat Sanayi Firmaları Üzerine Bir Uygulama*, Uluslararası Yönetim İktisat ve İşletme Dergisi, Cilt 15, Sayı 3, s. 797-813.
- Yıldırım, M. (2007), *Türkiye'de Kurumsal Yönetim ve Şirketlerin Finansal Performansları Üzerine Etkileri*, Dokuz Eylül Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Doktora Tezi, İzmir.
- Youndt, M. A., Subramaniam, M. ve Snell, S. A. (2004), *Intellectual Capital Profiles: An Examination of Investments and Returns*, Journal of Management Studies, Cilt 41, Sayı 2, s. 335-361.
- Yusoff, W.F., Alhaji, I.A. (2012), *Insight of corporate governance theories*, Journal of Business Management, s. 52-63.
- Yüreğir, O. H. ve Nakıboğlu, G. (2007), *Performans Ölçümü ve Ölçüm Sistemleri: Genel Bir Bakış*, Çukurova Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi, Cilt 16, Sayı 2, s. 545-562.
- Zerenler, M. (2005), *Performans Ölçüm Sistemleri Tasarımı ve Üretim Sistemlerinin Performansının Ölçümüne Yönelik Bir Araştırma*, Ekonomik ve Sosyal Araştırmalar Dergisi, 1(36), s. 1-36.
- Zor, İ., Cengiz, S. (2013), *Entelektüel Sermaye ile Firma Değeri Arasındaki İlişki: Borsa İstanbul'da Bir Araştırma*, Karatekin Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi, 3(1), 37-56.

Zou, J. (2019), *On the Role of Internal Audit in Corporate Governance*, American Journal of Industrial and Business Management, 9, s. 63-71.
<http://www.scirp.org/journal/ajibm>

