



**T.C.  
RECEP TAYYİP ERDOĞAN ÜNİVERSİTESİ  
LİSANSÜSTÜ ENSTİTÜSÜ  
İŞLETME ANABİLİM DALI**

**YÖNETİCİ DEĞİŞİKLİĞİNİN FİRMA FİNANSAL  
PERFORMANSINA ETKİSİ: BIST FİRMALARI  
ÜZERİNE BİR ÇALIŞMA**

**(Yüksek Lisans Tezi)**

**Ali AÇIKTEPE**

**Prof. Dr. Osman KARAMUSTAFA  
Danışman**

**RİZE  
2021**

## KABUL VE ONAY

Recep Tayyip Erdoğan Üniversitesi, Lisansüstü Enstitüsü, İşletme Ana Bilim Dalında, Ali AÇIKTEPE tarafından hazırlanan “*Yönetici Değişikliğinin Firma Finansal Performansına Etkisi: Bist Firmaları Üzerine Bir Çalışma*” başlıklı bu çalışma, 12.07.2021 tarihinde yapılan savunma sınavı sonucunda oy birliği/oy çokluğuyla başarılı bulunarak jürimiz tarafından Yüksek Lisans Tezi olarak kabul edilmiştir.

Başkan: Prof. Dr. Osman KARAMUSTAFA	Kabul/Red
Üye: Doç. Dr. Musa GÜN	Kabul/Red
Üye: Doç. Dr. Murat BERBEROĞLU	Kabul/Red

—/—/—

Doç. Dr. Ahmet Yanık  
Enstitü Müdürü

## ETİK BEYAN

İşletme Tezli Yüksek Lisans Programından mezun olmak üzere teslim ettiğim " *Yönetici Değişikliğinin Firma Finansal Performansına Etkisi: Bist Firmaları Üzerine Bir Çalışma* " konulu tezimi, bilim ve araştırma etiği prensiplerine riayet edilerek tarafımdan yazılmıştır.

Eserimde, başka kaynaklardan aktarılan bütün bilgi ve alıntılar, Enstitünüz Tez Yazım Kılavuzuna uygun olarak açıkça gösterilmiştir. Kaynağı gösterilenler dışında kalan bütün bilgiler uygun araştırma yöntemi kullanılarak tarafımdan edinilmiş ve esere bu şekilde yansıtılmıştır. Şahsıma ait olmayan hiçbir bilgi, kasıt veya kusurlar, şahsıma aitmiş gibi gösterilmemiştir. İnternet kaynakları dahil, sahibine / kaynağına atıf yapılmaksızın hiçbir bilgi kullanılmamıştır.

Aksinin ortaya çıkması halinde doğacak bütün hukuki, idari, akademik ve etik sorumluluk tarafıma ait olacaktır. Eserin tesliminden sonra herhangi bir zamanda, bilim etiğine aykırılık tespit edilmesi ve / veya eserimle ilgili intihal veya intihal şeklinde anlaşılacak bir durumun ortaya çıkması halinde; Üniversiteniz ve eğitim kadronuzun hiçbir şekilde sorumlu tutulmayacağımı hür irademle kabul, beyan ve taahhüt ederim. .... /...../2021

Ali AÇIKTEPE

## ÖN SÖZ

Yönetici, firmanın faaliyetlerini gerçekleştirme ve finansal konuları hakkında karar almasında ve uygulanmasında rol olmaktadır. Firmalar bazı gerekçelerden dolayı yönetici değişikliğine gidebilmektedir. Bu tezin konusu, firmaların yönetici değişikliği sonrası firma finansal performansının ne yönde etkilendiğini analiz etmektir.

Yüksek lisans eğitim süresince ve tez yazma süreci boyunca bana birçok konuda yön gösteren ve desteğini esirgemeyen değerli danışman hocam Prof. Dr. Osman KARAMUSTAFA'ya teşekkür ederim. Ayrıca araştırmamda bana yardımcı olan Arş. Gör. Dr. Ahmet AKBAŞ hocama da teşekkür ederim.

Yüksek lisans eğitimi süresince desteklerini benden esirgemeyen sevgili annem Gönül AÇIKTEPE'ye ve aileme teşekkürlerimi sunarım.

Ali AÇIKTEPE

RİZE / 2021

## İÇİNDEKİLER

KABUL VE ONAY .....	2
ETİK BEYAN.....	3
ÖN SÖZ .....	4
İÇİNDEKİLER .....	5
ÖZET .....	8
ABSTRACT.....	9
KISALTMALAR.....	10
TABLolar LİSTESİ.....	11
ŞEKİLLER LİSTESİ .....	12
GİRİŞ .....	13

## BİRİNCİ BÖLÜM

### KURUMSAL YÖNETİM VE YÖNETİCİLER

1.1. KURUMSAL YÖNETİM.....	16
1.1.1. Kurumsal Yönetim Kavramı.....	17
1.1.2. Kurumsal Yönetimin Amaçları.....	18
1.1.3. Kurumsal Yönetimin Ana Unsurları.....	19
1.1.4. Kurumsal Yönetim Yapısı ve Yöneticiler.....	20
1.2. YÖNETİCİ KAVRAMI.....	21
1.3. YÖNETSEL DÜZEYLER.....	21
1.3.1. Üst Düzey Yöneticiler.....	22
1.3.2. Orta Düzey Yöneticiler .....	23
1.3.3. Alt Düzey Yöneticiler .....	24

## İKİNCİ BÖLÜM

### FİRMALARDA FİNANSAL PERFORMANS VE GÖSTERGELERİ

2.1. FİRMALARDA PERFORMANS KAVRAMI .....	25
--	----

2.2. FİNANSAL PERFORMANS ANALİZİ .....	26
2.3. FİNANSAL TABLO ANALİZİ VE TÜRLERİ .....	28
2.3.1. İç ve Dış Analiz.....	29
2.3.2. Statik ve Dinamik Analiz.....	29
2.3.3. Yönetim Analizi, Kredi Analizi ve Yatırım Analizi .....	30
2.4. FİNANSAL ANALİZ TEKNİKLERİ .....	31
2.4.1. Karşılaştırmalı Tablolar Analizi.....	32
2.4.2. Dikey Yüzdeler Analizi .....	33
2.4.3. Trend Analizi .....	35
2.4.4. Oran (Rasyo) Analizi .....	36
2.4.4.1. Likidite Oranları.....	38
2.4.4.1.1. Cari Oran.....	39
2.4.4.1.2. Asit Test (Likidite) Oranı.....	40
2.4.4.1.3. Nakit Oran.....	40
2.4.4.2. Faaliyet Etkinliği Oranları .....	41
2.4.4.2.1. Aktif (Toplam Varlık) Devir Hızı.....	41
2.4.4.2.2. Çalışma Sermayesi Devir Hızı.....	42
2.4.4.2.3. Maddi Duran Varlık Devir Hızı.....	42
2.4.4.2.4. Stok Devir Hızı ve Stok Yenileme Süresi.....	42
2.4.4.2.5. Ticari Alacak Devir Hızı ve Alacakları Tahsil Etme Süresi .....	43
2.4.4.2.6. Ticari Borç Devir Hızı ve Ortalama Ticari Borç Ödeme Süresi .....	44
2.4.4.2.7. Özkaynak Devir Hızı .....	45
2.4.4.3. Finansal (Mali) Yapı Oranları.....	46
2.4.4.3.1. Finansal Kaldıraç Oranı .....	47
2.4.4.3.2. Sermaye Çarpan Oranı .....	47
2.4.4.3.3. Özsermaye Oranı.....	48
2.4.4.3.4. Kısa Vadeli Yükümlülüklerin Toplam Kaynaklara Oranı .....	48
2.4.4.3.5. Uzun Vadeli Yükümlülüklerin Toplam Kaynaklara Oranı .....	49
2.4.4.3.6. Maddi Duran Varlıkların Özsermaye Oranı.....	49
2.4.4.4. Karlılık Oranları.....	50
2.4.4.4.1. Net Kar Marjı.....	51

2.4.4.4.2. Brüt Kar Marjı.....	51
2.4.4.4.3. Faaliyet Kar Marjı.....	51
2.4.4.4.4. Aktif Karlılık Oranı.....	52
2.4.4.4.5. Özsermaye Karlılık Oranı .....	52
2.4.4.5. Piyasa Oranları.....	53
2.4.4.5.1. Hisse Başına Kar.....	53
2.4.4.5.2. Fiyat Kazanç Oranı .....	53
2.4.4.5.3. Piyasa Değeri / Defter Değeri Oranı .....	54
2.4.4.5.4. Tobin Q Oranı .....	54

## ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

### YÖNETİCİ DEĞİŞİMLERİNİN FİRMA FİNANSAL PERFORMANSINA ETKİSİ: BİST ÜZERİNE BİR UYGULAMA

3.1. ARAŞTIRMA LİTERATÜRÜ .....	56
3.2. ARAŞTIRMANIN AMACI VE ÖNEMİ .....	59
3.3. ARAŞTIRMANIN METODOLOJİSİ .....	60
3.4. ARAŞTIRMA BULGULARI.....	62
SONUÇ.....	68
KAYNAKLAR .....	70
EKLER.....	75
Ek-1 CEO Değişikliği Yapan Firmalar ve Değişiklik Yaptığı Yıllar ....	75
Ek-1 (Devam) CEO Değişikliği Yapan Firmalar ve Değişiklik Yaptığı Yıllar .....	76
Ek-2 CFO Değişikliği Yapan Firmalar ve Değişiklik Yaptığı Yıllar ....	77

**Recep Tayyip Erdoğan Üniversitesi Lisansüstü Enstitüsü**

**Anabilim Dalı:** İşletme

**Tez Türü:** Yüksek Lisans

**Danışman:** Prof. Dr. Osman KARAMUSTAFA

**Hazırlayan:** Ali AÇIKTEPE

**Yıl:** 2021

**Sayfa Sayısı:** 77

## ÖZET

### YÖNETİCİ DEĞİŞİKLİĞİNİN FİRMA FİNANSAL PERFORMANSINA ETKİSİ: BIST FİRMALARI ÜZERİNE BİR ÇALIŞMA

Bu çalışmanın amacı, işletmeler açısından önemli olan Chief Executive Officer (CEO) ve Chief Financial Officer (CFO) değişikliğinin firma finansal performansına etkisinin olup olmadığını araştırmaktır. Borsa İstanbul'da işlem gören 73 firmanın CEO veya CFO değişiminden sonra gelen yeni yöneticinin firma finansal performansı üzerine etkisi incelenmiştir. CEO veya CFO değişikliğinden önceki üç dönem ve değişiklikten sonraki üç dönem arasında firma finansal performansında anlamlı farklılık olup olmadığı, eşleştirilmiş (paired) t testi ile analiz edilmiştir. Finansal performansın ölçümünde aktif kârlılığı, özsermaye kârlılığı, faaliyet kâr marjı, net kâr marjı, satışlarda büyüme ve alacak tahsil süresi finansal göstergelerinden yararlanılmıştır. Bu kapsamda CEO üzerine yapılan analiz sonucunda değişim sonrası gelen CEO'nun önceki CEO'ya göre satışlardaki büyümede ve özsermaye kârlılığında olumlu bir etki ettiği sonucuna ulaşılmıştır. CFO üzerine yapılan analizde ise değişimden sonra gelen yeni CFO'nun firmanın faaliyet kâr marjı üzerine olumlu bir etki ettiği gözlemlenmiştir.

**Anahtar Kelimeler:** Finansal Performans, Yönetici Değişikliği, Borsa İstanbul, CEO, CFO

**Recep Tayyip Erdogan University Institute of Graduate**

**Department:** Bussiness Administration

**Thesis Type:** Master Thesis

**Master Thesis Supervisor:** Prof. Dr. Osman KARAMUSTAFA

**Author:** Ali AÇIKTEPE

**Year:** 2021

**Pages:** 77

## **ABSTRACT**

### **THE IMPACT OF MANAGERS CHANGE ON THE COMPANY FINANCIAL PERFORMANCE: A STUDY ON BIST FIRMS**

This study investigates the effect of Chief Executive Officer (CEO) and Chief Financial Officer (CFO) change, which is important for businesses, on firm financial performance. In this research, the effect of the new manager who came after the CEO or CFO change of 73 companies traded in BIST on the financial performance of the company was examined. Paired t test is used to analyze whether there is a significant difference in firm financial performance between the three periods before the CEO or CFO change and the three periods after the change. In the measurement of financial performance, ROA, ROE, operating margin, net profit margin, growth in sales and receivables collection period financial indicators were used. In this context, as a result of the analysis made on the CEO, it was determined that the CEO who came after the change had a positive effect on the growth in sales and return on equity compared to the previous CEO. In the analysis made on the CFO, it was observed that the new CFO, who came after the change, had a positive effect on the company's operating profit margin.

**Keywords:** Financial Performance, Manager Change, Borsa Istanbul, CEO, CFO

## KISALTMALAR

ABD	:	Amerika Birleşik Devletleri
BIST	:	Borsa İstanbul
CEO	:	Chief Executive Officer (Genel Müdür)
CFO	:	Chief Financial Officer (Finans Departmanı Başkanı)
CMO	:	Chief Marketing Officer (Pazarlama Departmanı Başkanı)
HFHAÇ	:	Hisse Fiyatlarının Çıkarılmış Hisse Adedine Çarpımı
İMKB	:	İstanbul Menkul Kıymet Borsası
KAP	:	Kamu Aydınlatma Platformu
KVB	:	Kısa Vadeli Borçlar
NÇS	:	Net Çalışma Sermayesi
ÖDD	:	Özsermaye Defter Değeri
ÖND	:	Özsermaye Net Değeri
ROA	:	Return on Assets (Aktif Karlılığı)
ROE	:	Return on Equity (Özsermaye Karlılığı)
SOX	:	Sarbanes Oxley
TA	:	Toplam Aktifler
THLD	:	Tercihli Hisselerin Likidite Değeri
UVB	:	Uzun Vadeli Borçlar

## TABLÖLAR LİSTESİ

Tablo 1. Finansal Performans Ölçütleri ve Açıklamaları .....	61
Tablo 2. CEO Değişikliğinin Firma Finansal Performansına Etkisi Analizinin Tanımlayıcı İstatistikleri .....	63
Tablo 3. CEO Değişikliğinin Firma Finansal Performansına Etkisi Eşleştirilmiş T- Testi Anlamlılık Verileri .....	64
Tablo 4. CFO Değişikliğinin Firma Finansal Performansına Etkisi Analizinin Tanımlayıcı İstatistikleri .....	66
Tablo 5. CFO Değişikliğinin Firma Finansal Performansına Etkisi Eşleştirilmiş T- Testi Anlamlılık Verileri .....	67

## ŞEKİLLER LİSTESİ

Şekil 1. Kurumsal Yönetim Ana Unsurları.....	19
Şekil 2. Yönetmel Düzeyler.....	22
Şekil 3. Performans Değerlendirme Yöntemleri.....	26
Şekil 4. Oran Analizi Altındaki Oranlar .....	37



## GİRİŞ

Yönetici, bir firmanın belirli bir kısmından veya tamamından sorumlu olan kişidir. Bu kişiler firma faaliyetlerini gerçekleştirebilmek için yönetici kadrolarına bölünmektedir. Aynı zamanda yöneticiler işletmede bir departmanda ve o departmanda çalışan elemanlardan sorumludurlar.

Firmalar genelde alt düzey yöneticiler, orta düzey yöneticiler ve üst düzey yönetim kademeleri şeklinde bir hiyerarşiye sahiptir. Yönetim kademesinde firma için önemli ve kritik kararları üst düzey yöneticiler almaktadır. Bundan dolayı üst düzey yönetici olan Chief Executive Officer (CEO) ve Chief Financial Officer (CFO) firma finansal performansına etkisi önemli olacağından bu araştırma çerçevesinde iki üst düzey yönetici ele alınmıştır.

CEO firmanın en tepe noktasında aktif olarak bulunan yöneticidir. CEO kelimesi büyük firmaların artmasıyla birlikte önem kazanan bir unvandır. CEO firmaların yakın çevresi ve uzak çevresi ile ilişkilerinin tüm sorumluluklarını üstlenen yönetim kurulu nezdinde seçilen en yetkili yönetici konumunda bulunan kişiyi ifade eder. Aynı zamanda belirlenen vizyon ve misyon çerçevesinde firmanın stratejisini belirleyen, firmanın yapısını şekillendiren, birleşme veya tasfiye sürecine karar veren ve bütün bunları yaparken firma yönetim kuruluna karşı sorumlu olan yöneticidir (Koçel, 2014: 228). CEO firmanın tüm sorumluluklarını üstlenirken CFO ise firmanın finansal olarak stratejik kararlarını üstlenmektedir.

CFO, bir firmanın finansal işlerini yürütmekte sorumlu olan üst düzey yöneticidir. Firmanın sermaye bütçelemesini, nakit akışını ve finansal planlamayı takip etmek ve aynı zamanda finansal olarak güçlü ve zayıf yönlerini belirleyip gerekli planlamaları oluşturan kişidir. Muhasebe bilgilerini ve mali tabloları denetleme sorumluluğu da bulunan CFO'lar yatırımcılar açısından önemli pozisyonadlardır. 25 Temmuz 2002 tarihinde Sox Yasası'nın uygulanmasıyla birlikte CFO'ların önemi daha da artmıştır. Bu yasayla birlikte CFO'ların firmaların mali tablolarının doğru bilgi içerdiğini kontrol ederek onay vermesi gerekmektedir.

CFO'ların son zamanlarda en büyük zorlukları teknoloji ve süreçleri iyileştirerek daha verimli hale getirmek, etkili bir şekilde küresel çapta faaliyetleri yönetmek, güncelliği korumak ve finansal konsolidasyonu verimli bir şekilde idare etmektir (Arnautovic, 2014: 9). CFO'lar finansal analizlerin hayata geçmesinin yanında firmaların kurumsal stratejik planlamalarında, stratejik hedefleri firmanın paydaşlarına iletmede, stratejik planları firma bütçelerine dahil etmede ve stratejik performans yönetiminde önemli oyuncularlardır (Han vd., 2015).

Firma performansı firmaların değerinin belirlenmesi üzerinde etkili olan bir konudur. Bu yüzden firma performansı üst düzey yöneticilerin üzerinde önemli bir etkiye sahiptir. Firma performansının kötüye gitmesi yöneticinin değişimine etki eder. Nitekim Denis ve Denis (1995) tarafından yapılan bir çalışmada yönetici değişiminin temel nedeninin önemli ölçüde düşük performans sonucu gerçekleştiğini ortaya koymuştur.

Firma yönetimindeki değişimler birçok nedene bağlı olarak gerçekleşmektedirler. CFO ve CEO değişimi, ölüm, sağlık sorunları, emekliliğin gelmesi, istifa edilmesi veya kötü performans sonucu iş akdinin sona erdirilmesi gibi nedenler ile gerçekleşmektedir.

Genellikle firmalardaki üst düzey yöneticilerin kötü performans vermesi sonrası yönetici değişimine gittiği söylenebilir. Kötü performans sergileyen yönetici firmada tutulmak istenmez. Bu tür bir yönetici değişimi istemsiz değişim olarak belirtilir. (Mian, 2001).

Bu çalışma, firmaların üst düzey yönetici değişiminin finansal performansını ne yönde etkilendiği üzerine odaklanmıştır. Çalışmada finansal performans göstergesi olarak aktif kârlılığı, özsermaye kârlılığı, net kâr marjı, faaliyet kâr marjı, satışlardaki büyüme ve alacak tahsil süresi gibi finansal göstergeler kullanılmıştır.

CEO değişikliğinin firma performansı üzerindeki etkisi literatürde sık çalışma konusu olmuştur. Fakat CFO değişikliğinin firma performansı üzerindeki etkisi daha az araştırılan konudur. Ancak son zamanlarda CFO'lar yalnızca finansal konuları denetlemek yerine artık firmalar için genel stratejiyi geliştirme ve oluşturmada aktif olarak yer almaktadırlar (Girigori, 2013). Frank ve Goyal (2007) çalışmasında CFO'nun kurumsal performansı belirleme konusunda CEO'dan daha

önemli olduğunu belirlemiştir. Literatürdeki bu tür gelişmeler CFO'nun firmalar için ne kadar önemli olduğunu ortaya koymaktadır.

Bu çalışmada literatürde kapsamlı bir şekilde ele alınmayan CFO değişiminin firmanın finansal performansı üzerine etkisini de ele alarak, CEO ve CFO değişikliklerinin firma finansal performansını ne yönde etkilediği araştırılmıştır. Borsa İstanbul örnekleminde yapılan çalışmada firmaların CEO ve CFO değişiminden önceki üç yıl ile sonraki üç yıl, eşleştirilmiş t testi ile analiz edilerek aralarında anlamlı bir farklılık olup olmadığı ortaya konmak istenmiştir.

Yapılan bu araştırmaya benzer bir araştırma, ülkemizde Doğan vd. (2016) tarafından yapılmıştır. Fakat çalışmalarında sadece CEO değişikliği ele alınmıştır. Aynı zamanda CEO'nun değişimine etki eden faktörler ile finansal performans üzerine etkisi olarak iki konuyu ele almışlardır. Genel olarak yapılan çalışmalara araştırmanın son bölümündeki literatür kısmında değinilecektir.

Borsa İstanbul firmaları ele alınarak yapılan bu çalışma üç bölümden oluşmaktadır. Borsa İstanbul'da işlem gören firmaların uyguladığı kurumsal yönetim yapısı ve yönetici türleri birinci bölümde ele alınmıştır. İkinci bölümde firmalarda performans kavramı ile finansal performans ölçümleri üzerinde durulmuştur. Üçüncü bölüm olan araştırma kısmında ise araştırmanın literatürü, amacı, önemi, metodolojisi ve bulguları aktarılmıştır.

## **BİRİNCİ BÖLÜM**

### **KURUMSAL YÖNETİM VE YÖNETİCİLER**

#### **1.1. KURUMSAL YÖNETİM**

Finansal krizler ve değişen küresel ekonomi, firmaları fon kaynakları bulabilmesi için yeni yöntemlere başvurmak zorunda bırakmıştır. Bu durum birçok firmanın ortaklık yapısını değiştirerek, halka açık firma yapısını tercih etmeye itmiştir. Birçok paydaşa sahip olan halka açık şirket modelinin şirketler tarafından tercih edilmesi, firmaların paydaşlarına karşı daha duyarlı hale gelmesini zorunlu kılmıştır. Halka açık şirketler paydaşlarına karşı doğrudan veya dolaylı olan sorumlulukları ve yükümlülüklerini doğru bir şekilde uygulayabilmesi için kurumsal yönetim anlayışı ortaya çıkmıştır.

Paydaşlar tarafından firmaların sürdürülebilirliği ve güvenilirliğinin önem kazandığı zamanlarda kurumsal yönetimin öneminden söz edilebilir. 1990'lı yıllarda yaşanan finansal krizler ve önemli firma skandalları kurumsal yönetimi ortaya çıkartan en büyük nedenlerdir. Bundan dolayıdır ki, kurumsal yönetim kendiliğinden zaman içerisinde oluşan bir sistem olmaktan ziyade, gündeme gelen şirket skandalları ve finansal krizlere bir çözüm olarak ortaya çıkmıştır (Aktan, 2013).

Yaşanan uluslararası skandalların arkasında bulunan nedenlerden olan özel ve kamu kuruluşlarının yönetim politikalarının yeterli olmadığı anlayışı, kurumsal yönetim kavramının önemini daha da arttırmıştır. İşletmeler çeşitli skandalların ve yönetici hilelerinin önüne geçebilmeleri için kurumsal yönetimin gerçekleşmesi sonucu olabileceğinin farkına varmışlardır (Mesci vd., 2016).

Standart bir uygulama biçimi olmayan kurumsal yönetim, toplumlara göre farklılıklar gösterebilmektedir. Bu farklılıklar ülkelerde yaşanan toplumsal değişim ve ekonomik değişime bağlı olarak ortaya çıkan değerlere göre şekillenebilmektedir (Dinç ve Abdioğlu, 2009). Kurumsal yönetim ülke ekonomisi bakımından; ülke imajının artması, sermaye piyasalarındaki rekabetin artması, sermayenin yurttan

kalması, yabancı sermayedarların ülkede yatırım yapması, krizlerin fazla etki oluşturmaması, kaynakların etkin kullanımı, refah seviyesinin yükselmesi ve sürdürülebilmesi anlamına gelmektedir (Sermaye Piyasası Kurumu [SPK], 2003: Seri:4 No:41 Tebliğ).

Kurumsal yönetim yapısı ülke açısından bu kadar önemliyken firma açısından bakıldığında; firmanın faaliyetlerinin ve performansının olumlu yönde ilerlemesi anlamına gelmektedir. Bir firmanın performansının artması demek, yatırımcıların o firmaya ilgi göstermesi ve firmanın yatırımcılara hisse arz etmesi firmanın piyasa değerinin artması demektir. Aynı zamanda iyi bir kurumsal yönetim firmanın belirlediği hedeflerine ulaşmasında yardımcı olmakta işletmenin rekabet gücüne katkı sağlamaktadır (Kula, 2006: 49).

### **1.1.1. Kurumsal Yönetim Kavramı**

Halka açık şirketlerin çoğalmasıyla literatürde geniş yer bulan “Corporate Governance” kavramı dilimize “Kurumsal Yönetim” olarak çevrilmiştir (Yazıcı ve Yanık, 2010). Ülkemizde genellikle “Kurumsal Yönetim” olarak kullanılan kavram “İyi Yönetim” veya “Kurumsal Yönetişim” kavramlarıyla aynı anlama gelmektedir (Kavut, 2010).

“Corporate Governance: Improving Competitiveness and Access to Capital in Global Markets” kurumsal yönetim hakkında yazılan ilk kitaplardandır. Bu kitap kurumsal yönetimi, firma yönetiminde “kar etme” ve “hisse sahiplerine dağıtma” amacıyla geleneksel sistemlerin yanında, yöneticilerin, pay sahiplerinin ve diğer paydaşların (fon sağlayanlar, çalışanlar, müşteriler ve devlet gibi) haklarının da dikkate alındığı bir yönetim yapısı olarak ele almaktadır (Millstein vd., 1998).

Kurumsal yönetim firmanın hesap verilebilirlik, şeffaflık, sorumluluk ve paydaşlarına karşı duyarlı olması anlayışı çerçevesinde şekillenen bir yönetim yapısıdır. İşletmenin kar elde etmesi ve etkinlik amaçlarına ulaşmasında, firmayla ilgili olan bütün çıkar toplulukların yararının korunmasına, bütün paydaşlara eşit şekilde davranılması ve paydaşların dışında firmayla ilgili diğer tüm ilgili kişilerinde haklarının korunması önemlidir (Ersoy vd., 2011: 72).

Kısaca kurumsal yönetim, firma yönetimi ile paydaşlar arasındaki ilişkiyi sağlayan ilkeler bütünüdür. Yani kurumsal yönetim, paydaşların şirketin faaliyetleri

hakkında doğrudan veya dolaylı ilgili olan bütün bilgiler hakkında güvenilir bilgi sahibi olmasını ve paydaşların haklarının korunmasını sağlayan bir yapıdır (Aktan, 2013: 152).

### **1.1.2. Kurumsal Yönetimin Amaçları**

Kurumsal yönetimi benimsemiş firmaların, paydaşlarına karşı bazı sorumlulukları vardır. Bu sorumlulukların asıl amacı firmalar ile paydaşlar arasındaki iletişimi güvenilir ve şeffaf bir duruma getirmektir. Bundan dolayı kurumsal yönetim, paydaşların istediği bilgiye ulaşabilmesinde rahat bir ortam sağlamaktadır. Aynı zamanda yatırımcıların, yapacakları yatırımları doğru bir şekilde yapmalarına olanak sağlamaktadır. Kurumsal yönetimin doğru bir şekilde uygulanamaması firmaya yapılacak yatırımları doğrudan etkileyecektir.

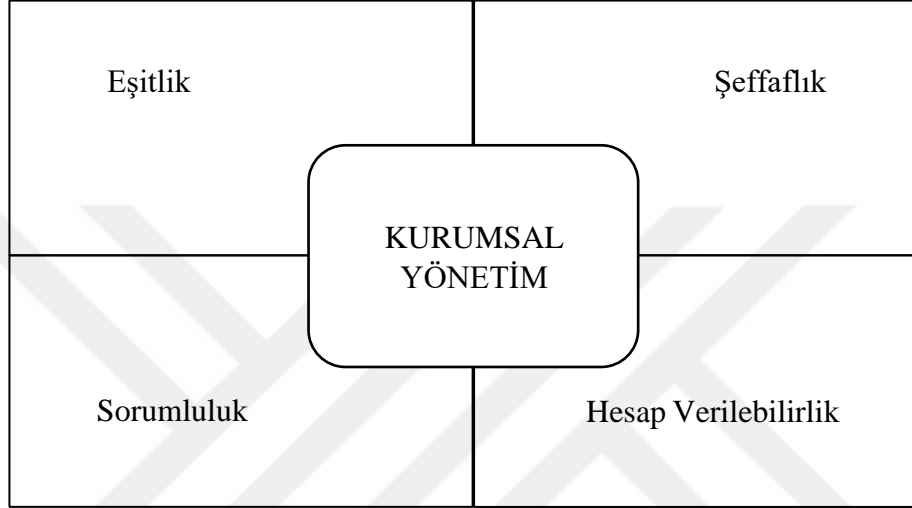
Kurumsal yönetimin birden fazla amacı vardır. Kurumsal yönetim yapısının uygulanmasının amaçlarına aşağıda maddeler halinde yer verilmiştir (Aktan, 2013: 160):

- Firmada üst yönetimde bulunan kişilerin mevcut yetkilerini istedikleri gibi kullanılmasının engellenmesi,
- Firmaya yatırım yapan veya yapacak kişilerin haklarının korunması,
- Firmadaki pay sahiplerinin adaletli ve eşit bir şekilde muamele görmesi,
- Yönetim kurulunun sorumluluklarının net bir şekilde belirlenmesi,
- Firma ile doğrudan ilişki içerisinde bulunan çıkar sahiplerinin haklarının güvence altına alınarak korunması, yani azınlık haklara sahip olan kişilerin haklarının korunması,
- Firmanın finansal durumu ve faaliyetleri ile ilgili kamuoyunun bilgilendirilmesi ve şeffaflığının sağlanması,
- Firma üst yönetiminin kararları ve faaliyetleri sonucunda pay sahipleri ve diğer paydaşlara hesap verme sorumluluğunu yerine getirmesi,
- Firma kazancından hissedarlara ve daha genel olarak tüm ilgili paydaşlara hakları oranınca geri dönüş sağlanması gibi amaçları vardır.

Bu maddeler, firma ile ilgili bütün menfaat sahiplerinin haklarının korunması ve güvence altına alınması gibi temel bir amacı oluşturmaktadır.

### 1.1.3. Kurumsal Yönetimin Ana Unsurları

İyi bir yönetim yapısı olan kurumsal yönetimin ana unsurları eşitlik, şeffaflık, hesap verebilirlik ve sorumluluk olarak kabul edilmektedir. Bu kavramların her biri firmalardaki kurumsal yönetim yapısının oluşmasında ana rol oynamaktadır. Bu yapının oluşmasında önem teşkil eden ilkeler Şekil 1’de açıklanmıştır.



**Şekil 1. Kurumsal Yönetim Ana Unsurları (Mesci vd, 2016)**

Kurumsal yönetimin ana unsurlarından olan eşitlik unsuruna göre firma tüm ortaklarına eşit davranmalıdır. Buna göre hissedarların inceleme ve firmadaki bilgilere ulaşma, kâr payı edinme hakkı, genel kurula girme ve oy kullanma hakkına ve azınlık sahiplerinin haklarına ayrıntılı bir şekilde yer verilmektedir (Mesci vd., 2016). Bundan ayrı olarak hissedarlara ilişkin kayıtların doğru tutulması ve hissedarların sahip oldukları hisselerin serbestçe devri ile hisse sahiplerine eşit işlem yapılmaktadır (Yazıcı ve Yanık, 2010).

Şeffaflık, ticari sır niteliğinde olan ve kamuya henüz açıklanmamış bilgiler hariç, firma ile ilgili mali ve mali olmayan bilgilerin, eksiksiz, zamanında, anlaşılabilir, doğru ve düşük maliyetlerle ulaşılabilir bir şekilde kamuya durulması şeklinde açıklanabilir (Küçüksözen ve Küçükkocaoğlu, 2005). Firmanın ana faaliyetleri sürecinde veya ana faaliyetleri dışında oluşan bütün bilgilerin doğru bir şekilde ilgili kişilere zamanında ulaştırılması gerekmektedir.

Firmanın faaliyetlerine karar verirken sorumluluk yöneticiler ve yönetim kuruluna aittir. Sorumluluk ilkesi çerçevesinde firmanın tüzel kişiliği, firmanın

yöneticileri ve yönetim kurulu kararlarının, mevzuata, toplumsal ve ahlaki değerlere uygunluğunun sağlanması gerekmektedir (Aktan, 2013: 163).

Sorumluluk ilkesinin asıl amacı, toplumsal değerlere ve kanunlara uygunluğu güvenilir duruma getirmek amacıyla doğru hedefler belirlemek ve bu hedefleri uygulamaktır (Mesci vd., 2016). Bu ilkeyle firmaların kanunlara aykırı bir şekilde hareket etmelerinin ve toplumsal değerleri göz önünde bulundurmamalarının önüne geçilmiştir.

Hesap verilebilirlik ise firma yönetimine ilişkin kuralların ve sorumlulukların net bir şekilde ifade edilmesi, yönetim ile paydaşlar arasındaki menfaatin yönetim kurulu tarafından izlenmesidir (Karayel, 2009). Firma yöneticileri kural ve sorumluluklar çerçevesinde ortaya çıkan durumları firmanın hissedarlarına ve paydaşlarına açık bir şekilde hesap verilebilir duruma getirmelidir. İyi bir firmanın yönetiminde yapılan her işlem sonucunda firma hesap verebilir durumda olmalıdır.

#### **1.1.4. Kurumsal Yönetim Yapısı ve Yöneticiler**

Kurumsal yönetim ilkelerini hayata geçirmek için bir maliyete katlanmak gerekir. Fakat bu yapının hayata geçirilmesi firma bünyesinde oluşabilecek birçok sorunun önüne geçilmesine olanak sağlayacaktır. Buda firmanın yapacağı birçok hataya düşmeden faaliyetlerini gerçekleştirip firma değerini arttırmasını sağlayacaktır.

Yatırımlarda risk konusu yatırımcılar için önem arz etmektedir. Bir yatırım yaparken oluşacak riski göz önüne alan yatırımcılar daha çok kurumsal yönetim ilkelerini benimsemiş olan firmalara yatırım yapma eğilimindedir. Çünkü kurumsal yönetim ile yönetilen firmalarda yapılacak yatırımlarda risk faktörü düşük olacaktır. Yatırım yapanlar, hissedarlar ve yönetim arasındaki ilişkiyi de kurumsal yönetim sağlamaktadır. Firma pay sahipleri ile yönetim arasında, azınlık pay sahipleri ile kontrol elinde bulunan pay sahipleri arasında çıkabilecek bütün çıkar çatışmalarının çözümünde ve azaltılmasında kurumsal yönetimin etkisi büyüktür (Zengin ve Altıok Yılmaz, 2017).

Kurumsal yönetim ilkeleri firmanın üst düzey yöneticileri tarafından uygulanmaktadır. Firma üst düzey yöneticileri firmanın faaliyetlerini ve firmaya

yapılacak yatırımların iyileşmesi için kurumsal yönetim ilkelerini doğru bir şekilde uygulayacaktır.

## **1.2. YÖNETİCİ KAVRAMI**

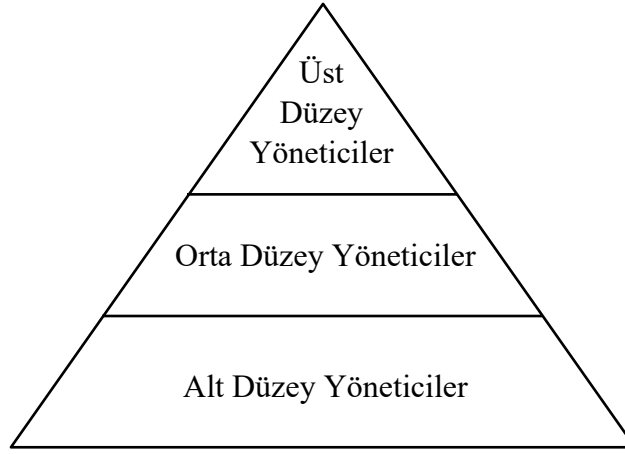
Yönetici çok geniş bir kavram olmasına rağmen firma yöneticisi olarak ele alındığında, bir şirketin belli bir bölümünden ya da tamamından sorumlu olan kişidir. Yöneticiler bir departmanın başına geçerek departmandaki kişilerden de sorumlu olabilirler. Yöneticilik faaliyetinde bulunduğu kurumun yapısına göre şekil alır. Örneğin, kamu kurumundaki yönetici ile özel bir kurumdaki yöneticinin düşünüş, işleyiş ve kullanacağı yöntemler açısından önemli farklar vardır (Gökçe ve Şahin, 2003).

Klasik olarak bir yönetici, örgüt amaçlarını belirleme ve bu amaçlara ulaşmak için organizasyona gerekli insan kaynağı, maddi kaynak ve para gibi kaynakları bulma aynı zamanda hedeflere ulaşmak için firmadaki çalışanları organize etme, kontrol etme, etkileme ve yönetme fonksiyonlarını bir araya getiren kişidir (Ardanç, 1982). Fakat etkili yöneticiler hem organizasyon içi hem de organizasyon dışındaki bütün olayları takip etmelidir. Çünkü gün geçtikçe organizasyonların çevresi daha karmaşık hale gelmektedir (Gökçe ve Şahin, 2003).

Organizasyonların büyümesi, genişlemesi ve çevresinin de artmasıyla firmalar daha karışık hale gelmiştir. Bu da firmaları bünyesinde farklı düzeylerde yönetici bulundurması gerekliliğini ortaya çıkarmıştır. Firmalarda üst düzey yöneticiler, orta düzey yöneticiler ve alt düzey yöneticiler şeklinde yönetsel düzeyler oluşmuştur.

## **1.3. YÖNETSEL DÜZEYLER**

Firmalar büyüdükçe ve iş gücü arttıkça yönetim kademesi de buna bağlı olarak artmaktadır. Bu durumun tam tersi de geçerlidir. Yönetsel düzeyler bir organizasyonun hedeflerini, politikalarını ve süreçlerini denetleyip kontrol altına aldığı için nihai güç ve otorite kaynağıdır. Küçük organizasyonlarda genelde tek yönetici düzeyi bulunurken firmaların büyümesiyle birlikte yönetsel düzeyler ortaya çıkmıştır.



**Şekil 2. Yönetmel Düzeyler (Özalp, 2005: 22)**

Şekil 2’de görülen yönetmel düzeyler firmanın yönetim pozisyonları arasında bir ayrımı ifade eder. Bir organizasyonun yönetmel düzeyi yöneticilerin idari gücünü, yetki kapsamını, statüsünü ve çalışanlar tarafından kontrol edilebilen komuta zincirini gösterir. Organizasyonun sorunsuz bir performans göstermesi için bu yönetmel düzeyler arasında doğru bir ilişki kurulmalıdır.

Yönetmel düzeyler genel olarak üst, orta ve alt düzey yöneticiler olmak üzere üçe ayrılmaktadır.

### **1.3.1. Üst Düzey Yöneticiler**

Üst düzey yöneticiler kamu ve özel sektör olmak üzere iki farklı şekilde ele alınmaktadır. Bu çalışma kapsamında özel sektördeki üst düzey yöneticiler ele alınacaktır.

Firmanın genelinden sorumlu olan üst düzey yöneticiler tüm organizasyonu kontrol ve denetlemeden sorumludurlar. CEO (Genel Müdür), CFO (Finans Müdürü), CMO (Pazarlama ve Satış Müdürü) ve COO (Faaliyetlerden Sorumlu Müdür) gibi C ile başlayan yani C-Seviye müdürler üst düzey yöneticilere örnektir. Üst düzey yöneticiler firmanın amaçlarının saptanıp hazırlanmasından, varılması istenen stratejilerin belirlenmesinden, denetimden, firma dışındaki çevreden ve firma için önemli olan kararların alınmasından sorumludurlar (Gökçe ve Şahin, 2003).

Üst yönetimin birçok sorumluluğu vardır. Ancak ana görevi, firmayla ilgili bütün konuları, uzun vadeli planlamalar gibi ana projeleri ve organizasyon

stratejisini ileriye taşımaya öncülük etmektedir (Hitt vd., 1989: 27). Firma ile ilgili önemli konular olan yatırım, kaynak bulma, yeni pazara girme, borsaya kota ise hisse değerini artırmak, büyük projeleri hayata geçirme gibi konularda kararları vermektedir.

Üst düzey yönetici unvanlarından olan CEO ve CFO tanımlamaları aşağıda yer verilmiştir.

Chief Executive Officer (CEO), Türkçe tam karşılığı bulunmamakla birlikte “İcra Kurulu Başkanı” gibi birkaç kelime karşılığı ortaya atılmıştır. CEO kelimesinin karşılığı olarak “Muharras Yönetici” ifadesi kullanılmıştır (Koçel, 2014: 228).

Genelde halka açık firmalarda bulunan CEO bir firmanın en üst düzey yöneticisi olmakla birlikte ana sorumlulukları içerisinde büyük yatırımların kararını almak, ana faaliyetleri ve kaynakları yönetmek, yönetim kurulunda yer almak ve firmanın kamuoyunda bilinen yüzüdür. CEO’lar firmanın yönetim kurulu tarafından yönetime getirilir ve yine aynı kurul tarafından görevine son verilebilir.

Chief Financial Officer (CFO), üst yönetim ekibinin bir üyesi olan CFO hem stratejik ve hem de operasyonel süreçleri etkileyecek kararlara değerli bilgiler oluşturmada önemli rol oynar ve aynı zamanda firmanın stratejik hedefleri ve planlarını gerçekleştirirmede önemi olan finans departmanından sorumlu olan kişidir (Zoni ve Pippo, 2017).

CFO isminden de anlaşılacağı gibi finansal departmanın başında olan kişidir. Bir firmanın finansal işlemlerini yönetmek birden fazla farklı beceri ister. Finansal tahminler yapmak, bütçeler için süreci yönetmek, finansal raporları denetlemek, uzun vadeli işlerde finansal planlamayı hazırlayıp sunmak ve yatırımcı ilişkileri CFO’nun kontrolü altındadır.

### **1.3.2. Orta Düzey Yöneticiler**

Şube yöneticileri ve departman yöneticileri orta düzey yöneticilere örnektir. Departman yöneticilerinin departmanlarının faaliyetleri konusunda üst yönetime karşı sorumludurlar. Üst düzey yöneticiler tarafından geliştirilen tüm politika ve stratejileri hayata geçirmeyi sağlamakla sorumludurlar (Gökçe ve Şahin, 2003).

Orta düzey yöneticilerin günümüzde sadece üst yönetimin emirlerinin yerine getirilmesi başarı için yeterli bir koşul olmadığı açıktır (Gökçe ve Şahin, 2003). Çalışma grupları arasındaki sorunları teşhis etmek ve çözümlenmek,

gruplardaki performansları takip etmek, gerekli bilgi sistemleri uygulamaya koymak ve alt düzey yöneticilere öncülük ederek onlara rol model olmak gibi sorumlulukları da mevcuttur.

### **1.3.3. Alt Düzey Yöneticiler**

Bu düzeydeki firma yöneticileri, yönetici hiyerarşisinin son seviyesidir. Faaliyetlerin gerçekleştiği düzeyi temsil eder ve yönetim ile çalışanlar arasındaki ilişkiyi sağlar. Normal çalışan pozisyonundaki kişilerin işlerini koordine etmesini sağlayan yönetim düzeyidir.

Alt düzey yöneticilerin çalışanların yaptığı işlem faaliyetlerini denetler ve koordine eder. Yani alt kademe yöneticilerin temel görevi, üretimi doğru bir şekilde sağlamak ve altındakileri motive edebilmek için kuralları uygulamaktır. Alt düzey yöneticiler zamanının çoğunu denetledikleri astlarıyla geçirirler (Gökçe ve Şahin, 2003).

Firmalarda bulunan alt, orta ve üst yönetsel düzeyler aslında kontrolün ve faaliyetlerin daha sistemli bir şekilde gerçekleşmesi için vardır. Firmadaki kontrolün doğru bir şekilde yapılması ve alt üst arasındaki ilişkiler firmanın performansının da istenilen yönde gitmesini etkileyecektir. Firmanın amaçları firmanın performansının istenilen yönde gitmesiyle gerçekleşecektir. Buda yönetimin kontrolü altında bulunan bir durumdur.

## **İKİNCİ BÖLÜM**

### **FİRMALARDA FİNANSAL PERFORMANS VE GÖSTERGELERİ**

#### **2.1. FİRMALARDA PERFORMANS KAVRAMI**

İngilizce de “performance” kelimesinden gelen performans sözcüğü hedefleri gerçekleştirme çabası ve çalışma isteği gibi anlamlara gelmektedir. Firmaların stratejik plan ve politikalarını, temel amaç ve hedeflerini veya misyonlarını gerçekleştirebilmesi ise genel olarak firma performansının belirlenmesiyle ilgilidir (Karaman, 2009). Firmalar için önemli olan performans kavramı yaygın olarak kullanılmakta ve literatürde birçok tanımı mevcuttur. Bu performans tanımlamalarından bazılarını aşağıda değinilmiştir.

Lupton (1977) performansı, etkili bir organizasyonda, çalışanların üretkenlik oranları, motivasyon düzeyleri ve memnuniyetin yüksek olması şeklinde tanımlamaktadır.

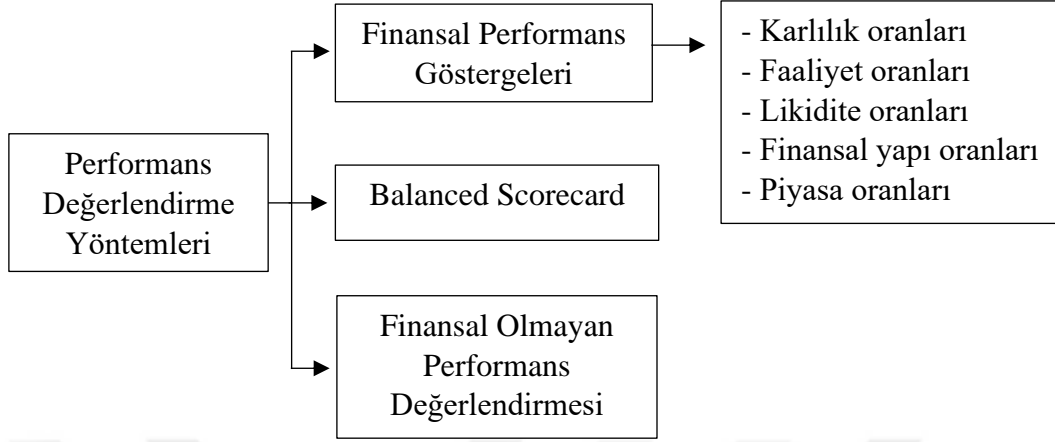
Cherrington (1989) ise performansı bir organizasyonun başarısı veya etkinliğini ve hedeflerine başarılı bir şekilde ulaşmak için etkili bir şekilde performans göstermesini bir gösterge olarak değerlendirmiştir.

Adam (1994) yaptığı çalışmada firmanın performansını çalışanların performans kalitesine derinden bağlı olduğu şeklinde tanımlamıştır. Yüksek kaliteli bir örgütsel performansı elde etmek için, şirket çalışanlarının yeni ve güncel bilgilerden haberi olması gerekli olduğuna ve bu şekilde şirket çalışanlarının firmanın hedeflerini gerçekleştirmesinde yardımcı olacağına inanmaktadır.

Robbins (1987) performansı, sosyal bir sistem olan örgütün hem araçlarını hem de amaçlarını dikkate alma derecesi olarak tanımlamıştır.

Performans kavramı birçok çalışmada farklı bir şekilde ele alınmıştır. Firma performansının değerlendirilme sürecinin asıl amacı işletmenin yürüttüğü faaliyetlerinin, işletme sahiplerinin servetini maksimize edip etmediğini incelemekle başlar. İkinci olarak ise paydaşların isteklerini karşılamak, işin sürekliliği, kaliteli ürün veya hizmet ortaya koymak, müşteri memnuniyetini sağlamak, yönetim ve çalışanları ödüllendirmektir (Aliona, 2016).

Firma performanslarını değerlendirmek için kullanılan yöntemler aşağıdaki Şekil 3'te ele alınmıştır.



**Şekil 3. Performans Değerlendirme Yöntemleri (Aliona, 2016)**

Genel olarak firma performans değerlendirilmesinde finansal performans yöntemi, balanced scorecard yöntemi ve finansal olmayan performans şeklinde üç performans değerlendirme yöntemi ele alınmaktadır.

Finansal performans değerlendirme yönteminde firma elindeki rasyonel verileri kullandığı için bu üç yöntem içinden finansal performans göstergeleri yöntemi daha çok kullanılmaktadır. Finansal performans göstergeleri, bir şirketin kayıtlarını, gösterdiği performansını değerlendirerek ve bulunduğu sektördeki diğer kuruluşlarla karşılaştırıldığında finansal pozisyonu belirleyerek, orta ve uzun vadede performansını belirleyerek analiz etmek ve yorumlamak için tasarlanmıştır (Aliona, 2016). Bu analiz firmaların rasyonel çıktıları ışığında yapılmakta ve kesin sonuçlar ortaya koymaktadır. Bundan dolayı bu çalışmada Chief Executive Officer (CEO) ve Chief Financial Officer (CFO) değişimlerinin finansal performansa etkisi ele alınmıştır.

## **2.2. FİNANSAL PERFORMANS ANALİZİ**

Finansal performans, firmanın mali hedeflerinin ne derece gerçekleştiğini veya gerçekleştirmediğini ortaya koyar. Firmanın genel olarak mali durumunu ölçmek için kullanılır. Finansal performans aynı zamanda firmanın bulunduğu sektördeki diğer firmalarla karşılaştırılmasını sağlamaktadır.

İş tanımlarına bakılmaksızın firmalarda bulunan tüm yöneticiler, işgücü gereksinimlerini ortaya koymak, firma bütçesini müzakere etmek ve finansal performans sonuçları ile ilgilenmek için finansal yöneticiler ile birlikte çalışmaktadırlar (Gitman, 2014: 8). Finansal performans aslında finans departmanında bulunan yöneticilerle birlikte firmanın tüm yöneticilerini ilgilendirmektedir.

Finansal performans analizi, bir işletmenin finansal özelliklerini muhasebe ve finansal tablolarından yola çıkarak belirleme sürecidir. Bu tür bir analizin amacı, işletme yönetiminin verimliliği ve performansını mali kayıtlarda yansıtıldığı gibi belirlemektir (Bhunia & Roy, 2011). Finansal performans yöneticileri performanslarını ve verimliliklerini ortaya koymasının yanında aynı zamanda finansal performans analizi ile firmanın likiditesini, karlılığını ve firmanın mali olarak ne durumda olduğunu finansal göstergeler ile ortaya koymaya çalışır. Firma paydaşları da firmaya karşı yaklaşımlarını ve tutumlarını finansal performans sonuçlarına göre şekillendirir.

Bir organizasyonun finansal durumunu analiz etmek, pazarda rekabet edebilme yeteneğini güçlendirmek için çok önemlidir (Bhunia & Roy, 2011). Firma finansal performansının dikkatli bir analiziyle işletme performans seviyesini iyileştirme fırsatlarını belirleyebilir. Belirlenen fırsatlar ile firma performans olarak daha iyi düzeylere getirilebilir.

Finansal performanslar bir firmanın yasal sahibi olan hissedarların öncelikli menfaatlerine sahiptir. Uzun vadede, hisselerin teorik olarak değeri nakit akışlarının bugünkü değere indirgenerek ölçülür. Genel olarak hissedarlar mevcut gelir, gelecekte oluşacak gelir, temettü politikası ve yatırım risklerinden endişe duymaktadır.

Bir işletmenin uzun vadede ayakta kalabilmesi için finansal verilerin ışığı altında firmanın finansal performansının ölçülmesi ve finansal olarak problemlili olan noktaların üzerinde durulması gerekmektedir. Büyüme ve gelişme, faaliyetlerin karlı olması ve finansal performansın artmasına neden olması şartıyla, aynı zamanda bir başarının simgesidir (Aliona, 2016). Yöneticilerin finansal performansı arttırması aynı zamanda yöneticilerin başarısını da göstermektedir.

Finansal performans analizi finansal tablolar üzerinden yapılmaktadır. Finansal tablolar firmanın üç aylık, altı aylık, dokuz aylık veya yıllık olarak yayınlanan firma verileridir. Finansal tabloların analiz edilmesi firmanın finansal performansı hakkında bilgi verecektir.

### **2.3. FİNANSAL TABLO ANALİZİ VE TÜRLERİ**

Finansal tablo analizi, firmanın özellikle üç aylık, altı aylık, dokuz aylık ve yıllık olarak raporladıkları tablolardaki mali bilgilerini analiz ederek firmanın bulunduğu riski ve karlılığı anlama süreci olarak ifade edilir. Bu tabloların analizi herhangi bir firmanın finansal performansını anlamakta önemli derecede yardımcı olmaktadır. Bir firmanın konumunu yani finansal olarak güçlü ve zayıf yönlerini belirlemeye imkân tanımaktadır. Finansal tablo analizi, bilançoda yer alan farklı kalemler arasındaki oran ile ilgilidir (Gizaw, 2016). Bu oranlar likidite, faaliyet, finansal yapı, piyasa ve karlılık oranlarıdır.

Mali tablo, ticari bir işletmenin hesap özetlerini, herhangi bir tarihteki varlıkları ve bu varlıkları elde ederken kullanılan borç ve sermayeyi gösteren bilançosundan ve belli bir dönemde yapılmış faaliyetlerin sonucunu gösteren gelir tablosundan oluşur (Myer, 1969).

Finansal tablolar, mali bilgilerin kullanılmasında asıl kaynaktır. Bundan dolayı finansal tablolar hazırlanırken paydaşların ihtiyaçları doğrultusunda hazırlanmalıdır. Bu tabloların hazırlanmasında üç asıl amaç vardır. Bunlar (Göçer, 2015: 142);

- Gelecekteki nakit akışları hakkında faydalı bilgi sağlamak,
- Firmayla ilgili olanların karar almasında yararlı bilgiler edilmesi,
- Firmanın varlıkları, kaynakları ve bunlarda oluşan değişimler ile firmanın faaliyetleri ne yönde ilerlediği hakkında bilgi sağlamaktır.

Finansal tablolar sadece bu amaçlar çerçevesinde düzenlenmemektedir. Bu tabloların düzenlenmesinin birçok amacı vardır. Finansal tablolar, ekonomik kararlar verirken yardımcı bilgilerin elde edilmesinde, devlete verilecek olan vergi tutarının hesaplanmasında, makroekonomik karar alırken yardımcı istatistik bilgilerin sunulmasında, firmanın iç ve dış denetlenmesinin sağlanmasında, firmanın halka açılmasıyla firma durumuyla ilgili yatırımcılara bilgi sağlamasında

ve firma yöneticilerin gelecek ile ilgili karar almasında yardımcı olacak bilgileri sağlamaktadır (Toprak, 2018).

Finansal tablolar analizinde ise asıl olan firmanın finansal durumunu ve bu çerçevede faaliyetlerinin ne yönde ilerlediğini finansal tablolardaki bilgiler ışında değerlendirmektir.

Halka açık firmalarda finansal tabloların doğruluğunun denetlenmesi çok önemlidir. Çünkü firmanın paydaşları finansal tablolardan elde ettikleri bilgiler doğrultusunda hareket etmektedirler. Finansal tablolar aslında firma yöneticilerinin firma hedeflerine ne yönde ilerlediklerini de göstermektedir. Finansal tabloların analiz edilmesi bakımından türleri vardır. Analizi yapan kişinin kimliğine göre analiz türü iç ve dış analiz olarak ikiye ayrılmaktadır.

### **2.3.1. İç ve Dış Analiz**

İç analiz, finansal tablo analizini yapan kişinin firmanın bünyesinde olan bir çalışan tarafından yapılması durumunda olur. Firmanın muhasebe kayıtlarına erişme yetkisine sahip kişiler tarafından gerçekleşir. Bu tür analizler genelde yönetsel bir amaç için yapılmaktadır (Alamry, 2020). Bu analiz firma sahiplerinin firma içerisinde görevlendirdiği kişiler tarafından yapılarak firmanın finansal işleyişi hakkında bilgi sağlanması amacıyla yapılır.

Dış analiz, firmanın kamuoyuna açıkladığı mali raporlardan faydalanarak, işletmenin kendi personeli olmayan gerçek kişi veya kurumlar tarafından yapılan analizdir (Toprak, 2018). Bu analizde esas olan firmanın kendi kadrolu elemanı tarafından yapılmamasıdır. Firmanın yayımladığı finansal tablolar çerçevesinde yapılan bir analiz türüdür.

### **2.3.2. Statik ve Dinamik Analiz**

Statik analiz belli bir dönemdeki ya da belirli tarihe ait finansal tablolardaki ilgili kalemler arasındaki mevcut ilişkilerin miktar açısından incelenmesidir. (Yalkın, 1981). Bu analizlerde firmanın varlık durumu ve mali yapısı ile firma faaliyet yapısının şekli ortaya konulmaya çalışılır ve statik analizde belli bir yılın mali tabloları kullanılır (Toprak, 2018).

Statik analiz ile elde edilen rasyolar ise, firmanın likiditesi, karlılık durumu, yapmış olduğu faaliyetlerin verimliliği ve firmanın mali durumu hakkında faydalı bilgiler sunar. Bu da firmanın kısa vadeli yabancı kaynaklarını ödeme gücünü, mevcut varlıklarını kullanma etkinliğini ve işletmenin karlılığı hakkında bilgi edinilmesinde yardımcı olur (Yalkın, 1981).

Dinamik analiz işletmenin birbirini izleyen en az iki yılının mali bilgileri kullanılarak yılların karşılaştırılmalarının yapıldığı ve yıllar arasında eğilimlerin belirlendiği analiz türüdür. Dinamik analizlerde firmanın yıllar arasında mali tablolarındaki değişim ortaya konulmaktadır (Toprak, 2018). Bu sayede dönemler arasındaki mali değişimler ele alınarak firmanın durumu hakkında bilgi sahibi olunmaktadır. Firma mali tablolarındaki verilerin yıllar geçtikçe olumlu mu ya da olumsuz mu seyir ettiğinin öğrenilmesini sağlar.

### **2.3.3. Yönetim Analizi, Kredi Analizi ve Yatırım Analizi**

İşletme yönetimi bazı kararları verirken bu kararlara dayanak oluşturmak için analiz yapmalıdır. Bu analize yönetim analizi denilmektedir. Bu analizde amaç finansal tablo bilgileri ışığında yönetime alacakları kararlarda yardımcı olmaktır (Toprak, 2018). Mali analizleri iyi bir şekilde yürütüp, bu analizin sonuçlarından yöneticilerin etkili bir halde yararlanması konusunda finansal yöneticiye büyük bir rol oynar (Yalkın, 1981: 50).

Kredi analizi işletmeye kaynak sağlanması için başvurduğu banka ve bazı finans kuruluşları tarafından işletmenin krediyi ilgili zamanda geri ödeme gücünün olup olmadığına dair yapılan analizdir. Kredi analizini, kredi veren uzmanlar ile faal olan ticari bankalar eliyle yapılır. Döner sermaye kalemlerini önemle incelerler bundan dolayı genelde bilanço ile ilgili yapılan analizler ele alınır (Yalkın, 1981).

Kredi analizinin amacı, firmanın likidite durumunu ortaya koymak ve bu mevcut likiditenin firmanın kısa vadeli borçlarını ödeyebilecek durumunda olup olmadığını araştırmaktır (Toprak, 2018). Firmanın likidite durumu ne kadar iyiye firma kısa vadeli borçlarını ödeyebilecek durumdadır. Bu da firmanın kredi alabilmesinde olumlu bir durum ortaya çıkarmaktadır.

Son olarak yatırım analizi ise firmanın hisselerini elinde bulduran ya da hisse almayı düşünenler ile firmaya uzun vadede kaynak sağlayacak tahvil gibi

yatırım araçlarına sahip olan kişiler tarafından gerçekleştirilecek analiz türüdür (Toprak, 2018). Bu analizde firmanın uzun vadede yatırım yapılacak bir durumda olup olmadığının yatırımcılar tarafından analizi yapılır.

Finansal analizler yapılırken bazı teknikler kullanılır. Bu teknikleri kullanarak firma yöneticisi veya firmanın herhangi bir paydaşı firmanın mali durumu hakkında bilgi edinebilir.

#### **2.4. FİNANSAL ANALİZ TEKNİKLERİ**

Finansal analiz 19. Yüzyılın başlarında ABD’de endüstriyel ilerlemenin ürünü olarak ortaya çıkmıştır. Finansal analiz ilk başlarda bankacılık alanında firmaların kredilerini ödeyebilme gücünün olup olmadığını ölçmek için uygulanmıştır (Norby, 2013). Daha sonra finansal analiz bankacılık hizmetlerinden yatırımcı alanındaki hizmetlere doğru genişlemiştir. Ardından, kurumsal yönetim çerçevesinde organizasyonların artmasıyla birlikte, firma yöneticileri finansal analizin önemini farkına varmıştır (Tian & He, 2016).

Finansal analizin önemini anlaşılmasıyla finansal tabloların doğru bir şekilde raporlanması gerekliliği ortaya çıkmıştır. Finansal tabloların analizi yapılırken finansal tablolar iyi bir şekilde hazırlanmalı ve finansal tablolarda yayınlanan içeriğin doğru olması şarttır. Finansal tablolar gerçek dışı bilgiler içeriyorsa yapılacak analiz tekniklerinin hangisi kullanılırsa kullanılсын doğru bir sonuç elde edilmeyecektir (Er vd., 2017: 236).

Finansal tablolar, içerisinde birçok bilgi içermektedir. Finansal analizi yapacak kişi bu tabloları analizini yapacağı şekilde düzenler. Finansal tablolar doğru bir biçimde düzenlendikten sonra finansal analiz teknikleri kullanılarak analiz yapılır. Finansal analiz teknikleri, firmanın geçmişte ki finansal durumu hakkında bilgi verirken gelecekte de bazı kararları verebilme konusunda yardımcı olmaktadır. Bu teknikler kullanılarak firma yöneticileri veya firmayla ilgili olan kişiler bazı değerlendirmeler yapmaktadır.

Firma yöneticileri firmanın istenilen finansal hedeflere ulaşmada ne yönde ilerlediğini, yatırım yapacak kişilerin ise firmanın kaynaklarını ne derece etkin kullandığını, bankalar ve kredi uzmanları firmanın borçlarını ödeyebilecek gücünün olup olmadığını değerlendirmek için finansal analiz tekniklerini

kullanmaktadır. Finansal tabloların kullanıcıları sadece firma yöneticisi, yatırımcı veyahut bankalar değildir. Firmaların aynı zamanda devlet, müşteriler, personel, alacaklılar ve firmanın iş yaptığı tedarikçileri gibi birçok finansal tablo kullanıcısı vardır.

Finansal tablolar, paydaşların ihtiyacı olan bilgiyi barındırmakla birlikte, bu tablolar üzerinden bir yargıda varmak, hedeflere göre kullanabilmek ve kısa bir zamanda karar alabilmek için finansal analiz yapılmalıdır. Çünkü finansal tablolar birçok rakam içermektedir ve bunların işlenmesi finansal analizle gerçekleşir (Saraç, 2015). Finansal analiz yapılırken kullanılan bazı yaygın teknikler vardır. Bunlar; karşılaştırmalı tablolar analizi, dikey analiz, trend analizi ve oran analiz tekniğidir.

#### **2.4.1. Karşılaştırmalı Tablolar Analizi**

Yatay analiz olarak da adlandırılan karşılaştırmalı tablolar analizi, firmanın birden fazla döneme ait tablo kalemlerinin aralarındaki farkların oransal ve mutlak olarak karşılaştırılmasıyla yapılır (Saraç, 2015). Gelir tablosu, bilanço ve diğer tablolarda karşılaştırmalı tablolar şeklinde hazırlanabilir. Fakat genellikle bilanço ve gelir tablosunda bu analiz uygulaması görülmektedir (Yalkın, 1981).

James G. Cannon, 1900'lü yıllarda farklı dönemlere ait bilançoların birbirine ilk defa paralel sütunlarda gösterilmesinde öncülük etmiştir. Bu basit mekanik anlayışın Cannon'u karşılaştırmalı tablolar analizinde sürekliliği olan bir politika şeklinde uygulanmasını ilk sağlayan analist olmuştur (Foulke, 1961: 446). 1963 senesinde Amerika'da 600 tane yıllık raporun %90'ını karşılaştırmalı tablolar analizi kullanılarak incelendiği tespit edilmiştir (Grady, 1965). Bu durum karşılaştırmalı tablolar analizinin Cannon'dan sonra büyük ilerlemeler kat ettiğini göstermektedir.

Karşılaştırmalı tablolar analizi, bir firmanın farklı tarihlerdeki birden fazla finansal tablolarının incelenmesi, hesap kalemleri ve hesap grupları arasında gerçekleşen değişiklikler ile bunların trendlerinin belirlenmesi ve yorumlanmasıdır. Finansal durum ile faaliyetlerin ne yönde ilerlediğini gösteren bu değişiklikler, aşağıdaki nedenlerden dolayı ortaya çıkar (Akgüç, 1965; Kennedy & McMullen, 1966).

- İlgilenilen dönemde oluşan diğer kazançlar ve zararlar ile olağanüstü kar ve zararlar,
- Yeni varlıkların edinilmesi, var olan bazı varlık kalemlerinin çıkarılması veya varlık kalemlerinde oluşan değişimler,
- İlgili tarihte gerçekleştirilen faaliyetlerin etkililiğine bakılarak gelir tablosundaki kalemlerde gerçekleşen yükseliş veya azalışların sonucunda faaliyet kar ve zararı,
- Var olan borçların kapatılması ile yeni borçlar edinilmesi veya borçlar arasında oluşan değişimler,
- İşletmenin sermayesinin azaltılması veya arttırılması.

Karşılaştırmalı tablolar analizinin asıl amacı firmanın herhangi bir dönemdeki mevcut verileri ile geçmişteki bir döneme ait verileri mukayese ederek firmanın geçmişteki durumu ile mevcut durumu arasında nasıl farklılıklar olduğunu görmek için yani firmanın iyi yönde mi veyahut kötü yönde mi gittiğini tespit etmek amacı ile yapılmaktadır.

Karşılaştırmalı tablolar analizi yapılırken önceki döneme göre tutar ve oran olarak değişimler aşağıdaki şekilde hesaplanmaktadır (Toprak, 2018);

- Tutar = Cari Dönem Tutarı – Önceki Dönem Tutarı
- Oran = ((Cari Dönem Tutarı – Önceki Dönem Tutarı) / Önceki Dönem Tutarı) x 100

Bu veriler kıyaslanırken firmanın rapor ettiği verilerin dönemleri önemlidir. Bir firma aylık veya üç aylık finansal tablo raporluyorsa bunlar iki şekilde karşılaştırılır. İlk olarak aylık veya üç aylık tablolar bir önceki aylık veya üç aylık tablolar karşılaştırılarak analiz edilir. İkinci olarak ise mevcut aylık veya üç aylık finansal tabloların, geçmiş yılın veya yılların aynı aylık veya üç aylık dönemi ele alınarak karşılaştırılır (Foulke, 1961; Karrenbrock & Simons, 1958; Kennedy & McMullen, 1966).

#### **2.4.2. Dikey Yüzdeler Analizi**

Dikey analiz yöntemi ilgilenilen firmanın bilanço veya gelir tablosundaki kalemlerin bulunduğu grup veya genel grup içerisinde ne kadarlık yüzdeye sahip olduğunu tespit etmek için kullanılır. Karşılaştırmalı tablo analizi yönteminde en az

iki yıla ait finansal tablolar karşılaştırılırken dikey analizde ise bir yıla ait finansal tablolarda bulunan kalemlerin bulunduğu gruptaki yüzdesine bakılmaktadır. Bu şekilde bakılarak ilgili kalemin bulunduğu grup veya genel grup içerisinde ne kadarlık bir yüzdeye sahip olduğu gözlemlenmektedir. Bu da aşağıdaki gibi formüle edilebilir.

$$\text{Dikey Yüzdeler Hesabı} = (\text{İlgili Hesabın Tutarı} / \text{Grup Toplamı}) \times 100$$

Dikey yüzdeler analizi bilançoda bulunan aktif ve pasiflerin nasıl dağıldığını gözlemek mümkündür. Firmanın aktiflerinde bulunan dönen ve duran varlıkların ne oranda dağıldığını, firmanın pasifinde bulunan borçlar ve sermayenin ne oranda dağıldığı görmek dikey analiz ile mümkündür. Aynı şekilde gelir tablosunda bulunan net satış hasılatının, bu satış hasılatını elde ederken yapılan faaliyetler içerisinde ne oranda dağıldığı da bu analizle görülebilir (Yalkın, 1981). Böylece ilgili kalemlerin istenilen oranda yeteri kadar büyük olup olmadığı incelenip yorum yapılabilir.

Dikey analiz yönteminin iki üstün yönü vardır. Bunlar (Hoca, 2017);

- Bu analizde bilançodaki kalemlerin grup veya genel toplam içerisindeki nispi önemi görülebilir. Diğer analiz teknikleri bu durum hakkında bilgi vermez.
- Bir firmanın finansal durumu ile faaliyet sonuçları tek başına rakip firmalar veya sektörler ile karşılaştırılıp incelenebilir.

Dikey yüzde analizinden meydana gelen yüzde tabloları birçok farklı büyüklükteki firmaların karşılaştırılmasına ortak bir baz noktası sağlamaktadır. Bu durum da karşılaştırmalı tablolar analizi ile trend analizine göre bir üstünlük sağladığını gösterir (Kennedy & McMullen, 1966). İki rakip firmanın birbiriyle karşılaştırırken veya bir firmayı sektör ile karşılaştırırken, ilgili kalemlerdeki rakamlar ile diğer işletmenin mutlak rakamlarıyla karşılaştırılması anlamlı sonuçlara erişmek zordur. Bu durumdan dolayı bu kalemleri, ilişkin oldukları finansal tablonun 100 olarak belirlenen grup ve genel toplamları ile ilişkilendirerek karşılaştırmalara esas olarak belirlenen ortak baz sağlanır (Yalkın, 1981). Bu sayede ilgili firma rakip firmalar veya sektördeki ilgili kalemleri karşılaştırırken doğru ve güvenilir sonuçlara ulaşır.

### 2.4.3. Trend Analizi

Eğilim yüzdeleri olarak da adlandırılan trend analizi finansal tabloların analizinde kullanılan bir yöntemdir. İlk defa 1925 senesinde Stephan Gilman tarafından sunulmuştur (Yalkın, 1981: 118).

Trend analizi firmanın faaliyet sonuçlarını ve finansal durumunun trendlerini uzun dönemde inceleyen bir analiz yöntemidir. Bu analiz yönteminde firmanın bilanço ve gelir tablosunun uzun dönemde ilgili kalemlerin değişimlerinin trendleri belli bir dönemin mali tablosundaki rakamlara endekslenerek analiz edilir (Toprak, 2018: 193). Bu analiz belirlenen baz yıla göre diğer yıllardaki finansal tablolar ne gibi değişim gösterdiği ve kalemler arasındaki ilişkinin incelenmesini sağlamaktadır. Gilman, trend yüzde yöntemi ile yapılan analizlerin, firmaların gösterdiği ilerlemeler hakkında daha geniş çapta bilgiler sunduğunu ileri sürmüştür (Myer, 1969: 12).

Trend yüzdeleri, gelir tablosu ve bilanço için ayrı hesaplanır. Baz alınan yıldaki her kalemin değeri 100 olarak kabul edilir. Diğer yıllara ilişkin aynı kalemler baz yılının yüzdesi olarak ifade edilir. Diğer yıllardaki kalemlerin 100 değerinin altında çıkması baz yılındaki değerinin altında olduğunu; 100 değerinin üzerinde çıkması da baz yılındaki değerinin üzerinde olduğunu gösterir (Yalkın, 1981: 118 ) Bu şekilde firmanın diğer yıllarda gerçekleşmiş finansal durumu ile faaliyet sonuçlarının baz yıla göre değişikliğinin ne yönde olduğu tespit edilebilmektedir.

Trend analizi herhangi bir döneme ait finansal tablo kaleminin baz yılındaki aynı kaleme bölünerek hesaplanır.

$$\text{Trend Analizi (\%)} = \frac{\text{Herhangi bir yılın satış hasılatı}}{\text{Baz yıl satış hasılatı}}$$

Trend analizinin özelliklerine genel olarak bakıldığında aşağıdaki gibidir (Toprak, 2018: 202).

- Bu analizde uzun süreli eğilimler incelenmektedir bundan dolayı finansal tablo kalemleri hakkında sağlıklı incelemeler yapılabilmesi için bu analizin en az 5 dönemlik finansal tabloların verileri ele alınmalıdır.
- Uzun dönemli finansal tablo verileri içerdiğinden dinamik analizdir.

- Analizde doğru sonuçlar elde edebilmek için baz yıl, farklı durumların yani olağandışı hareketlerin olmadığı normal ve istikrarlı bir yıl olmalıdır.
- Baz yılda ilgili mali tablolardaki kalemlerin eğilim yüzdeleri daima 100 olarak kabul edilir.
- Uzun süreli finansal tablo verileri ile yapıldığından regresyon analizi gibi istatistiksel yöntemler kullanılabilir. Böylece gelecekle ilgili durumlar tahmin edilirken bilimsel yöntemler fayda sağlanmış olunacaktır.
- İlgilenilen kalemin baz yılda herhangi bir değeri yoksa diğer yıllar için trendi hesaplanamaz, yani ilgili kalemin eğiliminden söz edilemez.
- Kar kalemleri veya zarar kalemleri dışında hiçbir kalemin eğilim yüzdeleri negatif olamaz.

Trend analizi özelliklerinden de görüleceği üzere uzun dönemli verileri ele alarak ilgilenilen kalemlerin trendini saptamak için yapılır. Trendde bir sapmanın olup olmadığının görülmesi için yapılır.

#### **2.4.4. Oran (Rasyo) Analizi**

Rasyo analizi olarak bilinen oran analizi yöntemi genelde bilanço ve gelir tablosundaki kalemler arasındaki anlamlı ilişkilerin incelenmesi ve yorumlanması için kullanılır.

Oranların finansal tablo analizinin aracı olarak benimsenmesi nispeten yeni gelişmedir. İlk olarak oran analizi gelişimi M.Ö. 300 yılında Öklid'in Elementlerin 5. Kitabındaki oranların özellikleri olarak görülmüştür (Horrigan, 1968: 284).

19. yüzyılın başlarında ise oran analizi esaslı bazı gelişmeler meydana geldi. Bu gelişmelerden çok azı içsel gelişmelerdir. Bu gelişmelerden ilki, önceki dönemlere göre bu dönemde çok fazla sayıda oranın ortaya çıkmasıdır. İkinci olarak, en çok kullanılan cari oran bu dönemde ortaya çıktı. Üçüncü olarak da farklı analistler firmalar arasında analizin gerekli olduğunu anladılar ve oran analize duyulan ihtiyacı hissettiler. Oran analizine duyulan ihtiyacın ortaya çıktığı 19. yüzyılda çok önemli iki dışsal gelişme olmuştur. Bunlar 1913 yılındaki Federal Gelir Vergisi Kanununun çıkarılması ve 1914 yılındaki Federal Rezerv Sisteminin kurulması olmuştur. Bu iki gelişme finansal tabloların iyileştirilmesine ve

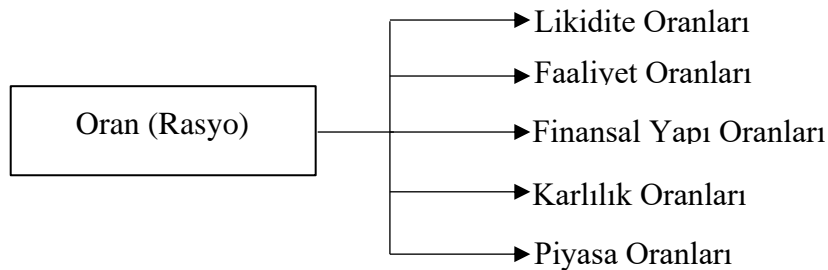
geliştirilmesinde öncü olmuştur (UkDiss, 2019). Bu durum, oran analizinin finansal tabloların iyileştirilmesine ve gelişmesinde yardımcı olduğunu göstermektedir.

Günümüzde ise halka açık firmaların yayınladığı gelişmiş finansal tabloları doğru yorumlayabilmek için oran analizinin kullanımı artmıştır. Oran analizi ile birlikte yayınlanan finansal tablolar anlamlandırılarak firmalar hakkında doğru kararlar alınabilmektedir. Kısacası oran analizi firmaların finansal tablolarındaki gelişmeler ve ilerlemeler sonucunda daha önem kazanmıştır.

Oran analizine daha geniş anlamda bakılırsa, iki sayı arasındaki ilişkiyi sayısal olarak gösterir. Finansal analizler bakımından oran analizi, bilanço ve gelir tablosu kalemleri arasındaki ilişkileri gösterir. Oran biçiminde belirlenen bu ilişkiler sadece bilanço kalemleri arasında kurulabilirken sadece gelir tablosu kalemleri arasında da kurulabilir. Finansal tablolarda bulunan kalemler ve hesap grupları tek başlarına çok bir anlam ifade etmezken, oran analiziyle bu kalemler ve hesap grupları anlam ifade etmektedir (Yalkın, 1981: 100).

Finansal analistler, yöneticiler ve diğer paydaşlar firmanın finansal durumunu ortaya koyarken oran analizi kullanmaktadırlar. Firma sahipleri oran analizi ile firmanın finansal durum ve faaliyet sonuçlarının ne yönde ilerlediğini, firmanın elinde bulunan varlıklarını verimli bir şekilde kullanıp kullanmadığı gibi birçok konuda bilgi edinebilmektedirler. Yatırımcılar ise firmanın yapılacak yatırıma uygun olup olmadığını, tedarikçiler ile bankalar firmanın ödeme gücünün ne durumda olduğu konusunda bilgi edinmek ve karar vermek amacıyla oran analizlerini kullanabilmektedir.

Oran analizi tekniği altında birçok oran bulunmaktadır. Bu oranlarda kullanma amacına göre genelde Şekil 4'teki gibi beş grup altında toplanmaktadır.



**Şekil 4. Oran Analizi Altındaki Oranlar**

Likidite oranları firmanın net çalışma sermaye yeterliliğini ve nakdi olarak durumunu gösterirken, faaliyet oranları firmanın faaliyetlerini ne derece verimli bir şekilde gerçekleştirdiğini göstermektedir. Finansal yapı oranları ile firmanın mali yapısı hakkında bilgi edinilirken, karlılık oranları ile firmanın karlılık durumu hakkında bilgi edinilebilmektedir.

Oran analizinde kullanılacak rasyo sayısı ne kadar olursa olsun, bir analiz yapılırken kullanılacak rasyo sayısı, analizin amacına göre değişiklik gösterir. Bir firma yöneticisi bütün temel rasyoları kullanırken, yatırım analizi ve kredi analizinde belli başlı rasyolar kullanılmaktadır (Yalkın, 1981: 102).

Firma paydaşlarının ve finansal analistlerin rasyo analizinde kullandığı likidite, faaliyet, finansal yapı karlılık ve piyasa oranları aşağıdaki bölümlerde açıklanmıştır.

#### **2.4.4.1. Likidite Oranları**

Likidite oranı bir firmanın kısa vadeli borçlarını elindeki nakitlerle ödeyebilme gücünün olup olmadığını gösteren bir oran grubudur. Aynı zamanda firmanın likidite durumunu gösterirken bir yandan da firmanın net çalışma sermaye seviyesi hakkında bilgi sağlamaktadır.

Kısa vadeli borçlar bir firmanın bir yıl içerisinde vadesi gelecek olan yani bir yıl içerisinde ödemesi gereken borçlardır. Bundan dolayı kısa vadeli borçların zamanında ödenmesi firmalar için önem teşkil etmektedir. Bu durumda firmanın kısa vadeli borçlarını ödeme gücünün analiz edilmesi mali tablo kullanıcıları açısından önemlidir. Kısa vadeli yükümlülüklerini ödemekte güçlük çeken firmalar, uzun vadeli borçlarını ödeme konusunda zorluk yaşamaları mümkündür. Bu durum da firmanın yaşamını sürdürmesini zorlaştırır. Firmaların muhasebe kayıtlarında karlılığının yüksek olması o firmanın likidite durumunun iyi olduğunu göstermez. Daha açık ifadeyle, tahakkuk esasına göre kar kalemi tutarının firmanın finansal tablolarında yüksek olsa da firmanın çalışma sermayesi için gerekli olan nakit ihtiyacını ve firmanın kısa vadeli borçlarını ödemesi için gerekli olan nakit ihtiyacını karşılayamaması durumunda firma kısa vadeli borçlarını ödeme konusunda sıkıntı çeker. Aynı şekilde zarar yapan bir firma kısa vadeli borçlarını ödeme gücü iyi durumda olabilir. Yani bir firmanın kısa vadeli borçlarını

ödeyebilmesi kar ya da zararına bakılmasından daha çok elindeki nakidin fazlalığına bağlıdır (Toprak, 2018: 217).

Likidite oranları genelde firmaya kredi sağlayan bankalar ve mal veya hizmet veren satıcılar gibi kısa vadeli borç verenler ile firmanın faaliyetlerini ödeme zorluğu yaşamadan sürdürebilmesi için yöneticileri alakadar etmektedir (Er vd., 2017: 280).

Likidite oranları altında literatürde çoğunlukla cari oran, asit test oranı ve nakit oran olmak üzere üç oran kullanılmaktadır.

#### **2.4.4.1.1. Cari Oran**

Cari oran firmanın bilançosunda bulunan dönen varlıklarının kısa vadeli borçları ödeme gücünü göstermektedir. Dönen varlıkların firmanın kısa vadeli borçlarına bölünmesiyle bulur. Bu oran ile firma bir yıl içinde ödemesi gereken borçlarının ne kadar üzerinde veya altında dönen varlığının olduğunu tespiti yapılır.

Cari oran, oranların tarihsel gelişimi açısından bakıldığında önemli bir noktaya sahiptir. Mali tabloların sayısının gözle görülür bir şekilde artmasıyla ilk defa 19. yüzyıl sonlarında, özellikle de kredi analizlerinde kullanılmaya başlanmıştır (Foulke, 1961: 178). Bu oranın hesaplanmasındaki asıl amaç, firmanın dönen varlıklarıyla kısa vadeli borçlarını ne oranda ödeyebildiğini ölçerek firmanın genel likidite durumu hakkında bilgi edinmek ve net çalışma sermayesi üzerine değerlendirmeler yapmaktır (Toprak, 2018: 218).

Cari oran hesaplaması aşağıdaki gibi yapılmaktadır.

$$\text{Cari Oran} = \frac{\text{Dönen Varlıklar}}{\text{Kısa Vadeli Yükümlülükler}}$$

Cari oranın yüksek oranlarda çıkması firmanın kısa vadeli borçlarını ödemedeki güçlük çekmediğini göstermektedir. Firmanın elindeki dönen varlıkların kısa vadeli borçlarını ödeme de yeterli olduğunu gösterir. Bu oranın yüksek çıkması firmanın dönen varlıkları ile hem kısa vadeli borçlarını ödeyebileceğini hem de günlük faaliyetlerini sürdürebileceğini göstermektedir.

Cari oran firmanın kısa vadeli yükümlülüklerini dönen varlıklar ile yerine getirip getiremediğini göstermektedir. Fakat dönen varlıklar içerisindeki bazı kalemlerin likiditesi düşük olduğundan dönen varlıkların kısa vadeli borçları

karşılatabilmesi her zaman mümkün olmayacaktır. Bundan dolayı asit test oranı daha doğru sonuçlar verecektir.

#### **2.4.4.1.2. Asit Test (Likidite) Oranı**

Likidite oranı dönen varlıklar içerisinde likiditesi yüksek olan kalemlerin toplamının kısa vadeli borçlara bölünmesiyle elde edilen orandır. Burada ki amaç cari oranda ele alınan dönen varlıklardaki bütün kalemlerin içerisindeki likiditesi yüksek kalemlerin ele alınmasıdır. Bu sayede firma likiditesi yüksek kalemler ile kısa vadeli borçlarını ne oranda ödeyebileceğini görecektir.

Likidite oranı hazır değerler, menkul kıymetler ve alacaklar kalemlerinin toplamının kısa vadeli borçlara bölünmesiyle aşağıdaki gibi ifade edilebilir.

$$\text{Asit Test (Likidite) Oranı} = \frac{\text{Hazır Değerler} + \text{Menkul Kıymetler} + \text{Alacaklar}}{\text{Kısa Vadeli Yükümlülükler}}$$

Kısa vadeli yükümlülükleri ödeme gücü cari oran ile hesaplanmasından ziyade likidite oranla hesaplanması daha güvenilir sonuçlar verebilmektedir. Çünkü likiditesi yüksek olan kalemler ile hesaplanmaktadır.

#### **2.4.4.1.3. Nakit Oran**

Nakit oranının firmanın nakit ve benzeri kalemlerinin kısa vadeli borçları karşılayabilir durumda olup olmadığını gösteren orandır. Bu oran hesaplanırken dönen varlıklar grubundan alacaklar ve stoklar çıkarılıp kısa vadeli borçlara bölünmesiyle bulunur. Burada firma ani bir durumda elindeki nakitlerle kısa vadeli borçların ne kadarını ödeyebileceğini görür. Nakit oran aşağıdaki gibi hesaplanabilmektedir.

$$\text{Nakit Oran} = \frac{\text{Dönen Varlıklar} - \text{Stoklar} - \text{Alacaklar}}{\text{Kısa Vadeli Yükümlülükler}}$$

Likidite oranı hesaplanırken dönen varlıklardan sadece stoklar çıkarılıyordu fakat nakit orana bakıldığında dönen varlıklardan stoklar ve alacaklar çıkarılmaktadır. Bu durumda nakit oranın likidite oranına göre firmanın kısa vadeli borçlarını ödeyebilme durumunu daha detaylı incelemektedir. Aslında firma alacaklarını alamadığı ve satışları durma noktasına geldiği durumda, firmanın kısa

vadeli borçlarını ödeme gücünü tespit etmek amacıyla yapılan bir oran analizidir (Toprak, 2018).

Firmanın dönen varlıklarının kısa vadeli borçları ödeyebilmesi hakkında yapılan analizler, cari oran grubu altında bu üç oranla yapılmaktadır. Firma bunun yanında faaliyetlerinin verimliliğini takip etmek zorundadır. Faaliyetlerin verimliliği üzerine yapılan analizler faaliyet oranları adı altında toplanmaktadır.

#### **2.4.4.2. Faaliyet Etkinliği Oranları**

Firmalar elinde bulunan varlıkların verimliliklerini incelemek isterler. Faaliyet oranları da bu verimliliği ölçme konusunda yardımcı olmaktadır.

Faaliyet oranları firmanın elindeki varlıkları ne kadar etkin kullandıklarını ölçen oranlardır. Verimlilik oranları olarak da adlandırılan bu oran, toplam varlıklar ve toplam varlıklarda bulunan bazı kalemlerin kullanımındaki etkinliği ölçer (Yalkın, 1981: 111). Faaliyet oranları içerisinde firmanın faaliyetleri ile ilgili bazı devir hızı oranları incelenecektir.

##### **2.4.4.2.1. Aktif (Toplam Varlık) Devir Hızı**

Aktif devir hızı firmanın yatırımlar sonucunda elde ettiği varlıklarını etkin kullanıp kullanmadığını ölçmek için kullanılır. Bu oran sayesinde firmanın satışlardan elde ettiği hasılatın, firmanın yatırımlarının ne kadar üzerinde olduğu görülebilir.

Aktif devir hızı firmanın net satışlarının toplam aktiflere bölünmesiyle elde edilir. Bu sayede firma elindeki varlıkları ne kadar verimli kullandığı tespit edilebilecektir. Aktif devir hızı aşağıdaki gibi hesaplanabilir.

$$\text{Aktif (Toplam Varlık) Devir Hızı Oranı} = \frac{\text{Net Satışlar}}{\text{Toplam Aktifler}}$$

Aktif devir hızı oranı yüksek çıkması firma varlıklarını etkili bir şekilde kullandığını göstermektedir. Bu oranın yüksek çıkması firmanın dönem içinde tam kapasiteye yakın çalıştığını gösterirken, bu oranın düşük çıkması firmanın atıl kapasiteyle çalıştığını göstermektedir (Toprak, 2018: 244). Aynı zamanda bu oranı arttırmak firmanın özsermaye karlılığını da arttıracakken, aktif devir hızının düşük olması durumunda özsermaye karlılığı olumsuz etkilenecektir (Er vd., 2017: 297).

#### **2.4.4.2.2. Çalışma Sermayesi Devir Hızı**

Firma çalışma sermayesinin ne kadarını net satışlar üzerinden nakde döndürdüğünü görmek için kullanılan orandır. Bu oran net satışları çalışma sermayesine bölünmesiyle aşağıdaki gibi hesaplanır.

$$\text{Çalışma Sermayesi Devir Hızı Oranı} = \frac{\text{Net Satışlar}}{\text{Çalışma Sermayesi}}$$

Çalışma sermayesi firmanın dönen varlıklarını içermektedir. Bu oran sayesinde firmanın dönen varlıklarının kaç katı net satış yaptığı görülebilir. Firmaların faaliyetlerinin verimliliği bu oranın yüksek olmasına bağlıdır. Yani firmanın çalışma sermayesi olan dönen varlıkların etkililiği bu oran sayesinde görülebilir.

#### **2.4.4.2.3. Maddi Duran Varlık Devir Hızı**

Maddi duran varlık devir hızı, firmanın varlıkları içerisinde bulunan maddi duran varlıklarının kaç katı satış yaptığını gösterir. Net satışların firmanın maddi duran varlıklarına bölünmesiyle bulunan bir orandır. Firmanın maddi duran varlıklarının etkinliğini ölçmek için kullanılır. Bu oran aşağıdaki gibi hesaplanabilir.

$$\text{Maddi Duran Varlık Devir Hızı Oranı} = \frac{\text{Net Satışlar}}{\text{Maddi Duran Varlıklar}}$$

Bu oranın sektördeki rakip firmalara göre daha yüksek olması, firmanın maddi duran varlıklarını rakiplere göre daha verimli bir şekilde kullandığını gösterir. Aynı zamanda böyle bir firma kapasitesini de rakiplere göre daha etkin oranda kullanmıştır. Bu oran değerlendirilerek firmanın maddi duran varlıklarının gereğinden fazla olup olmadığını veya firmanın atıl kapasite çalıp çalışmadığı şeklinde öngörü yapılabilmektedir (Toprak, 2018: 245)

#### **2.4.4.2.4. Stok Devir Hızı ve Stok Yenileme Süresi**

Stok devir hızı firmanın bir yıl içerisinde stoklarını kaç defa yenilediğini gösteren bir orandır. Bu oran ile firma mallarının satış hızı da hesaplanabilmektedir. Stok devir hızı oranı aşağıdaki gibi gösterilebilir.

$$\text{Stok Devir Hızı Oranı} = \frac{\text{Satışların Maliyeti}}{\text{Ortalama Stoklar}}$$

Bu oran firmanın stoklarını ne derece etkin yürüttüğünü göstermektedir. Stok devir hızı, firmanın kar etmesinde etkin bir rol sergiler. Bu devir hızının etkili bir şekilde kontrol etmek firmanın başarı sağlamasında önemli bir fonksiyona sahiptir. Firma yöneticileri de stok yapılarının her durumda dengeli ve minimum seviyede olmasını isterler (Yalkın, 1981: 113).

Stok devir hızı oranının artması (Toprak, 2018: 247);

- Firmanın pazarlama ve stok stratejilerinin etkili olduğunu,
- Stoklar satıldıkça firmanın likiditesinin artmasına,
- Firmanın etkilenmesi mümkün talep ve fiyat değişimlerinden kaynaklanan riski azaltacaktır.

Stok devir hızı stokların yılda kaç defa yenilendiğini gösterirken stok devir hızı süresi ise firmanın yıl içinde kaç günde bir stoklarını yenilediğini göstermektedir. Stok devir hızı süresi aşağıdaki gibi gösterilebilir.

$$\text{Stok Devir Hızı Süresi (Gün)} = \frac{\text{Bir yılda ki gün sayısı}}{\text{Stok Devir Hızı}}$$

Bu oranla firma elindeki stokları kaç günde bir yenilediği görülebilir. Bu sürenin düşük olması firmaların stok devir hızının yüksek olduğunun göstergesidir.

#### **2.4.4.2.5. Ticari Alacak Devir Hızı ve Alacakları Tahsil Etme Süresi**

Firmanın sattığı mallar karşılığında oluşan ticari alacakların bir yılda kaç kez tahsil edildiğini alacak devir hızı göstermektedir. Bu oran aşağıdaki gibi gösterilmektedir.

$$\text{Alacak Devir Hızı Oranı} = \frac{\text{Kredili Net Satışlar}}{\text{Ortalama Ticari Alacaklar}}$$

Alacak devir hızının artması firmanın alacaklarını daha kısa sürede tahsil etmesi anlamını taşımaktadır. Bu durum da firmanın satışlarından ortaya çıkan alacaklarını kısa sürede tahsil ettiğini göstermektedir.

Alacak devir hızı oranı, firmanın yılda alacaklarını kaç kez tahsil ettiğini göstermektedir. Fakat firmanın ticari alacaklarını yılda kaç günde tahsil ettiğini görebilmek için bir yıldaki gün sayısını, alacak devir hızına bölünmesi gerekmektedir. Bu da aşağıdaki gibi görülmektedir.

$$\text{Alacakları Tahsil Etme Süresi (Gün)} = \frac{\text{Bir yıldaki gün sayısı}}{\text{Alacak Devir Hızı Oranı}}$$

Buna göre firmanın ticari alacaklarını bir dönem içerisinde kaç günde tahsil ettiği hesaplanabilmektedir. Alacakları tahsil etme süresinin kısa olması firmanın likidite düzeyinin yükselmesine etki edecektir. Aynı zamanda firmaların alacaklarının şüpheli duruma düşmesi ihtimali azalacaktır (Toprak, 2018: 250).

#### **2.4.4.2.6. Ticari Borç Devir Hızı ve Ortalama Ticari Borç Ödeme Süresi**

Firmanın bir dönem içerisinde senetli borçlarını kaç kez ödediğini gösteren orandır. Bu oran kredili alımların tutarının ticari borçlara bölünmesiyle aşağıdaki gibi hesaplanabilmektedir.

$$\text{Ticari Borç Devir Hızı Oranı} = \frac{\text{Kredili Alımların Tutarı}}{\text{Ticari Borçlar}}$$

Yukarıda ki gibi hesaplanan bu oran, kredili alımların bazen saptanamaması durumunda,

$$\text{Ticari Borç Devir Hızı Oranı} = \frac{\text{Satışların Maliyeti}}{\text{Ortalama Ticari Borçlar}}$$

kredili alımların yerine satışların maliyeti tutarı yazılarak hesaplanabilmektedir.

Bu oran hesaplarırken payda da firmanın bütün borçları değil sadece ticari borçları dikkate alınmalıdır. Ticari borçlar ise senetli senetsiz bütün borçları kapsadığından bu oran hesaplanırken senetli borçların mukayyet değeri ile ele alınmalıdır. Aynı zamanda “Alınan Depozito ve Teminatlar” bilançoda ticari borçlar içerisindeyse, oranın doğru ve gerçekçi sonuçlar verebilmesi için, “Alınan Depozito ve Teminatlar” ticari borçlardan çıkarılması gerekmektedir (Akgüç, 2017: 588).

Borç devir hızı azaldıkça firmaların mevcut çalışma sermayesini kullanma ihtiyacı azalacaktır. Bundan dolayı bu devir hızı diğer faaliyet oranlarının aksine düşük olması istenir. Bu devir hızı oranının alacak devir hızı oranından düşük çıkması firmanın önce alacaklarını tahsil ettiğini, sonra borçlarını ödediğini gösterir. Bu durumda firmanın alacak ve borçlarını yönetme politikasının olumlu sürdürüldüğünün bir göstergesidir (Er vd., 2017: 293).

Firmanın borç devir hızı bir yılda kaç defa ticari borç ödemesi yaptığını gösterirken ticari borçların ortalama bir yılda kaç günde bir ödendiğini gösterir. Bu süre de aşağıdaki gibi hesaplanır.

$$\text{Ticari Borçları Ödeme Süresi (Gün)} = \frac{\text{Bir yıldaki gün sayısı}}{\text{Ticari Borç Devir Hızı Oranı}}$$

Bu süre daha çok firmaya kredili satış yapanlar için önemlidir. Bir firma ticari borçlarını vadelere yayarak ödüyorsa, firma anlık likidite darlığına düşmez (Toroslu & Durmuş, 2015: 161).

#### 2.4.4.2.7. Özkaynak Devir Hızı

Özkaynak devir hızı firmanın yıl içerisinde özkaynaklarını ne derece etkili kullandığını gösterir. Net satışlarının firmanın özkaynaklarına bölünmesiyle elde edilen özkaynak devir hızı aşağıdaki gibi hesaplanmaktadır.

$$\text{Özkaynak Devir Hızı} = \frac{\text{Net Satışlar}}{\text{Özkaynaklar}}$$

Özkaynak devir hızı farklı şekillerde yoruma açık oranlardan birisidir. Yüksek özkaynak devir hızına sahip bir firmanın özkaynağını etkin bir şekilde kullandığını gösterebilirken, özkaynak bakımından firmanın yetersiz olduğunu, firma varlıklarının finansmanında genelde yabancı kaynak kullandığı sonucu da çıkartılabilir. Bu durumlardan geçerli olanın hangisi olduğunu saptamak için firmanın finansal yapısıyla ilgili yapılacak analizlerin sonucuna bağlıdır. Eğer ki firmanın özkaynağı yeterli ise bu oranın yüksek çıkması firmanın özkaynaklarını etkin kullandığını ifade eder (Tandoğan, 2002: 158).

İş hacmiyle karşılaştırıldığında firmanın özkaynağının yetersiz olması genelde firmaya kredi sağlayan bankaları ilgilendiren bir durumdur. Bu durum alacaklıların emniyet payının düşük olduğunu gösterir. İşletme, fiyatların düşmesi durumunda özkaynaklarını tamamen kaybedebileceği gibi, borçların tamamını varlıklarıyla karşılayamaması bir kısım zararının alacaklara yansımaya neden olur (Akgüç, 2017: 586).

Faaliyet oranları firmanın faaliyetlerinin verimliliği ne yönde ilerlediğini gösterir. Firmanın faaliyetlerinin verimliliği kadar faaliyetlerini gerçekleştirdiği varlıklarını finans ettiği yapı da önemlidir. Firmanın doğru bir şekilde finanse edilip

edilmediği, finansal yapısının doğru bir şekilde işleyip işlemediği gibi durumları incelemek için finansal yapı oranlarına bakılabilir.

#### **2.4.4.3. Finansal (Mali) Yapı Oranları**

Firmanın, varlıklarını finanse etmek için ne kadar yabancı kaynak ve öz sermaye kullandığını firmanın finansal yapısı ifade eder. Borç ve zsermaye kullanım düzeyi firmanın riskine ve değerine etki eder. Finans yöneticileri, finansal yapıyı optimal düzeye getirmek için en doğru borç öz sermaye karışımına karar vermelidir. Finansal yapı oranları ise bu yapı hakkında bilgi edinmek için kullanılır.

Finansal yapı oranlarının kullanılmasının bazı nedenleri vardır. Bunlar (Toprak, 2018: 280);

- Yatırımların yabancı kaynak ile mi yoksa sermaye ile mi finanse edildiğini,
- Uzun vadeli yabancı kaynakları karşılama gücünü,
- Firmanın finansal yapısının içerisinde bulunan yabancı kaynaklar ve öz sermayenin dengesinin firma için risk oluşturup oluşturmadığını öğrenmek için yapılan analizidir.

Bir firmanın özkaynağı, varlıkların edinilmesinde kaynak sağladığı gibi, firmaya borç verenleri ve firmanın riskleri için de bir güven oluşturur. Bir firmanın öz sermaye oranı toplam kaynaklar içerisinde düşük ise, kredi sağlayanlar bakımından kredi riski yükselir. Eğer ki öz sermaye oranı yeterli lde sağlanmışsa kredi sağlayanlar açısından güven payı yüksek olacaktır. Fakat güven payının yüksek olması firmanın öz sermayesinin yeterli oranda finanse edilmesi, firmanın kaynak bulmasını kolaylaştırırken karlılık oranında azalmaya neden olabilir. Finans yöneticisi, zkaynak maliyetinden daha düşük maliyetli yabancı kaynak kullanması ve finansal kaldıracın etki etmesi ile zkaynak karlılığını arttırabilir (Akgüç, 2017: 552). Yani firma maliyeti düşük kaynaklar ile iktisadi kıymetlerini finanse etmesi, karlılığına olumlu etki edecektir.

Finansal yapı durumunun tespit edilmesi için bazı oranlar kullanılmaktadır. Bu oranlar firmaların finansal yapıları hakkında bilgi sağlamaktadır.

#### 2.4.4.3.1. Finansal Kaldıraç Oranı

Bu oran ile firmanın faaliyetlerini sürdürmesi için elinde bulundurduğu varlıklarının ne kadarının yabancı kaynakla finanse edildiği ölçülmektedir. Bu oran aşağıdaki gibi gösterilmektedir.

$$\text{Finansal Kaldıraç Oranı} = \frac{\text{Toplam Yabancı Kaynaklar}}{\text{Toplam Aktifler}}$$

Finansal kaldıraç oranının yüksek olması, firmanın aktiflerini daha çok yabancı kaynaklarla finanse ettiğini göstermektedir. Yüksek borca girmiş bir firmanın borçlarına bağlı faizlerini ödeyememe riskini fazla olacağından finansal olarak riskli bir duruma düşmesine neden olacaktır. Bu durumda kredi verenlerin firmaya karşı tutumlarını olumsuz etkileyecektir. Bazı durumlarda bu oranın yüksek olması firmanın az bir özkaynak ile kaynaklarını yönetebildiğini, faaliyetlerden gelen kar oranının borçların maliyetinden fazla olması durumunda ise özsermaye karlılığını yükselmesini ve finansal kaldıraçtan yararlanılmasını sağlayacaktır (Akgüç, 2017: 554).

Firmalar genelde kaldıraç etkisinden faydalanarak işletme değerini arttırmayı amaçlarlar. İşletme değerinin en yüksek olduğu borç düzeyine optimal borç düzeyi denir. Optimal borç düzeyinden sonra borçlanması firmanın karlılığını etkiler hatta işletmeyi iflasa kadar getirir (Toroslu & Durmuş, 2015: 148).

Bu oran 0,50 olması genelde kabul görünürken, ülkemiz gibi gelişmekte olan ülkelerde bu oran 0,60 civarında olması kabul görmektedir.

#### 2.4.4.3.2. Sermaye Çarpanı Oranı

Bu oran firma sahipleri tarafından sağlanan öz sermayenin kaç katı varlığa sahip olduğunu gösterir. Sermaye çarpanı oranı aşağıdaki gibi hesaplanmaktadır.

$$\text{Sermaye Çarpanı Oranı} = \frac{\text{Toplam Aktifler}}{\text{Ödenmiş Sermaye}}$$

Sermaye çarpanı oranının düşmesi firmanın varlıklarını finanse etmede öz kaynaklarını kullanmaya yöneldiğini gösterir. Bu oranın artması da firmanın borç ağırlıklı bir kaynak edinme yöntemine kaydığını göstermektedir.

#### 2.4.4.3.3. Özsermaye Oranı

Bu oran sayesinde firmanın varlıklarının ne kadarının firma sahipleri tarafından finanse edildiği görülebilir. Özsermaye toplamının varlık toplamına bölünmesiyle elde edilen bu oran aşağıdaki gibi gösterilir.

$$\text{Özsermaye Oranı} = \frac{\text{Öz Sermaye}}{\text{Aktif Toplamı}}$$

Bu oran firmaya yabancı kaynak sağlayanlara firmanın finansal gücünü gösterir. Bu oranın yüksek olması firmanın varlıklarını daha çok özkaynak ile finanse ettiğini gösterir. Firma kaynaklarının içerisinde öz sermayenin ağırlığının fazla olması kredi sağlayanlar için olumlu bir durum iken, firmanın düşük maliyetli borçlardan faydalanamadığını gösterir(Akgüç, 2017: 555).

#### 2.4.4.3.4. Kısa Vadeli Yükümlülüklerin Toplam Kaynaklara Oranı

Toplam kaynakların içerisinde kısa vadeli borçların ne kadar olduğunu görmek için hesaplanır. Bilançonun pasifindeki kısa vadeli yükümlülüklerin toplam kaynaklara bölünmesiyle aşağıdaki gibi hesaplanır.

$$\text{Kısa Vadeli Kaynakların Toplam Kaynaklara Oranı} = \frac{\text{Kısa Vadeli Borçlar}}{\text{Toplam Kaynaklar}}$$

Üretim yapan işletmelerde bu oranın 1/3'den fazla olması durumun riskli olduğuna işaret edebilir. Fakat ülkemizde uzun vadede borç bulmak zor olduğundan bu sınırın geçilmesi mümkündür. Bu yüzden firmanın dikkat etmesi gereken nokta, dönen varlıklarını kısa vadeli borçlarla finanse ederken, duran varlıklarını uzun vadeli borçlarla finanse etmesidir. Sabit varlıkların kısa vadeli borçlarla edinilmesi sakınılması gereken bir durumdur. Buna uymayan firmaların borçlarını ödemedeki zorluk çekebilmesi olağandır (Toroslu & Durmuş, 2015: 149).

Eğer ki bir firma dönen varlıkları ile kısa vadeli borçlarını ödeyebilecek durumdaysa, bu firmanın etkin bir borçlanma politikası sürdürdüğünü gösterir. Bundan dolayı toplam kaynaklar içerisinde bulunan kısa vadeli borçların dönen varlıklardan yüksek olmaması gerekir.

#### **2.4.4.3.5. Uzun Vadeli Yükümlülüklerin Toplam Kaynaklara Oranı**

Firmanın toplam kaynakları içerisinde ne kadarlık kısmının uzun vadeli kaynaklar tarafından oluştuğunu gösterir. Bu oran aşağıdaki gibi hesaplanabilmektedir.

$$\text{Uzun Vadeli Kaynakların Toplam Kaynaklara Oranı} = \frac{\text{Uzun Vadeli Kaynaklar}}{\text{Toplam Kaynaklar}}$$

Üretim firmalarında sabit varlıkların, toplam varlıkların içerisindeki payı daha fazla olduğundan, uzun vadeli borçların toplam kaynaklara oranı yüksek çıkacaktır (Toprak, 2018: 287). Ticari işletmelerde genellikle kısa vadeli borçları kullanarak varlıklarını finanse ettiğinden bu oran genellikle ticari işletmelerde daha düşük olur.

#### **2.4.4.3.6. Maddi Duran Varlıkların Özsermaye Oranı**

Firmanın varlıkları içerisinde yer alan maddi duran varlıkların ne kadarlık bir kısmının özsermaye tarafından karşılandığını gösteren bir orandır. Maddi duran varlıkların öz sermayeye bölünmesiyle aşağıdaki gibi hesaplanır.

$$\text{Maddi Duran Varlıkların Özsermaye Oranı} = \frac{\text{Net Maddi Duran Varlıklar}}{\text{Özsermaye}}$$

Burada net maddi duran varlıklar amortisman indirildikten sonra kalan tutarı ifade etmektedir. Bu oranın 1'den küçük olması, maddi duran varlıkların tamamının öz sermaye ile karşılandığını ifade eder. Oranın küçülmesi alacaklılar için güven oluştururken, oranın yükselmesi alacaklılar için güveni azaltmaktadır (Akgüç, 2017: 559).

Bu oran kullanılırken dikkat edilmesi gereken iki önemli nokta şöyledir (Toroşlu & Durmuş, 2015: 151);

- Yüksek enflasyonun mevcut olduğu ülkelerde bu oranın amortisman indirilmeden hesaplanması gerekir.
- Eğer bir firmanın varlıklarının büyük bir bölümünün amortismanını ayrılmışsa veya firma hızlandırılmış amortisman yöntemi kullanıyorsa, amortisman indirilmez yani bilançoda görülen brüt değer ele alınarak kullanılması daha doğru sonuçlar verecektir.

Bu oran genelde üretim işletmelerinde kullanılması daha anlamlı sonuçlar verecektir. Ticari ve hizmet işletmeleri bu oranı kullanması sermaye yeterliliği konusunda ölçme yapması doğru sonuçlar vermeyecektir.

#### **2.4.4.4. Karlılık Oranları**

Karlılık oranları, firmanın belli bir zamanda faaliyetlerinin sonucunda kar elde edip etmediğini inceler. Firmanın karlılığı, firma yöneticiler, yatırımcılar ve diğer paydaşlar açısından önemlidir.

Yatırımcılar firmaya yatırdıkları paranın karşılığında ne kadar getiri elde ettiğini görmek isterler. Eğer firmanın karı yüksek ise yatırımcı daha yüksek bir kar getirisi elde edecektir. Karı yüksek olan bir firmanın piyasadaki değeri de artacağından firmaya sermaye getirenlerin kar getirisi ve sermaye getirileri fazla olacaktır. Yatırımcının amacı firmaya yapmış olduğu yatırım karşılığında maksimum kazanç elde etmektir (Toprak, 2018: 317).

Yönetici açısından karlılık firmanın performansı etkileyen önemli etkidir. Özsermaye karlılığı ve aktif karlılığı gibi oranlar firmanın yalnızca kazanma gücünü göstermemekte, ayrıca firmanın performansının değerlendirilmesini sağlayan geleneksel ölçütler de olmaktadır. Bu oranlar firmanın performansını ölçerken aynı zamanda firma yöneticisinin başarısını da ölçmektedir (Toprak, 2018: 317).

Bir işletmenin karına ilk bakıldığında az gözükebilir, fakat kar oranı, firmanın bulunduğu sektördeki diğer firmalardan yüksek ise, bu firmanın karını olumlu bir şekilde yorumlamak gerekir. Yani firmanın karlılık oranının az olması, ekonominin durgunluğa girmesinden veya firmanın bulunduğu sektörde olumsuz gelişmelerden olabilir. Karlılık yorumlanırken bu unsunlar göz önüne alınmalıdır. Eğer firma zarar etmişse, zarara sebep olan nedenler araştırılır, finansal yapı üzerindeki etkisine bakılır (Tandoğan, 2002: 150).

Karlılık oranı altında birçok oran bulunmaktadır. Bu oranlar sayesinde firmanın karlılığına birçok açıdan bakılabilir.

#### **2.4.4.4.1. Net Kar Marjı**

Firmanın satışları üzerinden sağladığı net karı gösteren bu oran sayesinde firmanın faaliyet sonuçlarının ne durumda olduğu tespit edilebilmektedir. Net kar marjı aşağıdaki gibi hesaplanmaktadır.

$$\text{Net Kar Marjı} = \frac{\text{Net Kar}}{\text{Net Satışlar}}$$

Dönem net karı firmanın dönem sonunda kar ettiğini gösteren tutardır. Net kar firmanın vergiler dahil tüm giderlerini ve gelirlerini kapsamaktadır. Bu oran içerisinde değişkenlik gösterebilecek olağandışı giderlerin fazla olması veyahut olağandışı gelirlerin fazla olması bu oranın yüksek veya düşük çıkmasına neden olacaktır. Bundan dolayı bu oran değerlendirilirken bu unsurlar dikkate alınmalıdır.

Bu oran incelenirken önemli olan net karın içerisinde ki faaliyet karının payının büyük olmasıdır. Bu şekilde bir karın sürekliliği ifade edilebilir. Net kar marjı ne kadar fazla çıkarsa firma için o kadar iyidir. Ama kesinliğin söz konusu olabilmesi için bulunan sektördeki diğer firmalar ile karşılaştırılması gerekir (Tandoğan, 2002: 151).

#### **2.4.4.4.2. Brüt Kar Marjı**

Brüt kar marjı, net satışlardan satılan malların maliyeti çıkarılarak oluşan brüt satış karının net satışlara bölünmesiyle elde edilir. Bu sayede firmanın net satışlarının ne kadarlık kısmının brüt kar marjı olarak firmada kaldığı görülür. Aşağıdaki gibi hesaplanabilir.

$$\text{Brüt Kar Marjı} = \frac{\text{Brüt Satış Karı}}{\text{Net Satışlar}}$$

Firmanın brüt satış karı, net satışlardan satışların maliyeti çıkartılarak elde edilir. Bu oran 1 TL'ye satılan malın ne kadarlık kısmının firmada satış karı olarak kaldığını gösterir.

#### **2.4.4.4.3. Faaliyet Kar Marjı**

Firmanın faaliyetlerinin karlılığını gösteren bir orandır. Yani firmanın esas faaliyetlerinden ne ölçüde kar ettiğini ve ne ölçüde başarılı olduğunu ölçmek için kullanılır. Bu marj aşağıdaki gibi hesaplanır.

$$\text{Faaliyet Kar Marjı} = \frac{\text{Faaliyet Karı}}{\text{Net Satışlar}}$$

Bu oran iş hacmi rantabilitesi olarak da adlandırılmaktadır. Bir işletmenin sürdürdüğü esas faaliyetlerinin ne derece karlı olduğunu gösterdiğinden, bu oranın yüksek olması firmanın faaliyetlerinin olumlu yönde ilerlediğini gösterecektir (Akgüç, 2017: 595).

#### **2.4.4.4. Aktif Karlılık Oranı**

Firmanın faaliyetlerini gerçekleştirmek için edindiği varlıklarını ne derece etkin kullandığını ölçmek için kullanılan orandır. Varlıkları ne seviyede karlı bir şekilde kullandığını değerlendirmek için aşağıdaki gibi hesaplanabilir.

$$\text{Aktif Karlılığı Oranı} = \frac{\text{Net Kar}}{\text{Toplam Aktifler}}$$

Bu oranın büyük olması istenir. İlgili oranın büyük olması, firma paydaşları açısından önem arz etmektedir. Oranın büyük çıkması firmanın varlıklarını doğru bir şekilde yönettiğini ve yüksek katma değer oluşturduğunu gösterir. Oran aynı zamanda sermaye maliyetinin üstünde olmalıdır. Firma faaliyetleri için birçok kaynaktan yararlanmaktadır. Sermaye maliyeti, birçok kaynaktan edinilen fonların ağırlıklı ortalama maliyetidir. Bundan dolayı işletmelerin aktif karlılığı bu fonların maliyetinden fazla olması istenir (Toroslu & Durmuş, 2015: 168).

#### **2.4.4.5. Özsermaye Karlılık Oranı**

Özsermaye, firma sahip veya ortaklarının firmanın faaliyetlerini gerçekleştirmesi için sağlamış oldukları fonlardır. Bu oran firmanın sahiplerinin veya ortaklarının sağlamış oldukları sermayenin ne oranda karlı kullanıldığını göstermektedir. Oran, net karın öz sermayeye bölünmesiyle aşağıdaki gibi hesaplanabilmektedir.

$$\text{Özsermaye Karlılık Oranı} = \frac{\text{Net Kar}}{\text{Öz sermaye}}$$

Mali rantabilite olarak da adlandırılan bu oran, işletme sahip veya ortakları tarafından konulmuş sermayenin bir birimine karşı düşen kar oranını gösterdiğinden anlamlı bir ölçüdür. Sürekli büyüme gösteren firmalarda payda da ortalama özsermaye tutarının yer alması daha doğru olacaktır (Akgüç, 2017: 591).

#### 2.4.4.5. Piyasa Oranları

Piyasa oranları, yatırımcıların firmanın piyasalardaki konumunu bulabilmesi açısından önemlidir. Yatırımcılar yatırım yapacağı firmalar hakkında bazı bilgiler edinmek isterler. Bu bilgileri edinmesinde piyasa oranları yardımcı olmaktadır. Piyasa oranları firmanın piyasalardaki performansını da göstermektedir.

##### 2.4.4.5.1. Hisse Başına Kar

Firmanın dönem sonundaki net karından bir hisseye düşen kazancı ifade etmektedir. Dönem net karının hisse senedi sayısına bölünmesiyle elde edilen getiri aşağıdaki gibi elde edilmektedir.

$$\text{Hisse Başına Kar} = \frac{\text{Net Kar}}{\text{Hisse Senedi Sayısı}}$$

Hisse başına karın yüksek olması firma yatırımcılarına düşecek getirinin fazla olduğuna işaret eder. Dönem net karı ne kadar yükselir ise firmanın hisse başına karı da o kadar yükselecektir.

Bu kar firmada ki hisse sahiplerine verilecek kar değil, her hisse başına düşecek karı göstermektedir. Bu karın sadece bir kısmı hisse sahiplerine dağıtılmaktadır (Er vd., 2017: 318). Hisse başına kar, “Fiyat Kazanç Oranı” hesaplanırken yardımcı olacaktır.

##### 2.4.4.5.2. Fiyat Kazanç Oranı

Bu oran firmaların her bir pay senedinin kazanacağı kara karşılık, pay senedine sahip olmak için ne kadar bir ödeme yapması gerektiği bulunur (Toroslu & Durmuş, 2015: 170). Bu oran aşağıdaki gibi hesaplanabilmektedir.

$$\text{Fiyat Kazan Oranı} = \frac{\text{Hisse Senedi Fiyatı}}{\text{Hisse Başına Kar}}$$

Fiyat kazanç oranı, piyasa fiyatının, pay senedi getirisinin ne kadar üzerinde olduğunu gösterir. Bu da hisse senedinin “1” birimlik sağladığı her getiri için yatırımcıların vermeye razı oldukları tutarı ifade eder (Er vd., 2017: 318).

Fiyat kazanç oranı yüksek ise pay senedi fiyatının yüksek, fiyat kazan oranı düşük ise pay senedi fiyatının düşük seviyelerde olduğu sonucuna ulaşılabilir. Aynı

zamanda sektör ortalamasına bakılarak da değerlendirme yapılabilir (Toroslu & Durmuş, 2015: 170).

Fiyat kazanç oranı sektörün altındaysa ve zamanla sektörün fiyat kazanç oranından uzaklaşıyorsa hisse senedinin fiyatı düşer. Firmanın fiyat kazanç oranı sektörün oranına yaklaşıyorsa fiyat artar.

#### **2.4.4.5.3. Piyasa Değeri / Defter Değeri Oranı**

Bu oran, firmaların her bir pay senedine düşen özkaynak tutarına karşılık, pay senedi almak için ne kadar tutar ödeme yapması gerektiğini göstermektedir. Bu oran aşağıdaki gibi hesaplanabilmektedir.

$$\text{Piyasa Değeri / Defter Değeri Oranı} = \frac{\text{Piyasa Değeri}}{\text{Defter Değeri}}$$

Bu oran, işletme sahiplerinin veya ortaklarının firmaya koyduğu sermayenin piyasada kazandığı değeri gösterir. Bu oran 1'in altında veya üzerinde olması şeklinde değerlendirilir. 1'in üzerinde olması firmanın gerçekleştirdiği yatırımın piyasada değerlendirildiğini gösterirken, 1'in altında olması işletmenin gerçekleştirdiği faaliyetlerde pay sahiplerinin servetine değer katamadığını, aksine pay sahipleri tarafından gerçekleştirilen yatırımın piyasada değerini kaybetmesine neden olur (Er vd., 2017: 319).

#### **2.4.4.5.4. Tobin Q Oranı**

1969 yılında James Tobin tarafından geliştirilen bu oran, en basit şekliyle işletmenin piyasa değerinin işletmenin varlıklarının yerine kullanma maliyetine bölünmesiyle elde edilir. İşletmenin büyüme fırsatlarının yanı sıra verimli kaynak kullanımı ve yönetim verimliliğinin göstergesi olarak değerlendirilir (Toroslu & Durmuş, 2015: 172).

Tobin Q oranının hesaplanmasını Lindenberg ve Ross (1981) aşağıdaki gibi hesaplanmasını önermişlerdir.

$$Q_{L-R} = \frac{\text{THLD} + \text{HFHAÇ} + \text{UVB} + \text{KVB} - \text{NÇS}}{\text{TA} - \text{ÖDD} - \text{ÖND}}$$

Bu oranda;

THLD, işletmenin tercihli pay senetlerinin likidite değeri,

HFHAÇ, firmanın dönem sonu pay senedi fiyatının çıkarılmış pay senedi adediyle çarpımını,

UVB, firmanın uzun vadeli borçlarını,

KVB, firmanın kısa vadeli borçlarını,

NÇS, firmanın net çalışma sermayesini (dönen varlıklar – kısa vadeli borçlar)

TA, toplam aktiflerin defter değerini,

ÖDD, özkaynakların defter değerini

ÖND ise firmanın özkaynaklarının enflasyona göre düzeltilmiş halini ifade eder.

Bu oran işletmenin değerini maliyetiyle mukayese etmektedir. Böylece, q değeri 1'den büyükse işletmelerin sermaye maliyeti az, rekabet gücü fazla, büyüme hızları yüksek ve iyi idare edilen firmalar arasında değerlendirilmektedir. Eğer q oranı 1'den küçük çıkarsa işletmenin sermaye maliyeti fazla, rekabet gücü az, büyüme hızı düşük ve kötü idare edilen firmalar olarak değerlendirilir (Er vd., 2017: 322).

## **ÜÇÜNCÜ BÖLÜM**

### **YÖNETİCİ DEĞİŞİMLERİNİN FİRMA FİNANSAL PERFORMANSINA ETKİSİ: BİST ÜZERİNE BİR UYGULAMA**

Bu bölümde yönetici değişikliğinin firma finansal performansına etkisi olup olmadığı Borsa İstanbul da yapılan bir çalışmayla ele alınmıştır. Aynı zamanda araştırmanın literatürdeki yeri, araştırmanın amacı ve önemi, araştırmanın kapsamı, hipotezleri, araştırmanın bulguları bu bölümde ele alınmıştır.

#### **3.1. ARAŞTIRMA LİTERATÜRÜ**

Günümüzde halka arz edilmiş firmaların yönetimi genellikle profesyonel kişiler tarafından yürütülmektedir. Profesyonel yöneticiler firmaların yönetim kurulu tarafından atanmakta ve değiştirilmektedir. Bu şekildeki yönetici değişiklikleri birçok sebebe bağlı olarak gerçekleşmektedir. Yönetici değişiklikleri, firmaya yatırım yapan kişiler, yatırım yapacak kişiler ve firmanın geleceği için de önem arz etmektedir. Bundan dolayı firmada en yetkili yönetici olan Chief Executive Officer (CEO) değişimlerinin firma performansına etkisi üzerine birçok araştırma yapılmıştır. Fakat firmanın finansal kararlarında söz sahibi olan Chief Financial Officer (CFO) değişiminin çalışmalara pek fazla konu olmadığı görülmektedir. Literatürde ise genellikle CEO değişiminin firma performansı üzerindeki etkisi incelenmiştir.

1974-1983 yılları arasında işlem gören 369 firmanın, geçmiş borsa finansal veri sağlayıcısı olan Güvenlik Fiyatları Araştırma Merkezi (CRSP)'nden elde edilen veriler ile Weisbach (1988) tarafından yapılan bir çalışmada, firma performansı ile CEO değişim olasılığı arasında ters ilişki olduğunu bulunmuştur. Yani firma performansı azaldıkça CEO değişim ihtimali artmakta olduğu gözlemlenmiştir. Huson vd. (2002) 1971-1994 yılları arasındaki 1344 CEO değişikliğini inceleyerek bu çalışmaya benzer sonuçlar bulmuştur. Compustat üzerinden elde edilen veriler ışığında firmaların finansal performanslarının bozulmasıyla üst yönetim değişikliği gerçekleştiği sonucuna ulaşılan çalışmada,

yönetici değişikliğinin firma performansı kötüleştiği durumlarda gerçekleştiğini gözlemlemişlerdir.

Denis & Denis (1995) yaptıkları çalışmada zorunlu üst yönetim değişikliğine giden 63 firmanın Compustat veri tabanındaki kayıtlarını incelemişlerdir. Değişiklik öncesinde firma performansında düşüş gözlemlenirken değişiklik gerçekleştiikten sonra firma performansında önemli iyileşmeler olduğu gözlemlenmiştir. Yeni gelen yöneticiler firmadaki çalışan sayısını, toplam varlıkları ve sermaye harcamalarını azaltarak firmada küçülme stratejisi uygulamışlardır. Bu uygulama firmanın verimliliği ve performansını arttırmada etkili olduğunu gözlemlemişlerdir.

1987-1993 yılları arasında Almanya Frankfurt Borsası'nda işlem gören 120 firmanın verileri ele alınarak yapılan çalışmada, CEO değişikliğini takip eden yılda firma performansında iyileşme olduğu gözlemlenmiştir. Bu çalışmada firma performansı aktif karlılığı ile olağan faaliyet getirileri ile ölçülmüştür (Leker & Salamo (2000).

1992-1995 yılları arasında Danimarka'daki 234 firmadaki 77 CEO değişimi inceleyen Lausten (2002) çalışma sonucunda firma performansı ile CEO devir hızı arasında negatif ilişki bulmuştur.

Literatürden elde edilen araştırmalarda işletmede en tepe pozisyonda bulunan CEO'ların değişmesine firma performansının etkili olduğunu görülmektedir. CEO değişiminin firma finansal performansına ne yönde etki ettiği üzerine 2006 yılında Caracas Borsasında işlem gören 51 firma verileri ele alınarak yapılan çalışmada, CEO değiştikten sonra firmalar finansal performansının düştüğü ve panel veri regresyonuyla elde edilen katsayılara göre CEO firmadan ayrıldıktan sonra firma performansı ortalama %1,4 oranında azaldığı görülmüştür (Garcia vd., 2006).

Kato ve Long (2006) yaptıkları çalışmada, 1998 – 2002 yılları arasında Çin'de işlem görmekte olan firmaların finansal piyasa verileri ve muhasebe verilerini kullanarak firma performansı ile CEO değişikliği arasındaki ilişkiyi incelemiştir. Çin firmalarında ki CEO değişiminin firma performansını olumlu etkilediğini ve gelen yeni CEO'nun firma performansını arttırabileceğini bulmuşlardır. Garcia vd. (2006) yaptıkları çalışmada CEO değişiminin performansı

düşürdüğünü gözlemlerken, Kato ve Long (2006) yaptığı çalışmada CEO değişimin performansı arttırdığı gözlemlenmiştir.

Firmaların faaliyetlerini en iyi şekilde gerçekleştirebilmesi için önemli kararları genellikle üst yönetim vermektedir. Messersmith vd. (2006) 1993-2004 yılları arasında Compustat ve ExecuComp veri tabanından elde ettikleri 367 firmanın verileriyle yaptıkları çalışmada, üst yönetimde gerçekleşen değişimlerin firma performansını olumsuz etkilediğini hiyerarşik lineer modelleme (HLM) kullanarak gözlemlenmiştir. Üst yönetimdeki yöneticilerin değişmesi insan ve sosyal sermaye gibi iki değerli kurumsal kaynağın azalmasına etkisinin olduğu sonucuna ulaşmışlardır. Dolayısıyla, istikrarlı bir yönetici gurubuna sahip olmanın firmalar için önemli olduğu görülmüştür.

Mackey (2008) bu konu üzerine yaptığı çalışmada CEO'ların firma performansı üzerinde önemli bir etkiye sahip olduklarını bulmuştur. Firma performansı ile CEO arasında güçlü bir ilişki vardır ve bu ilişki CEO değişimi üzerine etkili olmaktadır.

Endonezya'da 2011 ve 2017 yıllarında yapılan iki çalışmada da CEO değişimlerinin firma performansı üzerinde etkisi bulunmadığı gözlemlenmiştir. 2011 yılında yapılan çalışma da CEO değişikliğinden önce ve sonra toplam aktifler, toplam satış, ROA, ROE arasında bir fark olmadığını bulmuşlardır. Rutin veya rutin olmayan değişimlerin firma performansı üzerinde anlamlı bir etki bulunamamıştır (Hartono & Lindrianasari, 2011). Endonezya da yapılan diğer çalışmada ise 91 CEO değişimini incelenerek CEO pozisyonundaki değişimin yapıldığı yıldan sonraki yıllar firma performansı üzerindeki etkisini araştırdılar. Araştırma sonucunda, değişim yılı boyunca firmanın performansının düştüğü görülmekte ve değişim sonrası gelen CEO sonraki yıllarda firma performansını artırmadığı görülmüştür. Sonuç olarak Endonezya'da ki CEO değişimlerinin firma performansı üzerine olumlu bir etkisi olmadığı görülmüştür (Setiawan vd., 2017).

CEO değişimleri firmaların finansal performanslarına etki edip etmediği birçok araştırmaya konu olmuştur. 1990-2013 yılları arasında yapılan bir araştırmada ABD firmalarının verileri toplanarak CEO değişimlerinin firma performansı üzerindeki etkisi ampirik olarak araştırılmıştır. CEO değişimi ile firma performansı arasında negatif bir ilişki olduğu bulunmuştur (Zhang vd., 2016). Yani

CEO değişimi arttıķca firma performansı azalmaktadır. Bu alışma Lausten (2002) tarafından yapılan çalışma ile aynı sonucu bulmuştur.

Ülkemizde 2008 yılında CEO değişikliğinin finansal performansa etkisi üzerine İMKB’de 1997-2007 yılları arasındaki 36 firmanın verileri ele alınarak bir çalışma yapılmıştır. Bu alışmada, İMKB’de işlem gören firmaların bilanço ve gelir tabloları kullanılarak elde edilen finansal rasyolar, eşleştirilmiş t testi ile yıllar itibariyle analiz edilmiştir. CEO değişim yılından önceki yıllarda karlılığın düşmesi CEO’nun değişmesine etki etmiştir. CEO değişikliğinden önceki yıllarda karlılık oranları ve firmaların varlık durumlarını gösteren maddi duran varlık, toplam varlık ve stoklarında düşüş gözlemlenmiştir. Yeni CEO’nun göreve gelmesiyle faaliyet karı, net kar ve vergi öncesi kar oranlarında düşüşler değişim yılında devam etmiştir. Fakat CEO değişikliğinden sonra ikinci yılda tüm karlılık oranlarında artış gözlemlenmiş ve CEO değişikliğinin firma finansal performansı üzerinde olumlu etki ettiği sonucuna ulaşılmıştır (Bilaloğlu, 2008).

Ülkemizde CEO değişimine neden olan sebepler ve değişimin firma finansal performansına etkisi üzerine diğer bir çalışma 2016 yılında Doğan ve arkadaşları tarafından yapılmıştır. Doğan vd. (2016) yaptıkları araştırmada Borsa İstanbul İmalat Sanayi Endeksi’nde 2004-2012 yılları arasında işleme açık 136 işletmenin verilerini kullanmıştır. CEO değişimine sebep olan faktörleri bulmak amacıyla yapılan lojistik regresyon analizi sonucunda işletmelerin piyasa performansları ve muhasebe, borçluluğun artması, satışların azalması ve varlıkların erimesi CEO değişimine neden olduğunu gözlemlemişlerdir. CEO değişiminin işletme finansal performansına etkisini ölçmek için aktif kârlılığı, özsermaye kârlılığı ve Tobin’s q oranını ele alarak yapılan analizde eşleştirilmiş t-testi kullanmışlardır. Ve sonucunda CEO değiştirmenin işletmelerin karlılıklarını azalttığını bulmuşlardır.

### **3.2. ARAşTIRMANIN AMACI VE ÖNEMİ**

Bu araştırmanın amacı, firmalarda gerçekleşen yönetici değişikliğinin firmaların finansal performansına etkisini incelemektir. Firmaların yönetim kademesinin en tepesinde üst düzey yöneticiler bulunmaktadır. Bu yöneticilerin kararları ve oluşturmuş oldukları planlar firmanın finansal performansı için

önemlidir. Firmalar bazı nedenlerden dolayı yönetici değişikliğine gidebilirler. Bu yöneticiler ölümden, sağlık sorunlarından, emeklilikten veya kötü performans sonucu iş akdinin sona ermesiyle firmalar tarafından değişikliğe uğrayabilirler. Bundan dolayı firmaların yönetici değişikliğinden sonra firma finansal performansının nasıl etkilendiği bu araştırma çerçevesinde incelenmektedir.

Araştırmanın önemi ise yapılan bu araştırmanın sonuçlarına göre yönetici değişikliğinin firmanın finansal performansına nasıl bir etki yaptığını ortaya koyarak, firmaların yönetici değişikliğine gidip gitmemesi konusunda değerlendirme yapmasına yardımcı olmaktır. Zorunlu yönetici değişikliğine gidilse bile bu değişimin firmanın finansal göstergelerini nasıl etkileyebileceğini gösterecektir.

### **3.3. ARAŞTIRMANIN METODOLOJİSİ**

Bu çalışma, 2000-2017 yılları arasında Borsa İstanbul'da işlem gören ve araştırmaya uygunluk gösteren 73 firmanın 82 yönetici değişikliği ele alınarak yapılmıştır. Yönetici değişikliği olarak CEO ve CFO değişiklikleri incelenmiştir. Araştırma çerçevesinde ele alınan toplam 82 yönetici değişikliğinin 45 tanesi CEO değişikliğini içerirken 37 tanesi CFO değişikliğini içermektedir. Bu yönetici değişikliklerini yapan firmalar ve yönetici değişikliği yapılan yıllar Ekler kısmında tablo şeklinde gösterilmiştir.

Araştırmada CEO değişiminin finansal performansa etkisi ile CFO değişiminin finansal performansa etkisi ayrı ayrı incelenmiştir. Araştırmada firmaların hangi yıllarda değişiklik yaptıklarını görmek için KAP web sayfası ve Borsa İstanbul geçmiş verilerinden yararlanılmıştır. Araştırmada ele alınan firmaların verileri Finnet uygulaması üzerinden elde edilmiştir. Banka verileri işleyiş bakımından farklı olduğundan dolayı bankalarda gerçekleşen yönetici değişiklikleri bu araştırma kapsamında ele alınmamıştır.

Çalışma çerçevesinde, Borsa İstanbul'da yönetici değişikliği yapmış 73 firmanın finansal performansını ölçmek için her firmanın en fazla 7 yıllık verileri kullanılmıştır. Yani yönetici değişikliği yapılan yıl ile yönetici değişikliği yapılan yıldan önceki 3 yıl ve yönetici değişikliği yapılan yıldan sonraki 3 yılın verileri toplanmıştır. Değişimden önceki 3 yılın finansal performansı ile değişimden

sonraki 3 yılın finansal performansı karşılaştırılarak anlamlı bir farklılık olup olmadığı araştırılmıştır. Örneklem, yönetici değişikliği öncesindeki 3 yıl ve yönetici değişikliği sonrasındaki 3 yıl yönetici değişikliğine gitmeyen firmalar seçilerek oluşturuldu. Örneğin, bir firmanın 2015 yılında CEO veya CFO yöneticilerinden birini değiştirdiğini varsayalım. Çalışma kapsamında firmanın verileri 2015 yılından önceki 3 yılın finansal verileri ve 2015 yılından sonraki 3 yılın finansal verileri ele alınarak, yönetici değişiminden önceki 3 yılın finansal performansı ile yönetici değişiminden sonraki 3 yılın finansal performansı arasında anlamlı farklılık olup olmadığı araştırılmıştır.

Bu çalışmada 73 firmanın yönetici değişikliğinden önceki ve sonraki yıllarda finansal performanslar arasında anlamlı bir farklılık olup olmadığını ve yönetici değişikliğinin firma finansal performansına etki edip etmediğini ölçmek için eşleştirilmiş t-testi kullanılmıştır. Eşleştirilmiş t-testi ile firmanın yönetici değişimi öncesi ve sonrası arasında finansal performansa ilişkin anlamlı farklılık olup olmadığı analiz edilmiştir.

Araştırma kapsamında ele alınan firmaların finansal performanslarını ölçmek için bazı finansal göstergeler kullanılmıştır. Bu finansal göstergeler açıklamalarıyla birlikte aşağıdaki Tablo 1’de gösterilmiştir.

**Tablo 1. Finansal Performans Ölçütleri ve Açıklamaları**

Finansal Performans Ölçütleri	Açıklama
Aktif Kârlılığı (ROA)	$\frac{\text{Net Kâr}}{\text{Toplam Aktifler}}$
Özsermaye Kârlılığı (ROE)	$\frac{\text{Net Kâr}}{\text{Toplam Özsermaye}}$
Net Kâr Marjı	$\frac{\text{Net Kâr}}{\text{Satışlar}}$
Faaliyet Kâr Marjı	$\frac{\text{Faaliyet Kârı}}{\text{Net Satış Tutarı}}$
Satışlardaki Büyüme	$\frac{(\text{Cari Yıl Satışları} - \text{Önceki Yıl Satışları})}{\text{Önceki Yıl Satışları}}$
Alacak Tahsil Süresi (Gün)	$\frac{365}{\text{Alacak Devir Hızı Oranı}}$

Literatürde yapılan bazı araştırmalara bakıldığında Setiawan vd. (2017) yaptıkları çalışmada finansal performans ölçütleri olarak toplam aktif, aktif kârlılığı ve özsermaye kârlılığını kullanırken, Kato ve Long (2006) ise yaptıkları çalışmada

kâr marjı ve aktif kârlılığı kullanmışlardır. Aktif kârlılığı, özsermaye kârlılığı ve net kâr marjı literatürde daha önce kullanılan finansal ölçütler arasındadır. Ülkemizde, Doğan vd. (2016) yaptıkları çalışmada satışların azalmasının CEO değişikliğine etki ettiği sonucuna ulaşmıştır. Bundan dolayı bu çalışmada CEO değiştikten sonra satışlarda pozitif bir artış olup olmadığını görmek için satışlardaki büyüme oranı ele alındı.

Bu çalışma kapsamında firmaların finansal performansları, Tablo 1’de bulunan finansal performans ölçütleri kullanılarak analiz edilmiştir.

### **3.4. ARAŞTIRMA BULGULARI**

Yönetici değişikliğinin firma finansal performansına etkisi iki farklı pozisyonda bulunan yöneticilerin değişikliği ele alınarak incelenmiştir. Öncelikle CEO değişiminin firma finansal performansına etkisi ele alınmıştır.

CEO’ların değişiminin firma finansal performansına etkisini araştırmak için Borsa İstanbul da işlem gören firmaların verilerinden elde edilen tanımlayıcı istatistikler Tablo 2’de gösterilmektedir.

**Tablo 2. CEO Değişikliğinin Firma Finansal Performansına Etkisi Analizinin Tanımlayıcı İstatistikleri**

		t-3	t-2	t-1	t	t+1	t+2	t+3
Aktif Karlılığı	N	44	45	45	45	45	44	30
	Ortalama (%)	5,38	4,66	3,80	2,49	4,00	4,86	4,43
	Std. Sapma	5,67	5,99	6,99	8,72	8,29	8,48	7,87
	Std. Hata	0,85	0,89	1,04	1,30	1,24	1,28	1,44
Özsermaye Karlılığı	N	41	41	40	40	41	41	30
	Ortalama (%)	12,44	12,06	8,97	8,75	13,55	13,72	17,33
	Std. Sapma	11,38	11,29	11,30	14,69	11,85	15,97	19,78
	Std. Hata	1,78	1,76	1,79	2,32	1,85	2,49	3,61
Net Kâr Marjı	N	34	35	35	35	35	33	26
	Ortalama (%)	5,79	5,25	3,50	3,02	5,88	5,34	4,37
	Std. Sapma	9,09	10,90	7,88	12,57	12,89	8,86	12,55
	Std. Hata	1,56	1,84	1,33	2,13	2,18	1,54	2,46
Faaliyet Kâr Marjı	N	38	37	37	35	38	38	26
	Ortalama (%)	7,53	7,52	5,71	6,29	7,60	7,52	8,28
	Std. Sapma	8,27	7,52	9,77	7,46	8,98	9,72	7,56
	Std. Hata	1,34	1,24	1,61	1,26	1,46	1,58	1,48
Satışlardaki Büyüme	N	40	41	39	40	41	38	26
	Ortalama (%)	16,33	5,74	9,14	7,38	20,28	25,21	21,45
	Std. Sapma	23,29	25,06	17,68	19,34	26,40	22,79	25,01
	Std. Hata	3,68	3,91	2,83	3,06	4,12	3,70	4,90
Alacak Tahsil Süresi	N	36	36	35	36	35	36	28
	Ortalama (Gün)	68,37	73,54	76,67	80,93	74,73	77,66	66,09
	Std. Sapma	35,28	37,30	39,29	42,90	36,89	42,63	39,09
	Std. Hata	5,88	6,22	6,64	7,15	6,23	7,11	7,39

Tablo 2’de en üstte yer alan t yılı CEO değişim yılını ifade etmektedir. İlgili istatistik tablosunda örneklem sayısı, ortalama, standart sapma ve standart hata gibi tanımlayıcı istatistiklere yer verilmiştir.

Tablodaki tanımlayıcı istatistiklere bakıldığında satışlardaki büyüme ortalaması CEO değişiminden önce düşük seviyelerdeyken CEO değişikliği sonrası artış göstermiştir. Özsermaye karlılığında ise t yılı yani değişim yılına kadar bir düşüş görülmekteyken t yılı sonrasında özsermaye karlılığı ortalamasında bir artış görülmektedir. Satışlardaki büyümelerin ortalamasında da CEO değişiminden sonra bir artış görüldüğü hatta CEO değişikliğinden 3 yıl sonra satışların ortalamasında ciddi artış görülmektedir.

Tanımsal istatistikler çerçevesinde alacak tahsil süresi değişim yılına kadar yüksek seviyelerdeyken t yılından sonra alacak tahsil süresi politikasında pozitif bir etki olduğu söylenebilir. Fakat yapılan bu araştırmada yönetici değişimlerinin firma finansal performansına etkisi anlamlı bir şekilde analiz etmek için eşleştirilmiş t-testi ile test edilmiştir. Yapılan eşleştirilmiş t testi analiz sonuçları Tablo 3'te yer almaktadır.

**Tablo 3. CEO Değişikliğinin Firma Finansal Performansına Etkisi Eşleştirilmiş T- Testi Anlamlılık Verileri**

	Aktif Kârlılığı	Özsermaye Kârlılığı	Net Kâr Marjı	Faaliyet Kâr Marjı	Satışlardaki Büyüme	Alacak Tahsil Süresi
t-3,t	2,17**	1,67	1,85***	0,53	1,74***	-2,19**
t-3,t+1	0,64	-0,51	-0,14	-0,05	-0,68	-1,61
t-3,t+2	0,25	-0,46	-0,00	0,00	-2,12**	-1,40
t-3,t+3	1,14	-1,15	0,89	0,51	-1,94***	-0,32
t-2,t	2,00***	1,43	1,69	0,17	-0,23	-1,64
t-2,t+1	0,58	-0,69	-0,46	-0,26	-3,29*	-1,11
t-2,t+2	-0,14	-0,66	-0,04	0,09	-4,35*	-0,86
t-2,t+3	0,64	-1,01	0,86	-0,20	-1,16	0,81
t-1,t	1,06	0,27	0,29	-1,06	0,57	-1,43
t-1,t+1	-0,14	-1,90***	-1,39	-1,46	-2,23**	-0,61
t-1,t+2	-0,64	-1,92***	-0,98	-1,32	-3,83*	-0,41
t-1,t+3	0,45	-1,83***	0,44	-0,74	-1,65***	1,03
t,t+1	-1,50	-2,02***	-1,75***	-0,79	-2,60**	1,27
t,t+2	-1,63	-1,71***	-0,92	-0,14	-3,55*	0,49
t,t+3	-0,91	-2,11**	-0,47	-1,30	-2,66**	1,34

\* %1, \*\* %5, \*\*\* %10 düzeyinde anlamlı

Tablo 3'e bakıldığı zaman aktif kârlılık, net kâr marjı, faaliyet kâr marjı ve alacak tahsil süresi göstergelerinde CEO değişimi öncesi ve CEO değişimi sonrası ele alınan yıllarda dikkate alınabilir anlamlı bir farklılık olmadığı gözlemlenmiştir. Fakat özsermaye kârlılığı ve satışlardaki büyümede CEO değişimi öncesi ve CEO değişimi sonrası arasında anlamlı bir farklılık olduğu gözlemlenebilir.

Aktif kârlılığında t-3 ve t-2 yılları ile t yılı arasında bir düşüş görülmektedir. Net kâr marjında ise değişim yılından sonraki ilk yıl bir artış gözlemlenmiştir.

Tablo 3'te özsermaye kârlılığı t testi sonuçlarına göre t-1 ve t yılı ile t+1, t+2, t+3 yılları arasında anlamlı bir olumlu yönde farklılık olduğu gözlemlenmiştir.

Aynı şekilde tanımlayıcı istatistiklere bakıldığı zaman özsermaye kârlılığı ortalaması ilgili yıllara göre yönetici değişikliği sonrası artış göstermiştir.

Bir diğer gösterge olan satışlardaki büyüme ele alındığında, t-3 yılı ile t, t+2, t+3 yılları arasında, t-2 yılı ile t+1, t+2 yılları arasında, t-1 yılı ile t+1, t+2, t+3 yılları arasında ve son olarak değişim yılı olan t yılı ile t+1, t+2, t+3 yılları arasında olumlu yönde anlamlı bir farklılığın olduğu gözlemlenmiştir. Bu verilere göre tanımlayıcı istatistiklere bakıldığı zaman satışların ortalamalarında yönetici değişikliği sonrası bir büyüme söz konusudur.

Tablo 3'te eşleştirilmiş t-testi analizi sonucunda çıkan verilere genel olarak bakıldığı zaman CEO değişikliği öncesi ve sonrası aktif kârlılığı, net kâr marjı, faaliyet kâr marjı ve alacak tahsil süresinde dikkate alınacak bir şekilde anlamlı bir farklılık görülmemiştir. Fakat özsermaye karlılığı ve satışlardaki büyüme de anlamlı farklılık görülmüştür. Özsermaye karı ve satışlardaki büyüme ortalamalarında CEO değişimi sonrasında olumlu bir artış gözlemlenmiştir.

CEO değişikliğinin analizlerinden sonra firmaların CFO değişikliği sonrası finansal performansta anlamlı bir farklılık olup olmadığı da analiz edilmiştir. Bu analiz için Borsa İstanbul da işlem gören CFO değişikliği yapmış analize uygun firmaların finansal göstergeleri ele alınmıştır. Ele alınan göstergelerin tanımlayıcı istatistikleri Tablo 4'te gösterilmiştir.

**Tablo 4. CFO Değişikliğinin Firma Finansal Performansına Etkisi Analizinin Tanımlayıcı İstatistikleri**

		t-3	t-2	t-1	t	t+1	t+2	t+3
Aktif Kârlılığı	N	36	35	36	36	36	36	33
	Ortalama (%)	4,99	3,33	3,88	4,38	4,18	3,80	4,11
	Std. Sapma	9,71	8,40	10,03	8,58	9,16	10,04	10,55
	Std. Hata	1,62	1,42	1,67	1,43	1,53	1,67	1,84
Özsermaye Kârlılığı	N	34	35	35	35	35	35	31
	Ortalama (%)	13,62	6,70	10,91	7,18	7,78	10,04	10,03
	Std. Sapma	17,02	21,23	20,24	22,98	30,39	27,59	27,60
	Std. Hata	2,92	3,59	3,42	3,88	5,14	4,66	4,96
Net Kâr Marjı	N	34	34	34	34	34	34	30
	Ortalama (%)	4,73	2,60	4,13	3,42	2,96	3,67	4,11
	Std. Sapma	10,10	9,71	10,66	10,56	10,93	11,35	11,06
	Std. Hata	1,73	1,67	1,83	1,81	1,87	1,95	2,02
Faaliyet Kâr Marjı	N	35	35	35	35	35	35	32
	Ortalama (%)	6,52	6,38	7,35	7,31	9,23	8,74	9,54
	Std. Sapma	7,69	7,72	7,78	8,26	8,54	9,63	10,16
	Std. Hata	1,30	1,30	1,32	1,40	1,44	1,63	1,80
Satışlardaki Büyüme	N	31	33	33	33	33	33	30
	Ortalama (%)	17,88	12,42	13,63	10,73	14,97	13,73	15,14
	Std. Sapma	20,11	16,62	13,43	15,59	15,02	18,57	20,62
	Std. Hata	3,61	2,89	2,34	2,71	2,61	3,23	3,77
Alacak Tahsil Süresi	N	37	37	37	37	37	37	34
	Ortalama (Gün)	60,35	62,36	63,50	62,80	64,13	65,43	66,36
	Std. Sapma	30,05	29,62	28,90	30,14	36,30	36,18	39,58
	Std. Hata	4,94	4,87	4,75	4,96	5,97	5,95	6,79

Tablo 4'teki tanımlayıcı istatistiklere bakıldığında, CFO değişikliği sonucunda aktif kârlılığı, özsermaye kârlılığı, net kâr marjı, satışlardaki büyüme ve alacak tahsil süresi ortalamalarında yıllara göre fazla bir değişiklik görülmemiştir.

İlgili tanımlayıcı istatistiklerde ele alınan faaliyet kâr marjı ortalamaları CFO değişim yılına kadar bir değişiklik görülmemesine rağmen CFO değişiminden sonra faaliyet kâr marjında bir artış gözlemlenmiştir. Fakat CFO değişiminin firma finansal performansında anlamlı bir değişiklik olup olmadığını görebilmek için eşleştirilmiş t-testi analiz sonuçları Tablo 5'te yer almaktadır.

**Tablo 5. CFO Değişikliğinin Firma Finansal Performansına Etkisi Eşleştirilmiş T- Testi Anlamlılık Verileri**

	Aktif Kârlılığı	Özsermaye Kârlılığı	Net Kâr Marjı	Faaliyet Kâr Marjı	Satışlardaki Büyüme	Alacak Tahsil Süresi
t-3,t	0,32	1,55	0,94	-0,54	1,85***	-0,81
t-3,t+1	0,45	1,26	1,13	-1,71***	0,69	-0,92
t-3,t+2	0,60	0,76	0,59	-1,27	0,76	-1,27
t-3,t+3	0,62	1,07	0,81	-1,23	0,36	-1,35
t-2,t	-0,59	-0,15	-0,58	-0,96	0,45	-0,13
t-2,t+1	-0,40	-0,20	-0,21	-2,69**	-0,76	-0,45
t-2,t+2	-0,47	-0,68	-0,63	-2,09**	-0,35	-0,69
t-2,t+3	-0,20	-0,60	-0,40	-1,76***	-0,19	-0,83
t-1,t	-0,28	1,89	0,42	0,58	0,92	0,33
t-1,t+1	-0,15	0,61	0,53	-1,82***	-0,38	-0,17
t-1,t+2	0,04	0,19	0,23	-1,19	-0,02	-0,54
t-1,t+3	0,03	0,37	0,42	-1,33	-0,32	-0,97
t,t+1	0,16	-0,13	0,35	-2,64**	-1,48	-0,43
t,t+2	0,37	-0,62	-0,17	-1,69	-0,85	-0,78
t,t+3	0,49	0,45	0,17	-1,93***	-1,48	-1,56

\*\* %5, \*\*\* %10 düzeyinde anlamlı

Tablo 5’te yapılan analiz CFO değişimi öncesi ve sonrasında firma finansal performansında anlamlı bir farklılık olup olmadığını göstermektedir.

Tabloya bakıldığında CFO değişimi sonrası firma finansal performans göstergeleri olarak alınan aktif kârlılığı, özsermaye kârlılığı, net kâr marjı, satışlardaki büyüme ve alacak tahsil süresinde anlamlı bir farklılık görülmemektedir. Fakat faaliyet kâr marjında anlamlı bir farklılık gözlemlenmiştir.

CFO değişiminden önceki faaliyet kâr marjı ile değişimden sonraki faaliyet kâr marjında anlamlı bir farklılık görülmüş. Yani CFO değişimi firmalarda faaliyet kâr marjında bir değişikliğe neden olmuştur. Tabloya bakıldığında t-3 ile t+1 yılları arasında, t-2 yılı ile t+1, t+2, t+3 yılları arasında ve t-1 ile t+1, t+2 yılları arasında anlamlı bir farklılık olduğu gözlemlenmiştir.

CFO değişikliği sonrasında faaliyet kâr marjında olumlu yönde bir farklılığın olduğu görülmektedir. Aynı zamanda tanımlayıcı istatistiklere bakıldığı zaman da faaliyet kâr marjı ortalamaları CFO değişikliği sonrası artmıştır.

## SONUÇ

Borsa İstanbul'da işlem gören 73 firmanın 82 yönetici değişikliğinin firmaların finansal performansına etkisini ölçmek için aktif kârlılığı, özsermaye kârlılığı, net kâr marjı, faaliyet kâr marjı, satışlardaki büyüme ve alacak tahsil süresi gibi finansal göstergeler kullanılmıştır. Yönetici değişikliği olarak firmalarda kritik öneme sahip Chief Executive Officer (CEO) ve Chief Financial Officer (CFO) değişiklikleri ele alınmıştır. CEO ve CFO değişikliklerinin finansal performansa etkisi olup olmadığını analiz edebilmek için eşleştirilmiş t testi kullanılmıştır.

Öncelikle CEO değişimi öncesi ve sonrasında finansal performansta anlamlı bir farklılık olup olmadığı analiz edilmiştir. Yapılan analiz sonucunda firmaların aktif kârlılığı, net kâr marjı, faaliyet kâr marjı ve alacak tahsil sürelerinde dikkate alınacak anlamlı bir farklılık görülememiştir. Sadece aktif kârlılığında t-3 ve t-2 yılları ile t yılları arasında negatif yönde bir anlamlı farklılık görülmüştür. Net kâr marjında ise t-3 yılı ile t yılı arasında negatif yönde anlamlı farklılık varken değişim yılından sonraki ilk yılda net kâr marjında olumlu yönde anlamlı farklılık gözlemlenmiştir. Önceki CEO'nun yerine gelen yeni CEO'lar bu finansal göstergeler üzerinde pek etkili olamamıştır. Fakat CEO değişikliği sonrasında tanımlayıcı istatistiklere bakıldığında aktif kârlılığı ortalamasında bir artış olduğu görülmektedir. Literatürde ise daha önce Leker & Salamo (2000) yaptığı çalışmada CEO değişikliğini takip eden yılda aktif kârlılıkta bir artış olduğunu gözlemlemişlerdir.

Özsermaye kârlılığına bakıldığı zaman CEO değişikliği öncesindeki ilk yıl ile değişikliğin yapıldığı yıldan sonra özsermaye kârlılığında anlamlı farklılık gözlemlenmiştir. Yeni CEO geldikten sonra özsermaye kârlılığında olumlu yönde artışa etki etmiştir.

Ülkemizdeki firmalarının birçoğunun aile şirketi olması ve yönetim kurullarının aile üyeleri tarafından oluşturulması CEO'ların bağımsız hareket edebilme olanağını azaltabilmektedir. Buda firmanın büyük hisselerine sahip aile ortaklarının CEO'yu özsermaye kârlılığını arttırması konusunda baskı altına

alabilmesine neden olabilmektedir. Bundan dolayı yeni gelen CEO'ların özsermaye karlılığı üzerinde etkili oldukları söylenebilir.

Diğer bir gösterge olan satışların büyümesi, firmaların CEO değişikliği sonrasında ne gibi bir değişikliğe uğradığı test edilmiştir. Test sonuçlarına bakıldığı zaman CEO değişikliği yapılan sonraki yıllarda satışlarda olumlu yönde bir büyüme gözlemlenmiştir. Bu sonuçlar ışığında, yeni CEO'ların firmaların satış politikalarını önemli derecede geliştirdiği görülebilir.

CEO değişiminden sonra satışlarda bir artış gözlemlenmiştir. Buda satışların azalması sonucu değişen CEO'ların firmaların satışlarını artırma konusunda baskı altında olduğunu göstermektedir. Çünkü Doğan vd. (2016) yaptıkları çalışmada, satışların azalmasının firmaların CEO değişikliğine etki eden faktörlerden bir tanesi olduğu sonucuna ulaşmışlardır.

Firmanın finansal açıdan önemli planlarını ve projelerini ortaya koyan finansal direktör olarak bilinen CFO'nun değiştirildikten sonra firmanın finansal performansına ne gibi etki ettiği analiz edilmiştir. Yapılan analiz sonucunda firmaların faaliyet kâr marjı hariç diğer göstergelerinde CFO değişim yılı öncesi ve sonrası arasında anlamlı farklılık görülmemiştir.

CFO değişikliğinin faaliyet kâr marjı üzerindeki etkisi üzerine yapılan analizin sonuçlarına göre t-3 yılı ile t+1 yılları arasında, t-2 ile t+1, t+2 ve t+3 yılları arasında, t-1 ile t+1 yılları arasında t yılı ile t+1 ve t+3 yılları arasında olumlu yönde anlamlı bir farklılık görülmüştür. Yani CFO değişikliği sonrasında firmanın faaliyet kâr marjında bir artış gözlemlenmiştir. Değişim sonrası gelen CFO'lar firmaların esas faaliyetlerinden elde edilen kârı artırma yoluna gitmişlerdir.

Sonuç olarak, Borsa İstanbul'da işlem gören firmalardan bazıları ele alınarak yapılan bu çalışmada CEO değişikliğinden sonra gelen yeni CEO'lar firmanın özsermaye kârlılığını olumlu düzeyde arttırmış ve satış politikalarını iyileştirerek satışlardaki büyümeyi arttırmıştır. Diğer yandan önceki CFO'nun yerine gelen yeni CFO ise firmanın esas faaliyetlerini daha verimli bir şekilde gerçekleştirmesinde önemli bir rol oynayarak firmanın faaliyet kâr marjını arttırmıştır.

## KAYNAKLAR

- Adam, E. E. (1994). Alternative quality improvement practices and organization performance. *Journal of Operations Management*.
- Akgüç, Ö. (1965). *Mali Analiz Notları*. Siyasi Bilimler Fakültesi.
- Akgüç, Ö. (2017). *Mali Tablolar Analizi* (16. baskı). Arayış Basım ve Yayıncılık San. Tic. Ltd. Şti.
- Aktan, C. C. (2013). Kurumsal Şirket Yönetimi. *Organizasyon ve Yönetim Bilimler Dergisi*.
- Alamry, S. C. M. (2020). *Analysis Of Financial Statements*.
- Aliona, B. (2016). Financial Performances Measurement Tools. *Analele Universităţii Constantin Brâncuşi din Târgu Jiu : Seria Economie, 1(3)*, 169–173.
- Ardanç, B. (1982). Modern Yönetim İlkeleri: Karar Verme. *Modern Yönetim Semineri, Ders Notları*.
- Arnautovic, A. (2014). *The importance of the CFO in an enterprise*.
- Bhunia, A., & Roy, S. G. (2011). Financial Performance Analysis-A Case Study. *Current Research Journal of Social Sciences, 3(3)*, 269-.
- Bilaloğlu, E. (2008). *Üst Düzey Yönetim Değişikliğinin Finansal Performansa Etkisi*. Gebze Yüksek Teknoloji Enstitüsü.
- Cherrington, D. J. (1989). Organizational behavior: The management of individual and organizational performance. *Allyn & Bacon*.
- Denis, D. J., & Denis, D. K. (1995). Performance Changes Following Top Management Dismissals. *The Journal of Finance, 50*, 1029-1057(29).
- Dinç, E., & Abdioğlu, H. (2009). İşletmelerde Kurumsal Yönetim Anlayışı ve Muhasebe Bilgi Sistemi İlişkisi: İMKB–100 Şirketleri Üzerine Ampirik Bir Araştırma. *Balıkesir Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi., 12(21)*, 157–184.
- Doğan, M., Ağca, V., & Karayel, M. (2016). Türkiye ' de CEO Değişimine Etki Eden Faktörler ve Değişiminin Finansal Performans Üzerindeki Etkisi

- Determining Factors on CEO Turnover and Its Impact on Financial Performance in Turkey. *Business and Economics Research Journal*, 7(2), 15–27.
- Er, B., Kurtaran, A., & Karakaya, A. (2017). *Finansal Tablolar Analizi* (1. baskı). Celepler Matbaacılık Basın Yayın ve Dağıtım.
- Ersoy, E., Bayrakdaroğlu, A., & Şamiloğlu, F. (2011). Türkiye’de Kurumsal Yönetim ve firma Performansı ( Tobin-Q ve Anormal Getiri) Arasındaki İlişkinin Analizi. *Finans Politik ve & Ekonomik Yorumlar*, 48(554).
- Foulke, R. A. (1961). *Practical Financial Statement Analysis* (6. baskı). Me Graw-Hill Book Company Inc.
- Frank, M. Z., & Goyal, V. K. (2007). Corporate Leverage: How Much Do Managers Really Matter? *SSRN Electronic Journal*. <https://doi.org/10.2139/ssrn.971082>
- Garcia, R., Gonzalez, M., & Ortega, C. (2006). The impact of CEO and director turnover on financial performance in Venezuela. *Latin American Business Review*, 7(2), 1–18. [https://doi.org/10.1300/J140v07n02\\_01](https://doi.org/10.1300/J140v07n02_01)
- Girigori, E. C. Z. . (2013). *The relationship between CFO expertise and firm performance* (Sayı November). Tilburg University.
- Gitman, L. J. (2014). *Principles of Managerial Finance*. PEARSON.
- Gizaw, S. (2016). *Financial Performance Analysis Of Debre Birhan Natural Spring Water Plc*. St.Mery’s University.
- Göçer, K. (2015). Mali Tablolar Analizi: Pendik Belediyesi Örneği, Bilgi Ekonomisi ve Yönetimi Dergisi. *Bilgi Ekonomisi ve Yönetimi Dergisi*, 10(1), 139.
- Gökçe, O., & Şahin, A. (2003). Yönetimde Rol Kavramı ve Yönetimsel Roller. *SÜ İİBF Sosyal ve Ekonomik Araştırmalar Dergisi*, 3(6).
- Grady, P. (1965). *Inventory of generally accepted accounting principles for business enterprises (Accounting research study)*. American Institute of Certified Public Accountants.
- Han, J., Zhang, J., & Han, J. (2015). CFO as a Strategic Partner of the CEO: Relational Demography and Firm Financial Performance. *Journal of Business and Management*, 21(1), 59.
- Hartono, J., & Lindrianasari. (2011). *Performance and Ceo Turnover : Evidence*.

3(2), 97–108.

- Hitt, Michael, A., Middlemist, R. D., & Mathis, R. L. (1989). *Management Concept and Effective Practice* (Third Edit). West Publishing Company.
- Hoca, F. (2017). *Mali Analiz*.
- Horrigan, J. O. (1968). A Short History of Financial Ratio Analysis. *American Accounting Association*, 43(2), 284–294.
- Huson, M. R., Malatesta, P. H., & Parrino, R. (2002). Managerial succession and firm performance. *Journal of Financial Economics*, 74(2), 237–275. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2003.08.002>
- Karaman, R. (2009). İşletmelerde Performans Ölçümünün Önemi Ve Modern Bir Performans Ölçme Aracı Olarak Balanced Scorecard. *SÜ İİBF Sosyal ve Ekonomik Araştırmalar Dergisi*, 412.
- Karayel, E. (2009). *Kurumsal Yönetim ve Bir Uygulama*. İstanbul Ticaret Üniversitesi.
- Karrenbrock, W. E., & Simons, H. (1958). *Intermediate Accounting*. South-Western Publishing Company.
- Kato, T., & Long, C. (2006). CEO turnover, firm performance, and enterprise reform in China: Evidence from micro data. *Journal of Comparative Economics*, 34(4), 796–817. <https://doi.org/10.1016/j.jce.2006.08.002>
- Kavut, F. L. (2010). Kurumsal Yönetim, Kurumsal Sosyal Sorumluluk ve Çevresel Raporlama: İMKB 100 Şirketlerinin Çevresel Açıklamalarının İncelenmesi. *Yönetim Dergisi*, 21(66), 9–43.
- Kennedy, R. D., & McMullen, S. Y. (1966). *Financial Statements-Form, Analysis and Interpretation*. Richard D. Irwin, Inc.
- Koçel, T. (2014). *İşletme Yöneticiliği* (T. KOÇEL (ed.); 15. baskı). Beta.
- Küçüksözen, C., & Küçükkocaoğlu, G. (2005). Kurumsal Şirket Yönetiminde Finansal Tabloların Rolü. *Muhasebe ve Denetim Bakış*, 16, 1–25.
- Kula, V. (2006). *Kurumsal Yönetim*. Papatya Yayıncılık.
- Lausten, M. (2002). CEO turnover, firm performance and corporate governance: Empirical evidence on Danish firms. *International Journal of Industrial Organization*, 20(3), 391–414. [https://doi.org/10.1016/s0167-7187\(00\)00083-7](https://doi.org/10.1016/s0167-7187(00)00083-7)

- Leker, J., & Salamo, S. (2000). CEO turnover and corporate performance. *Scandinavian Journal of Management*, 16(3).
- Lindenberg, E. B., & Ross, S. A. (1981). Tobin's Ratio and Industrial Organization. *The Journal of Business*, 54(1), 1. <https://doi.org/10.1086/296120>
- Lupton, T. (1977). Organizational Behavior and Performance. *The Macmillan Press*.
- Mackey, A. (2008). The Effect of Ceos on Firm Performance. *Strategic Management Journal*.
- Mesci, Z., Batman, O., & Öncü, M. A. (2016). Yöneticilerin Kurumsal Yönetime Bakış Açısı: Turizm İşletmelerine Yönelik Bir Araştırma. *C.Ü. İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi*, 17(2).
- Messersmith, J. G., Lee, J. Y., Guthrie, J. P., & Ji, Y. Y. (2014). Turnover at the top: Executive team departures and firm performance. *Organization Science*, 25(3), 776–793. <https://doi.org/10.1287/orsc.2013.0864>
- Mian, S. (2001). On the choice and replacement of chief financial officers. İçinde *Journal of Financial Economics* (C. 60, Sayı 1). [https://doi.org/10.1016/S0304-405X\(01\)00042-3](https://doi.org/10.1016/S0304-405X(01)00042-3)
- Millstein, I. M., Albert, M., Cadbury, S. A., Denham, R. E., Feddersen, D., & Tateisi, N. (1998). *Corporate Governance: Improving Competitiveness and Access to Capital in Global Markets*.
- Myer, J. N. (1969). *Financial statement analysis* (4 th). Englewood Cliffs, N.J., Prentice-Hall.
- Norby, W. C. (2013). Accounting for financial Analysis. *Financial Analysis Journal*.
- Robbins, S. P. (1987). Organizational Theory: Structure, Design, and Application. *Prentice-Hall*.
- Saraç, M. (2015). *Finansal Yönetim*.
- Setiawan, D., Phua, L. K., Chee, H. K., & Trinugroho, I. (2017). CEO Turnover and Firm Performance In Indonesia. *Indonesian Capital Market Review*, 9.
- S.P.K. (2003) Kurumsal Yönetim İlkeleri Tebliği. <https://www.spk.gov.tr/Duyuru/Goster/2008319/0> adresinden 14.01.2021 tarihinde edinilmiştir.

- Tandoğan, B. (2002). *Risk Analizi Tekniklerine Yönelik Finansal Tablolar Analizi ve Finansman Yöntemlerinin Değerlendirilmesi* (2. baskı). Vakıf Sistem Pazalama Yazılım Servis Tic. ve San. A.Ş.
- Tian, J., & He, S. (2016). Financial Analysis: Current Situation and Development Trend—Review and Evaluation of Corporate Financial Analysis. *International Conference on Education, E-learning and Management Technology*.
- Toprak, M. S. (2018). *Finansal Tablolar Analizi*.
- Toroslu, M. V., & Durmuş, C. N. (2015). *Finansal Tablolar Analizi* (2. baskı). Seçkin Yayıncılık.
- UkDiss. (2019). *History of Financial Ratios*.  
<https://ukdiss.com/litreview/literature-review-of-history-of-financial-ratios-finance.php>.
- Weisbach, M. S. (1988). Outside directors and CEO turnover. *Journal of Financial Economics*, 20, 431–460.
- Yalkın, Y. K. (1981). *İşletmelerde Mali Analiz Teknikleri* (5. baskı). Ankara Üniversitesi Siyasal Bilgiler Fakültesi Yayınları No:482.
- Yazıcı, S., & Yanık, S. (2010). Sigorta Sektöründe Kurumsal Yönetim ve Kurumsal Yönetim Komitesi'nin Rolü. *İstanbul Üniversitesi İktisat Fakültesi Dergisi*, 60(2), 1–22.
- Zengin, A. N., & Altıok Yılmaz, A. (2017). Kurumsal Yönetim İlkeleri ve Standartları. *Uluslararası Sosyal Araştırmalar Dergisi*, 10(48).
- Zhang, P., Wierschem, D., Mediavilla, F. A. M., & Hong, K. P. (2016). An Empirical Investigation on CEO Turnover in IT Firms and Firm Performance. *Journal of International Technology and Information Management*, 25(2), 67–83.
- Zoni, L., & Pippo, F. (2017). CFO and finance function: what matters in value creation. *Accounting & Organizational Change*, 13(2), 216–238.

## EKLER

### Ek-1 CEO Değişikliği Yapan Firmalar ve Değişiklik Yaptığı Yıllar

No	Firma Adı	Firma Kodu	Değişiklik Yapılan Yıl
1	EİS ECZACIBAŞI İLAÇ SİNAİ VE FİNANSAL YATIRIMLAR SANAYİ VE TİCARET A.Ş.	ECILC	2001
2	EDİP GAYRİMENKUL YATIRIM SANAYİ VE TİCARET A.Ş.	EDIP	2003
3	ADEL KALEMCİLİK TİCARET VE SANAYİ A.Ş.	ADEL	2012
4	BİZİM TOPTAN SATIŞ MAĞAZALARI A.Ş.	BİZİM	2013
5	A SELSAN ELEKTRONİK SANAYİ VE TİCARET A.Ş.	A SELS	2014
6	ÇİMSA ÇİMENTO SANAYİ VE TİCARET A.Ş.	CİMSA	2014
7	GÖZDE GİRİŞİM SERMAYESİ YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.	GOZDE	2014
8	SİNPAŞ GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.	SNGYO	2014
9	VAKKO TEKSTİL VE HAZIR GİYİM SAN. İŞLETMELERİ A.Ş.	VAKKO	2014
10	ÇELİK HALAT VE TEL SANAYİİ A.Ş.	CELHA	2015
11	DOĞUŞ GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.	DGGYO	2015
12	GOODYEAR LASTİKLERİ T.A.Ş.	GOODY	2015
13	KEREVİTAŞ GIDA SANAYİ VE TİCARET A.Ş.	KERVIT	2015
14	PERGAMON STATUS DIŞ TİCARET A.Ş.	PSDTC	2015
15	SARKUYSAN ELEKTROLİTİK BAKIR SAN. VE TİC. A.Ş.	SARKY	2015
16	TURKCELL İLETİŞİM HİZMETLERİ A.Ş.	TCELL	2015
17	TÜPRAŞ-TÜRKİYE PETROL RAFİNERİLERİ A.Ş.	TUPRS	2015
18	AKENERJİ ELEKTRİK ÜRETİM A.Ş.	AKENR	2016
19	AKFEN GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.	AKFGY	2016
20	BORUSAN MANNESMANN BORU SAN. VE TİC.A.Ş.	BRSAN	2016
21	BURSA ÇİMENTO FABRİKASI A.Ş.	BUCIM	2016
22	DENİZLİ CAM SANAYİİ VE TİCARET A.Ş.	DENCM	2016
23	DESPEC BİLGİSAYAR PAZARLAMA VE TİCARET A.Ş.	DESPC	2016
24	ECZACIBAŞI YATIRIM HOLDİNG ORTAKLIĞI A.Ş.	ECZYT	2016
25	ERBOSAN ERCİYAS BORU SANAYİİ VE TİCARET A.Ş.	ERBOS	2016
26	EURO TREND YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.	ETYAT	2016
27	GENTAŞ DEKORATİF YÜZEYLER SANAYİ VE TİCARET A.Ş.	GENTS	2016
28	KENT GIDA MADDELERİ SANAYİİ VE TİCARET A.Ş.	KENT	2016
29	KOZA ANADOLU METAL MADENCİLİK İŞLETMELERİ A.Ş.	KOZAA	2016
30	PETKİM PETROKİMYA HOLDİNG A.Ş.	PETKM	2016
31	TÜRK HAVA YOLLARI A.O.	THYAO	2016
32	TÜRK TELEKOMÜNİKASYON A.Ş.	TTKOM	2016
33	AFYON ÇİMENTO SANAYİ T.A.Ş.	AFYON	2017
34	ARENA BİLGİSAYAR SANAYİ VE TİCARET A.Ş.	ARENA	2017
35	BOSSA TİCARET VE SANAYİ İŞLETMELERİ T.A.Ş.	BOSSA	2017

**Ek-1 (Devam) CEO Değişikliği Yapan Firmalar ve Değişiklik Yaptığı Yıllar**

36	BORUSAN YATIRIM VE PAZARLAMA A.Ş.	BRYAT	2017
37	BURÇELİK BURSA ÇELİK DÖKÜM SANAYİİ A.Ş.	BURCE	2017
38	DEMİSAŞ DÖKÜM EMAYE MAMÜLLERİ SANAYİ A.Ş.	DMSAS	2017
39	ETİLER GIDA VE TİCARİ YATIRIMLAR SAN. VE TİC. A.Ş.	ETILR	2017
40	KLİMASAN KLİMA SANAYİ VE TİCARET A.Ş.	KLMSN	2017
41	KORDSA TEKNİK TEKSTİL A.Ş.	KORDS	2017
42	OYAK YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.	OYAYO	2017
43	ROYAL HALI İPLİK TEKSTİL MOBİLYA SAN. VE TİC. A.Ş.	ROYAL	2017
44	VAKIF GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.	VKGYO	2017
45	YÜNSA YÜNLÜ SANAYİ VE TİCARET A.Ş.	YUNSA	2017



**Ek-2 CFO Değişikliği Yapan Firmalar ve Değişiklik Yaptığı Yıllar**

No	Firma Adı	Firma Kodu	Değişiklik Yapılan Yıl
1	MİGROS TİCARET A.Ş.	MGROS	2000
2	BİSAŞ TEKSTİL SANAYİ VE TİCARET A.Ş.	BISAS	2001
3	MONDI OLMUKSAN KAĞIT VE AMBALAJ SANAYİ A.Ş.	OLMK	2002
4	HEKTAŞ TİCARET T.A.Ş.	HEKTS	2003
5	BORUSAN MANNESMANN BORU SAN. VE TİC. A.Ş.	BR SAN	2004
6	TÜPRAŞ-TÜRKİYE PETROL RAFİNERİLERİ A.Ş.	TUPRS	2004
7	AKIN TEKSTİL A.Ş.	ATEKS	2005
8	SÖNMEZ PAMUKLU SANAYİİ A.Ş.	SNPAM	2005
9	BANVİT BANDIRMA VİTAMİNLİ YEM SANAYİİ A.Ş.	BANVT	2006
10	EGEPLAST EGE PLASTİK TİCARET VE SANAYİ A.Ş.	EPLAS	2006
11	TURKCELL İLETİŞİM HİZMETLERİ A.Ş.	TCELL	2006
12	FRİGO-PAK GIDA MADDELERİ SANAYİ VE TİCARET A.Ş.	FRIGO	2007
13	TÜRK TELEKOMÜNİKASYON A.Ş.	TTKOM	2010
14	ÇELEBİ HAVA SERVİSİ A.Ş.	CLEBI	2013
15	HÜRRİYET GAZETECİLİK VE MATBAACILIK A.Ş.	HURGZ	2013
16	ANADOLU ISUZU OTOMOTİV SANAYİ VE TİCARET A.Ş.	ASUZU	2014
17	DEMİSAŞ DÖKÜM EMAYE MAMÜLLERİ SANAYİ A.Ş.	DMSAS	2014
18	PENGÜEN GIDA SANAYİ A.Ş.	PENGD	2014
19	TÜRKİYE ŞİŞE VE CAM FABRİKALARI A.Ş.	SISE	2014
20	TAT GIDA SANAYİ A.Ş.	TATGD	2014
21	TÜRK TRAKTÖR VE ZİRAAT MAKİNELERİ A.Ş.	TTRAK	2014
22	ADEL KALEMCİLİK TİCARET VE SANAYİ A.Ş.	ADEL	2015
23	ALKİM ALKALİ KİMYA A.Ş.	ALKİM	2015
24	BANVİT BANDIRMA VİTAMİNLİ YEM SANAYİİ A.Ş.	BANVT	2015
25	ÇEMTAŞ ÇELİK MAKİNA SANAYİ VE TİCARET A.Ş.	CEMTS	2015
26	DYO BOYA FABRİKALARI SANAYİ VE TİCARET A.Ş.	DYOBY	2015
27	REYSAŞ TAŞIMACILIK VE LOJİSTİK TİCARET A.Ş.	RYSAS	2015
28	SASA POLYESTER SANAYİ A.Ş.	SASA	2015
29	TOFAŞ TÜRK OTOMOBİL FABRİKASI A.Ş.	TOASO	2015
30	ZORLU ENERJİ ELEKTRİK ÜRETİM A.Ş.	ZOREN	2015
31	DOĞUŞ OTOMOTİV SERVİS VE TİCARET A.Ş.	DOAS	2016
32	FEDERAL-MOGUL İZMİT PİSTON VE PİM ÜRETİM TESİSLERİ A.Ş.	FMIZP	2016
33	ÜLKER BİSKÜVİ SANAYİ A.Ş.	ÜLKER	2016
34	VAKKO TEKSTİL VE HAZIR GİYİM SAN. İŞLETMELERİ A.Ş.	VAKKO	2016
35	ÇEMAŞ DÖKÜM SANAYİ A.Ş.	CEMAS	2017
36	KORDSA TEKNİK TEKSTİL A.Ş.	KORDS	2017
37	MARSHALL BOYA VE VERNİK SANAYİİ A.Ş.	MRS HL	2017