

Kurumsal Yönetim ve Firma Performansı: İMKB Kurumsal Yönetim Endeksi Kapsamındaki Firmalar Üzerinde Bir Uygulama

Osman Karamustafa*

İdris Varıcı**

Bünyamin Er***

Özet: Bu çalışmanın amacı, ülkemizde Ağustos 2008 itibari ile hesaplanmaya başlanan kurumsal yönetim endeksinde işlem gören firmaların, endeks kapsamına girmeden önceki¹ dönemlere göre faaliyet ve finansal performanslarında anlamlı bir değişimin ortaya çıkıp çıkmadığını ortaya koymaktır. Bu amaçla firmaların kurumsal yönetim endeksine girmeden önceki 5 çeyrek dönem ve kurumsal yönetim endeksine girdikten sonraki 2 çeyrek dönem sekiz ayrı oran açısından performans gerçekleştirmeleri hesaplanmıştır. Daha sonra hesaplanan bu performans gerçekleştirmeleri arasındaki farklılıklar t testi ile ortaya konulmuştur. Araştırma sonucunda, aktif devir hızı, aktif kârlılığı ve özsermaye kârlılığı performans göstergelerinde endeks kapsamı öncesi ve sonrası için anlamlı farklılıklar ortaya çıkmıştır.

Anahtar kelimeler: Kurumsal yönetim, Kurumsal Yönetim Endeksi, Firma Performansı

* Doç.Dr. Osman Karamustafa, Karadeniz Teknik Üniversitesi İİBF İşletme Bölümü öğretim üyesidir.

** İdris Varıcı, Karadeniz Teknik Üniversitesi İİBF İşletme Bölümü araştırma görevlisidir.

*** Bünyamin Er, Karadeniz Teknik Üniversitesi İİBF İşletme Bölümü araştırma görevlisidir.

¹ Kurumsal Yönetim endeksine giriş tarihi olarak çalışma genelinde kurumsal yönetim endeksine girmek için yeterli kurumsal yönetim notunun alındığı tarih kastedilmiştir. Çünkü kurumsal İMKB kurumsal yönetim endeksinde işlem gören firma sayısı benzer çalışmaların yapıldığı ülkeler ile kıyaslandığında çok azdır. Bu firmaların yaklaşık %50'si kurumsal yönetim endeksinin hesaplanmaya başlandığı tarihten sonra endekse dahil olmuştur. İMKB kurumsal yönetim endeksinin Ağustos 2008 tarihi itibari ile hesaplanmaya başlandığı düşünüldüğünde, endekse giriş sonrası performans değişimlerinin görülebileceği yeterli faaliyet süresi yoktur. Bu nedenle performans değişimleri endekse giriş tarihine göre değil endekse giriş için gerekli kurumsal yönetimi notunun alındığı tarihe göre incelenmiştir.

I. Giriş

Ortaya çıkan global bazdaki finansal krizlerin arkasındaki en önemli nedenlerden bir tanesi, işletmelerin kurumsal yönetim faaliyetlerinin yetersizliği ve öneminin kavranmamış olduğudur. İşletmeler globalleşme ile birlikte hızlı bir rekabet içine girip bu rekabet şartları içinde büyümeyi sürekli hale getirmek için uluslararası boyutta bir takım uyum çalışmaları yapmak zorundadır. Bu uyum çalışmalarından bir tanesi de ilkeleri ile birlikte kurumsal yönetim faaliyetleridir. İyi bir kurumsal yönetimin başlangıçta mikro bazda işletme çapında, daha sonra ülke genelinde yarar sağlayacağı mutlaklıdır.

Yapılan ampirik çalışmalar, uluslararası yatırımcıların, şirketlerdeki kurumsal yönetim uygulamalarını en az finansal performansları kadar önemli bulduklarını; yatırım kararlarının alınmasında, bu konunun reform ihtiyacı olan ülkeler için daha önemli olduğunu düşündüklerini ve iyi kurumsal yönetim uygulamalarına sahip şirketler için daha fazla hazır olduklarını göstermektedir (SPK, 2003: 2). Kurumsal yönetim farklı şekillerde tarif edilmektedir. Kurumsal yönetim daha çok ilkeleri, temel esasları ile işletmelerin yönetim yapıları esas alınarak tanımlanmaya çalışılmıştır. Kurumsal yönetim yapısı; yönetim kurulu, pay sahipleri ve diğer ilgililer (menfaat sahipleri; alacaklılar, satıcılar, devlet, kredi kuruluşları v.b) gibi katılımcıların hak ve sorumluluk sınırlarını, bunlar arasındaki ilişkileri belirleyen bir kavramdır (Macey ve O'Hara, 2000: 114; Pashı, 2002: 15; OECD, 2004: 2; Jesover ve Kirkpatrick, 2005: 127). Yönetim açısından düşünüldüğünde kurumsal yönetim; şirketlerin performansını artırmak için yönetim sistemleri ile ilgili gerekli düzenlemelerin yapılması ve şirketlerin bu düzenlemeler doğrultusunda faaliyet göstermesini gerekli gören bir yapıdır (Topçu, 2006: 5; OECD, 2004: 2-3; Luo, 2005: 3). Tanımlardan da görüleceği gibi kurumsal yönetim, işletmelerin birtakım ilkeler taşımasını gerektirmekte ve işletmenin performansına etki etmektedir.

Kurumsal yönetim zorunluluktan ziyade bir değişiklik olarak görülmelidir. İyi bir kurumsal yönetim, daha iyi faaliyet yönetimi, daha iyi piyasa değeri ve daha fazla geri dönüşüm ile yakından ilişkilidir (Drobotz vd, 2003: 7). İyi bir kurumsal yönetim işletmenin performansını olumlu yönde etkilemektedir. Yüksek performans gösteren işletmelere yatırımcılar daha fazla ilgi duymaya başlayıp hisse senetlerinin piyasa değeri de artmaktadır. Hisse senetlerinin piyasa değeri arttıkça işletmelere olan yatırım artar ve geri dönüşüm oranı işletme açısından olumlu bir seyir izler.

Bu çalışmada İMKB Kurumsal Yönetim Endeksinde işlem gören firmalarda endeks kapsamına girmeden önceki dönemlere göre faaliyet ve finansal performanslarında an-

lamlı bir değişimin ortaya çıkıp çıkmadığı araştırılacaktır. Çalışmanın ilk kısmında kurumsal yönetim, kurumsal yönetim ilkeleri ve kurumsal yönetim endeksi konusunda kısa teorik bilgiler verilecektir. Daha sonra ise kurumsal yönetim endeksinde yer alan firmalara ilişkin performans değişimleri hesaplanacak ve endekse giriş öncesi ve sonrası dönemler arasındaki farklılıklar incelenecektir.

II. Kurumsal Yönetim ve Kurumsal Yönetim Endeksi

Yönetim süreci, şirketlerin belirli finansal ve ekonomik durumlarda karar alma süreçlerindeki davranışını belirleyen nitelikler taşır. Bu nedenle; kurumsal yönetimin kalitesinin, şirketlerin ekonomik faaliyetlerinin sonuçlarını pozitif yönde etkilemesi ve bu sonuçların etkin piyasa koşulunun sağlanmasıyla, hisse senedi fiyatlarına yansımaları beklenir (Gürbüz ve Ergincan, 2004: 1). Kurumsal yönetim işletmenin koyduğu genel ilkeleri, ulaşmak istediği hedefleri ve performansını kontrol etme açısından temel bir yapı oluşturur. Bu temel yapının idamesi için gerekli ve uyumlu ilkeler benimsenmiştir.

Özellikle anonim ortaklık şeklinde kurulan işletmelerde temelde iki grup vardır. Bunlardan biri yönetici diğeri ise hissedarlardır. Hissedarlar ile yöneticiler arasında çıkar çatışması çıkması olasılığı yüksektir. İşte kurumsal yönetim, çıkar çatışmasına girebilecek bu iki grup ve çıkarları olan diğeri gruplar (menfaat sahipleri) arasındaki uyumu sağlayan genel ilkeleri belirlemiştir. OECD bu ilkeleri Nisan 2004'te altı başlık halinde yayınlamıştır (OECD, 2004: 2). Bu ilkeler, etkin bir kurumsal yönetim için gerekli genel çerçeve, hissedarların hakları, hissedarların adil muamele görmesi, kurumsal yönetimde paydaşların rolü, açıklama yapma ve şeffaflık ve yönetim kurulunun sorumluluklarıdır.

Kurumsal yönetim ilkeleri anlamında dünyada birçok çalışma yapılmaktadır. Ancak bu çalışmalar ülkenin içinde bulunduğu şartlar, sermaye piyasasının gelişmişlik düzeyi ve şirket uygulamaları (SPK, 2003: 2) açısından farklılık arz etmektedir. İşletmeler kurumsal yönetim ilkeleri açısından diğeri ülkelerle uyum içinde olması bakımından zorlanır (Drobotz vd, 2003: 3). Özellikle Türkiye açısından Avrupa ülkeleri ile kurumsal yönetim açısından yakınsama önemlidir. Bu amaçla SPK kurumsal yönetim ilkelerini dört başlık altında toplamıştır. Bu ilkeler pay sahipleri, kamuyu aydınlatma ve şeffaflık, menfaat sahipleri ve yönetim kurulu olmak üzere dört ana bölümden oluşur (SPK, 2003: 5).

▪ **Pay Sahipleri:** Hisse senedi sahiplerinin bir takım hakları kurumsal yönetim ilkeleri açısından korunma altına alınması gerekir. Bu haklar içerisinde zamanında ve düzenli olarak şirket hakkında açıklayıcı bilgi elde etme, genel kurul toplantılarına etkin ka-

tırma ve oy kullanma, şirketin kârlarından pay alma, şirket yapısındaki önemli değişikliklere ilişkin kararlara katılmak ve yeterli şekilde bilgilendirilmek, rüçhan hakkı ve bedelsiz pay hakkı gibi haklar sayılabilir (Topaç, 2002: 17). Hisse senedi sahipleri bu hakları yeterli ve rahat bir şekilde kullanabilmelidir.

▪ **Kamuyu Aydınlatma ve Şeffaflık:** İşletmenin finansal durumu, performansı, mülkiyeti, idaresi, amaçları ve muhtemel risk faktörleri gibi bütün maddi konularda doğru ve zamanında açıklama yapılması kurumsal yönetim gereğidir (Business, 2004: 20).

▪ **Menfaat Sahipleri:** Çıkar grupları olarak da tanınan menfaat sahipleri, başta yatırımcı olmakla birlikte, çalışanlar, alacaklılar, devlet, müşteriler, kredi kuruluşları, tedarikçiler ve çeşitli sivil toplum örgütleri gibi taraflardır. Çıkar grupları ile işletme yönetimi arasındaki ilişkilerin düzenlenmesine yönelik prensipler de kurumsal yönetim gereğidir.

▪ **Yönetim Kurulunun Sorumlulukları:** Kurumsal yönetim, şirketin stratejik rehberliğini, yönetim kurulu tarafından yönetimin etkin denetimini ve yönetim kurulunun, şirkete ve hissedarlara karşı hesap verme yükümlülüğü taşımasını sağlamalıdır. Yönetim kurulu üyeleri, objektif bir şekilde iyi niyetle, gerekli dikkat ve özeni göstererek, şirketin ve hissedarların çıkarları doğrultusunda yönetim uygulamalarını yerine getirmek zorundadır (KYD, 2004: 19).

Bütün bu ilkelerin bulunduğu ortak noktalar eşitlik, şeffaflık, sorumluluk ve hesap verilebilirliktir. İşletmenin değerini artırmak için, sistemler bu doğrultuda kurulmalı ve yönetsel olarak da bu doğrultuda hareket edilmelidir. Bu ilkeler doğrultusunda hareket eden işletmeler sosyal sorumluluğunu da yerine getirmektedir. Sosyal sorumluluğunu gereği gibi yerine getiren işletmeler yatırımcılar açısından da tercih sebebi olup firma değerine katkı sağlamaktadır.

Kurumsal yönetim ilkelerini uygulama prensipleri SPK tarafından belirlendiği üzere yapılmaktadır. SPK tarafından belirlenen düzenlemeler çerçevesinde, derecelendirme kuruluşları işletmelerin ilkeleri uygulama durumunu saptayarak bir değer atamaktadır. Bu değer kapsamında işletmelerin kurumsal yönetim endeksine dâhil olup olamayacağı belli olmaktadır. Derecelendirme kuruluşlarının kurumsal yönetim açısından değerlendirdiği işletmelere 10 üzerinden en az 6 puan vermeleri durumunda işletme endekse dâhil olmaktadır. Ayrıca endeksin yayınlanabilmesi için en az 5 işletmenin 10 üzerinden 6 puanı hak etmesi gerekmektedir. 31 Ağustos 2007 tarihinde geçerli kurumsal yönetim notunu alan 5 işletme ile birlikte İMKB tarafından endeks hesaplanmaya alınmıştır. Bu endeksin amacı geçerli nota sahip işletmelerin endeksin temel kurallarına göre fiyat ve getiri performanslarını ölçmektir.

Herhangi bir işletme için kurumsal yönetim derecelendirme notunun hesaplanması Tablo 1’de gösterilmiştir.

Tablo 1: Kurumsal Yönetim Derecelendirme Notu Hesaplaması Örneği

İşletme Kriterleri	Ağırlık	Denetim Komitesi Tarafından Verilen Not(Ortalama)	Tahsis Edilen Not
Pay Sahipleri	%25	78,54	19,635
Kamuyu Aydınlatma ve Şeffaflık	%35	83,23	29,1305
Menfaat Sahipleri	%15	89,54	13,431
Yönetim Kurulu	%25	68,37	17,0925
Toplam	%100		79,289(7,93)²

Ülkemizde SPK tarafından belirlenen SAHA Kurumsal yönetim derecelendirme kuruluşu endekse dâhil olabilecek işletmelerin puanlarını profesyonel şekilde hesaplayan bir kuruluştur. Bu kuruluşa göre işletmeler ülke değerlendirmesi ve şirket analizi boyutunda iki temel prensip üzerine oturtulmaktadır. Mikro bazda şirket kriterlerini (pay sahipleri, kamuyu aydınlatma ve şeffaflık, menfaat sahipleri ve yönetim kurulu), makro bazda ise ülke kriterlerini (piyasa altyapısı, yasal altyapı, düzenleyici çevre ve bilgilendirme altyapısı) esas almaktadır. Bu aşamada yatırımcılar, hukukçular, ekonomistler, bankacılar ve sosyal bilimciler olmak üzere çeşitli uzmanlar görev almaktadır. Uzmanlar özellikle şirket yöneticileri ve müdürler ile görüşerek ve diğer çeşitli belgelerden (faaliyet raporları, ana sözleşme, kar dağıtım tablosu, gelir ve kurumlar vergisi ve denetim raporları) yararlanarak işletmenin kurumsal yönetim ilkelerine uyumu konusunda bilgi toplamaya çalışmaktadırlar. Uzmanların topladığı bilgiler derecelendirme komitesine

² Kurumsal Yönetim Notu: 7,93 tür. Yüzde olarak verilen notlar en fazla 10 üzerinden değerlendirilir (1-10 arası değerlendirme notu). Derecelendirme notu, SPK Kurumsal Yönetim İlkeleri’nde belirtilen her bir 4 alt başlık (Pay Sahipleri %25, Kamuyu Aydınlatma ve Şeffaflık %35, Menfaat Sahipleri %15, Yönetim Kurulu %25) için ve bunların toplamı olarak işletmenin ortalama notu halinde tahsis edilir.

bildirilir ve şirketle ilgili, şirketin bilgisi doğrultusunda bir not tayin edilir³ (www.saharating.com, 13.01.2008).

III. Kurumsal Yönetim ve Firma Performansı

Kurumsal yönetim, işletme performansının sürdürülebilirliğinin güvencesidir. Bu ifadenin arkasındaki neden kurumsal yönetim ilkelerinde ve kurumsal yönetimin tanımında yatmaktadır. Kurumsal yönetim, işletme yönetiminin ve denetiminin şeffaf, hesap verebilir, adil, sorumlu ve güvenilir olmasını içerir. Bütün bu ilkelerin uygulanması, aslında işletmelerin performanslarının sürekliliğinin sağlanmasının temel koşullarıdır. Zira bu ilkelerin uygulanması ile birlikte elde edilen finansal başarı sürdürülebilir değer oluşturma bir göstergesidir. Bu nedenle, kurumsal yönetim aynı zamanda firma değerinin maksimum kılınmasını hedefleyen, başka bir ifade ile firmaya değer katmayı amaçlayan bir yönetim anlayışıdır (Aras, 2006: 1-2).

Kurumsal yönetimin firma performansına etkisi uygulamalarla doğrulandığından (Black vd, 2003: 27, Black vd, 2006: 373, Wei'an ve Yuejun, 2007: 12), endekse dâhil olan işletmelerin performanslarının yüksek olduğu ve aralarındaki ilişkinin doğrusal olduğu kolaylıkla söylenebilir.

Drobetz vd (2003: 30-31) yaptıkları çalışmada, kurumsal yönetim kalitesiyle firma değeri arasında pozitif güçlü bir ilişki bulmuşlardır. Buna karşın kurumsal yönetim seviyesi ile beklenen hisse senedi getirileri arasında negatif korelasyonlu bir ilişki elde etmişlerdir. Klein vd (2004: 15) ise kurumsal yönetim ve firma performansı arasında kesin bir ilişki elde edememişlerdir. Bununla birlikte firma büyüklüğü ve kaldıraç düzeyi ile performans arasında negatif bir ilişki elde etmişlerdir. Büyüme düzeyi ile firma performansı arasında ise pozitif yönde bir ilişki elde etmişlerdir. Sahiplik türü ile performans arasında, karma sahiplik yapısının performansı bazı durumlarda negatif etkilemesi dışında yine güçlü bir ilişki elde edememişlerdir. Wei'an ve Yuejun (2007: 14-15) uygun kurumsal yönetim mekanizmasının firma kârlılığının, faaliyet etkinliğinin ve büyüme kabiliyetinin geliştirilmesi açısından önemli olduğunu ortaya koymuşlardır. Hissedarların idaresinin kontrol edilmesi, kurul idaresi, üst yönetim idaresi, bilgi bildirimli çıkar gruplarının idaresi ve denetleme komitesinin idaresini içine alan kurumsal yönetim mekanizması; firmanın bir bilimsel karar alma mekanizmasına sahip olup olmadığını belirler.

³ Ayrıntılı bilgi için www.saharating.com'u inceleyebilirsiniz.

Wei'an ve Yuejun (2007: 15) bununla birlikte ayrıca bir karar icra mekanizmasının firma değeri ve performansını direkt olarak etkileyeceğini ifade etmişlerdir. Yine bu araştırmacılara göre hissedarların idaresinin kontrolünün firma değeri ve performansı üzerinde istatistiki olarak anlamlı bir etkisi söz konusu değildir.

Bebzcuk (2005: 26) kurumsal yönetim düzeyi ile varlıklardan elde edilen getiriler ve Tobin q değeri arasında güçlü bir ilişki elde etmiştir. Bunu yanında, en büyük hissedar grubuna ait kontrol ve nakit akım haklarının ayrılmasının performansı direkt olarak etkilediği ve ayrıca iyi yönetim kurallarından elde edilecek olan yararlı etkiyi azalttığını ortaya koymuştur. Javid ve Robina (2007: 20), kurumsal yönetim kodunun potansiyel olarak Karachi borsasında listelenmiş firmaların yönetim ve karar alma süreçlerini geliştirdiğini ifade etmişlerdir. Söz konusu bu araştırmacılarca ortaya konan modelde büyüklüğü pozitif ve önemli bir katsayı olarak elde etmişlerdir. Bu ise daha hızlı büyüme potansiyeline sahip firmaların daha çok maddi olmayan varlığa sahip olduğunu ve bu firmaların kurumsal yönetim uygulamalarına daha iyi uyum gösterdiğini ortaya koymaktadır. Yüksek büyüme fırsatları daha yüksek firma değeri ile ilişkili olduğundan büyüme katsayısını da ayrıca önemli ve pozitif bir faktör olarak elde edilmişlerdir. Benzer şekilde, standart sermaye yapısı teorisinde olduğu şekliyle, kaldıraç faiz vergi kalkanı etkisinden dolayı firma değerini artırdığı için kaldıraç derecesini de önemli ve pozitif bir katsayı olarak elde etmişlerdir. Beiner vd (2003: 27) ise kurumsal yönetim ile Tobin q değeri arasında pozitif bir ilişki bulmuşlardır. Buna göre kurumsal yönetim endeksindeki 1 puanlık bir artış firmanın defter değerinde ortalama %8'lik bir artış meydana getirmektedir.

Gompers vd (2001: 35-36) ABD deki firmaların ele geçirmelere (takeover) karşı almış oldukları tedbirlerdeki farklılıklardan hareketle bir kurumsal yönetim endeksi oluşturmuşlardır. Araştırmacılar oluşturdukları bu endeksten hareketle, daha güçlü hissedar haklarına sahip firmaların daha iyi faaliyet performansına ve daha yüksek piyasa değerine sahip olduklarını ortaya koymuşlardır.

Yukarıda ifade edilen çeşitli çalışmaların genelinde ortaya konan, kurumsal yönetim ve firma performansı arasındaki ilişki ülkemiz açısından İMKB kurumsal yönetim endeksi kapsamındaki firmalar üzerinden hareketle incelenmiştir. Çalışmanın yapıldığı anda İMKB kurumsal yönetim endeksi kapsamında 9 firma bulunmaktaydı. Kurumsal yönetim endeksi kapsamındaki firma sayısı istatistiki analizler açısından yeterli olmadığı için araştırma kısmında sadece subjektif değerlendirmelere yer verilmiştir. Kurumsal yönetim endeksi kapsamındaki firma sayısının artışına bağlı olarak yapılacak istatistiki analizlerle konu ileriki çalışmalarda daha ayrıntılı olarak incelenebilir.

IV. İMKB Kurumsal Yönetim Endeksi Kapsamındaki Firmalar Üzerinde Bir Uygulama

Yöntem

Kurumsal yönetim ve firma performansı arasındaki ilişkiyi ortaya koymak amacıyla, Ağustos 2007' de hesaplanmaya başlanan İMKB Kurumsal Yönetim Endeksi kapsamında işlem gören firmaların performans değişimleri incelenmiştir. Bu amaçla, kurumsal yönetim endeksi kapsamındaki firmaların endeks kapsamına alındığı dönem başlangıç (t_0) kabul edilmek üzere önceki beş çeyrek dönemin (t_{-1} , t_{-2} , t_{-3} , t_{-4} ve t_{-5}) finansal tablo verileri ile sonraki iki çeyrek dönem (t_{+1} ve t_{+2}) verileri karşılaştırılarak, dönemler arasında anlamlı bir fark bulunup bulunmadığı ortaya konulmuştur. Finansal tablo verileri finansal performans göstergesi olabilecek belli oranlara dönüştürülerek analiz edilmiştir. Çalışmada toplam 8 firma incelenmiştir⁴. İlk olarak kurumsal yönetim endeksi kapsamında işlem gören tüm firma ve ait oldukları sektörlerle ilişkin incelenen dönemler itibarı ile sekiz ayrı performans ölçüsü hesaplanmıştır. Firmaların ve ait oldukları sektörlerin hesaplanan performans değişimleri Ek 2'de gösterilmiştir. Performans değişimleri hesaplandıktan sonra, firma performansı açısından dönemler arasında oluşan farklılıkların anlamlılık düzeylerini ortaya koymak amacıyla t testi istatistik tekniğinden faydalanılmıştır. Verilerin analizinde SPSS 13 istatistik paket programı kullanılmıştır.

Bulgular

Tablo 2 ilgili dönemlere ilişkin performans göstergeleri arasındaki farklılıklara ilişkin t testi sonuçlarını göstermektedir. Analiz sonuçları, aktif devir hızı, aktif karlılığı ve özsermaye karlılığı dışındaki performans göstergelerinde endeks kapsamı öncesi ve sonrası için anlamlı bir fark ortaya koyamamıştır.

⁴ Araştırmanın yapıldığı dönemde İMKB Kurumsal Yönetim Endeksi kapsamında 12 firma işlem görmekteydi. Performans hesaplamalarında gerekli verilere ulaşılmasındaki zorluklardan dolayı endeks kapsamındaki Y ve Y Gayri Menkul Yatırım Ortaklığı araştırmanın kapsamı dışında bırakılmıştır. Dentaş Ambalaj, Atakule GMYO ve Asya Katılım Bankası ise çok yakın tarihte endekse dahil olduklarından ve analiz için yeterli endeks sonrası faaliyet süresi olmadığından çalışma kapsamı dışında bırakılmıştır. Araştırmada dikkate alınan firmalara ait kurumsal yönetim özet bilgileri Ek 1'de gösterilmiştir.

Tablo 2: Firmaların Kurumsal Yönetim Endeksi Kapsamına Alındıktan Sonraki ve Önceki Dönemlerinin Finansal ve Faaliyet Performans Göstergelerinin Karşılaştırılması

Dönem	Cari Oran	Aktif Devir Hızı	Aktif Karlılığı	Özsermaye Karlılığı	Net Kar Marjı	Faaliyet Kar Marjı	Borç Oranı	Finansal Kaldıraç Derecesi
t ₋₁ ~ t ₀	-0,9756	-3,9541***	-2,5613**	-2,8163**	0,9702	0,9200	0,4318	-0,1608
t ₋₂ ~ t ₀	-0,6279	0,1253	-1,2660	-1,6407	-0,2129	-0,3377	0,7515	-0,0700
t ₋₃ ~ t ₀	-0,8483	0,6981	-0,6515	-1,1914	-1,1340	-1,1526	-0,2328	-0,7689
t ₋₄ ~ t ₀	-0,9149	1,4413	-0,5294	-1,0991	-0,8349	-0,8600	-0,2866	-0,5429
t ₋₅ ~ t ₀	-1,0024	-4,1419***	-1,3010	-1,4505	-0,6483	-0,7679	-0,1818	-1,2659
t ₀ ~ t ₊₁	-0,9739	-4,6148***	-2,3364*	-3,1843**	1,3314	1,4007	0,5273	-1,8644
t ₋₁ ~ t ₊₁	-0,9015	-4,2211***	-2,6120**	-3,1959	0,9944	0,9869	-0,1319	-0,7183
t ₋₂ ~ t ₊₁	-0,9895	-0,4059	-0,8777	-1,3903	-1,1527	-1,2143	-0,0579	-0,4579
t ₋₃ ~ t ₊₁	-0,7770	2,3423*	-0,4365	-1,0534	-0,6900	-0,7394	-1,1529	-0,8897
t ₋₄ ~ t ₊₁	-0,8078	-2,8858**	-0,9504	-1,4643	-0,7432	-0,7868	-1,0619	-0,6700
t ₋₅ ~ t ₊₁	-1,0064	-4,2900***	-2,0287*	-2,0408*	-0,5532	-0,7531	-0,6840	-1,3744
t ₋₁ ~ t ₊₂	1,0183	-6,9068***	-1,1977	-2,6284*	0,8506	0,8586	-1,1285	-0,6857
t ₀ ~ t ₊₂	-0,1785	-3,6016**	-0,8603	-1,7523	1,2944	1,3133	-0,7944	-1,1153
t ₋₁ ~ t ₊₂	-1,2062	-3,7070**	-1,0813	-1,6457	1,6030	1,6194	-1,1172	-1,2997
t ₋₂ ~ t ₊₂	-0,7059	2,1094	-0,8881	-1,2340	0,8075	0,7977	-0,4997	-0,3989
t ₋₃ ~ t ₊₂	-1,0367	-2,3576*	-1,0054	-1,3576	-1,0867	-1,0792	0,6251	-0,2646
t ₋₄ ~ t ₊₂	-1,1254	-3,7191**	-1,5251	-1,6518	-0,9543	-0,7927	0,8487	0,2137
t ₋₅ ~ t ₊₂	-1,2007	-3,6699**	-1,5341	-1,6977	-0,8025	-0,7119	0,7054	-0,9156

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

Çalışmada, endeks kapsamına alınmanın varlıklarını daha verimli kullanma yönünde belirgin bir artış olduğu ortaya konmuştur. Tablodaki üçüncü sütün verileri bu durumu ortaya koymaktadır. Endeks kapsamına alınmadan önceki dönemlere göre firmaların aktif devir hızlarında istatistiki olarak anlamlı artışların olduğu ortaya konmuştur.

Aktif karlılığı açısından analiz sonuçları incelendiğinde endeks kapsamına alınma döneminin nispeten belirleyici olduğu görülmektedir. Firmaların endeks kapsamına alındıktan bir dönem (t_{+1}) sonraki aktif karlılıkları, endeks kapsamına alınma dönemi (t_0), bir önceki dönem (t_{-1}) ve beş önceki döneme (t_{-5}) göre anlamlı bir artış sergilemiştir.

Firmaların endeks kapsamına alındıktan bir dönem (t_{+1}) sonraki özsermaye karlılıkları, endeks kapsamına alınma dönemi (t_0) ve beş önceki döneme (t_{-5}) göre yine anlamlı bir artış gösterdiği belirlenmiştir. t_{+1} ile t_{+2} dönemi arasındaki -2,6284'lük "t" değeri %1 anlamlılık düzeyinde özsermaye karlılığının artma eğiliminde olduğunun bir göstergesi niteliğini taşımaktadır.

V. Sonuç

Kurumsal yönetim ile firma performansı arasındaki ilişkinin incelendiği bu çalışmada, literatürde doğru yönlü olarak ortaya konan ilişkinin Türkiye'de İMKB Kurumsal Yönetim Endeksi Kapsamındaki firmalar açısından da kısmen doğru olduğu ortaya çıkmıştır. Bu doğrultuda yapılan analiz sonucu aktif devir hızı, aktif karlılığı ve özsermaye karlılığı performans göstergelerinde endeks kapsamı öncesi ve sonrası için anlamlı farklılıklar ortaya çıkmıştır. Diğer performans göstergeleri için (Cari oran, borç oranı, finansal kaldıraç derecesi, net kar marjı ve faaliyet kar marjı) ise endeks kapsamı öncesi ve sonrası için anlamlı bir farklılık ortaya çıkmamıştır. Bu sonuçlara göre İMKB kurumsal yönetim endeksi kapsamındaki firmaların performanslarında endekse giriş sonrası kısmen de olsa artış görüldüğünü söyleyebiliriz.

Türkiye'de kurumsal yönetim uygulamaları 2003 yılı itibari ile başlamış ve 2007 Ağustos ayında yeterli kurumsal yönetim puanını alan firma sayısı 5'e ulaşınca İMKB bünyesinde kurumsal yönetim endeksi hesaplanmaya başlanmıştır. Günümüz itibari ile endeks kapsamında 12 firma işlem görmektedir. Kurumsal yönetim ve firma performansı ilişkisinin daha zengin analizlerle daha ayrıntılı olarak incelenebilmesi için endeks kapsamında işlem gören firma sayısının bugün olduğundan daha fazla olması muhakkaktır. Bununla birlikte ele aldığımız bu çalışmanın ileride yapılabilecek araştırmalar için bir temel teşkil edeceği kanısındayız.

Abstract: The purpose of this research is introducing whether significant change appears in operating and financial performance than previous periods which was put into index extend of listed firms on corporate governance index come into being calculated from august 2008 in our country. For this purpose, firms' performance realization relating prior to five quarter period in corporate governance index and after two quarter period is except corporate governance index was calculated in terms of eight different ration. Then, this performance realizations which was calculated, between differences was introduced by t test. As a result of research, significant differences were found at asset turnover, return of asset and profit capital ration performance indicator for previous and after index extend.

Key Words: Corporate Governance, Corporate Governance Index, Firm Performance

Kaynaklar

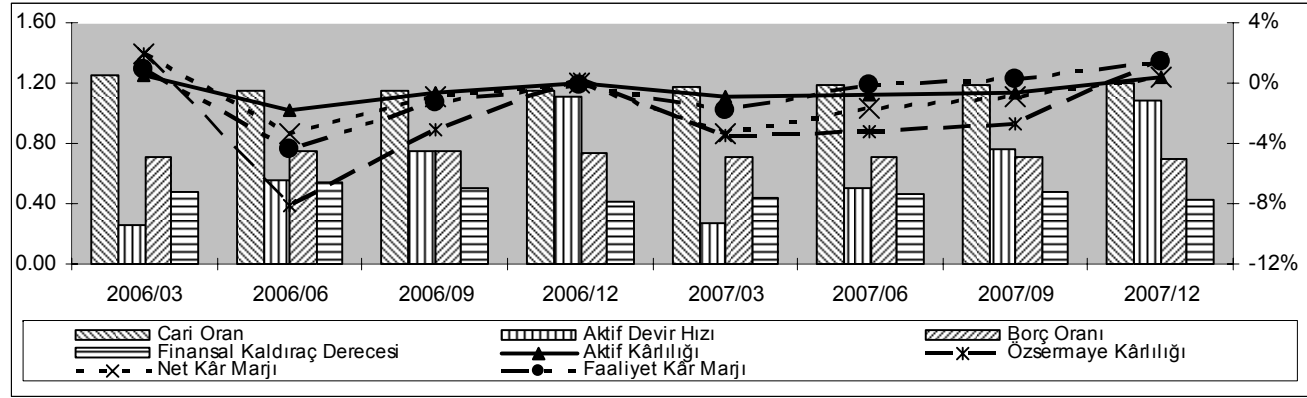
- Aras, Güler (2006), "Kurumsal Yönetim ve Sürdürülebilir İşletme Performansı" <http://www.denetimnet.net/UserFiles/Documents/G%C3%BCler%20Aras%20makale.pdf> (Erişim Tarihi: 23.02.2008).
- Bebzuc, Ricardo N. (2005), "Corporate Governance and Ownership: Measurement and Impact on Corporate Performance and Dividend Policies in Argentina", *Latin American Research Network Working Paper*, R-5/16, p. 1-59.
- Beiner, Stefan, Drobetz, Wolfgang, Schmid, Markus, Zimmermann, Heinz (2004), "An Integrated Framework of Corporate Governance and Firm Valuation - Evidence from Switzerland", <http://www.wvz.unibas.ch/cofi/publications/papers/2003/09-03.pdf> (Erişim Tarihi: 24.02.2008).
- Black S., Bernard, Jang, Hasung ve Kim, Woochan (2003), "Does Corporate Governance Effect Firm Value: Evidence From Korea", *America Economic Association Annual Meeting*, p.1-60.
- Black S., Bernard, Love, Inessa ve Rachinsky, Andrei (2006), "Corporate Governance Indices and Firms' Market Values: Times Series Evidence from Russia", *Emerging Markets Review* (7): 2006: 361-379.
- Drobetz Wolfgang, Schillhofer Andreas, Zimmermann Heinz (2003), "Corporate Governance and Firm Performance: Evidence from Germany" <http://www.wvz.unibas.ch/cofi/publications/papers/2003/05-03.pdf> (Erişim Tarihi: 01.03.2008).
- Gompers, Paul, Ishi, Joy L., Metrick, Andrew (2001), "Corporate Governance and Equity Prices", <http://icf.som.yale.edu/Conference-Papers/Fall2001/gov.pdf> (Erişim Tarihi: 22.02.2008)

- Gürbüz, A.Osman ve Ergincan, Yakup (2004), Kurumsal Yönetim: Türkiyedeki Durumu ve Geliştirilmesine Yönelik Öneriler, Literatür Yayıncılık, İstanbul.
- Javid, Attiya Y., Robina, Iqbal (2007), "Relationship Between Corporate Governance Indicators and Firm Performance in Case of Karachi Stock Exchange", Pakistan Institute of Development Economics (PIDE) Working Papers, 2007: 14, p.1-27.
- Jesover, Fianna ve Kirkpatrick, Grant (2005), "The Revised OECD Principles of Corporate Governance and their Relevance to Non-OECD Countries", Blackwell Publishing (13): 2005: 127-138.
- Klein, Peter, Shapiro, Daniel, Young, Jeff (2004), "Corporate Governance, Family Ownership and Firm Value: The Canadian Evidence", CIBC Centre for Corporate Governance and Risk Management Working Paper Series, 2006-1, p. 1-35.
- KYD (2005), Kurumsal Yönetim İlkeleri, Yayın No: KYD-Y/2005-01-01, Ocak 2005, İstanbul.
- Luo, Yadong (2005), "Corporate Governance And Accountability In Multinational Enterprises: Concepts And Agenda", *Journal of International Management* (11): 2005: 1- 18.
- Macey, Jonathon H. and O'Hara, Maureen (2000), "The Interactions of Law, Finance, and Markets", *Journal of Financial Intermediation* (9): 2000: 113-116.
- OECD (2004), The OECD Principles of Corporate Governance, OECD Observer, <http://oecd.org/dataoecd/41/32/33647763.pdf>, p.1-8.
- OECD (2004), Principles of Corporate Governance, Future Survey 26:11, p.19-21.
- Paslı, Ali (2002), Kurumsal Yönetim, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, İÜ SBE, İstanbul.
- SPK, Kurumsal Yönetim İlkeleri, Temmuz 2003.
- Topaç, Erhan (2002), Kurumsal Yönetim İlkelerinin Sermaye Piyasalarının Gelişmesindeki Önemi ve Türkiye Uygulamaları, İMKB-Sermaye Piyasalarında Kurumsal Yönetim İlkeleri Konferansı, İstanbul.
- Topçu, Nihayet (2006), Kurumsal Yönetim İlkeleri ve Borsaya Kote (İMKB 100) Şirketler Üzerine Bir Uygulama, Mimar Sinan Güzel Sanatlar Üniversitesi, Fen Bilimleri Enstitüsü, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, İstanbul.
- Weian, Li, Yuejun, Tang (2007), "An Evaluation of Corporate Governance Evaluation, Governance Index (CGI^{NK}) and Performance: Evidence from Chinese Listed Companies in 03", *Frontiers of Business Research in China* (1): 2007: 1-18.

Ek 1: Araştırma Kapsamındaki Firmalara İlişkin Özet Bilgiler

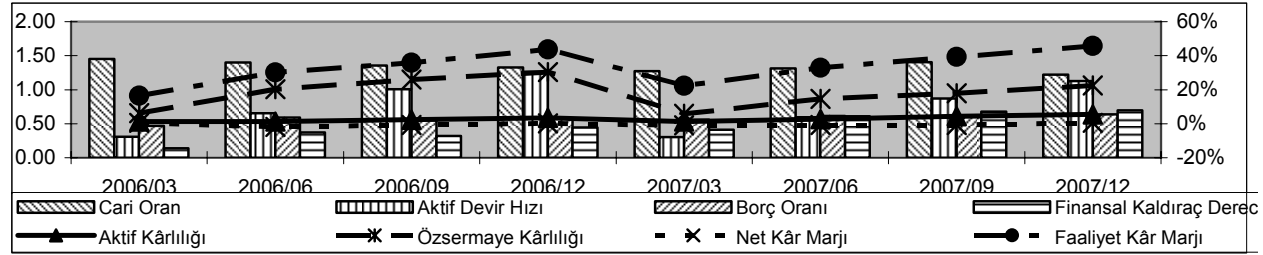
Firma	Kurumsal yönetim endek- sine girmek için yeterli notu aldığı tarih	Derecelendirme Şirketi	Derecelendirme Notu
Tüpraş	Ekim 2007	Saha	7,91
Hürriyet Gazetecilik	Eylül 2008	ISS	8,00
Türk Traktör	Ağustos 2007	Saha	7,52
Doğan Yayın Holding	Ağustos 2007	ISS	8,50
Tofaş	Mayıs 2008	Saha	7,74
Vestel Elektronik	Mart 2007	ISS	8,50
Şekerbank	Şubat 2007	ISS	7,00
Otokar	Mart 2008	Saha	7,94

Ek 2: Kurumsal Yönetim Endeksi Kapsamına Alındıktan Sonraki ve Önceki Dönemlerinin Finansal ve Faaliyet Performans Göstergeleri⁵: VESTEL ELEKTRONİK

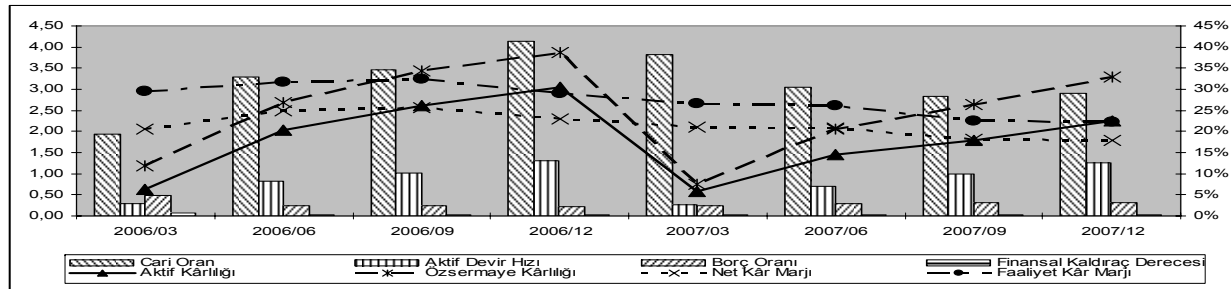


⁵ Performans göstergeleri karşılaştırılırken mümkün olduğunca Ek 1' de verilen, firmaların kurumsal yönetim endeksine girmek için yeterli kurumsal yönetim notunu aldıkları tarihler dikkate alınmıştır. Bununla birlikte yeterli kurumsal yönetim notunu 2008 yılında almış firmalar için, çalışmanın yayımlanış tarihi itibarı ile endeks sonrası dönemlere ilişkin bilançoları açıklanmadığı için geçmiş dönem performanslarındaki değişimler dikkate alınmıştır.

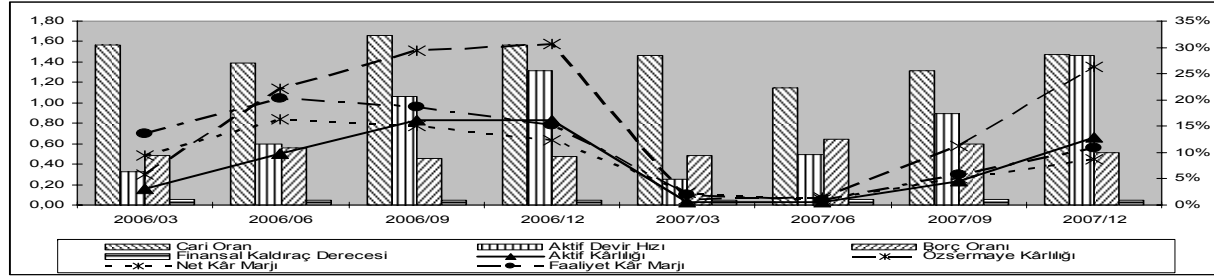
Ek 2 devamı: Kurumsal Yönetim Endeksi Kapsamına Alındıktan Sonraki ve Önceki Dönemlerinin Finansal ve Faaliyet Performans Göstergeleri: TOFAŞ OTO



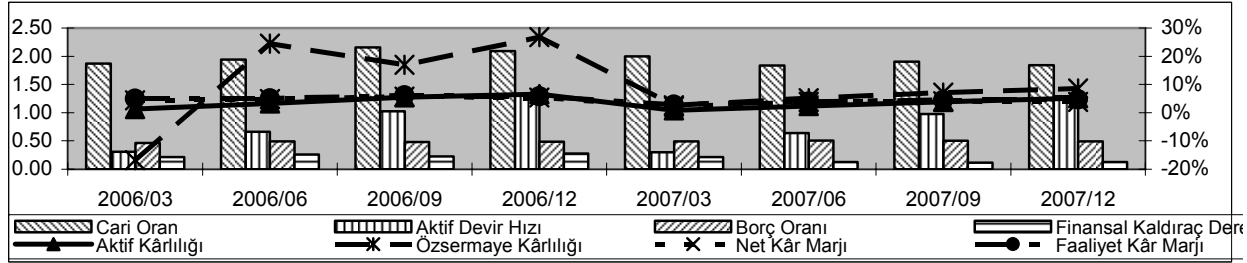
Ek 2 devamı: Kurumsal Yönetim Endeksi Kapsamına Alındıktan Sonraki ve Önceki Dönemlerinin Finansal ve Faaliyet Performans Göstergeleri: TÜRK TRAKTÖR



Ek 2 devamı: Kurumsal Yönetim Endeksi Kapsamına Alındıktan Sonraki ve Önceki Dönemlerinin Finansal ve Faaliyet Performans Göstergeleri: OTOCAR

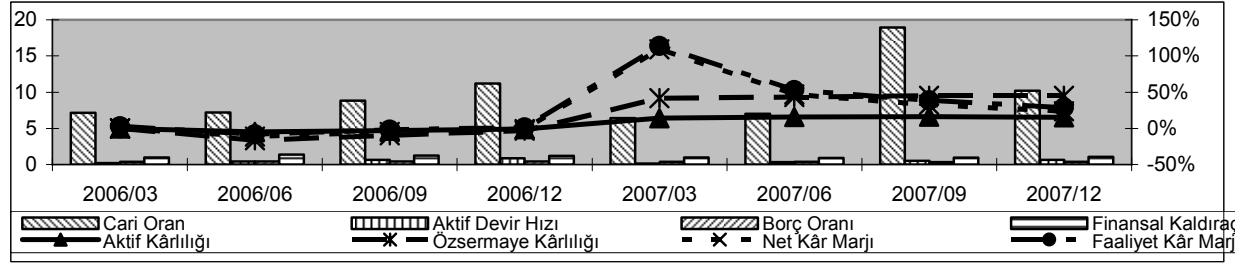


Ek 2 devamı: Kurumsal Yönetim Endeksi Kapsamına Alındıktan Sonraki ve Önceki Dönemlerinin Finansal ve Faaliyet Performans Göstergeleri: SINAİ-METAL EŞYA SEKTÖRÜ

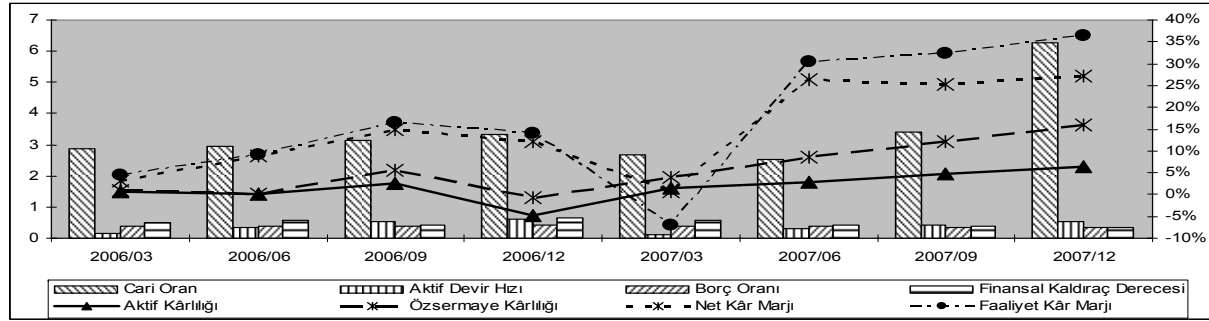


116 Osman Karamustafa, İdiris Varıcı ve Bünyamin Er

Ek 2 devamı: Kurumsal Yönetim Endeksi Kapsamına Alındıktan Sonraki ve Önceki Dönemlerinin Finansal ve Faaliyet Performans Göstergeleri: DOĞAN YAYIN HOLDİNG

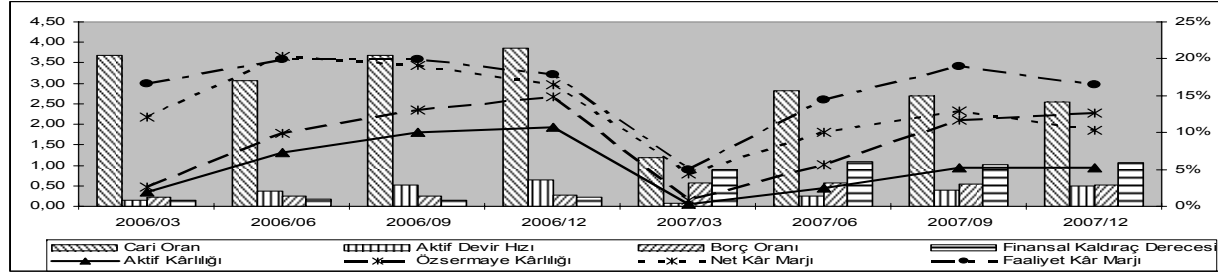


Ek 2 devamı: Kurumsal Yönetim Endeksi Kapsamına Alındıktan Sonraki ve Önceki Dönemlerinin Finansal ve Faaliyet Performans Göstergeleri: MALİ-HOLDİNGLER SEKTÖRÜ

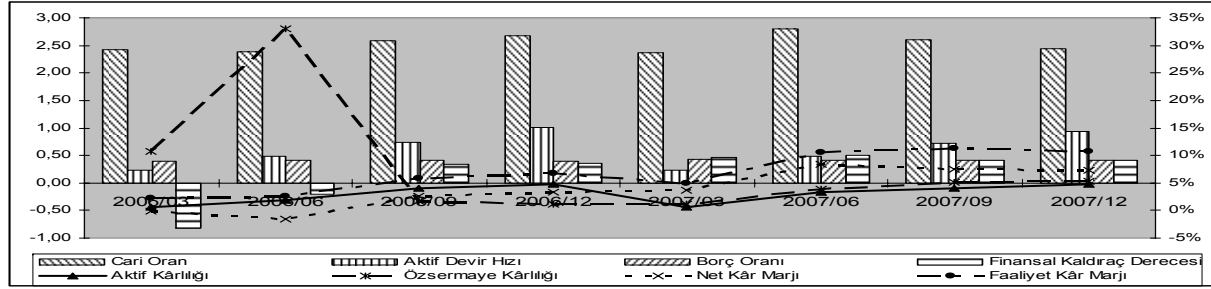


118 Osman Karamustafa, İdiris Varıcı ve Bünyamin Er

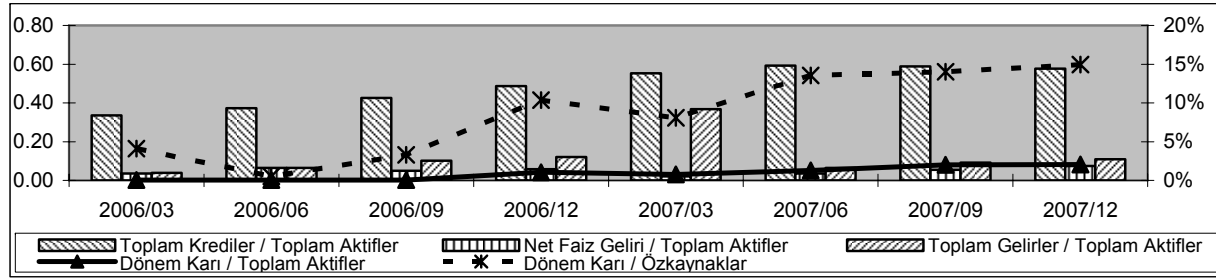
Ek 2 devamı: Kurumsal Yönetim Endeksi Kapsamına Alındıktan Sonraki ve Önceki Dönemlerinin Finansal ve Faaliyet Performans Göstergeleri: HÜRRİYET GAZETECİLİK



Ek 2 devamı: Kurumsal Yönetim Endeksi Kapsamına Alındıktan Sonraki ve Önceki Dönemlerinin Finansal ve Faaliyet Performans Göstergeleri: SİNİ-KAĞIT SEKTÖRÜ



Ek 2 devamı: Kurumsal Yönetim Endeksi Kapsamına Alındıktan Sonraki ve Önceki Dönemlerinin Finansal ve Faaliyet Performans Göstergeleri: ŞEKERBANK



Ek 2 devamı: Kurumsal Yönetim Endeksi Kapsamına Alındıktan Sonraki ve Önceki Dönemlerinin Finansal ve Faaliyet Performans Göstergeleri: MALİ-BANKACILIK SEKTÖRÜ

