

Geliş Tarihi/Received: 25.01.2023

Kabul Tarihi/Accepted: 09.03.2023

Yayın Tarihi/Published: 31.03.2023

*Araştırma Makalesi/Research Article*

Doi: 10.54993/syad.1242008

## KURUMSAL YÖNETİM DERECELENDİRME PUANININ FİNANSAL PERFORMANS ÜZERİNE ETKİSİ: TÜRKİYE ÖRNEĞİ

### *THE IMPACT OF THE CORPORATE GOVERNANCE INDEX ON FINANCIAL PERFORMANCE: AN EVIDENCE FROM TÜRKİYE*

Dr. Öğr. Üyesi Adem Ruhan SÖNMEZ

Erzincan Binali Yıldırım Üniversitesi

ORCID id: 0000-0002-6494-6482, ademruhan@gmail.com

#### ÖZET

Bu çalışmada, Kurumsal Yönetim Endeksi'nde yer alan 30 şirketin 2015-2021 yılları arasında ait verileri ile kurumsal yönetim alt başlıkları olan Pay Sahipleri, Menfaat Sahipleri, Kamuyu Aydınlatma ve Şeffaflık ve Yönetim Kurulu derecelendirme puanı ile finansal performans arasındaki ilişki incelenmiştir. Analiz sonucunda; Pay Sahipleri ve Yönetim Kurulu derecelendirme puanı ile aktif karlılık arasında negatif ilişki; Menfaat Sahipleri derecelendirme puanı ile aktif karlılık arasında pozitif ilişki; Kamuyu Aydınlatma ve Şeffaflık derecelendirme puanı ile aktif karlılık arasında ilişki olmadığı tespit edilmiştir.

**Anahtar Kelimeler:** Kurumsal Yönetim Endeksi, Kurumsal Yönetim Derecelendirme, Dinamik Panel Veri Analizi.

#### ABSTRACT

In this study, the data of 30 companies traded in the Corporate Governance Index for the years 2015-2021 and the relationship between the corporate governance subheadings of shareholders, Stakeholders, Public Disclosure and Transparency and Board of Directors rating score and financial performance were examined. As a result of the study; Negative relationship between Shareholders and Board of Directors rating score and return on assets; Positive relationship between Stakeholders rating score and return on assets; there is no relationship between the Public Disclosure and Transparency rating score and return on assets.

**Keywords:** Corporate Governance Index, Corporate Governance Rating, Dynamic Panel Data Analysis.



## 1. Giriş

Enron, Worldcom ve Parmalat gibi şirketlerde yaşanan şirket skandalları ve 1998 Asya ekonomik krizi finansal piyasaların değer kaybetmesine ve yatırımcıların zarar görmesine neden olmuştur. Yaşanan bu şirket skandalları ve ekonomik krizlerin kaynağının hem özel sektörde hem de kamu sektöründe kurumsal yönetimin zayıf olduğunu ortaya koymuştur (Iramani vd., 2018; Berthelot vd., 2010; Ertuğrul & Hegde, 2009). Bu durum iyi kurumsal yönetim kavramının ne kadar önemli olduğunu ortaya çıkararak bu konuya ilişkin farkındalığın artmasına neden olmuştur (Sakarya, 2011).

İyi kurumsal yönetim şirketlerin, finansal kurumların ve piyasa bütünlüğünün anahtarıdır. Bu açıdan iyi kurumsal yönetim ekonomik istikrarın ve finansal piyasaların sağlığının merkezinde yer almaktadır (Çalışkan & Icke, 2011). Kurumsal yönetim firmaların faaliyetlerinin kontrol edildiği, yönlendirildiği bunun yanı sıra şeffaflığı, hesap verilebilirliği teşvik ederek firmanın tüm paydaşlarının çıkarlarını korumak için oluşturulan kurallar, prosedürler ve mekanizma olarak ifade edilebilir (Javaid & Saboor, 2015; Aggarwal, 2013).

Dünya’da yaşanan ekonomik kriz ve şirket skandallarına paralel olarak Türkiye’de de kurumsal yönetim anlamında değişiklikler yaşanmaya başlamıştır. İlk olarak uluslararası alanda 1999 yılında OECD (Ekonomik Kalkınma ve İşbirliği Örgütü) tarafından kurumsal yönetim ilkeleri yayınlanmış olup Türkiye’de ise bu örgüt tarafından yayınlanan ilkeler yorumlanarak 2003 yılında SPK (Sermaye Piyasası Kurulu) tarafından Kurumsal Yönetim İlkeleri yayınlanmıştır. Daha sonra ise 2005 yılında borsada işlem gören şirketlerin faaliyet raporlarında Kurumsal Yönetim İlkeleri’ne ilişkin uyum raporlarına yer vermeleri zorunlu tutulmuştur. 2011 ve 2014 yılında ise SPK tarafından tekrar düzenlemeler yapılmıştır. Ancak yapılan 2011 yılı düzenlemesinde şirketlere kurumsal yönetim ilkelerine uyum zorunlu tutulmayarak “uy ya da açıkla” yaklaşımı benimsenmesine rağmen 2014 yılında yapılan düzenleme tebliğ seviyesinde yapılarak halka açık şirketlerin kurumsal yönetim ilkelerine uymaları zorunlu hale getirilmiştir (Toraman & Abdioğlu, 2008; Kartal & Budayoğlu Yılmaz, 2019).

Kurumsal yönetim anlayışına ve uygulamalarına ilişkin gerçekleştirilen düzenlemelerin kalitesi kurumsal yönetim derecelendirmesi ile gerçekleştirilmektedir (Karakoç vd., 2016). Kurumsal yönetim derecelendirmesi, SPK tarafından şirketlerin kurumsal yönetim ilkelerine ne derece uyum gösterdiklerini ortaya koymak amacıyla bağımsız, tarafsız ve adil bir şekilde değerlendirilerek sınıflandırıldığı faaliyetler bütünüdür (Düzer, 2020). Türkiye’de OECD tarafından yapılan düzenleme ile bağlantılı olarak Pay Sahipleri başlığı, Kamuyu Aydınlatma ve Şeffaflık başlığı, Menfaat Sahipleri başlığı ve Yönetim Kurulu başlığı sırası ile %25, %25, %15 ve %35 olarak ağırlıklandırılmıştır. Kurumsal yönetim anlamında yukarıda belirtilen gelişmeler sonucunda Ağustos 2007 yılında Kurumsal Yönetim Endeksi (XKURY) oluşturulmuştur. Türkiye’de hisse senetleri Borsa’da işlem gören şirketler belirlenen kriterleri sahip olmaları halinde bu endekse dahil olabilmektedir. Bu endeksin amacı, hisse senetleri Borsa İstanbul’da Yakın izleme piyasası, C ve D grubu haricinde işlem gören ve kurumsal yönetim derecelendirme puanı 10 üzerinden en az 7 puan olan, her bir ana başlık bağlamında ise 10 üzerinden 6,5 puan olan şirketlerin fiyat ve getiri performansını ölçmektir. Kurumsal Yönetim Endeksi’nin ilk hesaplanmaya başlandığı 2007 yılına ait endekste 5 şirket yer almakta iken 2022 yılında Kurumsal Yönetim Endeksi’nde 61 şirket bulunmaktadır (Kula & Baykut, 2014; Kayalı & Doğan, 2018; Düzer, 2020).



Bu çalışmada genel olarak kurumsal yönetim derecelendirme puanları ile finansal performans arasındaki ilişki araştırılmıştır. Bu çalışmada şirketler için hesaplanan genel kurumsal yönetim derecelendirme puanının firma performansı üzerine etkisi incelemenin aksine kurumsal yönetim derecelendirmenin alt başlıkları olan pay sahipleri, kamuyu aydınlatma ve şeffaflık, menfaat sahipleri, yönetim kurulu derecelendirme puanlarının finansal performans üzerine etkisi incelenmiştir. Literatürde, Türkiye bağlamında, Önalın ve Tan (2018) 48 şirketin 2017 yılına ait genel kurumsal yönetim derecelendirme puanı ile firma performansı arasındaki ilişkiye yönelik çalışmaya ve Tükenmez vd. (2017) tarafından kurumsal yönetim endeksinde yer alan 15 şirketin 2009-2014 yılları arasına ait verileri ile gerçekleştirilen çalışmalara rastlanılmıştır. Bu çalışmada ise Türkiye’de Kurumsal yönetim Endeksi’nde yer alan şirketlerin 2015-2021 yıllarına ait kurumsal yönetim derecelendirme alt başlıklarına ilişkin puanları ile finansal performans arasındaki ilişki araştırılmıştır. Bu çalışmanın bahsedilen diğer çalışmalardan farkı hem çalışılan yıl aralığının hem farklı analiz yöntemi ile konunun ele alınması ve Kurumsal Yönetim Derecelendirmenin dört alt başlığı olan Pay Sahipleri, Kamuyu Aydınlatma Ve Şeffaflık, Menfaat Sahipleri, Yönetim Kurulu başlıklarının derecelendirme puanlarının finansal performans üzerine etkisi incelendiğinden dolayı diğer çalışmalardan farklıdır. Bundan dolayı, söz konusu çalışmanın literatüre katkı sağlayacağı düşünülmektedir.

## 2. Literatür

Konuya ilişkin gerçekleştirilen literatür taraması sonucunda kurumsal yönetim derecelendirme puanları ile ilgili farklı çalışmalara rastlanılmıştır.

Sakarya (2011), İMKB (Bugünkü adıyla Borsa İstanbul)’de hisse senetleri işlem gören ve ilk defa 2009 yılında Kurumsal Yönetim Endeksi’ne dahil olan 11 şirketin kurumsal yönetim derecelendirme puanının ilanının hisse senedi getirisi üzerine etkisi incelemiştir. Analiz sonucunda kurumsal yönetim derecelendirme puanının hisse senedi getirisini pozitif yönde etkilediğini ayrıca kurumsal yönetim derecelendirme puanlarının duyurulması öncesinde ve sonrasında bu endekste yer alan şirketlerin hisse senetlerinden anormal getiri elde edebilecekleri tespit edilmiştir.

Vintila ve Gherghina (2012), çalışmalarında Newyork Borsası, NASDAQ ve NYSE Amex Borsası’nda işlem gören 155 şirketin 2011 yılına ait kurumsal yönetim derecelendirme alt başlık puanları ile firma performansı arasındaki ilişkiyi araştırmışlardır. Araştırma sonucunda kurumsal yönetim derecelendirme alt başlık puanları ile firma performansı arasında negatif ilişki olduğunu bulmuşlardır.

Yenice ve Dölen (2013), Kurumsal yönetim Endeksi’nde bulunan firmaların kurumsal yönetim derecelendirme puanlarının hisse senedi değerleri üzerine etkisini araştırmışlardır. Çalışmada, 2007-2011 yılları arasında bu endekste yer alan şirketlerin verisinden yararlanılmışlardır. Kurumsal yönetim derecelendirme puanlarının açıklama tarihinden 30 gün önce ve 30 gün sonraki hisse senedi değerleri esas alınarak kurumsal yönetim derecelendirme puanları ile karşılaştırılmıştır. Araştırma sonucunda; kurumsal yönetim derecelendirme puanının hisse senedi değerleri üzerine etkisinin olduğunu ortaya konulmuştur.

Kula ve Baykut (2013), çalışmalarında 47 şirketin 2013 yılına ait verileri yardımı ile kurumsal yönetim derecelendirme notunun piyasa değeri üzerine etkisini araştırmışlardır.



Analiz sonucunda; kurumsal yönetim derecelendirme puanının karlılık ve piyasa değeri üzerinde olumlu etkisinin olduğunu tespit etmişlerdir.

Aksu ve Aytekin (2015), çalışmalarında 50 şirketin 2009-2014 yılları arasına ait kurumsal yönetim derecelendirme puanlarının hisse senedi getirilerine etkisini araştırmışlardır. Analiz sonucunda, araştırmaya dahil edilen şirketlerin bu puanları açıklama öncesindeki hisse senedi getirileri ile açıklandıktan sonraki hisse senedi getirileri üzerinde 2009 ve 2014 yıllarında anlamlı farklılıkların olduğunu ortaya koymuşlardır.

Javaid ve Saboor (2015), Pakistan Karaçi Borsası'nda işlem gören 58 tekstil şirketinin 2009-2013 yılları arasına ait kurumsal yönetim derecelendirme puanlarının firma performansı üzerine etkisini incelemişlerdir. Araştırma sonucunda; genel derecelendirme puanının aktif karlılık ve öz sermaye karlılığı üzerine pozitif etkisinin bulunduğunu; kurumsal yönetim derecelendirme alt başlık puanlarından biri olan yönetim kurulu, sahiplik yapısı ve şeffaflık alt başlıkları ile aktif karlılık ve öz sermaye karlılığı arasında pozitif ilişki bulunduğunu ortaya koymuştur.

Karakoç vd. (2016), Kurumsal Yönetim Endeksi'nin hesaplandığı 2007 yılından itibaren işlem gören 5 şirketin 2007-2014 yılları arasına ait verileri yardımıyla finansal performansları ve kurumsal yönetim derecelendirme puanları Gri İlişkisel Analiz yöntemi ile karşılaştırılmıştır. Araştırma sonucunda endekste yer alan şirketlerin kurumsal yönetim puan sıralaması ile finansal performans sıralaması arasında bağlantının olmadığını tespit etmişlerdir.

Wahyudin ve Solikhah (2017), Hindistan Borsası'nda işlem gören 88 şirketin 2008-2012 yılları arasına ait kurumsal derecelendirme puanının firma performansı üzerine etkisini incelemişlerdir. Araştırma sonucunda, kurumsal yönetim derecelendirme puanının aktif karlılık ve öz sermaye karlılığı üzerine pozitif etkisinin bulunduğunu ortaya koymuşlardır.

Tükenmez vd. (2017), çalışmalarında BİST Kurumsal Yönetim Endeksi'nde yer alan ve finansal sektörde faaliyet göstermeyen 15 şirketin 2009-2014 dönemine ait kurumsal yönetim derecelendirme puanının alt başlıkları pay sahipleri, menfaat sahipleri, kamuyu aydınlatma ve şeffaflık ve yönetim kurulu puanlarının finansal performans üzerine etkisini araştırmışlardır. Araştırmada ROA (aktif karlılık) ve Tobin Q oranlarını finansal performans değişkeni olarak kullanmışlardır. Analiz sonucunda kamuyu aydınlatma ve şeffaflık puanının ROA üzerine negatif etkisinin olduğunu; pay sahipleri ve menfaat sahipleri puanının Tobin Q oranını pozitif etkilediğini; kamuyu aydınlatma ve şeffaflık puanının ise Tobin Q oranını negatif yönde etkilediğini ortaya koymuşlardır.

Sakarya vd. (2017), 2011-2015 yılları arasında Borsa İstanbul'da işlem gören ve Kurumsal Yönetim Endeksi'nde yer alan 58 şirketin verileri ile kurumsal yönetim derecelendirme puanı duyurularının hisse senedi getirileri üzerine etkisini araştırmışlardır. Analiz sonucunda, kurumsal yönetim derecelendirme puanının hisse senedi getirileri üzerinde negatif etkisinin bulunduğunu tespit etmişlerdir.

Kayalı ve Doğan (2018), Kurumsal Yönetim Endeksi'nde yer alan ve imalat sektöründe faaliyet gösteren şirketlerin 2012-2016 yılları arasına ait verileri yardımı ile kurumsal derecelendirme puanının finansal başarı üzerindeki etkisini araştırmışlardır. Araştırma sonucunda kurumsal yönetim derecelendirme puanı yükseldikçe şirketlerin iflas ihtimalini azalttığını ortaya koymuşlardır.



Önalın ve Tan (2018), alışmalarında Kurumsal Yönetim Endeksi'nde yer alan 48 şirketin 2017 yılına ait verileri ile kurumsal yönetim derecelendirme puanının piyasa değeri üzerine etkisini araştırmışlardır. Çalışmanın bağımsız değişkeni genel olarak hesaplanan derecelendirme puanıdır. Analiz sonucunda; derecelendirme puanının piyasa değeri pozitif yönde etkilediğini ortaya koymuşlardır.

Arora ve Bodhanwala (2018), Bombay Borsası'nda işlem gören 407 şirketin 2009-2014 yılları arasına ait verileri yardımı ile kurumsal yönetim derecelendirme puanı ile firma performansına arasındaki ilişkiye yönelik çalışmanın sonucunda aktif karlılık ve pay başına kazanç ile kurumsal yönetim derecelendirme puanı arasında ilişki bulunmadığını ortaya koymuşlardır.

Bu alışmada Kurumsal Yönetim derecelendirmenin alt başlıkları olan Pay Sahipleri, Kamuyu Aydınlatma Ve şeffaflık, Menfaat Sahipleri Ve Yönetim Kurulu başlıklarının derecelendirme puanları ile finansal performans ölçütü olan aktif karlılık arasındaki ilişki incelenmiştir.

### 3. Metodoloji

#### 3.1. Veri Seti ve Değişkenler

Bu alışmada Kurumsal Yönetim Endeksi'nde (XKURY) yer alan ve finansal olmayan 30 şirketin 2015-2021 yılları arasına ait verileri yardımıyla kurumsal yönetim derecelendirme alt başlık puanları ile finansal performans arasındaki ilişki araştırılmaktadır. Kurumsal Yönetim Endeksi'nde 2022 yılı itibari ile 61 şirket işlem görmektedir. Araştırma veri setinde yer alan şirket sayısının belirtilen sayıdan az olmasının nedenleri; şirketlerin endekse dahil olma yıllarının farklı olması ve diğer şirketlerin finansal alanında faaliyet gösteren şirketler olmasıdır. Söz konusu çalışmanın veri setinde yer alan şirketlerin kurumsal yönetim derecelendirme puanları şirket internet sayfasında yer alan kurumsal yönetim derecelendirme raporlarından elde edilmiştir. Araştırma veri setinde yer alan şirketlerin finansal performanslarına ait verilerine ise Finnet Mali Analiz programından ulaşılmıştır.

Çalışmada kullanılan bağımlı, bağımsız ve kontrol değişkenleri ile açıklamaları Tablo 1'de verilmiştir.

**Tablo 1**

*Değişkenler ve Açıklamaları*

<b>Bağımlı Değişken</b>	<b>Açıklama</b>
Aktif Karlılık (ROA)	Net Kar/Toplam Aktif
<b>Bağımsız Değişkenler</b>	<b>Açıklama</b>
Pay Sahipleri (PAYSAHIP)	Pay Sahipleri başlığı derecelendirme puanı
Kamuyu Aydınlatma ve şeffaflık (KAMUAYDIN)	Kamuyu Aydınlatma ve şeffaflık derecelendirme puanı
Menfaat Sahipleri (MENFAAT)	Menfaat Sahipleri derecelendirme puanı
Yönetim Kurulu (YONKUR)	Yönetim Kurulu derecelendirme puanı
<b>Kontrol Değişkenleri</b>	<b>Açıklama</b>
İşletme Büyüklüğü (SIZE)	Toplam Aktiflerin Logaritması
Kaldıraç Oranı (KALDRC)	Toplam Borç/Toplam Aktif

Tablo 1' göre; çalışmanın bağımlı değişkeni Aktif Karlılık (ROA), bağımsız değişkenleri ise Pay Sahipleri derecelendirme puanı (PAYSAHIP), Kamuyu Aydınlatma ve şeffaflık (KAMUAYDIN) derecelendirme puanı, Menfaat Sahipleri (MENFAAT) derecelendirme



puanı ve Yönetim Kurulu (YONKUR) derecelendirme puanıdır. Kontrol değişkenleri ise işletme büyüklüğü (SIZE) ve kaldıraç oranı (KALDRAC)'dır.

Bu çalışmada Dinamik Panel Veri Analizi yöntemi ile kurumsal yönetim derecelendirme alt başlık puanlarının firma performansı üzerine etkisi incelenmiştir. Araştırmada dengeli panel veri seti kullanılmıştır. Çalışmanın analizinde kullanılan model şöyledir:

$$ROA_{it} = \beta_0 + \beta_1(ROA_{it-1}) + \beta_2PAYSAAHP_{it} + \beta_3KAMUAYDIN_{it} + \beta_4MENFAAT_{it} + \beta_5YONKUR_{it} + \beta_6SIZE_{it} + \beta_7KALDRAC_{it} + \mu_{it}$$

### 3.2. Tanımlayıcı İstatistikler

Araştırma modelinde yer alan değişkenlere ilişkin tanımlayıcı istatistikler Tablo 2'de verilmiştir.

**Tablo 2**

*Tanımlayıcı İstatistikler*

Değişkenler	Gözlem Sayısı	Ortalama	Std. Sap.	Min	Max
ROA	210	.047	.074	-.354	.326
PAYSAAHIP	210	91.841	4.733	78.03	98.18
KAMUAYDIN	210	95.289	3.714	81.1	99.01
MENFAAT	210	95.95	5.245	75.35	99.81
YONKUR	210	91.631	2.951	81.49	96.67
SIZE	210	9.809	.709	8.175	11.102
KALDRAC	210	.5814	.1979	.1471	.9978

Tablo 2'de verilen bilgilere göre; Kurumsal Yönetim Endeksi'nde yer alan ve araştırma veri setine dahil edilen şirketlerin aktif karlılığı ortalama %4.7, Pay Sahipleri derecelendirme puanı ortalama 91.84, Kamuyu Aydınlatma ve Şeffaflık derecelendirme puanı ortalama 95.28, Menfaat Sahipleri başlığı derecelendirme puanı ortalama 95.95, Yönetim Kurulu derecelendirme puanı ortalama 91.63, Kaldıraç oranı ortalama %58, Öz Kaynak/Toplam Borç oranı ortalama %96.3'tür.

### 3.3. Korelasyon Tablosu

Tablo 3'te bağımlı ve bağımsız değişkenlere ait korelasyon tablosu verilmiştir.

**Tablo 3**

*Korelasyon Tablosu*

	ROA	PAYSAAHIP	KAMUAYDIN	MENFAAT	YONKUR	SIZE	KALDRAC
ROA	1						
PAYSAAHIP	-0.120	1					
KAMUAYDIN	0.0187	0.550***	1				
MENFAAT	0.123	0.473***	0.671***	1			
YONKUR	-0.0115	0.555***	0.685***	0.681***	1		
SIZE	0.150*	0.262***	0.553***	0.390***	0.187**	1	
KALDRAC	-0.291***	0.200**	0.248***	0.248***	0.336***	0.156*	1

\*\*\*: %1, \*\*: %5, \*: %10 anlamlılığı ifade etmektedir.

Tablo 3'e göre araştırma modelinde yer alan Pay Sahipleri derecelendirme puanı (PAYSAAHIP), Kamuyu Aydınlatma ve Şeffaflık (KAMUAYDIN) derecelendirme puanı,



Menfaat Sahipleri (MENFAAT) derecelendirme puanı bağımsız değişkenleri ve işletme büyüklüğü (SIZE) ve kaldıraç oranı (KALDRAC) kontrol değişkenleri arasında Gujerati tarafından referans alınan %70'in üzerinde korelasyona rastlanmamıştır. Bundan dolayı araştırma değişkenleri arasında çoklu doğrusallığa neden olabilecek bir durum söz konusu değildir.

### 3.4. Analiz

Bu çalışmada Kurumsal Yönetim Endeksi'nde (XKURY) yer alan ve finansal olmayan 30 şirketin 2015-2021 yılları arasına ait verileri yardımıyla kurumsal yönetim derecelendirme alt başlık puanları ile finansal performans arasındaki ilişki incelenmiştir. Kurumsal yönetim derecelendirme alt başlık puanları ile finansal performans arasındaki ilişkiyi tespit etmek için Arellano ve Bond İki Aşamalı Genelleştirilmiş Momentler Tahmincisi kullanılmıştır.

Bu çalışmada Arellano ve Bond (1991) tarafından geliştirilen iki aşamalı (two-step) dinamik panel veri analiz yöntemi kullanılmıştır. Bu yöntem, N'nin büyük olmadığı ya da zaman boyutunun yatay kesit boyutundan küçük olduğu durumlarda tercih edilmektedir. Ayrıca bu yöntemde bağımlı değişkenin birinci dereceden farkı modele araç değişken olarak dahil edilmekte ve genelleştirilmiş en küçük kareler yöntemi ile tahmin gerçekleştirilmektedir (Tatoğlu, 2020). Bu bağlamda, mevcut dönemin karlılığı geçmiş dönemin karlılığını etkilediğinden dolayı aktif karlılığın gecikmeli değeri araştırma modeline dahil edilerek daha etkin bir sonuç alınmak istendiğinden bahsedilen analiz yöntemi tercih edilmiştir.

**Tablo 4**

*Araştırma Modeline İlişkin Analiz Sonuçları*

ROA	Coef.	Stand. Hata	t-value	p-value	Sig.
L.ROA (-1)	1.173	0.545	2.15	0.032	**
PAYSAHIP	-0.012	0.005	-2.29	0.022	**
KAMUAYDIN	0.003	0.005	0.68	0.498	
MENFAAT	0.017	0.006	3.04	0.002	***
YONKUR	-0.009	0.004	-2.58	0.010	**
SIZE	0.048	0.017	2.83	0.005	***
KALDRAC	-0.003	0.001	-3.93	0.000	***
<b>Wald</b>		36.99			
<b>P Value</b>		0.000			
<b>AR (1)</b>		-1.8828			
<b>P Value</b>		0.059			
<b>AR (2)</b>		1.6125			
<b>P Value</b>		0.1068			
<b>Sargan</b>		3.362			
<b>P Value</b>		0.499			

\*\*\*: %1, \*\*: %5, \*: %10 anlamlılığı ifade etmektedir.

Tablo 4'te kurumsal yönetim derecelendirme alt başlık puanları ile finansal performans arasındaki ilişkiye yönelik gerçekleştirilen dinamik panel veri analizi sonuçlarına yer verilmiştir. buna göre Aktif karlılık oranının (ROA) gecikmeli değeri (L.ROA) bağımlı değişken aktif karlılıktaki değişimi (1.173, p value: 0.032) açıklamaktadır. Pay sahipleri (PAYSAHIP) alt başlık puanı ile aktif karlılık arasında negatif ilişki (-0.012, p value: 0.022); Kamuyu Aydınlatma ve Şeffaflık (KAMUAYDIN) alt başlık derecelendirme puanı ile aktif



karlılık arasında ilişki olmadığı (0.003, p value: 0.498); Menfaat Sahipleri alt başlık derecelendirme puanı ile aktif karlılık arasında pozitif ve anlamlı ilişki (0.017, p value: 0.002); Yönetim kurulu alt başlığı derecelendirme puanı ile aktif karlılık arasında negatif ve anlamlı ilişki (-0.009, p value: 0.010) olduğu tespit edilmiştir. Ayrıca kontrol değişkenleri olan SIZE (Toplam Aktifin Logaritması) ile aktif karlılık arasında pozitif ve anlamlı ilişki (0.048, p value: 0.005); kaldıraç oranı ile aktif karlılık arasında negatif ve anlamlı ilişki (-0.003, p value: 0.000) olduğu tespit edilmiştir.

Araştırma modeline ilişkin gerçekleştirilen spesifikasyon testlerine göre; Wald istatistiği anlamlı olup modeli oluşturan bağımsız değişkenlerin bağımlı değişkenleri açıkladığı görülmüştür. Otokorelasyon testi sonucunda birinci mertebeden negatif korelasyon sözkonusu iken (-1.8828, p value: 0.059<0.1) ikinci mertebeden otokorelasyon olmadığı (1.6125, p value: 0.1068) tespit edilmiştir. Buna göre araştırma modelinin analizinde beklenildiği gibi birinci dereceden negatif korelasyonunun olduğu görülmüştür. Ayrıca araştırma modelinde de ikinci mertebeden otokorelasyonun varlığının olmaması genelleştirilmiş momentlerin etkin olduğunu göstermiştir. Sargan testi sonucunda ise modelin tahmini için kullanılan araç değişkenlerin geçerli olduğunu yani değişkenlerin içsel olduğunu göstermiştir.

#### 4. Sonuç

Bu çalışmada Kurumsal Yönetim Endeksi'nde (XKURY) işlem gören şirketlerin 2015-2021 yıllarına ait yıllık verileri kullanılarak kurumsal yönetim alt başlık derecelendirme puanları ile finansal performans arasındaki ilişki incelenmiştir. Araştırmada aktif karlılık (ROA) bağımlı değişken; Pay Sahipleri alt başlığı derecelendirme puanı, Kamuyu Aydınlatma ve Şeffaflık alt başlığı derecelendirme puanı, Menfaat Sahipleri alt başlığı derecelendirme puanı, Yönetim Kurulu alt başlığı derecelendirme puanı bağımsız değişkenler; SIZE (Toplam Aktifin Logaritması) ve Kaldıraç Oranı ise kontrol değişkeni olarak kullanılmıştır.

Analiz sonuçlarına göre; Pay Sahipleri alt başlığı derecelendirme puanı ile aktif karlılık arasında negatif ilişki bulunduğu tespit edilmiştir. Buna göre, Pay Sahipleri alt başlığının derecelendirme puanında meydana gelen değişim aktif karlılığın azalmasına neden olmaktadır. Bu sonuç Vintila ve Gherghina (2012) çalışması tarafından da desteklenmektedir. Kamuyu Aydınlatma ve Şeffaflık alt başlığı derecelendirme puanı ile aktif karlılık arasında ilişki olmadığı bulunmuştur. Bu sonuca göre, Kamuyu Aydınlatma ve Şeffaflık alt başlığı derecelendirme puanında meydana gelen değişim aktif karlılıkta değişime neden olmayacaktır. Elde edilen sonuç literatür tarafından da desteklenmektedir. Bu bağlamda, Arora ve Bodhanwala (2018) Kamuyu Aydınlatma ve Şeffaflık alt başlığı derecelendirme puanı ile aktif karlılık arasında ilişki bulunmadığının kanıtıdır. Menfaat Sahipleri alt başlık derecelendirme puanı ile aktif karlılık arasında pozitif ilişki bulunduğu tespit edilmiştir. Buna göre, Menfaat Sahipleri alt başlık derecelendirme puanında meydana gelen değişim aktif karlılığı olumlu yönde etkileyecektir. Bu sonuç, Javaid (2015) çalışması Menfaat Sahipleri alt başlık derecelendirme puanı ile aktif karlılık arasında pozitif ilişki bulunduğunun kanıtıdır. Yönetim kurulu alt başlığı derecelendirme puanı ile aktif karlılık arasında negatif ilişki olduğu görülmüştür. Bu bağlamda, Yönetim kurulu alt başlığı derecelendirme puanında meydana gelen değişim aktif karlılığın azalmasına neden





olabilmektedir. Bu sonuç, Vintila ve Gherghina (2012) çalışması tarafından desteklenmektedir.

Bu çalışma Türkiye’de Kurumsal Yönetim Endeksi’nde işlem gören 30 şirketin 2015-2021 yıllarına ait verilerini kapsadığından farklı yıl aralıkları ve bu endeks içerisinde yer alan finansal şirketler de ayrı bir veri seti oluşturularak ya da finansal ve finansal olmayan şirketler arasında karşılaştırma yapılarak çeşitlendirildiğinde farklı sonuçlar elde edilmesi muhtemeldir. Ayrıca, çalışmada finansal performans ölçütü olarak yalnızca aktif karlılığın kullanılması bu çalışmanın kısıtını oluşturmaktadır. İleriki çalışmalarda farklı finansal performans ölçütlerinin kullanılması da farklı sonuçların elde edilmesine imkan sağlayabilecektir. Bu açıdan sonraki çalışmalara ışık tutması beklenmektedir.

### Kaynakça

- Aggarwal, P. (2013). Impact of corporate governance on corporate financial performance. *IOSR Journal of Business and Management*, 13(3), 1-5.
- Aksu, M., & Aytakin, S. (2015). Kurumsal yönetim ilkelerine uyum notu ile hisse senedi getirisi ilişkisi: BİST kurumsal yönetim endeksi (XKURY) üzerine bir uygulama. *Gümüşhane Üniversitesi Sosyal Bilimler Elektronik Dergisi*, 6(13), 201-219.
- Arellano, M., & Bond, S. (1991). Some tests of specification for panel data: Monte Carlo evidence and an application to employment equations. *The Review of Economic Studies*, 58(2), 277-297.
- Arora, A., & Bodhanwala, S. (2018). Relationship between corporate governance index and firm performance: indian evidence. *Global Business Review*, 19(3), 675-689.
- Berthelot, S., Morris, T., & Morrill, C. (2010). Corporate governance rating and financial performance: a Canadian study. *Corporate Governance: The International Journal of Business in Society*, 10(5), 635-646.
- Caliskan, N., & Icke, T. (2011). Turkish corporate governance principles and its implications for ISE corporate governance index companies. *Journal of Accounting and Finance*, 11(1), 60-75.
- Düzer, M. (2020). Kurumsal yönetim derecelendirmesi: BIST kurumsal yönetim endeksinde bir inceleme. *Kocatepe İİBF Dergisi*, 22(2), 149-168.
- Ertugrul, M., & Hegde, S. (2009). Corporate governance ratings and firm performance. *Financial Management*, 38(1), 139-160.
- Iramani, R.R., Muazaroh, M., & Mongid, A. (2018). Positive contribution of the good corporate governance rating to stability and performance: Evidence from Indonesia. *Probl. Perspect. Manag.*, 16, 1–11.
- Javaid, F., & Saboor, A. (2015). Impact of corporate governance index on firm performance: Evidence from Pakistani manufacturing sector. *Journal of Public Administration and Governance*, 5(2), 1–21.
- Karakoç, M., Tayyar, N., & Genç, E. (2016). Gri ilişkisel analiz yöntemiyle kurumsal yönetim endeksinde yer alan şirketlerin finansal performanslarının ölçümü ve kurumsal derecelendirme notları ilişkisi. *Elektronik Sosyal Bilimler Dergisi*, 15(59), 1327-1338.
- Kartal, M. T., & Budayoğlu Yılmaz, B. (2019). Türkiye’de kurumsal yönetim (KY) ilkelerinde yeni raporlama düzeni: Halka açık bankaların ilk KY uyum raporları üzerine bir inceleme. *Journal of Research in Business*, 4(2), 147-180.
- Kayalı, N., & Doğan, İ. (2018). Kurumsal yönetim derecelendirme notu ile işletmelerin finansal başarıları arasındaki ilişkinin incelenmesi. *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, (78), 111-124.
- Kula, V., & Baykut, E. (2014). Kurumsal yönetim derecelendirme notu ile piyasa değeri arasındaki ilişki: BIST XKURY şirketleri üzerine bir araştırma. *Uşak Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, 7(3), 1-17.
- Önalın, G., & F.Z. Tan (2018). Kurumsal yönetim derecelendirme notlarının şirket performansları üzerine etkisi. *Journal of Social Sciences and Humanities*, 2(2), 47-59.
- Sakarya, Ş. (2011). İMKB kurumsal yönetim endeksi kapsamındaki şirketlerin kurumsal yönetim derecelendirme notu ve hisse senedi getirileri arasındaki ilişkinin olay çalışması yöntemi ile analizi. *ZKÜ Sosyal Bilimler Dergisi*.7(13), 147-162.



- Sakarya, Ş., Yazgan, K. F., & Yıldırım, H. H. (2017). Kurumsal yönetim derecelendirmesinin hisse senedi performansına etkisi: BİST kurumsal yönetim endeksi üzerine bir inceleme. *Sosyal ve Beşeri Bilimler Araştırmaları Dergisi*, 18(40), 55-76.
- Tatoğlu, F. (2020). *İleri panel veri analizi* (4. Baskı). Beta Yayınevi.
- Toraman, C., & Abdioğlu, H. (2008). İMKB kurumsal yönetim endeksinde yer alan şirketlerin kurumsal yönetim uygulamalarında zayıf ve güçlü yanları: derecelendirme raporlarının incelenmesi. *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, 40, 96-109.
- Tükenmez, N. M., Gençyürek, A. G., & Karakelleoğlu, M. Ş. (2017). Kurumsal yönetim derecelendirme notlarının şirketlerin finansal performansı üzerindeki etkisi. *Ege Stratejik Araştırmalar Dergisi*, 8(1), 1-18.
- Vintila, G., & Gherghina, S.C. (2012). An empirical examination of the relationship between corporate governance rating and listed companies' performance. *International Journal of Business and Management*, 7(22), 46-61.
- Wahyudin, A., & Solikhah, B. (2017). Corporate governance implementation rating in Indonesia and its effects on financial performance. *Corporate Governance: The International Journal of Business in Society*, 17(2), 250-265.
- Yenice, S. & Dölen, T. (2013). İMKB'de işlem gören firmaların kurumsal yönetim ilkelerine uyumunun firma değeri üzerindeki etkisi. *Uluslararası Yönetim İktisat ve İşletme Dergisi*, 9(19), 199-213.



## Extended Summary

The corporate scandals in companies such as Enron, Worldcom and Parmalat and the 1998 Asian economic crisis caused the financial markets to depreciate and the investors to suffer. It has been revealed that the source of these company scandals and economic crises is the weak corporate governance in both the private and public sectors. This situation has revealed how important the concept of good corporate governance is and has led to an increase in awareness of this issue.

Good corporate governance is key to companies, financial institutions and market integrity. In this respect, good corporate governance is at the center of economic stability and the health of financial markets. Corporate governance can be expressed as the rules, procedures and mechanism created to protect the interests of all the stakeholders of the company by promoting transparency and accountability as well as controlling and directing the activities of the companies.

In parallel with the economic crisis and company scandals in the world, changes have begun to occur in terms of corporate governance in Turkey. First, corporate governance principles were published by the OECD (Organization for Economic Development and Cooperation) in the international arena in 1999, and in Turkey, the principles published by this organization were interpreted, and the Corporate Governance Principles were published by the CMB (Capital Markets Board) in 2003. Later, in 2005, companies listed on the stock exchange were required to include compliance reports regarding Corporate Governance Principles in their annual reports. In 2011 and 2014, revisions were made by the CMB. However, although the 2011 regulation did not require companies to comply with corporate governance principles, a “comply or explain” approach was adopted, the regulation made in 2014 was made at the communiqué level, making it mandatory for publicly traded companies to comply with corporate governance principles

The quality of the regulations regarding the corporate governance understanding and practices is achieved by the corporate governance rating. Corporate governance rating is the whole of the activities in which the companies are evaluated and classified independently, impartially and fairly in order to reveal the extent to which they comply with the corporate governance principles by the CMB. In connection with the regulation made by OECD in Turkey, the titles of Shareholders, Public Disclosure and Transparency, Stakeholders and Board of Directors have been weighted as 25%, 25%, 15% and 35%, respectively. As a result of the above-mentioned developments in terms of corporate governance, the Corporate Governance Index (XKURY) was created in August 2007. Companies whose stocks are traded in the Stock Exchange in Turkey can be included in this index if they meet the specified criteria. The purpose of this index is to determine the price and performance of companies whose stocks are traded on Borsa Istanbul except for the Close Watch market, C and D groups, with a corporate governance rating of at least 7 points out of 10, and 6.5 points out of 10 in the context of each main heading. To measure return performance. While there were 5 companies in the index of 2007, when the Corporate Governance Index was first calculated, there are 61 companies in the Corporate Governance Index in 2022.

In this study, the relationship between corporate governance ratings and financial performance was examined. In addition, different from the effect of the general corporate governance rating calculated for the companies on the company performance, the



shareholders, public disclosure and transparency, stakeholders, and board of directors ratings of the corporate governance rating were examined.

The relationship between corporate governance rating subheading scores and financial performance is investigated with data of 30 non-financial companies in the Corporate Governance Index (XKURY) for the years 2015-2021. As of 2022, 61 companies are traded in the Corporate Governance Index. The reasons why the number of companies in the research dataset is less than the specified number; the fact that companies have different years of inclusion in the index and other companies are companies operating in the financial field. The corporate governance rating scores of the companies included in the data set of the aforementioned study were obtained from the corporate governance rating reports on the company website. The financial performance data of the companies included in the research data set were obtained from the Finnet Financial Analysis program.

The dependent variable of the study is Return on Assets (ROA), and the independent variables are the Shareholders rating score (PAYSAHİP), Public Disclosure and Transparency (KAMUAYDIN) rating score, Stakeholders (MENFAAT) rating score and Board of Directors (YONKUR) rating score. The control variables are firm size (SIZE) and leverage ratio (KALDRAC). In this study, the effect of corporate governance rating sub-heading scores on firm performance was examined with the dynamic Panel Data Analysis method. Balanced panel data set was used in the research.

In this study, the relationship between corporate governance rating sub-heading scores and financial performance was examined with the help of the data of 30 non-financial companies included in the Corporate Governance Index (XKURY) for the years 2015-2021. The Arellano and Bond Two-Stage Generalized Moments Estimator was used to determine the relationship between corporate governance rating sub-heading scores and financial performance.

The two-step dynamic panel data analysis method developed by Arellano and Bond (1991) was used in this research. This method is preferred when N is not large or the time dimension is smaller than the cross-section dimension. In addition, in this method, the first-degree difference of the dependent variable is included in the model as an instrumental variable and estimation is made with the generalized least squares method (Tatoğlu, 2020). In this context, since the profitability of the current period affects the profitability of the past period, the lagged value of the return on assets is included in the research model and a more effective result is desired, and the mentioned analysis method is preferred.

According to the results of the analysis conducted on the relationship between corporate governance rating sub-heading scores and financial performance, there is a negative relationship (-0.012, p value: 0.022) between the Shareholders (PAYSAHİP) sub-heading score and the return on assets; There is no relationship between Public Disclosure and Transparency (KAMUAYDIN) subtitle rating score and asset profitability (0.003, p value: 0.498); A positive and significant relationship between Stakeholders subtitle rating score and return on assets (0.017, p value: 0.002); It has been determined that there is a negative and significant relationship (-0.009, p value: 0.010) between the rating score of the sub-title of the board of directors and the return on assets. In addition, a positive and significant relationship between the control variables SIZE (Log of Total Assets) and return on assets



(0.048, p value: 0.005); It has been determined that there is a negative and significant relationship (-0.003, p value: 0.000) between leverage ratio and return on assets.

According to the specification tests carried out for the research model; Wald statistic is significant, and it is seen that the independent variables that make up the model explain the dependent variables. As a result of the autocorrelation test, it was determined that while there was a first-order negative correlation (-1.8828, p value:  $0.059 < 0.1$ ), there was no second-order autocorrelation (1.6125, p value: 0.1068). Accordingly, in the analysis of the research model, it was observed that there was a first-order negative correlation as expected. In addition, the absence of second-order autocorrelation in the research model showed that generalized moments were effective. As a result of the Sargan test, the tool used for the estimation of the model showed that the variables were valid, that is, the variables were internal.



## Ek Bilgiler

---

**Çıkar Çatışması Bilgisi:** Yazar, çalışmada çıkar çatışması olmadığını kabul etmektedir.

---

**Destek Bilgisi:** Çalışmada herhangi bir kuruluştan destek sağlanmamıştır.

---

**Etik Onay Bilgisi:** Çalışma, etik onay belgesi gerektirmemektedir.

---

**Katkı Oranı Bilgisi:** Yazarın katkı oranı %100'dür.

---

