

SOCIAL AND HUMAN SCIENTIFIC

Hacıhasanoğlu, T. & Babayigit, A. (2020). "Kurumsal Yönetim Endeksinde Yer Alan ve Yer Almayan Firmaların Finansal Oranlarının Karşılaştırılması: Bist Örneği", R&S -Research Studies Anatolia Journal, Vol:3 Issue:3; pp:218-236

Anahtar Kelimeler: Kurumsal Yönetim, Finansal Performans, Türkiye'de Kurumsal Yönetim, Oran Analiz. **Keywords:** Corporate Governance, Financial Performance, Corporate Governance in Turkey, Ratio Analysis.

Makale Türü Araştırma Makalesi

KURUMSAL YÖNETİM ENDEKSİNDE YER ALAN VE YER ALMAYAN FİRMALARIN FİNANSAL ORANLARININ KARŞILAŞTIRILMASI: BIST ÖRNEĞİ

Comparison of Financial Ratios of the Companies Included and Not Included in the Corporate Governance Index: The Study of BIST

Tansel HACIHASANOĞLU¹
Ali BABAYİĞİT²

Geliş Tarihi / Arrived Date
24/07/2020

Kabul Tarihi / Accepted Date
28/07/2020


Yayınlanma Tarihi / Published Date
31/07/2020


ÖZ

ABSTRACT

Kurumsal yönetim kavramı ilk olarak OECD tarafından 1999 yılında oluşturulmuştur. Küreselleşen dünyada hızla kabul gören ve yayılan bu kavram ülkemizde 2003 yılında kabul görmeye başlamıştır. Ülkemizde kurumsal yönetim endeksinde ilk olarak 2007 yılında 5 şirket dahil olmuştur. 2018 yılında ise kurumsal yönetim endeksinde işlem gören 47 şirket bulunmaktadır. Bu çalışmanın amacı kurumsal yönetim endeksinde yer alan şirketler ile bu endekste yer almayan şirketler arasında finansal oranları açısından anlamlı farklılıklar olup olmadığını araştırılmasıdır. Çalışma kapsamında incelenen firmalara ait 2010-2018 yılları arasındaki veriler kullanılmıştır. Çalışmanın inceleme grubu kurumsal yönetim endeksinde yer alan ve yer almayan firmalardan oluşmaktadır. Aynı sayıda firma kurumsal yönetim endeksi dışından firma büyüklüğü ve faaliyet gösterilen sektör kriterleri dikkate alınarak seçilmiştir. Çalışmada kurumsal yönetim endeksinde yer alan toplam 47 firmadan finans sektöründe faaliyet gösteren ve kullanılacak değişkenlerin hesaplanması için gereken verileri eksik olan 17 firma inceleme kapsamı dışında bırakılmıştır. Bu kapsamda yapılan incelemeler sonucunda kurumsal yönetim endeksinde yer alan şirketler ile yer almayan şirketler arasında finansal oranları bakımından anlamlı farklılıklar olduğu tespit edilmiştir.

The concept of corporate governance was first created by the OECD in 1999. This concept, which is rapidly accepted and spread in the globalizing world, began to gain accepted in 2003 in our country. In 2007, 5 companies were included in the corporate governance index for the first time in our country. In 2018, there were 47 companies listed in the corporate governance index. The purpose of this study is to research whether there are significant differences in financial ratios of companies included in the corporate governance index and companies not included in this index. The data of the companies examined in the scope of the study between 2010 and 2018 were used. The sample of this study consists of companies that are included in the corporate governance index and are not included in this index. The same amount of companies which are not included in the corporate governance index were selected based on firm size and criterias of operating sector. 17 companies operating in the financial sector of 47 companies in the corporate governance index were excluded due to missing data required. As a result of the examinations made in this context, it has been determined that there are significant differences between the companies included in the corporate governance index and the companies not included in terms of financial ratios.

¹  Doç. Dr., Yozgat Bozok Üniversitesi, İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi, tansel@bozok.edu.tr, Yozgat/TÜRKİYE

²  Bilg. İşletmeni, Yozgat Bozok Üniversitesi, İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi, ali.babayigit@yobu.edu.tr, Yozgat/TÜRKİYE

GİRİŞ

Kurumsal yönetim, şirket sahipleri ve yöneticileri ile mevcut ve potansiyel yatırımcılar arasındaki ilişkileri düzenleyen kamu ve özel sektör uygulamalarıdır. Kurumsal yönetim kavramı Dünya’da 1990 yılından sonra belirgin olarak ortaya çıkmaya başlamış olup yaşanan şirket skandallarından etkilenmiştir. OECD tarafından kurumsal yönetim ilkelerinin temelleri 1999 yılında atılmıştır. 2000’li yıllarda ise Dünya’da yaygınlaşmaya başlayan bu kavram küreselleşmenin de etkisiyle hızla yayılmıştır. Ülkemizde 2003 yılında çalışmalarına başlanılan kurumsal yönetim ilkeleri 2007 yılında kurumsal yönetim endeksi olarak hesaplanmaya başlanmıştır.

Finansal analiz; şirketlerin finansal tablolarının esas alınması kaydıyla yapılan değerlendirmeler, ortaya çıkan değişimlerin tespiti ve gelecekle ilgili tahminlerde bulunulabilmesi amacıyla hesaplar arası etkileşimin belirli bir süreç içerisinde ortaya konulması ve değerlendirilmesidir. Çalışmada finansal analiz tekniklerinden oran analizi yöntemi kullanılmıştır. Bu yöntem içerisinde yapılan araştırmalar kapsamında sık kullanıldığı tespit edilen oranlar finansal performans ölçütleri olarak seçilmiştir.

Birçok yerli ve yabancı çalışmada finansal oranlar ile kurumsal yönetim arasındaki ilişki incelenmiştir. Bazı çalışmalarda bu kapsamda ilişkiler tespit edilmiş, bazılarında ise tespit edilememiştir. Bu araştırmanın amacı ise, literatürde yer alan diğer çalışmalardan farklı olarak kurumsal yönetim endeksi içerisinde yer alan firmalar ile endeks içerisinde yer almayan ama eşdeğer aktif büyüklüğüne sahip aynı sektör içerisindeki firmaların finansal oranlarının karşılaştırılması suretiyle farklılık olup olmadığının ortaya konulmasıdır. Araştırma bu amaç etrafında şekillendirilmiştir.

KAVRAMSAL ÇERÇEVE

Kurumsal Yönetim

Kurumsal Yönetim, piyasa ekonomisi dahilinde firmaların yöneticileri, sahipleri, mevcut ve potansiyel yatırımcıları arasındaki etkileşimi düzenleyen mevzuatlar, iş yaşamının pratik bilgilerini içeren kamu ve özel sektör düzenlemeleridir (Oman, 2001: 13).

Kurumsal Yönetimin çıkış noktasının 16. yüzyıla kadar dayandığı düşünülmektedir. “Governance” kelimesi 18. Yüzyılda devlet ile toplum arasındaki uzlaşmayı ifade etmektedir (Gaudin, 1998: 47). Günümüzdeki anlamıyla kurumsal yönetim kavramı 1990’lı yıllarda ortaya çıkmaya başlamıştır. Bu dönemde meydana gelen krizler kurumsal yönetiminin önemini daha da artırmıştır (Öztürk ve Demirgüneş, 2008: 396).

1990’lı yıllarda ortaya çıkan kurumsal yönetim anlayışı hızlı bir şekilde ülkelerde ve dünyada kabul görmüş, iş piyasası ve bilim çevrelerinde yönetsel bir felsefe haline gelmiştir. Dünya Bankası ve Birleşmiş Milletler bu yıllarda iyi devlet yönetimi (goodpublicgovernance) adı altında kurumsallaşma adımlarını atmaya başlamışlardır. 1998 yılına gelindiğinde ise OECD’nin çalışmaları dikkat değer olup iyi yönetim (corporategovernance) kavramı literatüre kazandırılmıştır (Aktan, 2013: 151).

1998 yılında OECD’nin diğer devletler, uluslararası kuruluşlar ve özel sektör temsilcileriyle bir araya gelerek gerçekleştirdiği toplantıda kurumsal yönetim kriterleri ve ilkeleri üzerine önemli çalışmalar yapılmıştır. 1999 yılına gelindiğinde ise OECD’ye üye olan ve üye olmayan bazı ülkelerle yapılan istişareler sonucunda kurumsal yönetim ilkeleri belirlenmiştir. IMF ve Dünya Bankasının Standart ve Kuralları Karşılama Raporları (ROSC) ile kurumsal yönetim anlayışının temelleri oluşturulmuştur (TKYD, 2005: 8).

Kurumsal Yönetim İle İlgili Yasal Düzenlemeler

Şirketler ve ülkeler açısından kurumsal yönetimin birçok faydası bulunmaktadır. Şirketlerde; yönetimin kalitesinin artması, daha ucuz imkânlarla borç temini, finans ve likitide imkânlarının genişlemesi, krizlerin üstesinden gelinebilmesi ve sermaye piyasası imkânlarından yararlanılması gibi avantajları bulunmaktadır. Ülkelere ise; ülke itibarının yükselmesi, yerli ve yabancı kaynakların ülke sınırları içerisinde kalması, ülke ekonomisinin ve sermaye piyasalarının dünya ile rekabet edebilir hale gelmesi, krizlerden asgari düzeyde etkilenilmesi, kaynakların etkin ve verimli kullanılması ile adil dağılımı, refah düzeyinin yükseltilmesi ve sürekli iyileştirilmesi gibi faydaları bulunmaktadır (Çonkar ve diğerleri, 2009: 87).

Ülkelerin yasal, toplumsal ve siyasi yapıları ile şirket ve pay sahipliği yapılarındaki farklılıklar nedeniyle yönetim alanındaki araştırma ve geliştirme faaliyetleri değişik kurullar tarafından yürütülmektedir. Bu değişiklikler bazı ülkelerde hükümetler tarafından görevlendirilen kişilerce, yatırımcıları temsil eden taraflarca, bilim çevreleri ve mesleki kuruluşların temsilcilerince oluşturulan kurullarca uygulanırken, bazı ülkelerde ise borsalar, düzenleyici ve denetleyici kuruluşlar tarafından yerine getirilmektedir (Çatıktaş, 2013: 7-8).

Tablo 1. 1992-2008 Yılları Arasında Yer Alan Kurumsal Yönetim ile İlgili Çeşitli Düzenlemeler

Ülke Adı	Düzenleme Adı ve Yılı
İngiltere	Cadbury Raporu / 1992
Portekiz	Kurumsal Yönetim Önerileri / 1999
Almanya	Borsaya Kote Şirketler İçin Kurumsal Yönetim Kuralları / 2000
Almanya	Almanya Kurumsal Yönetim Kodu / 2000
Japonya	Kurumsal Yönetim Kodu / 2001
Rusya	Kurumsal Yönetim Kodu / 2002
ABD	Sarbanes-Oxley Kanunu / 2002
İngiltere	Birleşik Kurumsal Yönetim Kodu / 2003
İngiltere	Kurumsal Yönetim: Uygulama Rehberi / 2004
Belçika	Kurumsal Yönetim Kodu / 2004
ABD	Halka Açık Şirketler İçin Anahtar Kurumsal Yönetim İlkeleri /2008

Kaynak: <http://www.ecgi.org> (2018).

Tablo 1'deki kurumsal yönetim uygulamalarına bakıldığında İngiltere, ABD ve Almanya ön plana çıkmaktadır. En çok dikkat çeken düzenlemeler ise Cadbury Raporu ve Sarbanes-Oxley Kanunu'dur.

Büyük ölçekli şirket skandallarının ardından kurumsal yönetimin önemi daha da artmıştır. 1990'lı yıllarda İngiltere'de şirket yönetimlerine duyulan güveni yeniden tesis etmek için birden fazla rapor yayınlamıştır. Bunlardan en önemlisi Cadbury raporudur. 1991 yılında Londra Menkul Kıymetler borsasında Cadbury Yasası Komitesi oluşturulmuştur (Keasey ve diğerleri, 2005: 23). Bu komitenin amacı, kurumsal yönetimin kriterlerini iyileştirmek, mali tablolarına ve denetimine olan güven düzeyini artırmaktır (Cadbury, 1992).

Enron, Wordcom ve diğer şirket skandallarının sonucunda 2002 yılında ABD'de Sarbanes-Oxley yasası çıkarılmıştır. Bu yasa ABD'de 1934 yılında çıkarılan Menkul Kıymetler Borsası Kanunu'ndan sonra yürürlüğe giren en önemli finansal düzenlemedir. ABD Menkul Kıymetler ve Borsa Komisyonu'na bağlı şirketler bu yasa kapsamına dâhil edilmiştir. Şirketlerde muhasebe hileleri ve yolsuzlukların yaşanması, denetim şirketlerinin ve muhasebecilerin kontrol altında tutulması ihtiyacını ortaya çıkarmıştır (Manisalı Darman, 2004: 4). Bu yasa; finansal raporlamanın doğruluğunu, denetimcilerin doğru, tarafsız, kaliteli olmasını ve kendilerini geliştirmelerini, bununla birlikte yatırımcı ve paydaşların güvenliğini yeniden tesis etmelerini amaçlamaktadır (Marianne, 2005: 4).

Borsa İstanbul ve Kurumsal Yönetim Endeksi

Kurumsal yönetimin bileşenleri süreç içerisinde farklılaşabilen ekonomik ve yasal, kurum ve kuruluşlardan meydana gelmektedir. Ülkemizde kurumsal yönetim ilkeleri ilk olarak Sermaye Piyasası Kurulu tarafından 2003 yılında yayımlanmış olup 2005 yılında tekrar gözden geçirilerek yeniden yayımlanmıştır. Yapılan bu düzenlemelerde temel prensip “uygula, uygulamıyorsan açıkla” prensibidir. Bununla birlikte finansal raporlama standartlarının hayata geçirilmesi, denetim ve danışmanlık hizmetlerinin birbirinden bağımsız hale getirilmesi, halka arz işlemlerinde duyuruların hazırlanması, önemli bilgilerin kamuya ile paylaşılması, kamuyu aydınlatma platformunun hizmete açılması gibi yenilikler yapılmış ve kurumsal yönetim endeksi oluşturulmuştur (Barış ve Gümrah, 2017: 104).

Kurumsal Yönetim Endeksi, hisseleri Borsa İstanbul’da (yakın izleme pazarı, C ve D pay senetleri pazarı hariç) işlem gören kurumsal yönetim uyum notu 10’luk puan sisteminde asgari 7, başlıklar bakımından en az 6,5 olması gerekmekte olup firmaların fiyat ve getiri performansının belirlenmesi için meydana getirilmiştir (<http://www.borsaistanbul.com/endeksler/bist-pay-endeksleri...>, 2018).

Uyum derecelendirmesinde kurumsal yönetim ilkeleri değerlendirildiğinde pay sahipleri, kamuyu aydınlatma ve şeffaflık, menfaat sahipleri ve yönetim kurulu her bir başlıkta 1 ile 10 arasında puan hesaplanmakta ve birlikte kamuya duyurulması gerekmektedir. Derecelendirme notu; kurumsal yönetim ilkeleri esas alınarak pay sahiplerinin oranı yüzde 25, kamuyu aydınlatma ve şeffaflığın oranı yüzde 35, menfaat sahiplerinin oranı yüzde 15, yönetim kurulunun oranı ise yüzde 25 olacak şekilde hesaplanmaktadır (<http://www.saharating.com/~saharati/kurumsal-yonetim...>, 2018).

XKURY’nin hesaplanmasına, 2007 yılında 5 şirket ile başlanmış olup başlangıç değeri 48.082,17 olarak belirlenmiştir (<http://www.tkyd.org/tr/faaliyetler-kurumsal-yonetim-odulleri.html>, 2018). 2018 yılı itibarıyla kurumsal yönetim endeksinde 47 şirket işlem görmekte olup bilgileri aşağıdaki tabloda sunulmuştur.

Tablo 2. 2018 Yılı Kurumsal Yönetim Endeksindeki Şirketler

Sıra No	Şirket Unvanı	Sıra No	Şirket Unvanı
1	AG Anadolu Grubu Holding A.Ş.	24	İhlas Holding A.Ş.
2	Akiş Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.	25	Logo Yazılım Sanayi Ve Ticaret A.Ş.
3	Akmerkez Gay. Yatırım Ortaklığı A.Ş.	26	Migros Ticaret A.Ş.
4	Aksa Akrilik Kimya Sanayii A.Ş.	27	Otokar Otomotiv Ve Savunma Sanayi A.Ş.
5	Albaraka Türk Katılım Bankası A.Ş.	28	Park Elektrik Üretim Mad. San. Ve Tic. A.Ş.
6	Anadolu Anonim Türk Sigorta Şirketi	29	Pegasus Hava Taşımacılığı A.Ş.
7	Anadolu Efes Biraçılık Ve Malt Sanayii A.Ş.	30	Pınar Entegre Et Ve Un Sanayii A.Ş.
8	Arçelik A.Ş.	31	Pınar Su Sanayi Ve Ticaret A.Ş.
9	Aselsan Elektronik Sanayi Ve Ticaret A.Ş.	32	Pınar Süt Mamulleri Sanayii A.Ş.
10	Aygaz A.Ş.	33	Şekerbank T.A.Ş.
11	Coca-Cola İçecek A.Ş.	34	Tat Gıda Sanayi A.Ş.
12	Creditwest Faktoring A.Ş.	35	Tav Havalimanları Holding A.Ş.
13	Doğan Şirketler Grubu Holding A.Ş.	36	Tofaş Türk Otomobil Fabrikası A.Ş.
14	Doğuş Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.	37	Turcas Petrol A.Ş.
15	Doğuş Otomotiv Servis Ve Ticaret A.Ş.	38	Tüpraş-Türkiye Petrol Rafinerileri A.Ş.
16	Enka İnşaat Ve Sanayi A.Ş.	39	Türk Prysmian Kablo Ve Sistemleri A.Ş.
17	Ereğli Demir Ve Çelik Fabrikaları T.A.Ş.	40	Türk Telekomünikasyon A.Ş.
18	Garanti Faktoring A.Ş.	41	Türk Traktör Ve Ziraat Makineleri A.Ş.
19	Garanti Yatırım Ortaklığı A.Ş.	42	Türkiye Garanti Bankası A.Ş.
20	Global Yatırım Holding A.Ş.	43	Türkiye Halk Bankası A.Ş.
21	Halk Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.	44	Türkiye Sınai Kalkınma Bankası A.Ş.
22	Hürriyet Gazetecilik ve Matbaacılık A.Ş.	45	Türkiye Şişe Ve Cam Fabrikaları A.Ş.
23	İhlas Ev Aletleri İmalat San. Ve Ticaret A.Ş.	46	Vestel Elektronik Sanayi Ve Ticaret A.Ş.
		47	Yapı Ve Kredi Bankası A.Ş.

Kaynak: <http://www.tkyd.org/tr/faaliyetler-kurumsal-yonetim-odulleri.html>, (2018)

Finansal Analiz ve Oran Analizi

Finansal analiz; şirketlerin finansal durumunun ve faaliyetlerinin değerlendirilmesi, gelişen ve değişen unsurların tespit edilebilmesi, gelecekle ilgili olası durumların tahmin edilmesi için finansal tablolarda hesaplar arası bağlantılar ile süreçler içerisinde meydana gelen değişikliklerin belirlenmesi ve değerlendirilmesidir (Tekbaş ve diğerleri, 2017: 104).

Şirketlerde finansal raporlamanın rolü, bir şirketin performansını, finansal pozisyonunu ve ekonomik konularında karar vermede kullanıcılar için faydalı olan finansal değişiklikler hakkında bilgi vermektir. Şirketler tarafından hazırlanan finansal raporlar bir şirketin geçmişini, mevcut durumunu ve potansiyel performansını; yatırım, kredi ve diğer ekonomik kararların alınması aşamasında kullanılabilir hale getirmektedir (Robinson vd., 2015: 2).

Finansal analiz mali tablolar kullanılarak yapılır. Mali tablolar temel mali tablolar ve ek mali tablolar olarak ikiye ayrılır. Temel mali tablolar; şirketlerin varlıklarını ve bu varlıkların elde edildiği kaynakları gösteren Bilanço, gelir ve gider durumunu gösteren Gelir Tablosu' dur. Ek mali tablolar ise; finansman için gerekli olan kaynakları özetleyen Fon Akış Tablosu, şirketlerde meydana gelen nakit akışlarının nereden elde edildiğini ve nereye kullanıldığını gösteren Nakit Akış Tablosu, net işletme sermayesinin nerede kullanıldığını gösteren Net İşletme Sermayesindeki Değişim Tablosu, vergi öncesi kârın nereye dağıtıldığını gösteren Kâr Dağıtım Tablosu, özkaynaklarda bir hesap dönemi içerisinde ortaya çıkan değişiklikleri gösteren Özkaynak Değişim Tablosu, satışların maliyetlerini gösteren Satışların Maliyeti Tablosu' dur (<http://www.muhasibesitesi.com/finansal-tablolar.html>, 2018.)

Dünyada finansal analizin ilk örneği kredi analizi türünde bankerler tarafından uygulanmıştır. 19. Yüzyılda bankalar kredi değerlendirmelerinde kullanılmak üzere şirketlerden mali bilgilerini gösterir tablolarını istemişlerdir. Mali tabloların kredi veren kişi ve kurumlar tarafından kullanımının yaygınlaşması 1895 yılından itibaren gerçekleştirilmiştir (Myer, 1961: 6). Ülkemizde ise finansal analizin ilk örneği 1938 yılında Başbakanlık Yüksek Denetleme Kurulu tarafından uygulanmaya başlanmıştır (Başvekalet Umumi Murakabe Heyeti, 1959: 3). Bu aşamalarla başlatılan süreç devam etmiş ve günümüzdeki tekniklerin temelini oluşturmuştur.

Finansal analiz teknikleri ile anlamı ve kapsamı belirli mali tablolar; şirket yöneticileri, yatırımcılar ve borç verenler bakımından farklı metotlarla değerlendirilerek elde edilen sonuçlar tarafların amaçları dâhilinde incelenmektedir (Çabuk ve diğerleri, 2013: 51). Dünyada kabul görmüş analiz teknikleri; yatay analiz, dikey analiz, eğilim analizi ve oran analizidir.

Oran analizi, finansal tablolara dayalı sayısal ilişkilerin belirlenmesi ve yorumlanması sürecidir. Oran, iki değişken veya rakam arasındaki ilişkinin ölçüsünü sağlayan istatistiksel bir ölçektir (Deshmuch ve diğerleri, 2016: 73). Bu analiz yöntemi analizi yapan kişi veya kurumun geleceğe ilişkin tahminlerde bulunabilmesini sağlamakta, finansal tablo kalemleri arasında anlaşılabilir ilişkiler temin ederek firmaların borçlarını ödeyebilme gücünü, varlıkların etkinliğini ve verimliliğini, borcun kaldıraç etkisi ile firmanın kârlılığı ortaya koymaktadır (Ataman ve Hacirüstemoğlu, 1999: 127).

Oran analizi yönteminin değerlendirme aşamasına gelindiğinde finansal tablo kalemlerinden elde edilen oranların işletmenin gerçek durumunu ortaya çıkaracak oranlar ile belirlenmesi ve bu oranların analizin hedefleri doğrultusunda mantıklı yorumlanması gerekmektedir. Yorumlanması sürecinde; tüm otoriteler tarafından kabul görmüş oranlarla, ilgili sektör işletmeleri ve şirketleriyle, işletmenin geçmiş dönem verileri ile karşılaştırmalar yapılması sağlıklı sonuçlar ortaya koyacaktır (<https://acikders.ankara.edu.tr>, 2019: 1). Oran analizinde kullanılan yöntemler ise amaçlarına ve işlevlerine göre şunlardır; likitide oranları, kaldıraç oranları, faaliyet oranları, kârlılık oranları ve borsa performans oranlarıdır (Saraç, 2012: 17).

LİTERATÜR TARAMASI

2000'li yıllarda Dünya'da yaygınlaşmaya başlayan kurumsal yönetim kavramı literatürde yer almaya başlamıştır. Bu kapsamda gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelere ait çalışmalardan örnekler sunulmuştur.

Black (2001) tarafından yapılan çalışmada, kurumsal yönetim ile şirketlerin piyasa değeri arasındaki ilişki analiz edilmiştir. Rusya'da gerçekleştirilen bu çalışma 21 şirketi kapsamaktadır. Bu çalışmada kurumsal yönetim uygulamalarının şirketlerin piyasa değerini yüksek oranda etkilediği sonucuna varılmıştır.

Bauer ve diğerleri (2003) tarafından Avrupa'da yapılmış olan bu çalışmada kurumsal yönetimin hisse senedi getirileri ve firma performansı üzerine etkisi incelenmiştir. Çalışma Avrupa'da FTSE Eurotop 300'e dâhil olan şirketlerde uygulanmış ve kurumsal yönetim notları kullanılmıştır. Firma performansı ölçütleri olarak net kâr marjı ve özkaynak kârlılığı esas alınmıştır. Sonuç olarak kurumsal yönetim ile firma performansı arasında pozitif bir ilişki olduğu saptanmıştır.

Gruszczynski (2006) tarafından yapılan çalışmada, Polonya'da kurumsal yönetim ve şirket performansı araştırılmıştır. Çalışma 2002 yılı finansal tablolarına dayandırılan çeşitli finansal göstergeleri içermektedir. Kurumsal yönetim notu ile likitide derecesi, kârlılık ve finansal kaldıraç değişkenleri arasında ilişki olduğu sonucuna varılmıştır.

Selaggi ve Upton (2008) tarafından yapılan çalışmada, kurumsal yönetim ile işletme performansı arasındaki ilişki incelenmiştir. Birleşik Krallık'ta yapılan çalışmada 2003-2007 yılları arasındaki veriler kullanılmıştır. Kurumsal yönetim ile firma performansı arasında pozitif bir ilişki olduğu saptanmıştır.

Brown ve Caylor (2009) tarafından yapılan çalışmada, kurumsal yönetim ve işletme performansı arasındaki ilişki araştırılmıştır. ABD'de uygulanan bu çalışmada 51 şirkete ait kurumsal hisse senedi verileri kullanılarak varlık getirisi ve özkaynak getirisi üzerinde kurumsal yönetimin etkisi regresyon analizi yapılarak ölçülmeye çalışılmıştır. Kurumsal yönetim ilkeleri ile işletme performansı arasında anlamlı ve pozitif bir ilişki olmadığı tespit edilmiştir.

Karamustafa ve diğerleri (2009) tarafından yapılan çalışmada, XKURY'de işlem gören firmaların kurumsal yönetim ve firma performansı arasındaki ilişki incelenmiştir. Firmaların kurumsal yönetim endeksinde girmeden önceki 5 çeyrek ve girdikten sonraki 2 çeyrek dönem itibarıyla 8 oran üzerinden farklılıklar t testi uygulanarak belirlenmeye çalışılmıştır. Araştırmanın sonucunda aktif devir hızı, aktif kârlılığı ve özsermaye kârlılığı göstergelerinde anlamlı farklılıklar bulunduğu tespit edilmiştir.

Coşkun Erdoğan (2015) tarafından yapılan çalışmada, kurumsal yönetim endeksinin firma finansal performansına etkisi üzerine BİST 100 endeksinin baz alan araştırma yapılmıştır. 2007 - 2013 yılları arasında 7 yılı kapsayan bu çalışmada özsermaye kârlılığı ve piyasa değeri / defter değeri ölçütleri esas alınmış ve verilere panel veri analizi uygulanmıştır. Bu çalışmada kurumsal yönetim endeksi ile firma finansal performansı arasında herhangi bir ilişki tespit edilememiştir.

Ersoy (2015) tarafından yapılan çalışmada, ülkemizde kurumsal yönetim uygulamalarının finansal performansa etkisi araştırılmıştır. 2000 - 2014 yılları arasında 9 şirket üzerinde kurumsal yönetim öncesinde ve sonrasında, özkaynak kârlılığı ve varlık kârlılığı ölçütleri esas alınmış olup panel veri analizi uygulanmıştır. Bu çalışma sonucunda kurumsal yönetim uygulamalarının finansal performansı artırdığı tespit edilmiştir.

Yeğen (2016) tarafından yapılan çalışmada, kurumsal yönetim ilkelerine uyum derecesi ile firma performansı arasındaki ilişki incelenmiştir. 2011 - 2015 yılları arasında ez az üç dönem kurumsal yönetim notuna sahip finans sektörü dışındaki 31 şirketin firma performansı, aktif kârlılığı ve özkaynak kârlılığı ölçütlerinin kurumsal yönetim notuyla ilişkisi incelenmiştir. Kurumsal yönetim notunun firma performansı ile olumlu bir etkisi olduğu saptanmış, diğer değişkenler ile ise olumlu bir etkisi bulunamamıştır.

Karayel ve Gök (2018) tarafından XKURY’de işlem gören şirketlerde kurumsal yönetim ve performans ilişkisi incelenmiştir. Bu çalışmada 9 şirketin 2007’den sonraki 5 çeyrek dönem üzerinden hisse başı kârı, varlık kârlılığı ve fiyat kazanç oranı arasındaki ilişki incelenmiştir. Araştırma sonucunda kurumsal yönetim ile seçilen finansal performans ölçütleri arasında yüksek dereceli bir ilişki olmadığı anlaşılmıştır.

Yıldırım ve diğerleri (2018) tarafından yapılan çalışmada, kurumsal yönetim ile finansal performans arasındaki ilişki incelenmiştir. XKURY’de işlem gören 5 adet gıda ve içecek şirketinin 2013-2016 yılları arasındaki kurumsal yönetim notları ve finansal performansları topsis yöntemi ile değerlendirilmiştir. Bu analiz sonucunda kurumsal yönetim notları ile finansal performans arasında sürekli ve anlamlı bir ilişki tespit edilememiştir.

Tırpancı (2019) tarafından yapılan çalışmada ise, ülkemizde kurumsal yönetimin finansal performansa etkisi araştırılmıştır. XKURY’de işlem gören şirketlerin 2015-2018 yılları arasında kurumsal yönetim notları ile finansal performans ölçütleri olarak seçilen hisse senetlerinin fiyat ve getiri performansı arasında uyumlu ve olumlu bir ilişkisi olduğu anlaşılmıştır.

ARAŞTIRMA

Araştırmanın Konusu ve Önemi

Kurumsal yönetim Dünya’da ve ülkemizde yeni olan ve halen gelişim aşamasında olan bir kavramdır. Bu kavramın en önemli yanı dinamik olması ve sürekli yeniliğe açık olmasıdır. Kurumsal yönetim sürecine ait gelişmeler mevcut ve potansiyel yatırımcılar ile işletme sahipleri ve yöneticileri için büyük önem arz etmektedir. Yatırımcılar şirketlere yatırım yapmadan kurumsal yönetim ilkelerine bu şirketlerin uyumunu da incelemektedirler. İşletme sahipleri ise şirketlerine yönetici tayin ettikleri zaman bu yöneticilerin işlemlerinin şeffaflık ve hesap verilebilirlik ölçüsünde olmasını istemektedirler. Ülkeler için ise bir itibar göstergesi ve yabancı sermaye girişinin ön şartı olarak kabul edilmektedir.

Bu doğrultuda araştırmanın konusu kurumsal yönetim boyutunda firmaların finansal performanslarının farklılaşp farklılaşmadığının ortaya konulması olarak belirlenmiştir. Araştırmada kurumsal yönetim göstergesi olarak kurumsal yönetim endeksi ve finansal performans göstergesi olarak ise finansal oranlar alınmıştır.

Araştırmanın Amacı ve Kapsamı

Çalışmada BİST’de işlem gören şirketlerden Kurumsal Yönetim Endeksinde (XKURY) yer alan ve eşdeğer aktif büyüklüğüne sahip ve aynı sektörde faaliyet gösteren ama endekste yer almayan şirketlerin finansal oranlarının karşılaştırılması suretiyle istatistiksel olarak finansal performans açısından anlamlı farklılıkların olup olmadığının ortaya konulması amaçlanmaktadır. Kurumsal yönetim endeksinde işlem görmeye başlayan şirketlerin finansal verileri üzerine pozitif bir değer katması beklenmektedir. Finansal performans ölçütlerinin belirlenmesinde yapılan araştırmalar kapsamında en sık kullanıldığı öngörülen oranlar tercih edilmiş ve belirlenen dönemlere ait veriler araştırma kapsamına alınmıştır.

Araştırmanın Kısıtları

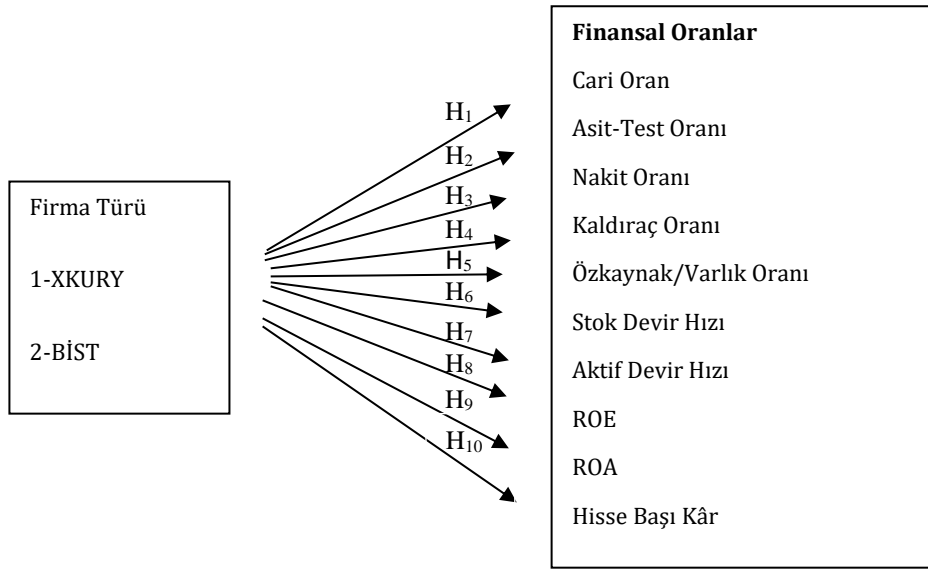
Çalışmanın birinci kısıtı zaman kısıtıdır. Türkiye’de XKURY 2007 yılında kurulmuş olup analiz yapmaya elverişli firma sayısına 2010 yılında ulaştığı için araştırmanın inceleme dönemi 2010-2018 yılları arası olacak şekilde belirlenmiştir. Diğer kısıt ise firma sayısı ile ilgili olup 47 firmanın 15’nin finans sektöründe faaliyet göstermesi nedeniyle bu firmalar araştırma kapsamı dışında bırakılmıştır. Ayrıca iki firmanın verilerinde eksiklikler bulunması nedeniyle bu firmalarda araştırma kapsamı dışında bırakılmış ve endekste yer alan 30 firma üzerinden analizler yapılmıştır. Kurumsal yönetim endeksinde yer alan bu 30 firmanın yanısıra karşılaştırma yapmak adına bu 30 firmaya eşdeğer aktif büyüklüğü ve aynı sektör içerisinde yer alan ama kurumsal yönetim endeksinde yer alamayan 30 firma ile birlikte 60 firmaya ait 9 yıllık veriler araştırma verilerini oluşturmuştur.

Araştırmanın Yöntemi

XKURY’de işlem gören firmalar ile BİST’de işlem görüp kurumsal yönetim endeksi dışında kalan şirketlerin finansal performans göstergeleri olarak finansal oranları seçilmiş ve Datastream veri tabanından veriler temin edilmiştir. Veri tabanından temin edilemeyen finansal veriler kamuoyu aydınlatma platformundan (www.kap.gov.tr), ilgili şirketlere ait internet sitelerinin yatırımcı ilişkileri sekmesinden ulaşılan finansal tablolardan, bağımsız denetim raporlarından ve faaliyet raporlarından derlenmiştir. Aşırı uç değerler çalışma kapsamı dışı bırakılmış ve veri seti oluşturulmuştur. Bu veriler SPSS programı üzerinden bağımlı örneklem t testi yapılmak suretiyle analiz edilmiştir.

Araştırmanın Modeli ve Hipotezleri

Araştırmada XKURY’de işlem gören şirketler ile BİST’de işlem görüp kurumsal yönetim endeksine tabi olmayan şirketler gruplandırılmıştır. Bu şirketlerin finansal performansı seçilmiş göstergeler aracılığıyla ölçülmeye çalışılmıştır. Şekilde gösterilen her bir ok işareti bir hipotezi temsil etmektedir. Araştırmaya ait model Şekil 1’de verilmiştir.



Şekil 1. Araştırma Modeli

Araştırma modelinde XKURY’de yer alan firmalar ile endekste yer almayan firmaların, finansal performans ölçütü olarak seçilen finansal oranları itibarıyla istatistiksel olarak anlamlı farklılıkların olup olmadığı saptanmaya çalışılmıştır. Bu amacın tespitine yönelik hipotezler oluşturulmuştur.

H₁: XKURY’de yer alan ve yer almayan şirketlerin Cari Oranları itibarıyla finansal durumlarında anlamlı farklılık vardır.

H₂: XKURY’de yer alan ve yer almayan şirketlerin Asit-Test Oranları itibarıyla finansal durumlarında anlamlı farklılık vardır.

H₃: XKURY’de yer alan ve yer almayan şirketlerin Nakit Oranları itibarıyla finansal durumlarında anlamlı farklılık vardır.

H₄: XKURY’de yer alan ve yer almayan şirketlerin Kaldıraç Oranları itibarıyla finansal durumlarında anlamlı farklılık vardır.

H₅: XKURY’de yer alan ve yer almayan şirketlerin Özkaynak/Varlık Oranları itibarıyla finansal durumlarında anlamlı farklılık vardır.

H₆: XKURY’de yer alan ve yer almayan şirketlerin Stok Devir Hızları itibarıyla finansal durumlarında anlamlı farklılık vardır.

H₇: XKURY’de yer alan ve yer almayan şirketlerin Aktif Devir Hızları itibarıyla finansal durumlarında anlamlı farklılık vardır.

H₈: XKURY’de yer alan ve yer almayan şirketlerin Özkaynak Kârlılık Oranları itibarıyla finansal durumlarında anlamlı farklılık vardır.

H₉: XKURY’de yer alan ve yer almayan şirketlerin Varlık Kârlılık Oranları itibarıyla finansal durumlarında anlamlı farklılık vardır.

H₁₀: XKURY’de yer alan ve yer almayan şirketlerin Hisse Başı Kârlılıkları itibarıyla finansal durumlarında anlamlı farklılık vardır.

Bulgular ve Değerlendirmeler

XKURY’de yer alan ve yer almayan şirketlerin finansal göstergeleri (oranları) yıllık mali tablolar baz alınarak 2010-2018 dönemi için belirlenmiştir. Analizler sonucunda elde edilen veriler şirketler hakkında önemli bilgiler vermektedir. Bu bilgiler genelinde değerlendirmeler yapılmakla birlikte ortaya çıkan farklılıklardan sonuca ilişkin çıkarımlar elde edilmiştir. Her bir finansal oran için oluşturulan hipotezler ayrı ayrı yorumlanmış ve yapılan analiz sonuçları ayrıntılı olarak sunulmuştur.

Cari Oran: Şirketlerin net çalışma sermayesi olarak kabul edilen bu oranın değerinin ideal olarak kabul görmesi için 1,5-2 aralığında olması beklenir. Bu oranın standardı 2 olarak kabul edilir. Genellikle 1-1,5 aralığında olması da ödeme gücünün yeterli olduğuna yorumlanır (Altay, 2018: 21).

XKURY’de yer alan ve endekste yer almayan firmaların verilerinden yola çıkılarak oluşturulan bağımlı örneklem t testinin sonucu elde edilen cari orana ilişkin bilgiler aşağıdaki tabloda sunulmuştur.

Tablo 3. Cari Oran Test Sonuçları Tablosu

Test	İstatistik	Endeks	Sonuç
Normallik Analizi Sonuçları	Çarpıklık Değeri	BİST	0,950
		XKURY	1,145
	Basıklık Değeri	BİST	1,088
		XKURY	1,378
Eşleştirilmiş Örnek İstatistikleri	Ortalama	BİST	1,3966
		XKURY	1,7101
	Gözlem Sayısı	BİST	208
		XKURY	208
Eşleştirilmiş Örnekler Testi	Ortalamalar Arası Değişim	BİST ve XKURY	-0,31346
	Standart Sapma	BİST ve XKURY	0,94563
	Güven Aralığı Alt Sınırı	BİST ve XKURY	-0,44273
	Güven Aralığı Üst Sınırı	BİST ve XKURY	-0,18420
	Anlamlılık	BİST ve XKURY	0,000

Normallik analizi sonuçlarına göre çarpıklık ve basıklık değerlerinin +2 (-2) aralığında olduğu, verilerin normal dağılım gösterdiği ve t testi için uygun olduğu sonucuna varılmıştır. Eşleştirilmiş örnek istatistikleri sonuçlarına göre analizde 208 adet veri kullanılmıştır. Ortalama değerleri incelendiğinde BİST’de (endekste yer almayan firmalar) ortalama değer 1,40 ve XKURY’de ortalama değer 1,71 olduğu görülmektedir. Bununla birlikte XKURY’de bu değer 1,71 standart değere daha yakın olduğu sonucuna varılmıştır.

T testi için en önemli analiz tablosu olan eşleştirilmiş örnek testi sonuçlarına göre ortalamalar arası değişimin 0,31 düzeyinde olduğu tespit edilmiştir. Yüzde 95 güven aralığında alt sınır -0,44,

üst sınır -0,18'dir. Bu oran ortalamalar arası farkların en çok ve en az olduğu sınırı göstermekte olup dar bir güven aralığında olduğunu ve hassas bir ölçüm yapıldığını göstermektedir.

T testi analizi sonuçlarına göre cari oranları itibarıyla endekste yer alan ve yer almayan şirketlerin finansal oranları farklılaşmaktadır. Endekste yer alan firmaların cari oranı endekste yer almayan firmalara göre daha yüksek olmakla birlikte standart 2 değerine daha yakındır. Kurumsal yönetim endeksinde işlem gören şirketlerin kısa vadeli borçlarını ödeme gücünün yüksek olduğu ve kısa vadeli borçlarını ödemede herhangi bir sıkıntı yaşamayacağını göstermektedir. Diğer şirketlerin ise kısa vadeli borç ödeme gücünün yeterli olması yanı sıra daha zayıf olduğu ve kısa vadeli borç ödemede sorun yaşama ihtimalinin bulunduğu sonucuna varılmıştır. Bu değerlendirmeler sonucunda H_1 kabul edilmiştir.

Asit Test Oranı: Bu oran, dönen varlıklar ile stoklar kalemlerindeki farkın kısa vadeli borçlara oranlanmasıyla bulunur. Optimum düzeyde asit test oranının 1 olması beklenir. Şirketlerin kısa vadeli borçlarını ödeyebilmek amacıyla elinde bulundurulması gereken nakit veya benzeri varlıkları ifade etmektedir (Sayın, 2001: 207).

Tablo 4. Asit-Test Oranı Test Sonuçları Tablosu

Test	İstatistik	Endeks	Sonuç
Normallik Analizi Sonuçları	Çarpıklık Değeri	BİST	0,027
		XKURY	0,268
	Basıklık Değeri	BİST	1,190
		XKURY	0,294
Eşleştirilmiş Örnek İstatistikleri	Ortalama	BİST	0,9189
		XKURY	1,0168
	Gözlem Sayısı	BİST	190
		XKURY	190
Eşleştirilmiş Örnekler Testi	Ortalamalar Arası Değişim	BİST ve XKURY	-0,09789
	Standart Sapma	BİST ve XKURY	0,67748
	Güven Aralığı Alt Sınırı	BİST ve XKURY	-0,19485
	Güven Aralığı Üst Sınırı	BİST ve XKURY	-0,00094
	Anlamlılık	BİST ve XKURY	0,048

Normallik analizi sonuçlarına göre çarpıklık ve basıklık değerlerinin belirtilen aralıkta olduğu ve verilerin normal dağılım gösterdiği anlaşılmıştır. T testinin varsayımları kabul edilmiştir. Eşleştirilmiş örnek istatistikleri sonuçlarına göre analizde 190 adet veri kullanılmıştır. Ortalama değerler analizinde BİST'de ortalama değerin 0,92 ve XKURY'de bu değerin 1,02 olduğu tespit edilmiştir. XKURY'de bu değerin standart değere daha yakın olduğu anlaşılmıştır. Eşleştirilmiş örnek testi sonuçlarına göre ortalamalar arası değişimin 0.09 düzeyinde olduğu tespit edilmiştir. Analiz sonuçlarına göre veriler yüzde 95 güven aralığındadır. Güven aralığının alt ve üst sınırlarına göre hassas bir ölçüm yapıldığı anlaşılmıştır. Anlamlılık düzeyi güven aralığı sınırları içerisindedir.

Analiz sonuçlarına göre asit-test oranının 1 standart değerine XKURY'de işlem gören şirketlerin daha yakın olduğu görülmüştür. Kurumsal yönetim endeksinde işlem gören şirketlerin stokları paraya çevirememesi durumunda dahi borçlarını ödeme güçlerine sahip olduğu anlaşılmıştır. Kurumsal yönetim endeksinde yer almayan şirketlerin de kısa vadeli borçlarını stoklarının nakde dönüşmemesine rağmen ödeme güçleri bulunmaktadır. Bu sonuçlara göre H_2 hipotezi (XKURY'de yer alan ve yer almayan şirketlerin Asit-Test Oranları itibarıyla finansal durumlarında anlamlı farklılık vardır) kabul edilmiştir.

Nakit Oran: Bu oran, şirketlerinin satış yapamaması, alacaklarının geri dönmemesi durumunda kısa vadeli borçlarına ait yükümlülüklerini yerine getirebilmesini ifade etmektedir. Nakit oranının asgari 0,20 olması istenmektedir. Bu oranın 1 olması durumunda ise şirket yükümlülüklerinin tamamını nakit ve nakit benzeri varlıklarla ödeyebileceğini göstermektedir. Bu derece yüksek miktarda likit varlığın elde tutulması ise ek maliyeti ortaya çıkaracak ve kârı azaltacaktır (Güvemli ve Günay, 2017: 86).

Tablo 5. Nakit Oran Test Sonuçları Tablosu

Test	İstatistik	Endeks	Sonuç
Normallik Analizi Sonuçları	Çarpıklık Değeri	BİST	1,278
		XKURY	-0,118
	Basıklık Değeri	BİST	0,443
		XKURY	-1,005
Eşleştirilmiş Örnek İstatistikleri	Ortalama	BİST	0,1449
		XKURY	0,3019
	Gözlem Sayısı	BİST	237
		XKURY	237
Eşleştirilmiş Örnekler Testi	Ortalamalar Arası Değişim	BİST ve XKURY	-0,1569
	Standart Sapma	BİST ve XKURY	0,2193
	Güven Aralığı Alt Sınırı	BİST ve XKURY	-0,1850
	Güven Aralığı Üst Sınırı	BİST ve XKURY	-0,1289
	Anlamlılık	BİST ve XKURY	0,000

Normallik analizi sonuçları, çarpıklık ve basıklık değerlerinin t testine uygun olduğunu göstermiştir. Eşleştirilmiş örnek istatistikleri sonuçlarına göre analizde 237 adet veri seti kullanılmıştır. Kurumsal yönetim endeksinde yer almayan şirketlerde ortalama değerin 0,1450, XKURY’de yer alan şirketlerde ise bu değerin 0,3020 olduğu tespit edilmiştir. Diğer analiz sonuçlarına göre ortalamalar arası değişim 0,1570 düzeyindedir. Yüzde 95 güven aralığında alt sınırın -0,1851, üst sınırın -0,1289’dur. Bu oranlar araştırmanın dar ve hassas bir güven aralığında yapıldığını göstermiştir. Anlamlılık düzeyi sonucuna göre verilerin güven aralığında olduğu kabul edilmiştir.

Test sonuçları genelinde, nakit oranının standart değeri olan 0,20’ye şirketlerin yakın olduğu görülmüştür. Kurumsal yönetim endeksinde işlem gören şirketlerin borçlarını ödeme gücüne rağmen aktiflerinde gereğinden fazla nakit veya nakit benzeri varlık tuttuğu ve bu fonların atıl durumunda kaldığı sonucuna varılmıştır. Endeks dışında işlem gören şirketlerin ise daha az likit varlık bulundurduğu anlaşılmıştır. Bununla birlikte kurumsal yönetim endeksinde yer almayan şirketlerin likit varlıklarını daha etkin kullandığı öngörülmektedir. H_3 hipotezi (XKURY’de yer alan ve yer almayan şirketlerin nakit oranları itibarıyla finansal durumlarında anlamlı farklılık vardır) bu gerekçeler sonucunda kabul edilmiştir.

Kaldıraç Oranı: Kaldıraç oranı, varlıkların ne kadarının borç ile finanse edildiğini göstermektedir. Oranın yüzde 50’den fazla çıkması varlıkların daha fazla borç ile finanse edildiği anlamına gelmektedir. Bu durum kreditorlerin riskini artırmakta şirketin iflası söz konusu olduğunda alacaklarını temin edememe gibi durumlarla karşılaşabilmektedir. Sermayedarlar ise bir miktar özkaynak ile maliyeti ödenecek faizden daha az miktarda borç sağlamak kaydıyla borcun kaldıraç etkisini de kullanarak daha yüksek kâr elde etmeyi amaçlamaktadırlar. Bu durumun da bir optimum noktası olduğu göz ardı edilmemelidir (Çabuk ve diğerleri. 2013: 66).

Tablo 6. Kaldıraç Oranı Test Sonuçları Tablosu

Test	İstatistik	Endeks	Sonuç
Normallik Analizi Sonuçları	Çarpıklık Değeri	BİST	0,922
		XKURY	-0,038
	Basıklık Değeri	BİST	0,475
		XKURY	0,749
Eşleştirilmiş Örnek İstatistikleri	Ortalama	BİST	21,9390
		XKURY	26,9404
	Gözlem Sayısı	BİST	270
		XKURY	270
Eşleştirilmiş Örnekler Testi	Ortalamalar Arası Değişim	BİST ve XKURY	-5,00144
	Standart Sapma	BİST ve XKURY	24,90913
	Güven Aralığı Alt Sınırı	BİST ve XKURY	-7,98602
	Güven Aralığı Üst Sınırı	BİST ve XKURY	-2,01686
	Anlamlılık	BİST ve XKURY	0,001

Normallik analizi sonuçlarına göre çarpıklık ve basıklık değerlerinin normal dağılımı gösterdiğini kabul edilmiştir. İstatistik analizinde 270 adet veri kullanılmıştır. Kurumsal yönetim endeksi dışındaki şirketlerde ortalama değerin yüzde 22, XKURY’de ise bu değerin yüzde 27 olduğu tespit edilmiştir. Bu değerlere göre XKURY’de işlem gören şirketlerde kaldıraç oranının daha yüksek olduğu görülmüştür. Ortalamalar arası sonuçlara göre şirketler arasındaki değişimin 5,00 düzeyinde olduğu tespit edilmiştir. Yüzde 95 güven aralığında alt sınır -7,99 ve üst sınır -2,02 olup anlamlı olduğu ve bu aralıkta yapılan işlemlerin hassas olduğu sonucuna varılmıştır.

Analiz sonuçlarına göre kaldıraç oranının XKURY’de işlem gören şirketlerde daha yüksek olduğu görülmüştür. Kurumsal yönetim endeksinde işlem gören şirketlerin borç kullanımının pozitif etkisi olan kaldıraç oranından daha fazla oranda yararlandığı anlaşılmıştır. Bununla birlikte yatırım çekme kapasitelerinin yüksek olduğu ve yatırımcılar için daha cazip konumda yer aldığı görülmüştür. Kurumsal yönetim endeksi dışındaki şirketlerin kaldıraç oranından daha az düzeyde yararlandığı ve borç temininde güçlüklerle karşılaşabileceği öngörüsünde bulunulabilir. Bu sonuçlar ve analizler neticesinde H_4 hipotezi (XKURY’de yer alan ve yer almayan şirketlerin Kaldıraç Oranları itibarıyla finansal durumlarında anlamlı farklılık vardır) kabul edilmiştir.

Özkaynak / Varlık Oranı: Özkaynak/varlık oranı, şirketlerde varlıkların ne kadarının sermaye sahiplerince finanse edildiğini göstermektedir. Bu oranın yüzde 50 olması makul kabul edilir. Ayrıca bu oran şirketlerin uzun vadeli yükümlülüklerini yerine getirebilme gücünü ifade etmektedir. İlgili oranın bu değerlerden yüksek olması ise şirketlerin borç ödemede sorun yaşayabileceklerini göstermektedir. Kreditörler açısından emniyet marjının kabul edilebilir olması gerekmektedir. Fakat aşırı yüksek çıkması, özkaynağın etkin ve verimli kullanılmadığını daha az maliyetli olan uzun vadeli borçlardan yararlanılması gerektiğini ifade etmektedir (Çetin, 2019: 97).

Tablo 7. Özkaynak/Varlık Oranı Test Sonuçları Tablosu

Test	İstatistik	Endeks	Sonuç
Normallik Analizi Sonuçları	Çarpıklık Değeri	BİST	-0,075
		XKURY	0,526
	Basıklık Değeri	BİST	-1,020
		XKURY	-0,756
Eşleştirilmiş Örnek İstatistikleri	Ortalama	BİST	0,5050
		XKURY	0,4529
	Gözlem Sayısı	BİST	270
		XKURY	270
Eşleştirilmiş Örnekler Testi	Ortalamalar Arası Değişim	BİST ve XKURY	0,05211
	Standart Sapma	BİST ve XKURY	0,32123
	Güven Aralığı Alt Sınırı	BİST ve XKURY	0,01362
	Güven Aralığı Üst Sınırı	BİST ve XKURY	0,09060
	Anlamlılık	BİST ve XKURY	0,008

Normallik analizi sonuçlarına göre verilerin normal dağılım gösterdiği ve analiz için uygun olduğu sonucuna varılmıştır. Fark analizinde 270 adet veri kullanılmıştır. Kurumsal yönetim endeksi dışında işlem gören şirketlerde ortalama değerin 0,51, XKURY’de ise bu değerin 0,45 olduğu tespit edilmiştir. Eşleştirilmiş örnek testi sonuçlarına göre ortalamalar arası değişimin düşük düzeyde olduğu anlaşılmıştır. Güven aralığında alt sınır 0,01 ile üst sınır 0,09 olup dar bir alanda hassas bir ölçüm yapıldığını göstermiştir. Analizin anlamlılık düzeyinin yeterli seviyede olduğu sonucuna varılmıştır.

Bu analiz ve değerlendirmeler sonucunda özkaynak/varlık oranının 0,50 standart değerine XKURY dışında işlem gören şirketlerin daha yakın olduğu görülmüştür. Kurumsal yönetim endeksi dışındaki şirketlerin varlıklarının finansmanında özkaynak ve borç kaynaklarından dengeli yararlandıkları sonucu elde edilmiştir. Bu durum riski azaltmakla birlikte kârlılığı azaltıcı etki yapabilmektedir. XKURY’de yer alan şirketler ise varlıkların finansmanında borç kaleminden daha fazla yararlanmaktadır. Bunun kârlılığı artırıcı pozitif bir etki yapması durumu bulunmaktadır.

Fakat şirketler arasındaki bu farklılık makul sınırlarda ve birbirlerine yakındır. H_5 hipotezi de yine % 1 anlam seviyesinde kabul görmüştür.

Stok Devir Hızı: Stok Devir Hızı, Satışların maliyetinin ortalama stok miktarına bölünmesiyle bulunur. Ortalama stok cari yıl ile önceki yıl stok miktarının aritmetik ortalamasıdır. Bu oran, 1 yıl içerisinde stokların kaç kez devredildiğini göstermektedir. İlgili oranın yüksek çıkması şirketlerin stok bulundurma maliyetinin düşmesini sağlayacağından olumlu olarak değerlendirilir. Stok bulundurma maliyetleri işletmelerin ürünlerini belirli bir süre elde tutması sonucu oluşur. Bunlar; ürünlerin bulunduğu depo, çalıştırılan personel, sigorta ve benzeri giderlerdir. Bu maliyetler ilgili süreyle orantılı olarak artar veya azalır.

Tablo 8. Stok Devir Hızı Test Sonuçları Tablosu

Test	İstatistik	Endeks	Sonuç
Normallik Analizi Sonuçları	Çarpıklık Değeri	BİST	0,373
		XKURY	0,620
	Basıklık Değeri	BİST	-1,090
		XKURY	-0,727
Eşleştirilmiş Örnek İstatistikleri	Ortalama	BİST	5,40
		XKURY	7,86
	Gözlem Sayısı	BİST	168
		XKURY	168
Eşleştirilmiş Örnekler Testi	Ortalamalar Arası Değişim	BİST ve XKURY	-2,46405
	Standart Sapma	BİST ve XKURY	5,83436
	Güven Aralığı Alt Sınırı	BİST ve XKURY	-3,35273
	Güven Aralığı Üst Sınırı	BİST ve XKURY	-1,57
	Anlamlılık	BİST ve XKURY	0,000

Çarpıklık ve basıklık değerleri kabul edilebilir sınırlar içinde olduğundan verilerin normal dağılım gösterdiği söylenebilir. Analizin istatistik sonuçları tablosunda 168 adet veri kullanıldığı görülmüştür. Ortalama değerlere göre Kurumsal yönetim endeksine tabi olmayan şirketlerde bu değer 5,40, XKURY’de ise 7,86 olduğu tespit edilmiştir. Diğer test sonuçlarına göre ortalamalar arası değişim 2,46’dır. Yüzde 95 güven aralığında alt sınır -3,35 ve üst sınırın -1,17’dir. Bu oranlar güven aralığında olup etkili bir ölçüm yapıldığını göstermektedir. Analizin anlamlılık düzeyinin yeterli seviyede olduğu sonucuna varılmıştır.

Stok devir hızının XKURY’de işlem gören şirketlerde daha yüksek olduğu tespit edilmiştir. Kurumsal yönetim endeksindeki şirketlerde 1 yılda stokların 7,86 kez devrettiği görülmektedir. Bu devir hızı XKURY’de işlem gören şirketlerin stoklarını eritmede sıkıntı yaşamadıklarını satış hacminin yüksek olduğunu ifade etmektedir. Kurumsal yönetim endeksi dışındaki şirketlerin ise yılda 5,40 kez stoklarını devrettiklerini satış kapasitelerinin diğer şirketlere göre daha düşük olduğu anlaşılmıştır. Bu durum stok bulundurma maliyetlerini yükseltmekte ve kârlılığı azaltıcı bir etkiye neden olmaktadır. Tüm bu istatistik sonuçlar incelendiğinde H_6 , XKURY’de yer alan ve yer almayan şirketlerin Stok Devir Hızları itibarıyla finansal durumlarında anlamlı farklılık vardır hipotezi kabul edilmiştir.

Aktif Devir Hızı: Aktif devir hızı, net satışların varlıklar toplamına bölünmesiyle bulunur. Şirketlerin sürümü olarak da ifade edilebilir. Bu oranın yüksek çıkması varlıklar ile yeterli düzeyde satış yapmayı veya satış düzeyini sabit tutmak kaydıyla varlıklara daha az yatırım yapılması manasına gelmekte ve olumlu değerlendirilmektedir (Seval, 2019: 41).

Tablo 9. Aktif Devir Hızı Test Sonuçları Tablosu

Test	İstatistik	Endeks	Sonuç
Normallik Analizi Sonuçları	Çarpıklık Değeri	BİST	0,323
		XKURY	0,447
	Basıklık Değeri	BİST	-0,857
		XKURY	0,646
Eşleştirilmiş Örnek İstatistikleri	Ortalama	BİST	0,9750
		XKURY	0,8330
	Gözlem Sayısı	BİST	251
		XKURY	251
Eşleştirilmiş Örnekler Testi	Ortalamalar Arası Değişim	BİST ve XKURY	0,14199
	Standart Sapma	BİST ve XKURY	0,72639
	Güven Aralığı Alt Sınırı	BİST ve XKURY	0,05169
	Güven Aralığı Üst Sınırı	BİST ve XKURY	0,23229
	Anlamlılık	BİST ve XKURY	0,002

Normallik analizi sonucunda verilerin normal dağılımı gösterdiği ve test için uygun olduğu sonucuna varılmıştır. Eşleştirilmiş örnek istatistikleri sonuçlarına göre analizde 251 adet veri kullanılmıştır. BİST’de işlem görüp kurumsal yönetim endeksinde yer almayan şirketlerde aktif devir hızının ortalama değerinin 0,98 ve XKURY’de ise bu değer 0,83 olduğu tespit edilmiştir. Eşleştirilmiş örnek testi sonuçlarına göre ortalamalar arası değişimin 0,14 düzeyinde olduğu tespit edilmiştir. Yüzde 95 güven aralığında alt sınır 0,05 olup üst sınır 0,23’dir. Bu oran ortalamalar arası farklılıkların en çok ve en az olduğu sınırı göstermekte olup dar bir güven aralığında olduğunu ve hassas bir ölçüm yapıldığını göstermiştir. Analizin anlamlılık düzeyinin yeterli seviyede ve anlamlı olduğu sonucuna varılmıştır.

Analiz sonuçlarına göre aktif devir hızının XKURY’de yer almayan şirketlerde daha yüksek çıkması varlıkların daha etkin kullanıldığını göstermekle birlikte bu endekste yer alan şirketlerle arasında belirli bir miktar farklılık bulunmaktadır. Bu gerekçelerle kurumsal yönetim endeksinde yer almayan şirketlerde bu oranın daha yüksek olduğu tespit edilmiştir. Bu değerlendirmeler sonucunda H_7 hipotezi kabul edilmiştir.

Özkaynak Kârlılık (ROE) Oranı: Özkaynak kârlılık oranı, net kârın özkaynaklar toplamına bölünmesiyle bulunur. Net kâr veya dönem kârı vergiden önceki kârı ifade etmektedir. Bu oran, bir birim özkaynak kalemine karşın ne kadar kâr elde edildiğini göstermektedir. Şirketler için bu oranın yüksek olması olumlu karşılanmakta ve özkaynağın daha verimli kullanıldığını göstermektedir.

Tablo 10. Özkaynak Kârlılık Oranı Test Sonuçları Tablosu

Test	İstatistik	Endeks	Sonuç
Normallik Analizi Sonuçları	Çarpıklık Değeri	BİST	0,231
		XKURY	0,317
	Basıklık Değeri	BİST	-0,100
		XKURY	0,944
Eşleştirilmiş Örnek İstatistikleri	Ortalama	BİST	11,4360
		XKURY	13,9049
	Gözlem Sayısı	BİST	186
		XKURY	186
Eşleştirilmiş Örnekler Testi	Ortalamalar Arası Değişim	BİST ve XKURY	-2,46892
	Standart Sapma	BİST ve XKURY	23,28106
	Güven Aralığı Alt Sınırı	BİST ve XKURY	-5,83671
	Güven Aralığı Üst Sınırı	BİST ve XKURY	0,89886
	Anlamlılık	BİST ve XKURY	0,150

Çarpıklık ve basıklık değerlerinin normal dağılım sınırları içerisinde olduğu ve testin varsayımlarını yerine getirdiği görülmüştür. İstatistiki analize göre 186 adet veri kullanılmıştır. BİST’de işlem görüp kurumsal yönetim endeksinde tabi olmayan şirketlerde özkaynak kârlılık oranının ortalama değerinin 11,44 ve XKURY’ye tabi şirketlerde ise 13,90 olduğu tespit edilmiştir.

Analiz sonuçlarına göre ortalamalar arası değişimin 2,47 düzeyinde olduğu tespit edilmiştir. Güven aralığının alt ve üst sınırlarının standart değerler arasında olduğu ve hassas bir ölçüm yapıldığı anlaşılmıştır. Analizin anlamlılık düzeyinin yüzde 15 olması dolayısıyla güven aralığı sınırlarının dışında kaldığı ve yüzde 95 güven aralığında anlamlı olmadığı sonucuna varılmıştır.

Fark analizi sonuçlarına göre endeksler arasında özkaynak kârlılık oranında önemli miktarda bir farklılık tespit edilememiştir. Bu oran ortalama 12 olup bu aralıkta bir birim özkaynağa karşılık 12 birimlik kâr edildiği görülmüştür. Endeks ayrımı yapılmadan BİST’de işlem gören şirketlerin kârlılığının yüksek olduğu görülmüştür. Fakat tüm bu gerekçelere istinaden anlamlı bir fark tespit edilememiştir. Analiz sonucunda H_0 hipotezi (XKURY’de yer alan ve yer almayan şirketlerin özkaynak kârlılık oranları itibarıyla finansal durumlarında anlamlı farklılık vardır) reddedilmiştir.

Varlık Kârlılık (ROA) Oranı: Bu oran, net kârın varlıklar toplamına bölünmesiyle bulunur. Özkaynak kârlılık oranına benzeyen varlık kârlılık oranı bir birim varlığa karşılık ne kadar kâr elde edildiğini göstermektedir. Bu oranın yüksek olması olumlu karşılanır ve kârlılığı artırıcı bir etkisinin olduğu söylenebilir.

Tablo 11. Varlık Kârlılığı Test Sonuçları Tablosu

Test	İstatistik	Endeks	Sonuç
Normallik Analizi Sonuçları	Çarpıklık Değeri	BİST	0,340
		XKURY	-0,761
	Basıklık Değeri	BİST	-0,348
		XKURY	-0,265
Eşleştirilmiş Örnek İstatistikleri	Ortalama	BİST	5,9329
		XKURY	7,0404
	Gözlem Sayısı	BİST	258
		XKURY	258
Eşleştirilmiş Örnekler Testi	Ortalamalar Arası Değişim	BİST ve XKURY	-1,10748
	Standart Sapma	BİST ve XKURY	10,43044
	Güven Aralığı Alt Sınırı	BİST ve XKURY	-2,38625
	Güven Aralığı Üst Sınırı	BİST ve XKURY	0,17128
	Anlamlılık	BİST ve XKURY	0,089

Normallik analizi sonucunda verilerin normal dağılımı gösterdiği ve test için uygun olduğu sonucuna varılmıştır. İstatistikleri sonuçlar tablosunda 258 adet veri kullanılmıştır. BİST’de işlem görüp kurumsal yönetim endeksinde yer almayan şirketlerde ortalama değer 5,93 ve XKURY’de yer alan şirketlerde ise bu değer 7,04 olduğu tespit edilmiştir. Araştırma sonuçları ortalamalar arası değişimin 1,11 düzeyinde olduğunu göstermiştir. Yüzde 95 güven aralığında alt sınırın -2,39 ile üst sınırın 0,17 olduğu ölçülmüştür. Bu oran ortalamalar arası farkların en çok ve en az olduğu sınırı göstermekte olup dar bir güven aralığında olduğunu ve hassas bir ölçüm yapıldığını göstermiştir. Test sonucunda anlamlılık düzeyinin yüzde 9 olduğu sonucuna varılmıştır. Bu oran güven aralığının aşıldığının ve anlamlılık düzeyinin normal sınırlardan yüksek olduğunun göstergesidir. Tüm bu değerlendirmelere göre anlamlı kabul edilmemektedir.

Elde edilen sonuçlara göre endeksler arasında varlık kârlılık oranında anlamlı farklılıklar bulunmamıştır. Şirketlerde bu oran 6,5 seviyesinde kabul görmektedir. Bu seviyede varlık kârlılığının ortalamanın üzerinde olduğu öngörülebilir. BİST’de işlem gören şirketlerin ile XKURY’de işlem gören şirketler arasında anlamlı bir fark tespit edilmemiştir. Bu açıklamalar genelinde H_0 hipotezi reddedilmiştir.

Hisse Başı Kâr: Hisse başı kâr, net kârın hisse senedi sayısına bölünmesiyle bulunur. Bu oran, mevcut ve potansiyel yatırımcılar için büyük önem arz etmektedir. Yatırımcılar bir birim hisse senedi için ne kadar kâr elde ettiklerini veya elde edebileceklerini görmek istemektedirler. Diğer bir deyişle bu oranın yüksek olması olumlu yorumlanmakta ve hisse senedi kârını artırıcı etki yapmaktadır.

Tablo 12. Hisse Başına Kâr Test Sonuçları Tablosu

Test	İstatistik	Endeks	Sonuç
Normallik Analizi Sonuçları	Çarpıklık Değeri	BİST	0,785
		XKURY	0,932
	Basıklık Değeri	BİST	0,420
		XKURY	1,105
Eşleştirilmiş Örnek İstatistikleri	Ortalama	BİST	0,2893
		XKURY	0,5794
	Gözlem Sayısı	BİST	212
		XKURY	212
Eşleştirilmiş Örnekler Testi	Ortalamalar Arası Değişim	BİST ve XKURY	-0,29009
	Standart Sapma	BİST ve XKURY	1,02897
	Güven Aralığı Alt Sınırı	BİST ve XKURY	-0,42940
	Güven Aralığı Üst Sınırı	BİST ve XKURY	-0,15078
	Anlamlılık	BİST ve XKURY	0,000

Çarpıklık ve basıklık değerlerinin +2 (-2) aralığında olduğu, verilerin normal dağılım gösterdiği ve analiz için uygun olduğu sonucuna varılmıştır. İstatistikleri test sonuçlarına göre analizde 212 adet veri kullanılmıştır. Ortalama değerler incelendiğinde BİST’de ortalama değerin 0,29 ile XKURY’de ise bu değer 0,58 olduğu tespit edilmiştir. Analiz sonuçlarına göre ortalamalar arası değişimin -0,29 düzeyinde olduğu tespit edilmiştir. Güven aralığının alt sınırının -0,43 ve üst sınırının ise -0,15 olması nedeniyle analizin sınırlı bir alanda yapıldığı görülmüştür. Bu sınırlar dar bir alanda hassas bir ölçüm yapıldığını göstermektedir. Analizin anlamlılık düzeyinin yeterli seviyede ve anlamlı olduğu sonucuna varılmıştır.

Kurumsal yönetim endeksi şirketlerinde borsa performans oranı olan hisse başı kârın daha yüksek olduğu tespit edilmiştir. Özkaynak kârlılığı ve varlık kârlılığında anlamlı bir farklılık tespit edilmemiş olmasına rağmen hisse başı kârda iki grup arasında anlamlı farklılıklar tespit edilmiştir. H_{10} hipotezi kabul edilmiştir.

GENEL DEĞERLENDİRME

Bu çalışmada kurumsal yönetim endeksinde bulunan ve borsada işlem görüp endekste yer almayan firmaların finansal performansları finansal oranlar boyutunda ele alınmıştır. Araştırma kapsamında test edilen hipotezlere ait sonuçlar aşağıdaki tabloda sunulmuştur. Yapılan çalışmanın sonucunda göstergelerin genelinde farklılıklar tespit edilmiş karlılık oranı yöntemleri olarak seçilen göstergelerde ise anlamlı farklılıklar tespit edilmemiştir.

Tablo 13. Finansal Oranlar Genel Değerlendirme Tablosu

Finansal Oran	Hipotez	Sonuç
Cari Oran	XKURY’de yer alan ve yer almayan şirketlerin Cari Oranları itibarıyla finansal durumlarında anlamlı farklılık vardır.	KABUL
Asit-Test Oranı	XKURY’de yer alan ve yer almayan şirketlerin Asit-Test Oranları itibarıyla finansal durumlarında anlamlı farklılık vardır.	KABUL
Nakit Oranı	XKURY’de yer alan ve yer almayan şirketlerin Nakit Oranları itibarıyla finansal durumlarında anlamlı farklılık vardır.	KABUL
Kaldıraç Oranı	XKURY’de yer alan ve yer almayan şirketlerin Kaldıraç Oranları itibarıyla finansal durumlarında anlamlı farklılık vardır.	KABUL
Özkaynak/Varlık Oranı	XKURY’de yer alan ve yer almayan şirketlerin Özkaynak/Varlık Oranları itibarıyla finansal durumlarında anlamlı farklılık vardır.	KABUL
Stok Devir Hızı	XKURY’de yer alan ve yer almayan şirketlerin Stok Devir Hızları itibarıyla finansal durumlarında anlamlı farklılık vardır.	KABUL
Aktif Devir Hızı	XKURY’de yer alan ve yer almayan şirketlerin Aktif Devir Hızları itibarıyla finansal durumlarında anlamlı farklılık vardır.	KABUL
Özkaynak Kârlılık Oranı	XKURY’de yer alan ve yer almayan şirketlerin Özkaynak Kârlılık Oranları itibarıyla finansal durumlarında anlamlı farklılık vardır.	RED
Varlık Kârlılık Oranı	XKURY’de yer alan ve yer almayan şirketlerin Varlık Kârlılık Oranları itibarıyla finansal durumlarında anlamlı farklılık vardır.	RED
Hisse Başı Kâr	XKURY’de yer alan ve yer almayan şirketlerin Hisse Başı Kârlılıkları itibarıyla finansal durumlarında anlamlı farklılık vardır.	KABUL

TARTIŞMA ve SONUÇ

Bu çalışmada, ülkemizde 2010 – 2018 yılları arasında XKURY’de işlem gören ve BİST’de işlem görüp kurumsal yönetim endeksine tabi olmayan şirketlere ait veriler kullanılmıştır. Oran analizi yöntemlerinden seçilen finansal oranlar esas alınmıştır. Bu kapsamda ilgili endeksler arasında anlamlı farklılıklar olup olmadığı araştırılmıştır.

Yapılan analizler sonucunda XKURY’de yer alan şirketlerde likitide oranları kısmında borç ödeme gücünün yüksek olduğu görülmüştür. Fakat bu şirketler nakit ve nakit benzeri varlıkları gereğinden fazla aktiflerinde tutmaktadırlar. Likit varlıkların aktif kullanılması ve yatırıma dönüştürülmesi şirketler için daha faydalı olabilecektir. Finansal yapı oranlarında XKURY’de yer alan şirketler borç kaynağını daha fazla kullanmaktadır. Bununla birlikte mevcut yatırımlardan yararlanma kapasiteleri yüksektir. Şirket faaliyetlerinden olan stokların daha hızlı eritildiği, stok maliyetlerinin daha düşük olduğu saptanmıştır. BİST’de işlem görüp kurumsal yönetim endeksinde yer almayan şirketler daha çok özkaynak ağırlıklı çalışmaktadır. Bu şirketlerin aktif devir hızı incelendiğinde varlıklarını daha etkin kullandığı görülmüştür. Kârlılık oranları olan özkaynak kârlılığı ve varlık kârlılığı üzerinde endeksler açısından anlamlı farklılıklar tespit edilmemiştir. Kurumsal yönetim endeksi şirketlerinde borsa performans oranı olan hisse başı kârın daha yüksek olduğu tespit edilmiştir.

Literatürde yapılan çalışmalarda; Black (2001), Bauer vd. (2003), Sevaggi ve Upton (2008), Gruszczynski (2006), Karamustafa ve diğerleri (2009), Ersoy (2015) ve Tırpancı (2019) kurumsal yönetimin finansal performans üzerinde olumlu etkisi tespit edilmiştir. Bu çalışmalar genelinde elde edilen sonuçlar çalışmayı destekler niteliktedir. Diğer çalışmalarda ise; Brown ve Caylor (2009), Karayel ve Gök (2009), Coşkun Erdoğan (2015), Yeğen (2016), Yıldırım ve diğerleri (2018) kurumsal yönetim ile finansal performans arasında olumlu bir ilişki tespit edilmemiştir. Literatürdeki çalışmalar kapsamında farklı sonuçlar elde edilmiştir. Bu farklılığın gerekçesi olarak çalışmalarda kullanılan yöntemlerin, ölçeklerin ve zaman aralıklarının farklı olması gösterilebilir.

KAYNAKÇA

- Aktan, C.C. (2013), “Kurumsal Şirket Yönetimi”, Organizasyon ve Yönetim Bilimleri Dergisi, 5(1), 150-191.
- Barış, K. & Gümrah, Ü. (2017). “Borsa İstanbul’da Kurumsal Yönetim İlkelerine Uyum Ve Firma Değeri: Olay Çalışması”, Abant İzzet Baysal Üniversitesi Ekonomik ve Sosyal Araştırmalar Dergisi, 13(1), 103-114.
- Başvekalet Umumi Murakabe Heyeti (1959), İktisabi Murakabenin 20. Yılı. Ankara: Gürsoy Basımevi.
- Bauer, R., Guenster, N. & Otten, R. (2003), Empirical Evidence On Corporate Governance in Europe: The Effect On Stock Returns, Firm Value And Performance, EFMA 2004 Basel Meetings Paper.
- Black, B. (2001), “The Corporate Governance Behavior And Market Value Of Russian Firms” Emerging Markets Review, 2(2), 89-108.
- Brown, L.D. & Caylor, M.L. (2009), “Corporate Governance And Firm Operating Performance”, Rev Quant Finan Acc, 32, 129-144.
- Cadbury Report, (1992), The Financial Aspects Of Corporate Governance.
- Coşkun Erdoğan, D. (2015), “Kurumsal Yönetim Endeksinin (XKURY) Firma Finansal Performansına Etkisi BİST 100 Üzerine Bir Araştırma (Doktora Tezi)”, Süleyman Demirel Üniversitesi/Sosyal Bilimler Enstitüsü, Isparta.
- Çabuk, A., Karagül, A.A., Erol, C., Başar, B.A., Sevim, Ş. & Sayılır, Ö. (2013), Mali Tablolar Analizi, Eskişehir: Anadolu Üniversitesi Açıköğretim Fakültesi Yayını.

- Çatıkkaş, Ö. (2013). Eğitim Alanı: Kurumsal Yönetim İlkeleri. Marmara Üniversitesi Sürekli Eğitim Merkezi.
- Çonkar, M.K., Elitaş, C. & Atar, C. (2009), "İMKB Kurumsal Yönetim Endeksi'ndeki (XKURY) Firmaların Finansal Performanslarının Topsis Yöntemi İle Ölçümü Ve Kurumsal Yönetim Notu İle Analizi", İstanbul Üniversitesi İktisat Fakültesi Mecmuası, 61(1), 81-115.
- Deshmuch, S., Salgaonkar, A. & Harichandan, D. (2016), Financial Statement Analysis Institute Of Distance and Open Learning. University of Mumbai.
- Ersoy, M.A. (2015), "Kurumsal Yönetim Uygulamalarının Finansal Performansa Etkileri Türkiye Uygulaması. (Doktora Tezi)", Kadir Has Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İstanbul.
- Gaudin, J. (1998), "Modern Governance, Yesterday And Today: Some Clasificitions To Be Gained From French Government Policies", International Social Journal, 508105, 47-56.
- Gruszczynski, M. (2006), "Corporate Governance And Financial Performance Of Companies in Poland", International Advances in Economic Research, 12, 251-259.
- <http://www.borsaistanbul.com/endeksler/bist-pay-endeksleri/kurumsal-yonetim-endeksi>, Erişim Tarihi: 05.08.2018.
- <http://www.ecgi.org>, 10.10.2018.
- <http://www.muhasibesitesi.com/finansal-tablolar.html>, 10.09.2018.
- <http://www.saharating.com/~saharati/kurumsal-yonetim-derecelendirmesi/kurumsal-yonetim-derecelendirme-metodolojisi/>, 05.08.2018.
- Karamustafa, O., Varıcı, İ. & Er, B. (2009), "Kurumsal Yönetim ve Firma Performansı: İMKB Kurumsal Yönetim Endeksi Kapsamındaki Firmalar Üzerinde Bir Uygulama", Kocaeli Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi, 17(1), 100-119.
- Karayel, M. & Gök, İ.Y. (2018), "Kurumsal Yönetim – Performans İlişkisi: İMKB Kurumsal Yönetim Endeksine Kayıtlı Halka Açık Şirketlerde Bir Araştırma", Yönetim ve Ekonomi Araştırmaları Dergisi, 7(12), 9-28.
- Keasey, K., Thompson and M. & Wright, M. (2005), "Corporate Governance: Accountability, Enterprise and International Comparisons", John Wiley and Sons, 21-44.
- Manisalı Darman, G. (2004), Corporate Governance Worldwide A Guide To Best Practices For Managers, Paris: ICC Publishing.
- Marianne, L.J. (2005), Accounting Student's perceptions Of The Sarbanes-Oxley Act Of 2002, California State University, Los Angeles.
- Oman, C.P. (2001), Corporate Governance And National Development, OECD Development Centre, Working Paper No. 180.
- Öztürk, M.B. & Demirgüneş, K. (2008), "Kurumsal Yönetim Bakış Açısıyla Entelektüel Sermaye", Selçuk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi, 19(1), 395-411.
- Robinson, T., Henry, E., Pirie, W. & Broihahn, M. (2015), International Financial Statement Analysis, 3rd ed, New Jersey: John Wiley & Sons.
- Saraç, M. (2012), Finansal Yönetim, Sakarya Yayıncılık, Sakarya.
- Selvaggi, M., & Upton, J. (2008), Governance And Performance in Corporate Britain, Abi Research Paper 7, London: The ABI Research Paper Series.
- Tekbaş, M.Ş., Seval, B., Köse, A., Kıyılar, M. & Sarıkovanlık, V. (2017), Finansal Yönetim Ve Mali Analiz. Eskişehir: Lisanslama Sınavları Çalışma Notları, Sermaye Piyasası Faaliyetleri Düzey 2 Sınavı ve Düzey 3 Sınavı, Sermaye Piyasası Lisanslama Sicil ve Eğitim Kuruluşu.

- Tırpancı, İ. (2019), "Türkiye'de Kurumsal Yönetim Ve Şirketlerin Finansal Performansları Üzerine Etkisi", ISMMMO Mali Çözüm Dergisi,152, 115-129.
- TKYD, (2005), Kurumsal Yönetim İlkeleri. Kurumsal Yönetim Derneği, Ekonomik İşbirliği Ve Kalkınma Örgütü, Yayın no. KYD-Y/2005-01-01.
- TKYD, (2011), V. Kurumsal Yönetim Ödülleri. <http://www.tkyd.org/tr/faaliyetler-kurumsal-yonetim-odulleri.html>.
- Yeğen, S. (2016), Kurumsal Yönetim İlkelerine Derecesi İle Firma Performansı Arasındaki İlişkinin İncelenmesi. (Yüksek Lisans Tezi), Hacettepe Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Ankara.
- Yıldırım, M., Altan, İ.M. & Gemici R. (2018), "Kurumsal Yönetim İle Finansal Performans Arasındaki İlişkinin Entropi Ağırlıklandırılmış Topsis Yöntemi İle Değerlendirilmesi: BİST'te İşlem Gören Gıda Ve İçecek Şirketlerinde Bir Araştırma", Ankara SMMMO Muhasebe ve Vergi Uygulamaları Dergisi, 2(11), 130-152.