

## KONAKLAMA İŞLETMELERİNDE KURUMSAL YÖNETİM VE İŞLETME PERFORMANSI<sup>1</sup>

### CORPORATE GOVERNANCE AND FIRM PERFORMANCE IN LODGING FIRMS

**Şerban BAKAY ERGENE**

Mersin Üniversitesi, Sosyal Bilimler Meslek Yüksekokulu  
[bakayserban@hotmail.com](mailto:bakayserban@hotmail.com)  
ORCID ID: 0000-0003-4979-6831

**Erdiñç KARADENİZ**

Prof. Dr. Mersin Üniversitesi, Turizm Fakültesi  
[ekaradeniz@mersin.edu.tr](mailto:ekaradeniz@mersin.edu.tr)  
ORCID ID: 0000-0003-2658-8490

#### ÖZET

Bu araştırma konaklama işletmelerinin kurumsal yönetim düzeyleri ile performansları arasındaki ilişkileri incelemek amacıyla gerçekleştirilmiştir. Araştırmada öncelikle BIST turizm endeksindeki işletmeler ile 2016 yılında marka değeri en yüksek 6 konaklama işletmesinin 2011-2015 yılları arasındaki kurumsal yönetim düzeyleri derecelendirilmiştir. Bu dereceleme sonucunda 2011 yılında gerçekleştirilen Yeni Türk Ticaret Kanunundaki düzenlemelere paralel olarak BIST turizm endeksindeki konaklama işletmelerinin kurumsal yönetim uygulama düzeylerinde gelişmeler kaydettikleri belirlenmiştir. Araştırma da konaklama işletmelerinin performansları ile kurumsal yönetim puanları arasındaki ilişkiler Sınıflama ve Regresyon Ağacı yöntemi ile incelenmiştir. Analiz sonucunda hem işletme değeri ile kurumsal yönetim puanları arasında pozitif ilişkiler elde edilmiştir. Elde edilen bu ilişkiler farklı kurumsal yönetim düzeyine sahip işletmelerin, işletme performansları üzerinde kurumsal yönetim puanının ayırıcı bir değişken olduğunu göstermektedir. Analizde işletme değeri ile borç/aktifler oranı arasında da pozitif bir ilişki bulunmuştur. Bu ilişki, borcun işletmenin gelecekte gerçekleştireceği yatırımlara duyulan güveni işaret etmesinin yanında yönetici performansını değerlendirme aracı olduğunu göstermektedir. Aktif karlılığı ile işletme büyüklüğü arasında ise negatif bir ilişki elde edilmiştir.

#### ABSTRACT

This study was carried out to examine the relationships between the corporate governance levels and performances of lodging companies. In the study, firstly the corporate governance levels of lodging companies in the BIST tourism index and the 6 lodging companies with the most valuable brand in 2016 between the years 2011 and 2015 were rated. As a result of this rating, it has been determined that in line with the regulations in the New Turkish Commercial Code in 2011, lodging companies in the BIST tourism index have improved their corporate governance implementation levels over the years. Then, in the study, the relationships and interactions between the performances and the corporate governance scores of the lodging companies were examined using the Classification and Regression Tree method. As a result of the analysis, positive relationships were obtained between both firm value and corporate governance scores, and return on assets and corporate governance scores. These relationships show that the corporate governance score is a distinctive variable on the firm performance of companies with different corporate governance levels. In the analysis, a positive relationship was found between the firm value and the debt / assets ratio. It can be stated that the increase in debt ratio as an indicator of the trust in the future investments of the company and as a tool to evaluate the performance of managers. A negative relationship has been found between return on assets and firm size.

**Geliş Tarihi:**  
02.02.2021  
**Kabul Tarihi:**  
30.03.2022  
**Yayın Tarihi:**  
31.03.2022

#### Anahtar Kelimeler

Kurumsal Yönetim  
İşletme Değeri  
Aktif Karlılığı  
Kaldıraç Oranı  
Konaklama İşletmeleri  
**Keywords**  
Corporate Governance  
Firm Value  
Firm Profitability  
Leverage Ratio  
Lodging Firms

**DOI:** <https://doi.org/10.30783/nevsosbilen.873516>

**Atıf/Cite as:** Bakay Ergene, Ş. ve Karadeniz, E. (2022). Konaklama İşletmelerinde Kurumsal Yönetim ve İşletme Performansı. *Neşehir Hacı Bektaş Veli Üniversitesi SBE Dergisi*, 12(1), 619-637.

<sup>1</sup> Bu makale, “Halka Açık Konaklama İşletmelerinde Kurumsal Yönetim Uygulamaları ve İşletme Değerine Etkisi: Uluslararası Bir Karşılaştırma” isimli doktora tezinden türetilmiştir.

## Giriş

İşletme yönetiminin profesyonelleşmesi, işletme yöneticileri ile işletmeye sermaye sağlayanların birbirlerinden ayrılmasına yol açmaktadır. Riski üstlenen ile karar alanların farklı ellerde toplanması sonucunda bu gruplar arasında çatışmalar yaşanmaya başlamış ve bu çatışmaların gruplar arasındaki amaç farklılıklarından kaynaklandığı belirlenmiştir (Fama and Jensen, 1983a: 301). İşletmeye sermaye sağlayanlar ile işletmeyi yönetenler arasında meydana gelen bu çatışmalar vekalet sorunu (Williamson, 1988: 568) olarak adlandırılmaktadır. Vekalet sorunu, hissedarlar ile yöneticiler arasında oluşabileceği gibi hissedarlar ile işletmeye borç veren gruplar arasında da meydana gelebilmektedir (Jensen and Meckling, 1976: 7; Jensen and Smith, 1985: 22). Bunların dışında büyük hissedarlar ile küçük hissedarlar arasında da hak kullanımlarından kaynaklı eşitsizlikler nedeniyle yaşanabilen çatışmalar da vekalet sorunu olarak ifade edilmektedir (Shleifer and Vishny, 1997: 753; Claessens, et al., 1999: 18).

Vekalet sorunu, asimetric bilgi nedeniyle üstünlük elde eden tarafın kendi çıkarlarını arttırırken menfaat sahipleri ile olan ilişki dengesinin bozulmasına yol açmaktadır. Ancak bu ilişki dengesi sadece işletmenin içindeki menfaat sahiplerini değil işletme dışındaki menfaat sahipleri ile tüm paydaşları da içine almaktadır. Bu durum işletmelerin çok yönlü taraflar arasındaki ilişkilerinin korunması ve eşitsizliklerin ortadan kaldırılmasını sağlayacak bir sisteme olan ihtiyacı gerekli kılmaktadır. Taraflar arasında meydana gelen çatışmaların ve hak ihlallerinin önüne geçilmesine olanak vereceği düşünülen sistem kurumsal yönetim olarak ifade edilmektedir. Kurumsal yönetim; dürüst, adil, şeffaf ve sorumluluk ilkeleri çerçevesinde işletme faaliyetlerinin gerçekleştirilmesini sağlamak ve işletme çıkarlarını korumanın gerçekte tüm menfaat sahiplerinin haklarını koruma ve kazançlı çıkma bilinci ile tarafların birbirlerine karşı yükümlülüklerini eksiksiz bir biçimde yerine getirilmesini sağlayan kurallar dizisi olarak tanımlanabilir.

Turizm sektörü; döviz girdisi sağlama, yabancı sermaye girişini arttırma, istihdam artışı sağlama, ödemeler dengesini sağlama ve bölgesel gelişmelere yaptıkları katkılar nedeniyle ülke ekonomileri açısından önem taşımaktadır (Çımat ve Bahar, 2003:13; Furmolly et al., 2017: 69). Ancak bu öneme karşılık sektör pek çok sorunla karşı karşıya kalmaktadır. Yatırımların sabit sermaye yoğun olması, sabit duran varlık yatırımlarının geri dönüş sürelerinin uzun bir zaman dilimine yayılması, yenileme yatırımı gereksiniminin kısa sürede ortaya çıkması turizm sektöründe faaliyet gösteren konaklama işletmelerinin finansal sorunlarından bazılarıdır (Kandır et al., 2007: 81; Civan ve Cenger, 2013: 355). Bu sorunlara ek olarak konaklama işletmelerinin risk ve belirsizlik düzeylerindeki yükseklik, operasyonel maliyet kontrolündeki güçlükler, kar marjlarının düşük, döviz kuru risklerinin yüksek oluşu (Kahiloğulları ve Karadeniz, 2015: 542), bilgi teknolojilerindeki hızlı gelişmeler (Çavuş, 2008: 21) ve bazı yönetsel sorunları da (Kıngır, 2006: 462) bulunmaktadır. Turizm sektöründeki konaklama işletmelerinin karşılaştığı sorunların çözümünde kurumsal yönetim uygulamalarının diğer sektörlerdeki işletmelere sağladığı yararları (borç maliyetlerinde azalış, uzun vadeli kaynaklara ulaşabilme, sermaye piyasalarına açılma, kurumsal yatırımcılar tarafından tercih edilebilme olanaklarının geliştirilmesi) ve olanakları (Gupta et al., 2009: 294; Gompers et al., 2001: 6; Guillet and Mattila, 2010: 682) sunması beklenmektedir.

Kurumsal yönetim, işletme faaliyetlerinin verimli bir biçimde gerçekleştirilebilmesi için paydaşlarla olan etkileşime ve denetime katkı sağlayan bir süreçtir. Turizm sektöründeki işletmelerin kurumsal yönetim uygulamaları sayesinde sorunlarının çözümüne katkı yapması beklenmektedir.

Türkiye’de 2011 yılında kabul edilen ve 2012 yılında yürürlüğe giren Yeni TTK’da kurumsal yönetim uygulamalarına ilişkin düzenlemeler gerçekleştirilmiş ve 2014 yılında kurumsal yönetim tebliği yayınlanarak bu konudaki gelişmeler daha da hız kazanmaya başlamıştır.

Bu araştırma 2011 yılında gerçekleştirilen Yeni TTK’daki düzenlemeler çerçevesinde BIST konaklama işletmelerinin kurumsal yönetim uygulamalarındaki gelişmeleri ve değişimleri belirlemeyi amaçlamaktadır. Bu kapsamda öncelikle analize dahil edilen konaklama işletmelerinin kurumsal yönetim düzeyleri derecelenmiş ve BIST turizm endeksindeki konaklama işletmeleri ile marka değeri en yüksek konaklama işletmelerinin kurumsal yönetim düzeyleri karşılaştırma (benchmark) olanağı elde edilmiştir. Ayrıca analize dahil edilen konaklama işletmelerinin işletme değeri ve aktif karlılık oranı ile kurumsal yönetim puanları arasındaki ilişki ve etkileşimler ortaya konulmaya çalışılmıştır.

Araştırma belirlenen amaçlar çerçevesinde beş bölümden oluşmaktadır. Araştırmanın ikinci bölümünde kurumsal yönetim çerçevesinde gerçekleştirilen literatürdeki çalışmalar yer almaktadır. Üçüncü bölümde araştırma yöntemi, örneklem, bağımlı ve bağımsız değişkenlere ilişkin bilgiler verilmektedir. Dördüncü bölümde ise birinci ve ikinci CRT analizleri ile elde edilen bulgular sunulmaktadır. Beşinci bölümde ise

araştırmadan elde edilen sonuçlar ile araştırmanın kısıtları tartışılmakta ve gelecek araştırmalar için öneriler sunulmaktadır.

## 1. Literatür ve Araştırma Soruları

Kurumsal yönetim, bilgi asimetrisinden kaynaklanan menfaat çatışmalarının neden olduğu maliyetleri ortadan kaldırmak ve hissedar haklarının korunmasına dönük vekalet teorisi üzerine inşa edilmiştir. Bu çerçevede; yatırımcı koruması, asil-vekil arasındaki çatışmaların nedenleri, çatışmaların çözümü ve hukuksal düzenlemeler çerçevesinde temeli oluşturmaya başlanmıştır (Jensen and Meckling, 1976; Fama and Jensen, 1983b; Jensen and Smith, 1985). Ancak işletmelerin sadece hissedarlara karşı değil tüm paydaşlara karşı sorumlu olduklarına ilişkin yaklaşımlar (Freeman and Reed, 1983) kurumsal yönetim anlayışının gelişmesine ve bakış açısının genişlemesini sağlamıştır.

### 1.1. Kurumsal Yönetim ve İşletme Performansı

Literatürde kurumsal yönetim endeksleri ile işletme karlılığı, işletme değeri, hisse senedi getirisi ve kaldıraç oranları arasındaki ilişkilerin incelendiği pek çok araştırma yer almaktadır. Karpoff et al. (1994), yönetsel sağlama davranışı ile aktif karlılığı ve piyasa değeri arasında negatif bir ilişki elde ederken hissedar çıkarlarını maksimize etme davranışı ile piyasa değeri arasında pozitif bir ilişki elde etmişlerdir. Core et al. (1999), zayıf kurumsal yönetim yapısına sahip olan işletmelerde işletme performanslarının zayıf olduğu sonucuna ulaşmışlardır. Claessens et al. (1999), Batı Asya ülkelerindeki işletmelerde yüksek nakit akışının yüksek pazar değeri ile ilişkilendirildiği buna karşın yüksek kontrol haklarının düşük pazar değeri ile ilişkilendirildiğini vurgulamışlardır. La Porta et al. (2000), yatırımcının korunması ve sahip olunan yasa ve kuralların kurumsal yönetim üzerinde önemli bir role sahip olduğunu belirtmektedirler. Gompers et al. (2001), hissedar hakları güçlü olan işletmelerin hisse senedi getirileri ve işletme değerlerinde artış ve sermaye maliyetleri ile işletme ele geçirme davranışında azalışlar tespit etmişlerdir. Mitton (2002), Asya ülkelerindeki işletmelerin kurumsal yönetim uygulamalarının işletme performansı üzerindeki etkilerini incelemiş ve pozitif ilişkiler elde etmiştir. Klapper ve Love (2002), gelişmekte olan 25 ülkede kurumsal yönetim uygulamaları ile faaliyet performansı ve piyasa değeri arasındaki ilişkileri inceledikleri çalışmalarında, kurumsal yönetim ile performans ve piyasa değeri arasında yüksek bir ilişki elde etmişlerdir. Black et al. (2006a), Kore Menkul kıymetlerinde işlem gören işletmelerin kurumsal yönetim endeksi ile işletme değeri arasında pozitif ilişkilere ulaşmışlardır. Bauer et al. (2003), Euro Bölgesi ülkelerinde kurumsal yönetim düzeyi ile işletme değeri arasında bir ilişki elde etmelerine rağmen Birleşik Krallık'taki işletmelerde bir ilişki elde edememişlerdir. Gürbüz ve Erginçan (2004), Türkiye'de IMKB 30 endeksindeki işletmelerin kurumsal yönetim uygulamaları ile borsa performansı, finansal yapı ve işletme karlılığı üzerindeki etkileri araştırmış ve kurumsal yönetim ilkelerini uygulayan işletmelerin getirilerinin, özsermaye karlılığının ve dış kaynaklardan yararlanma derecesinin daha yüksek olduğu sonucuna ulaşmışlardır. Brown ve Caylor (2006), 51 koşula dayalı kurumsal yönetim puanlarını hesapladıkları işletmelerin, kurumsal yönetim uygulamaları ile işletme değeri arasında pozitif bir ilişki elde etmişlerdir. Black et al. (2012), Brezilya'daki finans dışı işletmelerin kurumsal yönetim endeksi ile işletme değeri arasındaki önemli ilişkiler bulmuşlardır. Gupta et al. (2009) Kanada sermaye piyasasında faaliyet gösteren işletmelerin kurumsal yönetim dereceleri ile işletme değeri, işletme performansı ve piyasa tepkisi arasında ilişkili olduğuna ilişkin kanıtlara ulaşamamışlardır. Aren vd. (2014), BIST'de faaliyet gösteren 162 işletmenin kurumsal yönetim belirleyicilerine ilişkin çalışmalarında, kurumsal yönetim düzeyi ile işletme değeri ve işletme performansı arasında pozitif ilişki elde etmişlerdir. Kula ve Baykut (2014), kurumsal yönetim endeksindeki 47 işletmenin işletme değeri ile kurumsal yönetim puanları arasındaki ilişkileri incelemişler ve pozitif bir ilişki elde etmişlerdir. Ararat et al. (2017), BIST'teki işletmelerin kurumsal yönetim puanlarını hesaplamışlar ve kurumsal yönetim ile piyasa değeri arasında pozitif, karlılık ile negatif bir ilişki elde etmişlerdir. Kyere ve Ausloos (2020), Birleşik Krallık'taki finans dışı 252 işletmenin finansal performansı üzerinde kurumsal yönetim mekanizmalarının etkisini incelemişler ve doğru kurumsal yönetim mekanizmalarını benimsemenin firma performansını iyileştireceği sonucuna ulaşmışlardır.

### 1.2. Turizm Sektöründe Kurumsal Yönetim

Turizm sektöründeki işletmelere dönük olarak da kurumsal yönetim çerçevesinde çeşitli araştırmalar yer almaktadır. Tsai ve Gu (2007), kumarhane işletmelerinde kurumsal yatırım yapmanın vekalet sorununu azaltacağını ve borç kullanımının işletme değeri üzerinde olumlu bir etkiye sahip olduğunu belirtmektedir. Guillet ve Matilla (2010), konaklama işletmelerinin kurumsal yönetim düzeylerinin düşük olduğunu

saptamışlardır. Park ve Jang (2010), restoranlarda %38 ile %40 oranında yönetsel sahipliğin işletme performansını arttırdığını ancak bu oranın üstünde ise performansın azaldığını saptamışlardır.

Chen vd. (2012) otel işletmelerinde yönetsel sahipliğin optimal düzeye kadar işletme performansını olumlu etkilediği optimal düzeyin üzerinde ise işletme performansının azaldığını saptamışlardır. Al Najjar (2014), Orta Doğu'daki 5 ülkede yer alan turizm işletmelerinde, yönetim kurulu büyüklüğü ve yönetim kurulu bağımsızlığının önemli bir kurumsal yönetim mekanizması olduğunu belirtmektedir. Karadeniz ve Ergene Bakay (2015), BIST konaklama işletmelerinin kurumsal yönetim uygulamaları ile BIST kurumsal yönetim endeksinde yer alan imalat işletmelerinin kurumsal yönetim uygulamaları arasında bir karşılaştırma yaparak konaklama işletmelerinin kurumsal yönetim uygulamalarında eksikliklerin bulunduğunu belirlemiştir. Guetat vd. (2015), Tunus'daki otel işletmelerinin performansları ile kurumsal yönetim uygulamaları arasındaki ilişkileri incelemişler ve kurumsal yatırımcı payı ile işletme performansı arasında negatif bir ilişki elde etmişlerdir. Jarboui vd. (2015), otel işletmelerinde içsel kurumsal yönetim etkinliğini ölçmüşler ve kurumsal yönetim mekanizmalarının işletme performansı ve verimliliği üzerinde etkili olduğunu saptamışlardır. Shariff ve Abidin (2018), Malezya'daki küçük ve orta ölçekli turizm işletmelerinin kurumsal yönetim uygulamalarını incelemişler ve küçük ve orta ölçekli işletmelerin büyümesinde kurumsal yönetimin önemli olduğu sonucuna ulaşmışlardır.

## 2. Araştırma Yöntemi

Bu çalışmada, değişkenler arasındaki ilişki ve etkileşimleri ortaya çıkarmak için sınıflama ve regresyon ağacı (CRT) yöntemi kullanılmıştır.

CRT, bağımlı değişken ile bağımsız değişkenler arasındaki yapıyı ve etkileşimleri açıklamaya çalışan bir analiz tekniğidir. CRT analizi, herhangi bir varsayım gerektirmeyen non-parametrik bir tekniktir. Bu analiz tekniğinde, bağımlı değişkenler kategorik olabilecekleri gibi aralık veya oransal ölçekli de olabilirler. Bağımlı değişken kategorik ise sınıflama ağaçları kullanılırken, bağımlı değişken aralık veya oransal ölçekli ise regresyon ağaçları kullanılmaktadır (Breiman et al., 1984: 56; Yohannes and Webb, 1999: 4).

CRT analizi, bağımlı değişken ile bağımsız değişkenler arasındaki ilişkileri öngörerek bir ağaç oluşturmaktadır. Ağaç oluşturma sürecinin başında tüm gözlemler ana düğüme yerleştirilir. Ana düğümü takip eden düğüm, ana düğümden daha homojen olan ikili alt düğümlere ayrılır. Ağaç üzerindeki her bir alt düğüm kendi alt düğümlerine ayrılncaya kadar süreç tekrarlanır. Ağacın üzerinde daha fazla dalların oluşturulamadığı durumlarda terminaller oluşmaktadır. Oluşan düğüm ve terminaller ile süreç tamamlanarak bir ağaç elde edilir (Yohannes and Webb, 1999: 27; Steinberg, 2009: 181). Elde edilen ağaç çok büyük olabileceği gibi küçük bir ağaç da olabilir. Ağacın büyük olması, ağaç üzerindeki ilişkilerin anlaşılmasını zorlaştırırken yapılmış olan bölünmenin tahmini hata oranının düşük olmasını sağlamaktadır. Büyük ağaç üzerindeki ilişkilerin anlaşılmasını kolaylaştırmak için ağaç üzerinde budama işlemi yapılır ve optimal ağaca ulaşılır (Yohannes and Webb, 1999: 18-19).

CRT analizi, kullanımı pratik, anlaşılması ve yorumlanması kolay bir tekniktir. Logaritmik dönüşümlerden etkilenmemesi, aykırı değerleri ve sapmaları ayrı bir düğümden izole edebilmesi gibi üstünlükleri bulunmaktadır. Ayrıca yanlış sınıflama oranına ilişkin bir tahmin vermesi ve veri seti içinde eksik değerlerin bulunması durumunda mevcut en iyi bilgileri kullanabilmesi diğer üstünlükleri arasındadır. Geleneksel çok değişkenli yöntemlere göre değişkenler arasında öngörülemeyen bazı etkileşimleri ortaya çıkarması da önemli bir avantajı olarak (Lewis, 2000: 4-7; Gepp and Kumar, 2015: 398; Timofeev, 2004: 20-21) ifade edilmektedir. Buna karşın ana ağaç üzerinde meydana gelecek küçük değişikliklerin ağaçta önemli farklılıklara yol açması ile kararsız ağaçları oluşturması, tekniğin bir eksikliği olarak görülmektedir (Breiman et al., 1984: 58). Ayrıca parametrik tekniklerdeki gibi bir güven aralığına göre tahminde bulunamaması da tekniğin diğer bir eksikliği (Yohannes and Webb, 1999: 11; Timofeev, 2004: 22) olarak görülmektedir.

Bu çalışmada CRT analizi, normal dağılıma sahip olmayan ve logaritmik dönüşümlerden etkilenmeyen veri kümeleri ile ağaç üzerindeki değişimlerin etkileşimi tahmin eden bir yöntem olması nedeniyle tercih edilmiştir.

### 2.1. Veriler ve Örneklem

Araştırmanın amaçları doğrultusunda BIST turizm endeksindeki 6 konaklama işletmesi ile 2016 yılında Brand Finance kuruluşu tarafından belirlenen marka değeri en yüksek 6 konaklama işletmesi olmak üzere toplam 12 konaklama işletmesi analize dâhil edilmiştir. Analiz kapsamındaki konaklama işletmelerinin isimleri Tablo 1'de sunulmaktadır.

**Tablo 1:** Analiz Kapsamındaki Konaklama İşletmeleri

Avrasya Petrol ve Turistik Tesisler Yatırım A.Ş.	Accor Hotels Group
Marmaris Altinyunus Turistik Tesisler A.Ş.	Hilton Worldwide Hotel Holding Inc
Martı Otel İşletmeleri A.Ş.	Hyatt Hotels Corporation
Net Turizm Ticaret ve Sanayi A.Ş.	Intercontinental Hotel Group
Tek-Art İnşaat Ticaret Turizm Sanayi ve Yatırımlar A.Ş.	Marriott International Hotels Inc.
Ütopya Turizm İnşaat İşletmecilik Ticaret A.Ş.	Marriott International Hotels Inc.

Söz konusu konaklama işletmelerinin 2011-2015 yılları arasındaki işletme değeri ve aktif karlılığı üzerinde kurumsal yönetim ile diğer değişkenler arasındaki etkileşimler incelenmiştir. Araştırmada kullanılan bağımlı ve bağımsız değişkenlere ilişkin sayısal değerler Thomson Reuters EIKON finansal veri tabanından elde edilmiştir.

## 2.2. Bağımlı ve Bağımsız Değişkenler

Araştırmada işletme değeri ile işletme karlılığı bağımlı değişkenler ve kurumsal yönetim puanı, halka açıklık oranı, en büyük ortak oranı, net kar marjı, kaldıraç oranı, işletme büyüklüğü, işletme yaşı, borsada işlem görme süresi ise bağımsız değişkenler olarak belirlenmiştir.

Analizde işletme performans ölçüsü olarak Tobin Q değeri kullanılmıştır. Tobin Q değeri Chung ve Pruitt (1994) tarafından kullanılan “yaklaşık Tobin Q” hesaplaması ile elde edilmiştir. Tobin Q değeri, bir işletmenin rekabet gücünün yeterliliğinin ya da yatırımcı açısından işletmenin büyüme fırsatlarının bir göstergesi olarak kabul edilmektedir. Literatürde işletme değeri ile kurumsal yönetim arasındaki ilişkileri inceleyen birçok araştırmada (Gompers et al., 2001; Klapper and Love, 2002; Black et al., 2006a; Silva and Leal, 2005; Tsai and Gu, 2007; Black et al., 2012; Balasubramanian et al., 2010; Ararat et al., 2017) işletme değeri ölçüsü olarak Tobin Q değeri kullanılmıştır.

Analizde diğer bir bağımlı değişken işletme performans ölçüsü olarak aktif karlılık oranı kullanılmıştır. Aktif karlılık oranı işletmenin aktiflerinden elde ettiği getirinin verimliliğini ifade etmektedir (Damodaran, 2001:95). Literatürde aktif karlılığı ile kurumsal yönetim arasındaki ilişkileri (Klapper and Love, 2002; Silva and Leal, 2005; Bhagat and Bolton, 2008; Gupta et al., 2009; Ararat et al., 2017; Abdallah and İsmail, 2017) inceleyen araştırmalar yer almaktadır.

Analizde temel bağımsız değişken olarak dikkate alınan kurumsal yönetim puanı, işletmelerin kurumsal yönetim uygulama performansının belirlenmesine yönelik kullanılan bir ölçüttür.

Sermaye Piyasası Kurulu, OECD (1999) kurumsal yönetim ilkeleri temel alınarak 2003 yılında Kurumsal Yönetim İlkelerini yayınlamıştır. SPK kurumsal yönetim ilkeleri; pay sahipliği, kamuyu aydınlatma ve şeffaflık, menfaat sahipleri ve yönetim kurulu olmak üzere 4 bölümden meydana gelmektedir. Bu dört bölüm puanları toplanarak işletmelerin kurumsal yönetim puanları hesaplanabilmektedir. Kurumsal yönetim ilkelerini uygulayan işletmelerin dahil olduğu BIST kurumsal yönetim endeksi 2003 yılında oluşturulmuştur. 2003 yılında sadece 5 işletmenin dahil olduğu endekse 2019 yılında 47 işletme dahil edilmiştir. Konaklama işletmelerinin hiçbiri bu endekse henüz dahil değildir ve kurumsal yönetim puanları hesaplanmamıştır. Bu nedenle araştırmaya dahil olan işletmelerin kurumsal yönetim puanları SPK kurumsal yönetim ilkeleri çerçevesinde hesaplanmıştır. Konaklama işletmeleri için yapılan bu hesaplamasının geçerli ve güvenilir olabilmesi için öncelikle kurumsal yönetim endeksinde yer alan ve ISS ile SAHA dereceleme şirketleri tarafından kurumsal yönetim puanları hesaplanan Vestel Elektronik Sanayi ve Ticaret A.Ş. şirketi referans işletme olarak alınmış ve 2011-2015 yılları arasındaki kurumsal yönetim puanları hesaplanmıştır. Hesaplanan kurumsal yönetim puanının, dereceleme kuruluşları tarafından verilen puanlar karşılaştırılmış ve görece daha düşük (%4) olduğu görülmüştür. Derecelemede oluşan bu farkın; dereceleme şirketlerinin dereceleme esnasında sahip olduğu bazı olanaklardan yararlanılamamasından kaynaklandığı düşünülmektedir. Puanlama sırasında; kurumsal yönetim ilkelerine uyuluyorsa 1, uyulmuyorsa 0 puan verilerek her bir bölüm puanı hesaplanmaktadır. Her bir bölüme ait ağırlıklı değerler gözönünde bulundurularak elde edilen bölüm puanlarının toplamı sonucunda genel puana ulaşılmaktadır. Genel puanlar 0 ile 100 puan arasında hesaplanmıştır.

Kurumsal yönetim uygulamalarını gerçekleştiren ve kurumsal yönetim puanları yüksek olan işletmelerin değerlerinin yüksek olması beklenmektedir. Konuyla ilgili literatür incelendiğinde işletme değeri ile kurumsal yönetim puanları arasında olumlu ve önemli ilişkiler (Gompers et al., 2001; Klapper and Love, 2002; Black

et al., 2006a; Brown and Caylor, 2006; Black et al., 2012; Balasubramanian et al., 2010; Ararat et al., 2017; Abdallah and İsmail, 2017) elde eden araştırmaların yanında işletme değeri ile kurumsal yönetim puanları arasında önemsiz ilişki (Silva and Leal, 2005; Gupta et al., 2009) elde eden araştırmalar da bulunmaktadır.

Halka açıklık oranı, işletmelerin ortaklık yapısındaki yoğunlaşma hakkında bilgi vermektedir (Bostancı ve Kılıç, 2010: 11). Halka açıklık oranının dşuk olması ortaklık yapısının yoğunlaşmış olduğunu, halka açıklık oranının yüksekliliği ise işletme ortaklık yapısının yayılmış olduğunu göstermektedir. Literatür incelendiğinde halka açıklık oranı ile işletme değeri arasında önemsiz negatif ilişki ile halka açıklık oranı ile aktif karlılığı arasında pozitif ilişki (Silva and Leal, 2006; Bayrakdaroğlu, 2010; Ararat et al., 2017) elde eden çalışmalar yer almaktadır.

En büyük ortak oranı, işletme performansı, kurumsal yönetim ve işletme davranışı üzerinde sahiplik yapısının ne derece etkili olduğunu ölçebilmek amacıyla kullanılan bir değişkendir (Taşkın ve oşkun, 2015: 107-111; Pedersen and Thomsen, 1997: 774). Literatürde gerçekleştirilen bazı araştırmalarda söz konusu değişken, mülkiyet yoğunluğu değişkeni şeklinde kullanılmaktadır. Literatür incelendiğinde, mülkiyet yoğunluğu ile işletme değeri arasında negatif ilişki (Claessens et al., 1999; Mauray and Pauste, 2005; Yurtoğlu, 2000; Lozano et al., 2016; Abdallah and İsmail, 2017) elde eden çalışmaların yanında mülkiyet yoğunluğu ile işletme değeri arasında pozitif ilişki (Black et al., 2012; Bayrakdaroğlu, 2010) elde eden çalışmalar bulunmaktadır. Ayrıca en büyük ortak oranı ile işletme değeri arasında anlamlı ilişki elde edemeyen (Durak ve Taşkın, 2014; Acaravcı et al., 2015) alışmalar da bulunmaktadır.

Net kar marjı, işletmelerin satışlarından elde ettiği kazancı ifade etmektedir (Gitman, 2009: 67). Literatürde, işletme değeri ile net kar marjı arasında pozitif ilişki elde eden çalışmaların (Black et al., 2012; Kula ve Baykut, 2014) yanında işletme değeri ile net kar marjı arasında negatif ilişki (Ararat et al., 2017) elde eden çalışma da bulunmaktadır.

Kaldıraç oranı, borç verenler tarafından sağlanan finansman kaynaklarının toplam aktifler içindeki oranını ölçmektedir (Gitman, 2009: 64). Literatürde, borç kullanma düzeyindeki artışın yönetici ile hissedar arasındaki çatışmaların azaltılmasında bir çeşit kontrol mekanizması olarak görülmesinin yanında işletmenin prestij ve güvenilirliğinin göstergesi olarak da görülmektedir (Williamson, 1998; Shleifer and Vishny, 1997; Gillian, 2006).

Literatürde kaldıraç oranındaki artışın işletme değeri üzerinde önemli ve olumlu bir etki yaptığına dair kanıtlar (Black et al., 2006a; Silva and Leal, 2005; Black et al., 2012, Ararat et al., 2017) bulunmakla birlikte işletme değeri ile kaldıraç derecesi arasında negatif ve önemsiz ilişkilere (Yurtoğlu, 2000; Balasubramanian et al., 2010) ait sonuçlar da bulunmaktadır. Aktif karlılık oranı ile kaldıraç oranı arasında negatif ilişki elde edilmesine karşılık (Karadeniz ve İskenderoğlu, 2011; Karadeniz vd., 2016) nemli olmayan ilişkiler de (Raza, 2013; Ararat et al., 2017) elde edilmiştir.

İşletme büyüklüğü, toplam varlıkların logaritması alınarak hesaplanmakta ve işletme varlıklarının büyüklüğünü ifade etmektedir. Literatürde, işletme değeri ile büyüklük arasında negatif ilişki elde eden alışmalar (Black et al., 2006b; Tsai and Gu, 2007; Black et al., 2012; Balasubramanian et al., 2010; Acaravcı vd., 2015; Ararat et al., 2017) yer almaktadır. Aktif karlılık oranı ile işletme büyüklüğü arasında negatif ilişki (Kaen and Baumann, 2003; Silva and Leal, 2005; Becker-Blease et al., 2010; Banchuenvijit and Phuong, 2012; Ararat et al., 2017) elde eden çalışmaların yanında pozitif ilişki (Karadeniz ve İskenderoğlu, 2011; Pervan and Visic, 2012; Doğan, 2013; Vinasithamby, 2015; Irom et al., 2018) elde eden çalışmalar da bulunmaktadır.

İşletme yaşı, işletmenin kuruluş yılından itibaren geçen süreyi ifade etmekte ve işletme yaşam sresinin kurumsal yönetim ve işletme değeri üzerindeki etkilerini ölçmek amacıyla araştırmalarda kullanılmaktadır. Brown ve Caylor (2006), işletme değeri ile işletme yaşı arasında istatistiksel olarak önemli olmayan bir ilişki saptarken Loderer et al. (2012), yaşlı işletmelerin nispeten daha dşuk performansa sahip olduklarını belirtmektedirler. Literatürde yapılan bazı çalışmalarda geçen işletmelerin daha hızlı büyüme fırsatlarına sahip olmaları nedeniyle değerlerini daha fazla arttırma olanağına sahip oldukları (Black et al., 2006a; Black et al., 2012; Ararat et al., 2017) ifade edilmektedir.

Borsada işlem görme süresi, işletmenin borsada işlem görmeye başladığı tarihten itibaren olan süreyi ifade etmektedir (Loderer et al., 2012: 5). Shumway (2001) borsada işlem görme sresinin, işletme yaşının ekonomik olarak en anlamlı ls olduğunu belirtmekte ve halka açılmanın işletme yaşam dngsnde; mülkiyet ve sermaye yapısını etkilemesi, büyüme fırsatlarını arttırması, medya etkileşimindeki riskleri çoğaltması ve işletmelerin farklı kurumsal yönetim yapılarını talep etmeleri bakımından belirleyici bir süreç olduğunu vurgulamaktadır (Loderer et al., 2012: 5). Literatürde borsada işlem görme süresi ile işletme değeri

arasında negatif ilişki saptayan çalışmaların yanında (Black et. al., 2006a; Black et al., 2012; Ararat et al., 2017) pozitif ilişki (Leite and Carvalhal, 2016; Balasubramanian et al., 2010) elde eden çalışmalar da bulunmaktadır. Aşağıda, analizde kullanılan bağımlı ve bağımsız değişkenlerin hesaplanma şekilleri Tablo 2’de ve değişkenlere ilişkin özet istatistikleri ise Tablo 3’de sunulmaktadır.

**Tablo 2:** Bağımlı ve Bağımsız Değişkenler

İşletme Değeri	(Uzun Vadeli Borçlar+(Kısa Vadeli Yükümlülükler-Kısa Vadeli Varlıklar)+ Piyasa Değeri+Tercihli Hisse Senedi Değeri/Toplam Varlıklar
Aktif Karlılığı	Faiz Vergi Öncesi Kar/Toplam Aktifler
Kurumsal Yönetim Puanı	Pay Sahipleri + Kamuyu Aydınlatma ve Şeffaflık + Menfaat Sahipleri + Yönetim Kurulu
Halka Açıklık Oranı	Halka Arz Edilmiş Hisse Senetlerinin Nominal Değeri / Tüm Hisse Senetlerinin Toplam Nominal Değeri
En Büyük Ortak Oranı	En Büyük Ortak Hisse Sayısı / Toplam Hisse Sayısı
Net Kar Marjı	Net Gelir / Satışlar
Kaldıraç Oranı	Toplam Borçlar / Toplam Aktifler
İşletme Büyüklüğü	Toplam Aktiflerin Logaritması
İşletme Yaşı	İşletmenin Kuruluşundan İtibaren Olan Süre
Borsada İşlem Görme Süresi	İşletmenin Borsada İşlem Gördüğü Andan İtibaren Olan Süre

**Tablo 3:** Tanımlayıcı İstatistikler

Değişkenler	Ortalama	Standart Sapma	En Küçük Değerler	En Büyük Değerler
İşletme Değeri	1,16	,85	,14	3,91
Aktif Karlılığı	,05	,079	-,031	,39
Kurumsal Yönetim Puanı	72,14	17,05	35,32	94,38
Halka Açıklık Oranı	,61	,30	,07	,99
En Büyük Ortak Oranı	,31	,25	,03	,79
Net Kar Marjı	,28	,92	-1,42	4,47
Kaldıraç Oranı	,26	,19	,00	,68
İşletme Büyüklüğü	7,07	1,99	3,95	10,18
İşletme Yaşı	42,19	23,34	5	90
Borsada İşlem Görme Süresi	21,14	19,29	0	68

### 2.3. Araştırma Soruları

Bu araştırma analize dahil edilen konaklama işletmelerinin performansları ile kurumsal yönetim ve diğer bağımsız değişkenler arasındaki ilişkileri tahmin etme ve etkileşimleri ortaya koyabilmek için aşağıdaki araştırma sorularına yanıt aranmıştır.

Araştırma sorusu 1: Konaklama işletmelerinde işletme değeri, kurumsal yönetim uygulamalarından etkilenmekte midir?

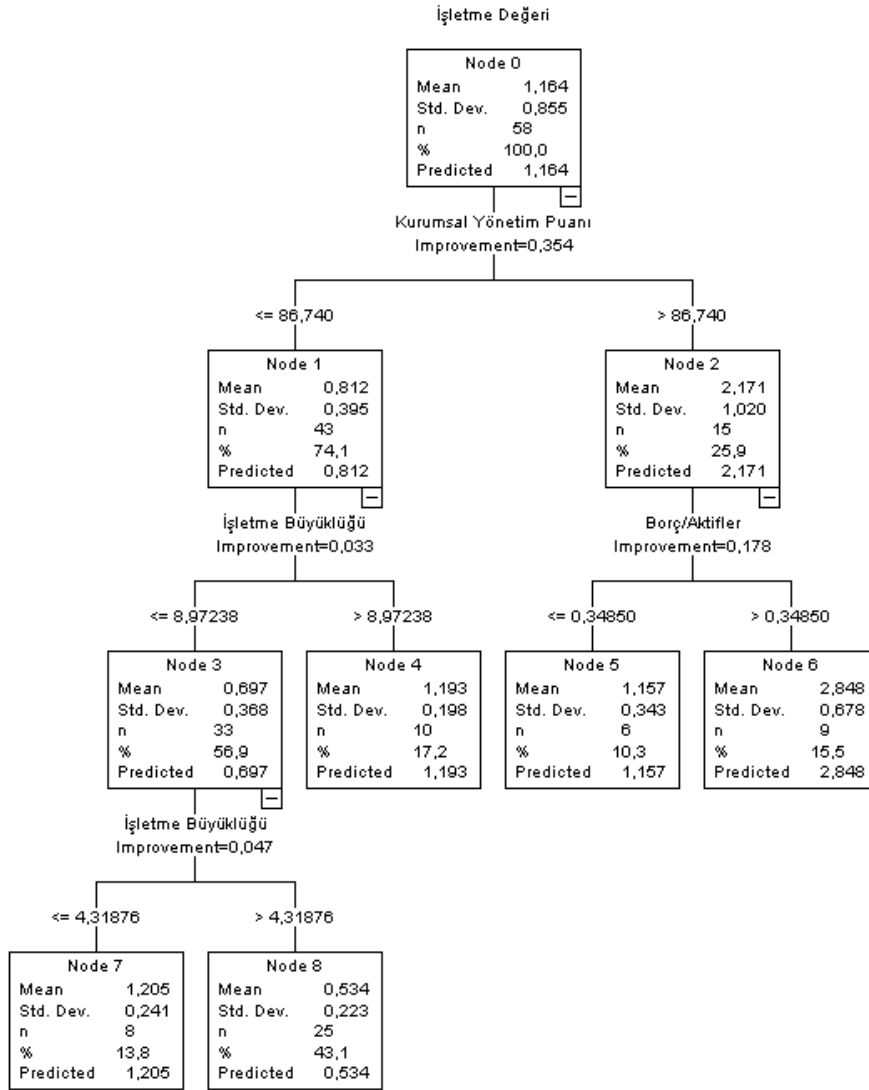
Araştırma sorusu 2: Konaklama işletmelerinde aktif karlılığı, kurumsal yönetim uygulamalarından etkilenmekte midir?

### 3. Bulgular

Bu bölümde işletme değeri ve aktif karlılığı ile bağımsız değişkenler arasındaki ilişkiyi tahmin etmek ve değişkenler arasındaki ilişkiyi ortaya çıkarmak için iki tane analiz gerçekleştirilmiştir.

#### 3.1. İşletme Değeri ile Kurumsal Yönetim Puanı ve Diğer Bağımsız Değişkenlere İlişkin Bulgular

Birinci analizde işletme değeri ile bağımsız değişkenler arasındaki ilişki ve etkileşimleri belirlemek için kurulan regresyon ağacı üzerinde 6'sı terminal düğüm olmak üzere toplam 11 düğüm oluşmuştur. Oluşturulan bu ağaç budanmış ve elde edilen optimal ağaç üzerinde 5'i terminal olmak üzere toplam 9 düğüm oluşmuştur. Birinci CRT analizi sonucunda elde edilen regresyon ağacı aşağıda Şekil 1'de sunulmaktadır.



Şekil 1: İşletme Değeri Üzerinde Etkili Olan Değişkenlere İlişkin Regresyon Ağacı

Analiz sonucunda, işletme değerini etkileyen değişkenlere ait verileri en homojen şekilde iki gruba ayıran değişken, kurumsal yönetim puanı olarak belirlenmiş ve işletme değerinin belirlenmesinde kurumsal yönetim puanı kesme değeri 86,74 olarak hesaplanmıştır. Kök düğümde işletme değeri ortalaması 1,16 ve standart sapması 0,85 olarak hesaplanmıştır.

Şekil 1 incelendiğinde, işletme değeri en yüksek ortalamaya sahip olan işletmelerin Node 6'da, en düşük ortalamaya sahip işletmelerin ise Node 8'de toplandığı gözlenmektedir. Node 6'da yer alan (en yüksek işletme değeri ortalamasına sahip) işletmeler, kurumsal yönetim puanı 86,74'den fazla ve borç/aktifler oranı %34,85'in üzerinde olan işletmelerdir. Diğer bir deyişle, kurumsal yönetim puanı 86,74'ün üzerinde olan



işletmelerde, borç/aktif oranı arttıkça işletme değeri artmaktadır. Node 8'de yer alan (en düşük işletme değeri ortalamasına sahip) işletmelerde ise kurumsal yönetim puanı 86,74'ün altında ve büyüklüğü 4,31 ile 8,97 arasında olan işletmelerdir. Şekil 1'de gözlenen diğer bir ayrıntı, kurumsal yönetim puanı 86,74'ün altında ve büyüklük değeri 4,31 ile 8,97 arasında olan işletmelerde (Node 8) işletme değeri azalırken, kurumsal yönetim puanı 86,74'ün altında ve işletme büyüklüğü 4,31'in altında olan işletmelerde (Node 7) işletme değerinin artmasıdır. Diğer bir ifade ile kurumsal yönetim puanı 86,740'ın altında ve büyüklüğü 4,31'den az olan işletmelerde, işletme değerinin artışında işletme büyüklük değerinin önemli olduğudur. Dolayısıyla kurumsal yönetim puanı 86,740'dan düşük olan işletmelerde, işletme değeri üzerinde büyüklüğün, kurumsal yönetim puanı 86,74'den yüksek olan işletmelerde ise işletme değeri üzerinde borç/aktif oranının etkili değişkenler oldukları belirtilebilir.

Literatürde işletme değeri ile kurumsal yönetim arasında olumlu ilişkiler (Klapper & Love, 2002; Black et al., 2006a; Brown & Caylor 2006; Black et al., 2012; Balasubramanian et al., 2010; Aren vd., 2014; Kula ve Baykut, 2014; Kara et al., 2015; Ararat et al., 2017) elde eden çalışmalar bulunmaktadır. Araştırmada gerçekleştirilen I. analize göre; ana düğümde kurumsal yönetim puanı yüksek olan işletmelerin işletme değer ortalamalarının daha yüksek olması, literatürdeki çalışmalarla uyum göstermektedir. İşaret teorisine göre; işletme değeri ile kurumsal yönetim arasındaki ilişki işletmelerin gelecekteki performanslarının bir göstergesi olarak görülmektedir (Black et al., 2006a: 28). Ayrıca Ross (1977), işletme değerinin kaldıraç oranı ile artacağını yani borç kullanma düzeyi ile işletme değeri arasında pozitif ilişkilerin olduğunu vurgulamaktadır. Borç kullanım düzeyindeki artışın yöneticinin hissedar çıkarlarına uyumlu davrandığının bir işareti olarak değerlendirilmektedir (Williamson, 1988: 579). Tsai ve Gu (2007), borcun vergi kalkını etkisi sayesinde işletme değerinde bir artışa neden olduğunu belirtmektedir. Bunların dışında işletmenin borç kullanma düzeyindeki artışın, işletmenin borçlarını ödeyebilme kapasitesi ile işletme güvenilirliği ve prestijine ilişkin bir işaret olarak görülmektedir (Tsai and Gu, 2007: 527; İskenderoğlu vd., 2014: 142). Vekâlet teorisi ise borç kullanma düzeyini, bir çeşit yöneticileri kontrol eden mekanizma olarak görmektedir (Gillian, 2006: 388; Chang et al., 2014: 376). Bu mekanizma ile borçlu işletme yöneticisinin işletme borçlarını zamanında ödeyebilmek için iyi bir yönetim performansı sergileyeceği ve işletme kaynaklarını daha etkin kullanacağı düşünülmektedir (Shleifer and Vishny, 1997: 749). Node 6'da görüldüğü gibi kurumsal yönetim puanı 86,74'ün üzerinde ve borç/aktif oranı %34,85'in üzerinde olan işletmelerin işletme değerlerinin yüksek oluşu literatürdeki (Black et al., 2006a; Gürbüz ve Ergincan, 2004: 75; Silva and Leal, 2005; Black et al., 2012; Chang et al., 2014) çalışmalarla benzerlik göstermektedir.

Literatürde işletme değeri ile büyüklük arasında negatif ilişkiler elde eden çalışmalar (Black et al., 2006b; Tsai and Gu, 2007; Black et al., 2012; Balasubramanian et al., 2010; Acaravcı vd., 2015; Kumar, 2015; Ararat et al., 2017) bulunmaktadır. Küçük işletmelerin piyasa belirsizlikleri, sermaye kısıtlamaları ve diğer zorluklarla karşı karşıya kaldıkları ve büyük işletmelere göre daha fazla piyasa riski taşımalarına rağmen daha verimli oldukları ve daha yüksek getiri elde ettikleri ve büyük işletmelere göre daha fazla değer yaratma eğiliminde oldukları belirtilmektedir (Dhawan, 2001; Kumar, 2015). Küçük işletmelerin daha fazla büyüme fırsatına sahip olmaları ve daha fazla dış finansmana ihtiyaç duymaları nedeniyle kurumsal yönetim uygulamalarını daha fazla dikkate almaları gerektiği vurgulanmaktadır (Klapper and Love, 2002). Büyük işletmelerin zaman içinde hantallaşmaları ve organizasyon esnekliğini yitirmeye başlamaları, maliyetlerdeki artışlar, yenilik ve teknolojiyi izleyebilme yeterliliklerinin azalması bu işletmelerin daha az verimli çalışmalarına yol açabileceği buna karşılık küçük işletmelerin daha hızlı büyüme fırsatları elde ederek işletme değerlerini yükseltebilecekleri belirtilmektedir (Loderer et al., 2012). Node 7'de yer alan gözlemlerin de literatürde yapılan çalışmalarla paralellik içinde olduğu ifade edilebilir.

Tablo 4'te yer alan bağımsız değişken önem tablosunda ise regresyon ağacı üzerinde görülmeyen ancak her düğümde yapılan ayırma işleminde etkin olan değişkenler yer almaktadır. İşletme değeri üzerinde görece önem yüzdesine göre en çok katkı sağlayan değişkenler işletme yaşı, büyüklüğü, borç/aktifler oranı ve kurumsal yönetim puanıdır. Literatürde işletme değeri ile işletme yaşı arasında hem negatif ilişki (Black et al., 2006a; Black et al., 2012; Ararat et al., 2017) hem de pozitif ilişki (Leite and Carvalhal, 2016; Balasubramanian et al., 2010) elde eden çalışmalar yer almaktadır.

**Tablo 4:** Bağımsız Değişken Önem Tablosu

Bağımsız Değişkenler	Önem	Görelî önem Yüzdesi
İşletme Yaşı	0,539	%100
İşletme Büyüklüğü	0,498	%92,2
Borç/Aktifler Oranı	0,480	%89
Kurumsal Yönetim Puanı	0,450	%83,4
Halka Açıklık Oranı	0,398	%73,8
En Büyük Ortak Oranı	0,395	%73,3
Borsada İşlem Görme Süresi	0,212	%39,3
Net Kar Marjı	0,113	%20,9

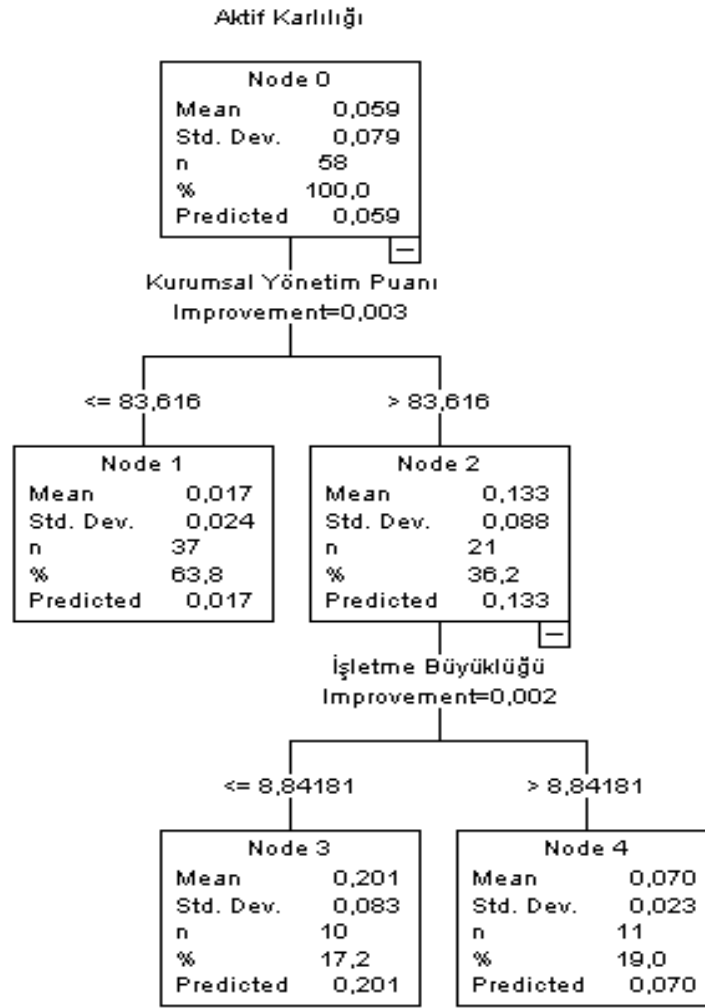
I. analizde oluşturulan regresyon ağacının tahmini hata değeri % 10,7 olarak hesaplanmıştır. Hesaplanan tahmini hata değerinin 1 sayısından çıkarılması ile elde edilen değer  $(1-0,107=0,893)$  bağımsız değişkenlerin bağımlı değişkeni açıklama gücünü ifade etmektedir. Bu bağlamda, analize dahil edilen konaklama işletmelerinin işletme değerindeki değişimlerin %89'unun bağımsız değişkenlerle açıklanabilme gücüne sahip olduğunu göstermektedir.

### 3.2. Aktif Karlılığı ile Kurumsal Yönetim Puanı ve Diğer Bağımsız Değişkenlere İlişkin Bulgular

Gerçekleştirilen ikinci analizde, aktif karlılığı ile bağımsız değişkenler arasındaki ilişki ve etkileşimleri belirlemek için kurulan regresyon ağacı üzerinde 3'ü terminal düğüm olmak üzere toplam 5 düğüm oluşmuştur. II. analiz sonuçları aşağıdaki Şekil 2'de sunulmaktadır.

Şekil 2'de aktif karlılık oranını etkileyen değişkenlere ait verileri en homojen şekilde iki gruba ayıran değişken de, kurumsal yönetim puanı olarak belirlenmiş ve aktif karlılık oranının belirlenmesinde kurumsal yönetim puanı 83,62'yi bir kesme değeri olarak hesaplanmıştır. Kök düğümde aktif karlılık oran ortalaması 0,059 ve standart sapması 0,079 olarak hesaplanmıştır. Şekil 2 incelendiğinde, aktif karlılık oranı en yüksek ortalamaya sahip olan işletmelerin Node 3'de, en düşük ortalamaya sahip işletmelerin ise Node 1'de toplandığı görülmektedir. Node 3'de kurumsal yönetim puanı 83,62'den daha fazla ve işletme büyüklüğü 8,84'ten daha az olan işletmelerin aktif karlılık oranlarının daha yüksek olduğu gözlenmektedir. Diğer bir ifade ile kurumsal yönetim puanı 83,62'nin üzerinde olan ve büyüklüğü 8,84'den daha düşük olan işletmelerin aktif karlılık oranı artmaktadır. Dolayısıyla kurumsal yönetim puanı ve işletme büyüklük düzeylerinin aktif karlılık oranının artmasında etkili iki değişken olduğu ifade edilebilir. Aktif karlılık oranı işletmenin yaptığı yatırımlardan elde ettiği verimin bir göstergesidir. Kurumsal yönetim uygulamaları ise işletme faaliyetlerindeki güvenin bir göstergesi olarak kabul edildiğinde; aktif karlılık oranı üzerinde kurumsal yönetim puanının önem kazanması yani kurumsal yönetim puanının yüksekliği işletme faaliyetlerinin verimli bir biçimde gerçekleştirildiğine ilişkin güveni ifade edebilir. Kurumsal yönetim uygulama başarısının aktif karlılığı üzerinde olumlu bir etkiye sahip olacağı belirtilebilir.

Elde edilen bu sonuçların literatürde aktif karlılık oranı ile kurumsal yönetim puanları arasında pozitif ilişki elde eden çalışmalar (Klapper and Love, 2002; Silva and Leal, 2005; 2016; Ararat et al., 2017) ve aktif karlılığı ile işletme büyüklüğü arasında negatif ilişki elde eden çalışmalarla (Klapper and Love, 2002; Silva and Leal, 2005; Becker-Blease et al., 2010; Ararat et al., 2017) uyumlu olduğu ifade edilebilir.



**Şekil 2.** İşletme Performansı Üzerinde Etkili Olan Değişkenlere İlişkin Regresyon Ağacı

Literatürde Pervan ve Visic (2012), büyük işletmelerin pazardaki güçleri nedeniyle ürün ve hizmetlerine daha yüksek fiyat talep edebildiklerini ve bu nedenle daha fazla kar elde edebildiklerini vurgulamaktadır. Buna karşılık küçük işletmelerin niş pazarlarda daha esnek oldukları ve bu nedenle işletme performanslarının küçük işletmelerde daha yüksek olabileceğini belirtilmektedir (Banchuenvijit and Phuong, 2012). Ayrıca küçük işletmelerin büyük işletmelere göre daha riskli oldukları ve riskli işletmelerin ise daha karlı oldukları ifade edilmektedir (Kaen and Baumann, 2003). Dhawan (2001), küçük işletmelerin pazar belirsizlikleri, sermaye kısıtlamaları ve diğer zorluklarla karşı karşıya kalmalarına ve risklerindeki artışa rağmen büyük işletmelerden daha verimli faaliyetler üstlenerek karlarını arttırabileceklerini belirtmektedir.

Tablo 5'te yer alan bağımsız değişken önem tablosunda; işletme yaşı, büyüklüğü ve kurumsal yönetim puanı görece önem yüzdesi en fazla olan değişkenlerdir. İşletmelerin yaşam süresi işletme varlığının sürdürülebilirliği açısından önem taşımaktadır. Literatürde aktif karlılığı ile işletme yaşı arasında pozitif ilişki (Banchuenvijit and Phuong, 2012) ve negatif ilişki (Doğan, 2013; Irom et al., 2018) elde eden çalışmalar yer almaktadır.

**Tablo 5: Bağımsız Değişken Önem Tablosu**

Bağımsız Değişkenler	Önem	Görelî Önem Yüzdesi
İşletme Yaşı	0,004	%100
İşletme Büyüklüğü	0,004	%93,9
Kurumsal Yönetim Puanı	0,003	%82,6
Borç/Aktifler Oranı	0,003	%69,5
Halka Açıklık Oranı	0,003	%65,1
En Büyük Ortak Oranı	0,002	%55,9
Net Kar Marjı	0,001	%36,3
Borsada İşlem Görme Süresi	0,000	%8,9

II. analiz de oluşturulan regresyon ağacının risk tahmin değeri %0,2'dir. Aktif karlılık değerindeki değişmelerin %99,8'inin bağımsız değişkenler tarafından açıklanma gücüne sahip olduğunu göstermektedir.

#### 4. Sonuçlar

OECD işletmelerin kötü yönetilmelerinden kaynaklanan sorunların ortadan kaldırılabilmesi için 1999 yılında kurumsal yönetim ilkelerini yayınlanmıştır. Benzer şekilde Avrupa'da Cadbury raporu başta olmak üzere yönetim ya da yöneticiden kaynaklanabilecek eksikliklerin giderilebilmesine dönük bir dizi rapor (Greenbury, Hampel, Turnbull, Higgs, Smith ve Tyson) yayınlanmıştır. 2002 yılında ABD'de kötü yönetimler ve şirket skandallarının önüne geçmek için SOX yasasını uygulamaya başlamıştır. 2000 yılında TÜSİAD kurumsal yönetim ilkelerini yayınlamış ve 2003 yılında SPK anonim şirketler için kurumsal yönetim ilkelerini belirlemiş ve 2005 yılında da revize etmiştir. 2011 yılında yayınlanan Yeni TTK kurumsal yönetim ilkelerini de içine alacak şekilde düzenlemelerde bulunmuştur. Gerçekleştirilen bu çalışmalar ülkelerin kurumsal yönetime verdikleri önemi göstermektedir.

Bu araştırmada konaklama işletmelerinin işletme değeri ve aktif karlılığı ile kurumsal yönetim uygulamaları arasındaki ilişki ve etkileşimleri incelemek için iki tane CRT analizi gerçekleştirilmiştir. Birinci analiz sonucunda, işletme değeri ile kurumsal yönetim puanı ve borç/aktifler oranı arasında pozitif ilişkiler elde edilmiştir. Bu bulgunun literatürde işletme değeri ile kurumsal yönetim arasında pozitif ilişki (Klapper & Love, 2002; Black et al., 2003; Balasubramanian et al., 2010; Ararat et al., 2017) ve işletme değeri ile kaldıraç oranı arasında pozitif ilişki (Black et al., 2003; Silva & Leal, 2005; Tsai & Gu, 2007; Black et al., 2009; Ararat et al., 2017) elde eden çalışmalarla benzerlik gösterdiği görülmektedir. Ayrıca kaldıraç oranındaki artışın işletme değeri üzerinde olumlu etkileri olduğu (Ross, 1977) ve borç kullanma düzeyinin yönetici performansını kontrol etmek için etkin bir denetim aracı (Shleifer & Vishny, 1997) olduğuna ilişkin kanıtları desteklediği vurgulanabilir. İkinci analiz sonucunda ise aktif karlılık oranı ile kurumsal yönetim puanı arasında pozitif ve aktif karlılık oranı ile işletme büyüklük değişkeni arasında negatif ilişki elde edilmiştir. Elde edilen bu sonucun da, literatürde aktif karlılık oranı ile kurumsal yönetim arasında pozitif ilişki (Klapper & Love, 2002; Silva & Leal, 2005; Bhagat & Bolton, 2008; Gupta et al., 2009; Ararat et al., 2017) ve aktif karlılık oranı ile büyüklük arasında negatif ilişki (Kaen & Baumann, 2003; Becker-Blease et al., 2010; Banchuenvijit ve Phuong, 2012) elde eden çalışmalarla aynı paralellikte olduğu ifade edilebilir.

Bu analiz sonuçları farklı düzeyde kurumsal yönetim uygulamalarına sahip olan konaklama işletmelerinin işletme değeri ve aktif karlılıkları üzerinde kurumsal yönetim puanının ayırt edici bir değişken olduğunu göstermektedir. Kurumsal yönetim puanı artan işletmelerin performans değerlerindeki artış, işletme yönetim faaliyetlerine olan güvenin ve şeffaflığın önemini ortaya koymaktadır. Ayrıca işletme değeri ile borç/aktifler oranı arasındaki pozitif ilişki, işaret teorisinin işletmenin borçlarını ödeyebilme kapasitesini göstermesi ve vekalet teorisinin borcun, yöneticilerin performansını kontrol eden bir mekanizma olma özelliğini destekler nitelikte olduğu ifade edilebilir.

Elde edilen bu sonuçların; konaklama işletmeleri açısından kurumsal yönetim uygulamalarının hem işletme değeri hem de aktif karlılığı üzerinde olumlu bir etkiye sahip olması bakımından önem taşıdığı

düşünülmektedir. Ayrıca konaklama işletmelerinin sabit sermaye yatırımlarının ve yenileme maliyetlerinin yüksekliğinden kaynaklanan sorunların çözümünde kurumsal yönetim uygulamalarının katkı sağlayabileceği düşünülmektedir. Böylece kurumsal yönetim uygulamalarının getireceği avantajlardan yararlanarak konaklama işletmeleri sermaye maliyetlerinin azalması ve gerekli olan sermayenin uygun koşullarda daha kolay ulaşılabileceği beklenebilir. Kurumsal yönetim uygulama düzeylerindeki artışın, konaklama işletmelerine ve bu işletmeleri yönetenlere karşı güven düzeylerinde artışa, işletme sermayelerinin daha fazla halka arz edilmesine ve işletmelerin yabancı kaynaklarla finanse olmasına daha fazla olanak verebilecektir.

Araştırmada incelenen konaklama işletme sayılarının kısıtlı olması ve incelenen dönem sayısının 5 yıllık bir süreyi kapsamaması araştırma sonuçlarının genellenbilmesine izin vermemektedir. Analize dahil edilen konaklama işletme sayısı nedeniyle diğer sektörlerle, elde edilen sonuçları karşılaştırma olanağı elde edilememiştir. 2011 yılından önceki yıllara ilişkin kurumsal yönetim raporlarının yeterli düzeyde olmayışı bu dönem öncesine ilişkin dönemsel karşılaştırma yapma olanakları da elde edilememiştir.

Gelecek çalışmalar için analiz kapsamındaki işletmeler daha uzun bir zaman diliminde yinelenerek işletme değeri ve aktif karlılığı üzerinde bağımsız değişkenlerin etkileri değerlendirilebilir. Farklı ülkelerdeki konaklama işletmelerinin işletme değeri ve aktif karlılığını etkileyen unsurlara ilişkin analizler gerçekleştirilerek karşılaştırılabilir. Ayrıca farklı analiz yöntemleri kullanılarak konaklama işletmeleri üzerine yapılacak araştırma sonuçları ile CRT analiz sonuçları karşılaştırılabilir ve farklı sektörlerde uygulanarak sektörel farklar değerlendirilebilir.

### Kaynakça

- Abdallah, A. AL-Nasser and İsmail, K.A. (2017). Corporate Governance Practices, Ownership Structure, and Corporate Performance in the GCC Countries, *Journal of International Financial Markets, Institutions & Money*, 46, 98-115, Retrieved February 12, 2019 from the <http://dx.doi.org/10.1016/j.intfin.2016.08.004>.
- Acaravcı, K.S., Kandır, S.Y. ve Zelka, A. (2015). Kurumsal Yönetimin BIST Şirketlerinin Performanslarına Etkisinin Araştırılması, *Niğde Üniversitesi İİBF Dergisi*, 8(1), 171-183, <https://dergipark.org.tr/en/download/article-file/1851395801> adresinden 10 Mayıs 2017 tarihinde edinilmiştir.
- Al-Najjar, B. (2014). Corporate Governance, Tourism Growth and Firm Performance: Evidence From Publicly Listed Tourism Firms in Five Middle Eastern Countries, *Tourism Management*, 42, 342-351, Retrieved October 5, 2016 from the <https://doi.org/10.1016/j.tourman.2013.09.008>
- Ararat, M., Black, S.B. and Yurtoğlu, B.B. (2017). The Effect of Corporate Governance on Firm Value and Profitability: Time Series Evidence From Turkey, *Emerging Markets Review*, 30, 113-132, Retrieved October 10, 2017 from the [https://ideas.repec.org/h/elg/eechap/3609\\_11.html](https://ideas.repec.org/h/elg/eechap/3609_11.html)
- Aren, S., Kayagil, Ö.S. ve Aydemir, D.S. (2014). Kurumsal Yönetim Düzeyinin Belirleyicileri ve Etkileri Üzerine IMKB'de Bir Uygulama, *Akademik Araştırmalar Dergisi*, 15(60), 111-136.
- Balasubramanian N., Black S. B. and Khanna V. (2010) The Relation Between Firm Level Corporate Governance and Market Value: A Study of India, *Emerging Market Review*, 11, 319-340, Retrieved May 17, 2014 from the <https://doi.org/10.1016/j.ememar.2010.05.001>
- Banchuenvijit, W. and Phuong, H.T.N. (2012). Determinants of Firm Performance of Vietnam Listed Companies, *Academic and Business Research Institute Conference- San Antonio 2012*, Retrieved March 8, 2019 from the <http://aabri.com/SA12Manuscripts/SA12078.pdf>
- Bauer, R., Günster, N. and Otten, R. (2003). Empirical Evidence on Corporate Governance in Europe: The Effect on Stock Returns, Firm Value and Performance, *Journal of Asset Management*, 23, 1-24, Retrieved October 7, 2014 from the <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.444543>
- Bayrakdaroğlu, A. (2010). Mülkiyet yapısı ve finansal performans örneği: IMKB örneği, *Ekonomi Bilimleri Dergisi*, 2(2), 11-20. [www.sobiad.org.tr/journal/dergi/Üebd/arsiv/2010\\_2/02ali\\_bayrakdaroglu.pdf](http://www.sobiad.org.tr/journal/dergi/Üebd/arsiv/2010_2/02ali_bayrakdaroglu.pdf) adresinden 3 Haziran 2015 tarihinde edinilmiştir.
- Becker-Blease, J. R., Kaen, R.F., Etebari, A. and Baumann, H. (2010). Employees, firm size and profitability in U.S. manufacturing industries, *Investment Management and Financial Innovations*, 7(2),7-23. Retrieved March 8, 2019 from [http://businessperspectives.org/images/pdf/applications/publishing/templates/article/assets/3235/imfi\\_en\\_2010\\_02\\_Becker.pdf](http://businessperspectives.org/images/pdf/applications/publishing/templates/article/assets/3235/imfi_en_2010_02_Becker.pdf)
- Bhagat, S. and Bolton, B. (2008). Corporate Governance and Firm Performance, *Journal of Corporate Finance*, 14(3), 257-273, Retrieved October 23, 2016 from the <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2008.03.006>.

- Black, B. S., De Carvalho, A. G., & Gorga, É. (2012). What matters and for which firms for corporate governance in emerging markets? Evidence from Brazil (and other BRIK countries). *Journal of Corporate Finance*, 18(4), 934-952.
- Black, S. B., Jang, H., & Kim, W. (2006a). Does corporate governance affect firm value? Evidence from Korea. *Journal of Law, Economics, & Organization*, 22(2), 366-413.
- Black, S. B., Love, I., & Rachinsky, A. (2006b). Corporate governance indices and firms' market values: Time series evidence from Russia. *Emerging Markets Review*, 7(4), 361-379.
- Bostancı, F. ve Kılıç, S. (2010). Şirketlerde Halka Açıklık Oranının Piyasa Performansına Etkisi: İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Üzerine Ampirik Bir Çalışma, *İMKB Dergisi*, 12(45), 1-27, <http://saimkilib.com/doc/m6tr.pdf> 18 Temmuz 2018 tarihinde. Edinilmiştir.
- Breiman, L., Friedman H. J., Olshen, A. R. and Stone, J. (1984). *Classification and regression trees*, C.A: Chapman & Hall.
- Brown, D. L. and Caylor, L. M. (2006). Corporate Governance and Firm Valuation, *Journal of Accounting and Public Policy*, 25(4), 409-434, Retrieved October 30, 2016 from the <https://doi.org/10.1016/j.jaccpubpol.2006.05.005>.
- Chang, Y.K., Chou, K.R. and Huang, T.H. (2014). Corporate Governance and Dynamics of Capital Structure: New Evidence, *Journal of Banking & Finance*, 48, 374-385, Retrieved July 27, 2015 from the <http://dx.doi.org/10.1016/j.jbankfin.2014.04.026>.
- Chen, M.H., Hou, C.L. and Lee, S. (2012). The Impact of Insider Managerial Ownership on Corporate Performance of Taiwanese Hotels, *International Journal of Hospitality Management*, 31(2), 338-349, Retrieved October 25, 2017 from the <https://doi.org/10.1016/j.ijhm.2011.05.005>.
- Chung, K. H. and Pruit, S. W. (1994). A Simple Approximation of Tobin's q, *Financial Management*, 23(3), Autumn, 70-74, Retrieved October 15, 2017 from the <https://doi.org/10.2307/3665623> <https://www.jstor.org/stable/3665623>.
- Civan, M. ve Cenger, H. (2013). Borsada İşlem Gören Turizm İşletmelerinin Finansal Yapı ve Karlılık Oranları Arasındaki İlişkinin Analizi (2009-2012). 17. Finans Sempozyumu Bildiriler Kitabı içinde (s. 354-363), Muğla: Muğla Sıtkı Koçman Üniversitesi.
- Claessens, S., Djankov, S., Fan, P. H. J. and Lang, P. H. L.. (1999). Expropriation of Minority Shareholders: Evidence From East Asia, *World Bank Group, Policy Research Working Paper*, 2-33, Retrieved July 20, 2016 from the [www.elibrary.worldbank.org/doi/abs/10.1596/1813-9450-2088](http://www.elibrary.worldbank.org/doi/abs/10.1596/1813-9450-2088).
- Core, E. J., Holthausen, W. R. and Larcker, F. D. (1999). Corporate Governance, Chief Executive Officer Compensation, and Firm Performance, *Journal of Financial Economics*, 51(3), 371-406, Retrieved October 5, 2014 from the [https://doi.org/10.1016/S0304-405X\(98\)00058-0](https://doi.org/10.1016/S0304-405X(98)00058-0).
- Çavuş, Ş. (2008). Yönetim Teorisinin Tarihsel Gelişimi ve Turizm İşletmelerinde Çağdaş Yönetim Tekniklerine Geçiş, F. Okumuş, U. Avcı (Ed). *Turizm İşletmelerinde Çağdaş Yönetim Teknikleri* (s. 3-33), Ankara: Detay Yayıncılık.
- Çımat, A. ve Bahar, O. (2003). Turizm Sektörünün Türkiye Ekonomisi İçindeki Yeri ve Önemi Üzerine Bir Değerlendirme, *Akdeniz İ.İ.B.F. Dergisi*, 3(6), 1-18, <https://dergipark.org.tr/tr/pub/auuibfd/issue/54582/744040> adresinden 5 Eylül 2018 tarihinde edinilmiştir.
- Damodaran, A. (2012). *Corporate Financ Theory and Practice*, USA: John Wiley & Sons. Inc.
- Dhawan, R. (2001). Firm Size and Productivity Differential: Theory and Evidence From a Panel of US Firms, *Journal of Economic Behavior & Organization*, 44, 269-293, Retrieved March, 9, 2019 from the [https://doi.org/10.1016/S0167-2681\(00\)00139-6](https://doi.org/10.1016/S0167-2681(00)00139-6).
- Doğan, M. (2013). Does Firm Size Affect the Firm Profitability? Evidence From Turkey, *Research Journal of Finance and Accounting*, 4(4), 53-59, ISSN 2222-2847 (Online), Retrieved March 8, 2019 from the <https://pdfs.semanticscholar.org/5360/29a44ed8dd384cbcd67f9d60bc10cf5c775.pdf>. <https://www.iiste.org/journals/>
- Durak, M. G. ve Taşkın, F. D. (2014). Kurumsal Yönetim Uygulamalarının İşletme Performansı Üzerindeki Etkileri: BIST Üretim Şirketleri Üzerinde Bir Uygulama, *Mali Çözüm Dergisi*, 24(6), 29-56, [http://www.ismmmo.org.tr/Yayinlar/Mali-Cozum\\_Dergisi-1](http://www.ismmmo.org.tr/Yayinlar/Mali-Cozum_Dergisi-1) adresinden 18 Aralık 2017 tarihinde edinilmiştir.
- Fama, E. F. and Jensen, M. C. (1983a). Separation of Ownership and Control, *Journal of Law & Economics*, 26 (2), 301-325, Retrieved December 12, 2012 from the <http://www.jstor.org/page/info/about/policies/terms.jsp>.
- Fama E. F. and Jensen M. C. (1983b). Agency Problem and Residual Claims, *Journal of Law & Economics*, 26(2), 327-349, Retrieved December 12, 2012 from the <http://www.jstor.org/page/info/about/policies/terms.jsp>.

- Freeman, R. E. and Reed, L. D. (1983). Stockholders and Stakeholders: A New Perspective on Corporate Governance, *California Management Review*, 25 (3), 88-106, Retrieved September 10, 2017 from the <https://doi.org/10.2307%2F41165018>.
- Furmolly, A. W. and Kırkulak Uludağ, B. (2017). Turizmin Türkiye Ekonomisine Etkisi, 18. *Ulusal Turizm Kongre kitabı* içinde (pp.68-80). Artuklu Üniversitesi: Ankara. Detay Yayınları:856, [www.utk18artuklu.edu.tr](http://www.utk18artuklu.edu.tr) adresinden tarihinde 10 Haziran 2018 edinilmiştir.
- Gepp, A. and Kumar, K. (2015). Predicting Financial Distress: A Comparison of Survival Anaysis and Decision Tree Tecniques, *Procedia Computer Science*, 54, 396-404, Retrieved July 16, 2018 from the <https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S1877050915013708>.
- Gillian, L. S. (2006). Recent Development in Corporate Governance: An Overview, *Journal of Corporate Finance*, 12, 381-402, Retrieved November 30, 2012 from the <https://ssrn.com/abstract=855444>
- Gitman, J.L. (2009). *Principles of Managerial Finance*, USA: Pearson Education Inc.
- Gompers, P. A., Ishii, L. J. and Metrick, A. (2001). Corporate Governance and Equity Prices, *NBER Working Paper Series*, August, 1-68, Retrieved June 20,2014 from the <http://www.nber.org>.
- Gupta, P. P., Kennedy, B. D. and Weaver, C. S. (2009). Corporate Governance and Firm Value: Evidence From Canadian Capital Markets, *Corporate Ownership & Control*, 6(3), Spring, 293-307, Retrieved October 15, 2016 from the <https://doi.org/10.22495/cocv6i3c2p4>.
- Guillet, D. B. and Mattila, S. A. (2010). A Descriptive Examination of Corporate Governance in the Hospitality Industry, *International Journal of Hospitality Management*, 29(4), 677-684, Retrieved October 10, 2016 from the <https://doi.org/10.1016/j.ijhm.2010.01.004>.
- Guetat, H., Jarboui, S. and Boujelbene, Y. (2015). Evaluation of Hotel Industry Performance and Corporate Governance: A Stochastic Frontier Analysis, *Tourism Management Perspectives*, 15, 128-136, Retrieved March 10,2016 from the <http://dx.doi.org/10.1016/j.tmp.2015.05.004>.
- Gürbüz, O. ve Ergincan, Y. (2004). *Kurumsal yönetim: Türkiye'deki Durumu ve Geliştirilmesine Yönelik Öneriler*, İstanbul: Literatür Yayıncılık.
- Irom, M. I, Joshua, O., Ahmed, M.N. and Emmanuel, T.A. (2018) Effect of Firm Attiributes on Return on Asset of Listed Manufacturing Companies in Nigeria, *Journal of Accounting, Finance and Auding Studies*, 4(3), 223-240. Retrieved March 8, 2019 from the <http://oaji.net/articles/2017/1817-1532702168.pdf>.
- İskenderoğlu, Ö., Saygın, O. ve Akdağ, S. (2014). *Kurumsal Yönetim ve Sermaye Yapısı*, Adana: Karahan Kitabevi.
- Jarboui, S., Guetat, H. and Boujelbene, Y. (2015).Evaluation of Hotel Performans and Corporate Governance Mechanism: Empirical Evidence From the Tunisian Context, *Journal of Hospitality and Tourism Management*, 25, 30-37. Retrieved July 02, 2016 from the <http://dx.doi.org/10.1016/j.jhtm.2015.08.002>.
- Jensen, M. C. and Meckling, W. H. (1976). Theory of Firm: Managerial Behavior Agency Cost and Ownership Structure, *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305-360, Retrieved December 12, 2017 from the [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(76\)90026-X](https://doi.org/10.1016/0304-405X(76)90026-X).
- Jensen, C. M. and Smith, W. C. (1985). Stockholder, Manager and Creditor Interests: Applications of Agency Theory, *Theory of the Firm*, 1(1), 2000, Retrieved December 9,2012 from the <http://paper.ssrn.com.abstract=173461>.
- Jensen, M. C., & Clifford W. C. (1985). Stockholder, Manager, and Creditor Interests: Applications of Agency Theory. In E. I. Altman, & M. G. Subrahmanyam (Eds.), *Recent advances in corporate finance* (pp. 93-131). Harvard University
- Kaen, R.F. and Baumann, H. (2003). *Firm Size, Employees and Profitability in U.S. Manufacturing Industries*, (Tech. Rep.). University of New Hampshire, Durham, 1-72, Retrieved March 8, 2019 from the <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.382402>.
- Kahiloğulları, S. ve Karadeniz, E. (2015). Halka Açık Konaklama Şirketlerinin Finansal Yapılarının Analizi: Uluslararası Bir Karşılaştırma, *Çankırı Karatekin Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 5(2), 531-548, [www.dergipark.gov.tr/ckuibfd/issue/32907/365565](http://www.dergipark.gov.tr/ckuibfd/issue/32907/365565) adresinden 18 Haziran 2018 tarihinde edinilmiştir.
- Kandır, Y. S., Önal, B.Y. ve Karadeniz, E. (2007). *Turizm Yatırım Projelerinin Yönetimi Değerlendirilmesi ve Finansman*, Ankara: Detay Yayıncılık.
- Kara, E., Erdur Acar, D. and Karabıyık, L. (2015). Effects Of Corporate Governance Level On The Financial Performance of Companies: A Research On Bist Corporate Governance Index, *Ege Akademik Bakış*, 15(2), Nisan, pp. 265-274, Retrieved June 23, 2017 from the <http://dergipark.gov.tr/eab/issue/39938/474508>.

- Karadeniz, E. ve İskenderoğlu, Ö. (2011). İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nda İşlem Gören Turizm İşletmelerinin Aktif Kârlılığını Etkileyen Değişkenlerin Analizi, *Anatolia: Turizm Araştırmaları Dergisi*, 22(1), 65-75, <https://dergipark.org.tr/tr/pub/atad/issue/16801/174517> adresinden 23 Mart 2019 tarihinde edinilmiştir.
- Karadeniz, E., Kaplan, F. ve Günay, F. (2016). Sermaye Yapısı Kararlarının Kârlılığa Etkisi: Borsa İstanbul Turizm Şirketlerinde Bir Araştırma, *Seyahat ve Otel İşletmeciliği Dergisi*, 13(3), 38-55, <https://dergipark.org.tr/en/download/article-file/267873> adresinden 25 Mart 2019 tarihinde edinilmiştir.
- Karadeniz, E. ve Ergene Bakay, Ş. (2015). Halka Açık Turizm Şirketlerinde Kurumsal Yönetim Uygulamaları: İmalat Şirketleriyle Karşılaştırmalı Bir Analiz, *Seyahat ve Otel İşletmeciliği Dergisi*, 12(2), 73-91.
- Karpoff, M. J., Marr, M. W. and Danielson, G. M. (1994). Corporate Governance and Firm Performance. *The Research Foundation of the Institute of Chartered Financial Analysts*, 1-40, Retrieved February 10, 2014 from the <https://www.cfainstitute.org/-/media/document/book/rf-publication/1994/rf-v1994-n8-4449-pdf.ashx>
- Kıngır S. (2006). Bir Hizmet İşletmesi Olarak Beş Yıldızlı Otel İşletmelerindeki Yönetimsel Sorunlar, *Selçuk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 1, 457-481, <http://dergisosyalbil.selcuk.edu.tr/susbed/article/download/586/566> adresinden 31 Temmuz 2014 tarihinde edinilmiştir.
- Klapper, F. L. and Love, I. (2002). Corporate Governance, Investor Protection and Performance in Emerging Market, *The World Bank Development Policy Research Working Paper*, 2818, 1-38, Retrieved January 8, 2016 from the <http://documents.worldbank.org/curated/en/375451468765875377/Corporate-governance-investor-protection-and-performance-in-emerging-markets>.
- Kyere, M. and Ausloos, M. (2020). Corporate Governance and Firms Financial Performance in the United Kingdom, *International Journal of Finance & Economics*, 1871-1885, Retrieved October 31, 2021, <https://doi.org/10.1002/ijfe.1883>.
- Kula, V. ve Baykut, E. (2014). Kurumsal Yönetim Derecelendirme Notu ile Piyasa Değeri Arasındaki İlişki: BIST XKURY Şirketleri Üzerine Bir Araştırma, *Uşak Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, 7(3), 1-17, <https://dergipark.org.tr/tr/pub/usaksosbil/issue/21657/232851> adresinden 16 Mayıs 2017 tarihinde edinilmiştir.
- Kumar, B. R. (2015). Determinant of Value Creation: An Emprical Examination From UAE Market, *International Journal of Economics and Financial Issues*, 5(1), 77-85, Retrieved July 10, 2018 from the <https://www.econjournals.com/index.php/ijefi/article/view/993>.
- La Porta, R., De Silanes, F. L., Shleifer, A. & Vishny, R. (2000). Investor Protection and Corporate Governance, *Journal of Financial Economics*, 58, 3-27, Retrieved June 25, 2015 from the [https://doi.org/10.1016/S0304-405X\(00\)00065-9](https://doi.org/10.1016/S0304-405X(00)00065-9).
- Leite, R. and Carvalhal, A. (2016). Firm Age, Value, Performance and Corporate Governance in Brazil, *Corporate Ownership & Control*, 13(4), 8-12, Retrieved November 12, 2017 from the <https://doi.org/10.22495/cocv13i4p1>
- Lewis, J. R. (2000). An Introduction to Classification and Regression Tree (CART) Analysis, Annual Meeting of the Society for Academic Emergency Medicine in San Francisco, 4-7, Retrieved October 29, 2017 from the <https://wenku.baidu.com/view/f1c569d184254b35eefd34ce.html>.
- Loderer, C., Stulz, M. R. and Waelchli, U. (2012). *Firm Age and Governance*, Retrieved July 01, 2018 from SSRN. <https://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1342248>
- Lozano, Belen M., Martinez B. And Pindado, J. (2016). Corporate Governance, Ownership and Firm Value: Drivers of Ownership as a Good Corporate Governance Mechanism, *International Business Review*, 25(6), 1333-1343, Retrieved February 06, 2018 from <https://doi.org/10.1016/j.ibusrev.2016.04.005>
- Maury, B. and Pajuste, A. (2005). Multiple Large Shareholders and Firm Value, *Journal of Banking & Finance*, 29(7), 1813-1834, Retrieved June 06, 2018 from the <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2004.07.002>.
- Mitton, T. (2002). A Cross-Firm Analysis of the Impact of Corporate Governance on the East Asian Financial Crisis, *Journal of Financial Economics*, 64(2), 215-241, Retrieved March 07, 2014 from the <https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0304405X02000764>.
- Park, K. and Jang Shawn, S. (2010). Insider Ownership and Firm Performance: An Examination of Restaurant Firms, *International Journal of Hospitality Management*, 29(3), 448-458, Retrieved October 10, 2016, <https://doi.org/10.1016/j.ijhm.2009.10.023>.
- Pedersen, T. and Thomsen, S. (1997). European Patterns of Corporate Ownership: A Twelve-Country Study, *Journal of International Business Studies*, 28(4), 759-778, Retrieved October 20, 2020, <https://www.jstor.org/stable/155493>.



- Pervan, M. and Visic, J. (2012). Influence of Firm Size on Its Business Success, *Croatian Operational Research Review*, 3, 213-223, Retrieved March 08, 2019 from the <https://hrcak.srce.hr/file/142467>.
- Raza, M. W., (2013). Affect of Financial Leverage Evidence From Karachi Stock Exchange, MPRA Paper No. 50383, Retrieved February 10, 2020 from the <https://mpra.ub.uni-muenchen.de/id/eprint/50383>.
- Ross, A. S. (1977). The Determination of Financial Structure: The Incentive-Signalling Approach, *The Bell Journal of Economics*, 8(1), 23-40, Retrieved October 28, 2013 from the <https://doi.org/10.2307/3003485>.
- Shariff, M. N. and Abidin, Z. A. (2018). Corporate Governance Practice For Tourism Small and Medium Sized Enterprises in Malaysia, *International Journal of Advanced and Applied Sciences*, 5(1), 24-30, Retrieved February 14, 2019 from the <http://www.science-gate.com/IJAAS.html>.
- Shleifer, A. and Vishny, W.R. (1997). A Survey of Corporate Governance, *The Journal of Finance*, 52(2), 737-783, Retrieved December 09, 2012 from the <https://onlinelibrary.wiley.com/doi/abs/10.1111/j.1540-6261.1997.tb04820.x>.
- Silva, A. L.C., and Leal, R. P. C. (2005). Corporate Governance Index, Firm Valuation And Performance In Brazil, *Revista Brasileira Finanças*, 3(1), 1-18, Retrieved October 13, 2015 from the <http://bibliotecadigital.fgv.br/ojs/index.php/rbfin/article/view/1143>.
- Silva and Leal (2006). Ownership, Control, Valuation and Performance of Brazilian Corporations, *Corporate Ownership & Control*, 4(1), 300-308, Retrieved October 13, 2015 Retrieved October 13, 2015 form the <https://doi.org/10.22495/cocv4i1c2p6>
- Steinberg, D. (2009). CART: Classification and Regression Trees, X. Wu, & V. Kumar (Eds.), *The Top Ten Algorithms in Data Mining* (p.179-201). Chapman& Halls/CRC. Newyork: Taylor& Francis Group. Retrieved October 27, 2017 from the <https://doi.org/10.1201/9781420089653>.
- Taşkın, F. D. ve Çoşkun, S. (2015). Ortaklık Yapılarının Finansman Kararları Üzerine Etkisi: BIST Enerji Firmaları İncelemesi, *Dokuz Eylül Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 17(1), 105-118, <https://doi.org/10.16953/deusbed.98286> adresinden 17 Haziran 2018 tarihinde edinilmiştir.
- Timofeev, R. (2004). *Classification and Regression Trees Theory And Applications*, Unpublished master's thesis, Humboldt University, Berlin, Retrieved October 11, 2017 from the <https://www.semanticscholar.org/author/Roman-Vladimirovich-Timofeev/4226298>.
- Tsai, H. and Gu, Z. (2007). The Relationship Between Institutional Ownership And Casino Firm Performance, *International Journal of Hospitality Management*, 26(3), 517-530, Retrived February 02, 2006 from the <https://doi.org/10.1016/j.ijhm.2006.02.003>.
- Vinasithamby, S. (2015). Does Firm Size Influence On Firm's Profitability? Evidence From Listed Firms of Sri Lanka Hotels And Travels Sector, *Research Journal of Finance and Accounting*, 6(6), 201-207. ISSN 2222-2847., Retrieved March 08, 2019 from the <https://www.iiste.org/Journals/index.php/RJFA/article/view/21176>.
- Williamson, O.E. (1988). Corporate Finance And Corporate Governance, *The Journal of Finance*, 43(3), 567-591, Retrived December 20, 2013 from the <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1988.tb04592.x>
- Yurtoglu, B. (2000). Ownership, Control And Performance of Turkish Listed Firms. *Empirica*, 27(2), 193-222, Retrieved September 12, 2018 from the <https://link.springer.com/article/10.1023/A:1026557203261>.
- Yohannes, Y. and Webb, P. (1999). *Classification And Regression Trees, A User Annual For Identifying Indicators of Vulnerability to Famine And Cronic Food Insecurity*, International Food Policy Research Institute, Microcomputer in Policy Research 3, Washington D.C., Retrieved September 20, 2017 from the <http://www.ifpri.org/publication/classification-and-regression-trees-cart>.

## EXTENDED SUMMARY

### Purpose

In this study, it is aimed to investigate the relationship and interactions between corporate governance and firm performance of lodging companies.

### Methodology

In the study, the relationship between the performances and the corporate governance scores on 6 lodging companies with the most valuable brand in 2016 and 6 lodging companies in Borsa İstanbul Tourism Index were examined using the Classification and Regression Tree method.

### Findings

In this study, two CRT analyzes were conducted to determine the relationship and interactions between the firm value and return on assets and corporate governance practices of lodging companies.

In the first analysis, positive relationships were obtained between the firm value and corporate governance and debt / assets ratio. In the second analysis, positive relationships were found between return on assets and corporate governance. On the other hand, a negative relationship was found between return on assets and firm size.

Corporate governance and debt/assets ratio might consider as an indicator of trust in firms activities. The increase in the level of debt utilization of the firm indicates the capacity of the firm to pay its debts and the reliability and prestige of the firm. In addition, agency theory is considered that the level of debt use as a kind of mechanism that controls managers (Gillian, 2006: 388; Chang et al., 2014: 376). With this mechanism, it is thought that the debtor firm manager will display a good management performance and use the business resources more effectively in order to pay the debts on time (Shleifer and Vishny, 1997: 749).

It is stated that small firms face market uncertainties, capital constraints and other challenges, and although they carry more market risk than large firms, small firms are more efficient, generate higher returns, and tend to create more value (Dhawan, 2001; Kumar, 2015).

### Conclusion and Discussion

OECD published its corporate governance principles in 1999 in order to eliminate the problems caused by the bad management of businesses. Similarly, in Europe, a series of reports (Greenbury, Hampel, Turnbull, Higgs, Smith and Tyson) have been published to eliminate the deficiencies that may arise from the management or the manager, especially the Cadbury report. In 2002, it started to implement the SOX law to prevent mismanagement and company scandals in the USA. TUSIAD published its corporate governance principles in 2000 and the CMB determined the corporate governance principles for companies in 2003 and revised them in 2005. The New Turkish Commercial Code, published in 2011, made arrangements to include corporate governance principles. These studies is showed the importance that countries give to corporate governance.

In this study, two CRT analyzes were carried out to examine the relationships and interactions between firm value and return on assets of lodging companies and corporate governance practices. As a result of the first analysis, positive relationships were obtained between firm value, corporate governance and debt/assets ratio. This finding indicates that there is a positive relationship between firm value and corporate governance (Klapper & Love, 2002; Black et al., 2006a; Balasubramanian et al., 2010; Ararat et al., 2017) and a positive relationship between firm value and leverage ratio (Black). et al., 2006a; Silva & Leal, 2005; Tsai & Gu, 2007; Black et al., 2012; Ararat et al., 2017). It can also be emphasized that the increase in leverage ratio has positive effects on firm value (Ross, 1977) and it supports the evidence that the level of debt use is an effective supervisory tool to control managerial performance (Shleifer & Vishny, 1997). As a result of the second analysis, a positive relationship was obtained between the return on assets and the corporate governance, and a negative relationship between the return on assets and the firm size variable. This result shows that there is a positive relationship between return on assets and corporate governance in the literature (Klapper & Love, 2002; Silva & Leal, 2005; Bhagat & Bolton, 2008; Gupta et al., 2009; Ararat et al., 2017) and It can be stated that it is in parallel with the studies that found a negative relationship between return on assets and size (Kaen & Baumann, 2003; Becker-Blease et al., 2010; Banchuenvijit & Phuong, 2012).

The results of this analysis show that the corporate governance score is a distinguishing variable on the business value and return on asset of lodging companies that have different levels of corporate governance practices. The increase in the performance values of firms with increasing corporate governance scores

reveals the importance of trust and transparency in business management activities. In addition, it can be stated that the positive relationship between firm value and debt/assets ratio, the sign theory show the ability of the business to pay its debts, and the agency theory supports the feature of debt as a mechanism that controls the performance of managers.

These results obtained; In terms of lodging companies, it is thought that corporate governance practices are important in terms of having a positive effect on both firm value and return on asset. In addition, it is thought that corporate governance can contribute to the solution of problems arising from the high fixed capital investments and renewal costs of accommodation establishments. Because by taking advantage of the corporate governance, it can be expected that the capital costs of the lodging companies will decrease and the required capital can be reached more easily under appropriate conditions. The increase in the level of corporate governance will enable an increase in the level of trust towards lodging companies and those who manage these businesses, more public offering of working capital, and more opportunities for businesses to be financed with foreign resources.

The few numbers of lodging companies examined in study and the analysis period of merely 5 years do not allow generalization of the research results. The few numbers of lodging companies included in the analysis do not allow comparison with the results of other sectors. The insufficient level of corporate governance reports for the years prior to 2011 do not allow for a longer period to be analyzed and opportunities for making periodic comparisons with previous years.

For future studies, companies within the scope of the analysis can be reexamine over a longer period of time, and the relationships and interactions of independent variables on firm value and return on asset can be evaluated. It can be compared by analyzing the factors affecting the firm value and asset profitability of lodging companies in different countries. In addition, by using different analysis methods, the results of the studies on lodging companies can be compared with the results of CRT analysis and the sectoral differences can be evaluated by applying them to different sectors.