

İyi Yönetilen Şirketlerin Sırrı Olarak Kurumsal Yönetim ve Firma Performansı Üzerindeki Etkisi

Alev Dilek AYDIN (*)

Öz: Bu çalışmada Borsa İstanbul Kurumsal Yönetim Endeksi'ne kayıtlı ve 2011 ile 2015 yılları arasında kurumsal yönetim skoru almış 24 firmanın kurumsal yönetim politikalarını etkileyen faktörler panel regresyon yöntemiyle analiz edilmiştir. Kurumsal yönetim politikasının analizi için bağımlı değişken olarak kurumsal yönetim skoru seçilmiştir. Firma performans ölçütleri olarak ise cari oran, özsermaye karlılığı oranı (ROE), aktif karlılık oranı (ROA), toplam borç/özsermaye oranı ve özsermaye büyüme oranları seçilmiştir. Sonuçlar kurumsal yönetim skoru ile cari oran arasında negatif bir ilişki olduğunu göstermektedir. ROE, ROA, toplam borç/özsermaye oranı ve özsermaye büyüme oranlarının ise seçilen firmaların kurumsal yönetim politikaları üzerinde pozitif etkileri olduğunu tespit edilmiştir. Cari oran, likiditenin etkisini ölçmek için seçildiği için bu sonuçlar, likiditenin kurumsal yönetim politikası üzerinde negatif etkiye sahip olduğu şeklinde yorumlanabilir. ROA ve ROE ile kurumsal yönetim skoru arasındaki pozitif ilişki ise karlılığın kurumsal yönetim politikaları üzerindeki pozitif etkisine işaret etmektedir. Toplam borç / özsermaye oranı ile kurumsal yönetim arasındaki pozitif ilişki ise borç düzeyinin kurumsal yönetim politikası üzerindeki olumlu etkisine işaret etmektedir. Son olarak özsermaye büyüme oranı ile kurumsal yönetim skoru arasındaki pozitif ilişki özsermaye büyümesinin kurumsal yönetim politikası üzerinde olumlu etkisi olduğunu net bir göstergesidir.

Anahtar Kelimeler: Kurumsal yönetim, firma performansı, panel regresyon, kurumsal yönetim skoru.

Corporate Governance As Secret of Well-Managed Companies and Its Effects on Firm Performance

Abstract: In this study, the factors affecting the corporate governance policies of 24 companies, which were traded at the Borsa İstanbul Corporate Governance Index (XKURY) and which received corporate governance scores between 2011 and 2015, were investigated by panel regression method. As a dependent variable, the corporate governance score was selected to examine the firm corporate governance policy. As company performance measures, current ratio, return on equity (ROE), return on assets (ROA), total debt / equity ratio and equity growth ratio were selected. The results indicate that the corporate governance score and the current ratio are negatively correlated. However, results also indicate that ROE, ROA, total debt / equity ratio and equity growth ratios had all positive effects on the corporate governance policies of the selected companies. These result can be interpreted that liquidity has a negative affect on the corporate governance. However, profitability has a positive impact on corporate governance. The positive relationship between total debt / equity ratio and the corporate governance score shows that the level of debt has also positive impact on the corporate governance. Finally, equity growth has also

*) Yrd. Doç. Dr., Haliç Üniversitesi İşletme Fakültesi (e-posta: dilekaydin@halic.edu.tr)

positive affect on the corporate governance policy.

Keywords: *Corporate governance, firm performance, panel regression, corporate governance score.*

Makale Geliş Tarihi: 08.11.2017

Makale Kabul Tarihi:19.12.2017

I. Giriş

Bugün uluslararası sermayeyi çekebilmedeki başarı, kaynak talebinde bulunan tarafın fon arz edenlere yeterince güven vermesinde saklıdır. Hiç kuşkusuz, güven duygusundan yoksun sermaye, alternatiflerin zenginliğini de göz önünde bulundurunca o ülkeye yatırım yapma konusunda isteksiz davranacaktır. Bu güveni sağlamanın yolu hem kamu, hem de özel şirket yönetiminde istikrarı sağlayacak kuralları ortaya koyarak, bu kuralların da uygulanacağı güvencesini vermekten geçmektedir. Dolayısıyla küresel sermayeyi çekebilmek için rekabet düzeylerini her geçen gün daha da arttıran firmalar ve ülkeler için kurumsal yönetim kavramı giderek önemli hale gelmiştir.

Temelinde anonim şirketlerin hissedarlarına ve paydaşlarına (menfaat sahiplerine) en fazla yararı sağlayacak şekilde yönetilmesini sağlama hedefi olan kurumsal yönetim kavramının, her kesimin üzerinde uzlaştığı tek bir tanımı bulunmamaktadır. Bununla birlikte kurumsal yönetimin çeşitli kesimlerce dile getirilen ve birbirleriyle örtüşen dar ve geniş kapsamlı birçok tanımı bulunmaktadır. Ekonomik Kalkınma ve İşbirliği Örgütü'ne (OECD, 2004) ait bir tanıma göre kurumsal yönetim, kurumların üst yönetimi ile hissedarları ve paydaşları arasındaki ilişkiler dizisidir. Kurumsal yönetim esasen dar anlamıyla şirket yöneticileri, yönetim kurulu ve hissedarlar arasındaki ilişkileri, geniş anlamıyla ise şirketin diğer paydaşları ve toplumla olan ilişkilerini ifade etmektedir.

Yoğun rekabette öne geçme isteğinin yanı sıra, son yıllarda yaşanan küresel finansal krizlerin ardında yatan nedenlerden belki de en önemlisinin yetersiz kurumsal yönetim politikaları olduğu görüşü de kamuoyunda kurumsal yönetim kavramına olan ilginin giderek artmasına neden olmuştur. Kurumsal yönetim son yıllarda yaşanan birçok şirket skandalına tepki olarak ortaya çıkmıştır. Yatırımcıların gözünde giderek önem kazanan kurumsal yönetim kavramı ile birlikte yatırımcılar, başta politikacılar ile Avrupa Birliği (AB), OECD, Uluslararası Para Fonu (IMF) gibi birçok uluslararası kuruluşa daha etkin yönetsel politikalar geliştirmesi için baskı uygulamaya başlamışlardır (Zattoni & Cuomo, 2008). Sonuç olarak kurumsal yönetim birçok firma için hiç olmadığı kadar önemli hale gelmiş ve yatırımcılar kurumsal yönetim ilkelerinin daha yüksek getiri sağlanması ve vekalet maliyetinin (agency cost) en aza indirgenmesi için çok daha etkin bir şekilde uygulanmasını talep etmektedirler.

Kurumsal yönetim birçok alanda firmalara, onları rakiplerinden bir adım öne geçirecek yararlar sağlamaktadır. Bu yararların başlıcaları düşük maliyetli finansal kaynaklar için avantaj sağlaması, kaynakların etkin kullanımını sağlaması, şirket performansını arttırması, çıkar çatışmalarını önleyerek sürdürülebilir değer yaratması, şirket birleşmeleri ve satın almalarda başarı şansını arttırması ve şirket hissedarlarına gereken bilgiyi sağlayarak verimli ve etkin bir yönetim şansını arttırması olarak

sayılabilir. Aras ve Cowther'a göre (2009) kurumsal yönetimin diğer yararları ise hissedar memnuniyetini arttırması, firma kredibilitesini arttırması, etkin risk yönetimi sağlayarak risklere karşı erken uyarı sistemi işlevi görmesi, kontrol ve iç denetimi geliştirmesi, ekonomik ve sosyal fayda arasında denge sağlaması ve yönetim kurulu bağımsızlığını temin etmesidir.

Bu çalışmanın amacı Borsa İstanbul Kurumsal Yönetim Endeksi'ne (XKURY) kayıtlı ve 2011 ile 2015 yılları arasında kurumsal yönetim skoru almış 24 firmanın kurumsal yönetim politikalarını etkileyen faktörleri panel regresyon yöntemiyle analiz etmektir. Böylece, seçilen firmaların kurumsal yönetim politikalarında etkili olan faktörler ortaya çıkarılmaya çalışılmış, sonuçlar literatürdeki diğer sonuçlar ile karşılaştırılmıştır. Bu amaçla, çalışmanın kalanında ilk olarak kurumsal yönetimin dünyadaki ve Türkiye'deki gelişimine kısaca değinilmiştir. Sonrasında ise kurumsal yönetim ile firma performansı arasındaki ilişkiye dair dünyadan ve ülkemizden çeşitli çalışmalar sunulmuştur. Araştırma metodolojisi bölümü ise kullanılan model, veri seti ve metodolojinin açıklandığı bölümdür. Son olarak sonuç bölümünde araştırma ile elde edilen bulgular yorumlanarak değerlendirilmiştir.

II. Türkiye'de ve Dünyada Kurumsal Yönetimin Gelişimi

Dünyanın birçok ülkesinde meydana gelen finansal krizler ve şirket iflasları kurumsal yönetimin ne kadar önemli olduğunu bir kez daha ortaya koymuş ve kurumsal yönetime ilişkin uluslararası platformdaki çalışmaların hızlanmasını sağlamıştır. Kuşkusuz bu alandaki en önemli çalışmayı başlatan kurum OECD'dir. OECD, 1999 yılında üye ve üye olmayan ülkeler için bağlayıcı olmasa bile Kurumsal Yönetim İlkeleri'ni yayınlamıştır. Sonrasında ise bu ilkeler güncellenerek 1999'da yayınlanan beş ana başlığa ek olarak 2004 yılında eklenen en üst başlık ile son halini almıştır. Dört ana değer olan adil olmak, sorumluluk, şeffaflık ve hesap verebilirlik üzerine yapılandırılmış olan bu başlıklar şöyledir (OECD, 2004) : Etkili bir kurumsal yönetim çerçevesi için temel yapının sağlanması, pay sahiplerinin hakları ve temel sahiplik fonksiyonları, pay sahiplerinin adil muamele görmesi, menfaat sahiplerinin kurumsal yönetimdeki rolü, kamunun aydınlatılması ve şeffaflık ve yönetim kurulunun sorumlulukları.

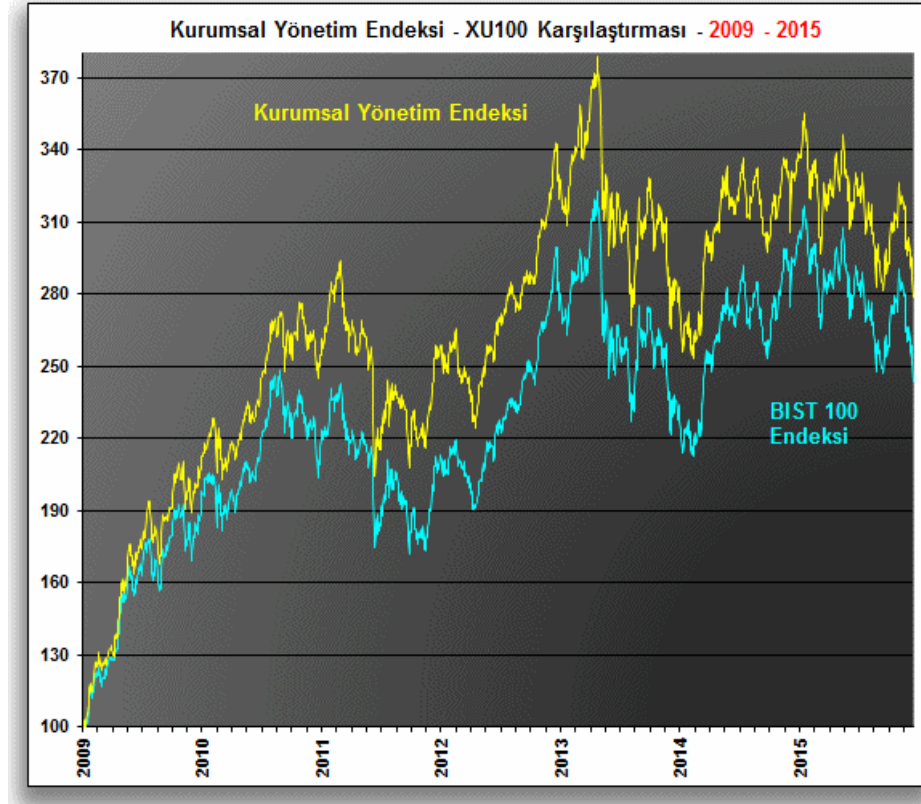
Kurumsal yönetime dair ülkemizdeki ilk önemli çalışmalar ise OECD Kurumsal Yönetim İlkeleri'ne paralel olarak 2002 yılında TÜSİAD (Türk Sanayici ve İş Adamları Derneği) tarafından yapılarak "Kurumsal Yönetim En İyi Uygulama Kodu: Yönetim Kurulunun Yapısı ve İşleyişi" adı ile yayınlanmıştır (TÜSİAD, 2002).

Kurumsal yönetim uygulamalarına dair ülkemizdeki diğer bir önemli çalışma ise Sermaye Piyasası Kurulu (SPK) tarafından Temmuz 2003'te başta halka açık şirketler olmak üzere, özel sektör ve kamuda faaliyet gösteren tüm anonim şirketler tarafından uygulanabilecek kurumsal yönetim ilkelerini belirlemek olmuştur. SPK, birtakım değişiklikler ve güncellemeler yaparak kurumsal yönetim ilkelerini 2005'te ikinci kez yayınlamıştır. İlkeler öncelikli olarak halka açık firmalar için yayınlansa bile, uygulanıp uygulanmaması isteğe bağlıdır. Ancak halka açık şirketler, bu ilkelerde yer alan prensiplerin uygulanıp uygulanmadığını ve uygulanmadı ise bunun nedenini açıklamak zorundadırlar. Ayrıca SPK (2005) tarafından yetkilendirilen kurumsal yönetim

derecelendirmesi yapan derecelendirme kuruluşları ilkelerin uygulanma durumunu tespit edeceklerdir.

Ülkemizde kurumsal yönetim ile ilgili atılmış en güncel adım ise Kurumsal Yönetim İlkeleri'ni uygulayan şirketlerin dahil edildiği BIST Kurumsal Yönetim Endeksi'nin (XKURY) 31.08.2007 tarihinde açılmış olmasıdır. Bu endeksin kurulmasının ana amacı, bu endekste işlem gören şirketlerin tüm kurumsal yönetim ilkelerine uyumlarına ilişkin değerlendirme yaparak, bu ilkelere uyum notu 10 üzerinden en az 7 olan firmaların fiyat ve getiri performanslarını ölçmektir.

BIST Kurumsal Yönetim Endeksi'nde yer alan şirketlerin hisse fiyatı ve getirisiyle Kurumsal Yönetim İlkeleri'ne uyumu arasında pozitif (doğrusal) bir ilişki olduğunu göstermesi açısından BIST 100 endeksiyle BIST Kurumsal Yönetim Endeksi (XKURY) performanslarını karşılaştırabiliriz. 2009 yılından bu yana BIST Kurumsal Yönetim Endeksi, %279 artış kaydederken, BIST 100 Endeksi %244 artmıştır. Aşağıdaki grafik iki endeks arasındaki performans farkını açıkça ortaya koymaktadır.



Şekil 1. Kurumsal Yönetim Endeksi ile Borsa İstanbul 100 Endeksi Performans Karşılaştırması (Saha Rating, 2016).

III. Literatür Taraması

Gelişmiş ve gelişmekte olan ülke piyasalarında kurumsal yönetim ile firma performansı arasındaki ilişkiyi analiz eden birçok çalışma bulunmaktadır. Gelişmiş ülkelerdeki çalışmaların tarihi daha geriye gitmekte iken, gelişmekte olan ülkelerdeki çalışmaların sayısı ise her yıl daha da artmaktadır.

Gelişmiş ülkelerde yapılan ve kurumsal yönetim ile firma performansı arasındaki ilişkileri inceleyen başlıca çalışmalar şöyledir: Januszewski vd. (1999), Almanya'daki verimlilik artışının son yıllarda neden AB ülkelerinden, özellikle de Amerikan firmalarından daha yavaş olduğunu araştırmışlardır. Araştırmalarının sonucunda bu olayın ana nedenlerinden bir tanesinin zayıf kurumsal yönetim olduğunu ileri sürmüşlerdir. 1986-1994 dönemini kapsayan çalışmalarında Almanya'daki 400 imalat firması ile toplam faktör verimliliği üzerine ampirik bir analiz yapmışlardır. Alman imalat firmalarının rekabet düzeylerinin tespiti için sahiplik yapısı ve kurumsal yönetim etkilerinin daha fazla araştırılması gerektiği sonucuna varmışlardır. Labelle (2002), Canadian Institute of Chartered Accountants (CICA) tarafından geliştirilmiş kurumsal yönetim uygulamalarına dayanan reytingleri kullanarak, kurumsal yönetim uygulamaları ile firma performansı arasındaki ilişkiyi inceleyen literatürdeki ilk çalışmalardan bir tanesini yapmıştır. Firma performansını ROE kullanarak ölçtüğü çalışmasında, kurumsal yönetim ile firma performansı arasında anlamlı bir ilişki bulamamıştır.

Gomers vd. (2003) kurumsal yönetimi, birçok boyutuyla ele alan kompleks bir endeks kullanarak araştıran ilk araştırmacılar olmuşlardır. G-endeks adını verdikleri endeksleri beş ana kategori altında gruplandıkları 24 kurumsal yönetim değişkeninden oluşmaktadır. 1990 ile 1999 arasındaki 10 yıllık dönemi araştıran bu çalışma G-endeks ile şu değişkenler arasında güçlü bir ilişki tespit etmiştir: hisse performansı, Tobin's Q, net kar marjı ve satışlardaki büyüme. Bauer vd. (2007), kurumsal yönetimin Japon firmalarının performanslarına etkilerini ölçmüşler ve iyi yönetilen firmaların kötü yönetilen firmalara oranla çok daha iyi performansla sahip oldukları sonucuna ulaşmışlardır. Bhagat ve Bolton (2008), G-endeks kullanarak yaptıkları çalışmalarında, 1990 ve 2004 yılları arasında New York ve Nasdaq borsalarına kayıtlı firmaların kurumsal yönetim uygulamaları ve performansları arasındaki ilişkiyi incelemişler ve kurumsal yönetim ile firma performansı arasında anlamlı bir ilişki tespit etmişlerdir. Bu sonuç bir anlamda, Gomers vd'nin (2003) yapmış oldukları çalışmanın sonucunu onaylamıştır. Drobotz vd. (2008) Almanya'da borsaya kote bazı firmalar üzerine yaptıkları çalışmalarında kurumsal yönetim göstergeleri ile firma performansı arasında pozitif ve anlamlı bir ilişki olduğunu bulmuşlardır. Kraft vd. (2013) çalışmalarında, kurumsal yönetim, değer ve firma performansı arasındaki bağlantıyı araştırmışlardır. Çalışma, ABD'deki en iyi kurumsal yönetim uygulamalarını benimseyen firmalar ile bunların performansları arasında pozitif bir ilişki olduğunu tespit etmiştir.

Ülkemizi de içine alan gelişmekte olan ülkelerde yapılmış ve kurumsal yönetim ile firma performansı arasındaki ilişkileri inceleyen belli başlı çalışmalar şu şekildedir: Bu alanda en kapsamlı çalışmaların başında Klapper ve Love'un (2004) araştırması gelmektedir. İçinde Türkiye'nin de dahil olduğu 14 gelişmekte olan ülke ile yapılmış bu çalışmada, zayıf yasal sisteme sahip ülkelerde kurumsal yönetim uygulamaları

anlamında çeşitlilik olduğu belirlenmiştir. Bununla birlikte kurumsal yönetim düzeyi daha yüksek olan firmalarda finansal performansın da daha iyi olduğu ve bu firmaların piyasa değerinin de arttığı çalışmanın önemli bulgularındandır. Ayrıca çalışma, zayıf yasal sisteme sahip ülkelerde firma düzeyinde kurumsal yönetim ilkelerine bağlı kalınıp iyi bir uygulama sergilenmesinin de firma açısından çok önemli olduğunu tespit etmiştir. Kim ve Yoon (2007), Kore'deki şirketler üzerinde yaptıkları çalışmalarında kurumsal yönetim ve firma performansı arasındaki ilişkiyi araştırmışlardır. Çalışmanın sonucunda, bağımsız yönetim kurulunun oluşturulması ile firma karlılığı arasında olumlu bir ilişki olduğunu tespit etmişlerdir. Böylece, firmaların kurumsal yönetim uygulamalarının performanslarını olumlu yönde etkilediği görüşüne varmışlardır. Ponnu ve Ramthandin (2008) Malezya'daki halka açık firmalar üzerinde kurumsal yönetim ve firma performansı arasındaki ilişkiye dair bir çalışma yapmışlardır. Çalışmada finansal performans ölçütleri olarak hisse senedi fiyatı ve ROE kullanılmıştır. Araştırmanın sonucu firma performansı ile kurumsal yönetim uygulamaları arasında pozitif bir ilişki olduğunu göstermektedir.

Al-Haddad vd. (2011) yaptıkları çalışmada imalat firmaları üzerindeki kurumsal yönetimin etkilerini ölçmeyi amaçlamışlar ve bunun için Amman Borsası'na kayıtlı firmalar ile bir araştırma yapmışlardır. Çalışma kurumsal yönetim uygulamalarıyla firma performansı arasında doğrudan, olumlu bir ilişki tespit etmiş, bu sonucu da hisse başına kâr ve aktif kârlılık değişkenleri altında incelenen karlılık ile kurumsal yönetim arasındaki pozitif ilişki desteklemektedir. Buna ek olarak, likidite ve şirketin büyüklüğünün de kurumsal yönetim üzerinde olumlu bir etkisi olduğu sonucuna varmışlardır. Onakoya vd. (2012) Nijerya Menkul Kıymetler Borsası'nda 2005-2009 yılları arasında altı bankanın verilerini toplayarak zaman serileri yöntemiyle yaptıkları çalışmalarında kurumsal yönetimin zayıflamasının firma performansını da düşürdüğünü bulmuşlardır. Gull vd.(2013), Pakistan'da 2007-2011 yılları arasında Karaçi Borsası'nda işlem gören tekstil sektörü firmalarının kurumsal yönetim uygulamalarının finansal performanlarına etkisini araştırmak amacıyla bir analiz yapmışlardır. Analiz sonucunda, genel olarak seçilen firmaların performansları ile kurumsal yönetim mekanizması arasında pozitif bir ilişki olduğu tespit edilmiştir. Katragadda (2013) yaptığı çalışmada son yıllarda iyi kurumsal yönetimin firma performansını arttırdığı ile ilgili çalışmaları destekleyici bulgulara ulaşmış ve Hindistan'da da kurumsal yönetim uygulamalarının finansal performansı olumlu yönde arttırdığı sonucuna varmıştır. Ancak gelişmiş ve gelişmekte olan ülkeler arasındaki ekonomik ve sosyal farklılıkların kurumsal yönetim alanında da birtakım farklılıklar yarattığını öne sürmüştür.

Ülkemizde de son yıllarda kurumsal yönetim alanındaki gelişmelere paralel olarak ve kurumsal yönetim skoru alan firma sayısındaki artışa bağlı olarak yapılan çalışmalarda da bir artış olduğu gözlenmektedir. Bu çalışmaların bazıları Karamustafa vd. (2009), Çarıkçı vd. (2009), Yenice ve Dölen (2013), Ersoy vd. (2013) ve Karan vd (2013) olarak sayılabilir. Genel olarak bu çalışmalar firmaların kurumsal yönetim endeksine girmesiyle birlikte firma performanslarında olumlu bir artış olduğunu tespit etmişlerdir. Elde edilen sonuçlar da, Türkiye'de Kurumsal Yönetim Endeksi'ne

(XKURY) kayıtlı firmaların kurumsal yönetim düzeyleri ile firma performansları arasındaki anlamlı pozitif ilişkinin varlığını desteklemektedir.

IV. Araştırma Yöntemi

A. Amaç, Yöntem ve Örneklem

Bu çalışmada, Borsa İstanbul Kurumsal Yönetim Endeksi'nde (XKURY) işlem gören ve 2011 ile 2015 yılları arasında düzenli kurumsal yönetim skoru almış 24 firmanın kurumsal yönetim politikalarına etki eden faktörler panel regresyon yöntemi ile analiz edilmiştir. Çalışmada, firmaların izlemiş oldukları kurumsal yönetim politikalarında hangi faktörlerin daha etkin oldukları tespit edilmeye çalışılmıştır. Bu noktadan hareketle, Borsa İstanbul Kurumsal Yönetim Endeksi'ne (XKURY) kayıtlı firmaların kurumsal yönetim politikalarına etki edeceği düşünülen değişkenler seçilerek buna ilişkin uygun hipotezler geliştirilmiş ve modele ilişkin denklem, teori ve literatürden hareketle oluşturulmuştur. Analiz kapsamındaki firmaların mali tablo verileri Finnet websitesinden elde edilmiştir. Kurumsal yönetim skorlarına ise Türkiye Kurumsal Yönetim Derneği'nin (TKYD) websitesinden ulaşılmıştır.

Panel veri analizi kapsamındaki bağımlı değişken ve beş adet bağımsız değişken ve değişkenlerin açıklaması Tablo 1'de verilmiştir.

Tablo 1: Çalışmada Kullanılan Bağımlı ve Bağımsız Değişkenler

Değişkenler		Açıklama
Bağımlı (KYS)	Kurumsal Yönetim Skoru	10 üzerinden en az 7 olacak şekilde kurumsal yönetim skoru
Bağımsız (BO)	Borç/Özkaynak Oranı (Borçluluk Oranı)	Toplam Borç / Özkaynak
Bağımsız (ROE)	Özsermaye Karlılığı Oranı (Karlılık Oranı)	Net Kar / Özsermaye
Bağımsız (CO)	Cari Oran (Likidite Oranı)	Dönen Varlıklar / Kısa Vadeli Borçlar
Bağımsız (ROA)	Aktif Karlılık Oranı (Karlılık Oranı)	Net Kar / Toplam Aktifler
Bağımsız (ÖBO)	Özsermaye Büyüme Oranı (Büyüme Oranı)	Önceki yıla göre özsermayedeki değişim miktarı / Önceki yılın özsermayesi

B. Modelin Kurulması

Çalışmada modele ilişkin denklem teori ve literatürden yola çıkılarak aşağıdaki şekilde oluşturulmuş ve firmaların kurumsal yönetim skoruna etki eden faktörler arasındaki ilişki panel regresyon metoduyla araştırılmıştır.

$$KYS_{i,t} = \alpha + \beta_1 (BO)_{i,t} + \beta_2 (ROE)_{i,t} + \beta_3 (CO)_{i,t} + \beta_4 (ROA)_{i,t} + \beta_5 (\text{ÖBO})_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

Araştırmamızda test edeceğimiz alternatif hipotezler şöyledir:

H₁: Firmanın borçluluk oranı ile kurumsal yönetim politikası (kurumsal yönetim skoru) arasında pozitif ilişki vardır.

H₂: Firmanın karlılık oranı ile kurumsal yönetim politikası (kurumsal yönetim skoru) arasında pozitif ilişki vardır.

H₃: Firmanın likidite oranı ile kurumsal yönetim politikası (kurumsal yönetim skoru) arasında negatif ilişki vardır.

H₄: Firmanın büyüme oranı ile kurumsal yönetim politikası (kurumsal yönetim skoru) arasında pozitif ilişki vardır.

Çalışmada Levin, Li and Chu(2002) testi ve Im, Pesaran ve Shin W (2003) istatistiği birim kök testleri kullanılarak serilerin durağanlığı sınanıldığında modelde kullanılan verilerin %5 anlamlılık düzeyinde durağan olduğu tespit edilmiştir. İki test için hipotezler aşağıdaki şekilde oluşturulmuştur:

H₀: Seride bir birim kök vardır.

H₁: Seride bir birim kök yoktur.

Tablo 2'den de görülebileceği gibi analizde kullanılan tüm değişkenler için hesaplanan p olasılık değerleri 0.05 eşik değerinden daha küçük olduğundan dolayı, serilerin birim kök içerdiğini ifade eden H₀ hipotezi reddedilmektedir. Bu sonuçlara göre serilerde her birim için (firma) birim kök içermediği söylenebilir.

Serilerin durağanlığının tespiti için yapılan birim kök testlerinin bulguları Tablo 2'de verilmiştir.

Tablo 2: Panel Birim Kök Testi Sonuçları

Değişkenler	Levin, Lin & Chu t* istatistiği	Im, Pesaran ve Shin W İstatistiği	P Değeri
KYS	-16.0012	-8.0201	0.0000
BO	-12.2515	-4.1114	0.0000
ROE	-19.2117	-2.1841	0.0000
CO	-6.4862	-11.2172	0.0000
ROA	-18.1967	-1.1524	0.0000
ÖBO	-9.2573	-3.7142	0.0000

C. Bulgular

1. Panel Veri Yöntemi Seçimi (Hausman Testi) ve Otokorelasyon ve Değişen Varyans Testleri

Analizde panel veri seçiminde rassal etkiler modelinin veya sabit etkiler modelinin seçiminde hangisinin kullanılacağı Hausman (1981) testi ile belirlenmiştir.

Hausman testinde hipotezler aşağıdaki şekilde kurulmaktadır:

H₀: Rassal etkiler mevcuttur.

H₁: Rassal etkiler yoktur.

Hausman test istatistiklerinin sonucunda elde edilen 0.05'in altındaki bir olasılık değeri, rassal etkiler modelinin değil de, sabit etkiler modelinin seçilmesi gerektiğini göstermektedir.

Panel veri analizinde Wooldridge (2002) otokorelasyon testine göre, modelde "otokorelasyon yoktur" şeklinde kurulan varsayım olan boş hipotez reddedilmiştir. Yani, modeldeki hata terimleri arasında otokorelasyon sorunu vardır. Ayrıca modelde değişen varyans sorunu olup olmadığının belirlenmesi için ise Wald testi yapılmış ve değişen varyans sorunu tespit edilmiştir. Bu sonuçlar Tablo 3'de de özetlenmiştir.

Tablo 3: Hausman, Wooldridge ve Wald Testi Sonuçları

Yöntem	İstatistiği	P-değeri
Hausman	$\chi^2 = 21.17$	0.0000
Wooldridge	F = 17.121	0.0010
Wald chi ²	$\chi^2 = 19.0136$	0.0015

Kurulan modelde hem otokorelasyon hem de değişen varyans sorunu birlikte gözlemlendiğinden, bu sorunların ortadan kaldırılması için her iki sorun birlikte gözlemlendiğinde parametre tahmini yapılmasını olanaklı kılan ve Stock ve Watson (2008) tarafından geliştirilen Uygulanabilir En Küçük Kareler (Feasible Generalized Least Square) yani FGLS yöntemi ile model kurulmuştur. Sonuçlar Tablo 4'e aktarılmıştır.

Tablo 4: Panel Regresyon Modeli Sonuçları

	Katsayı	Standart hata	t- istatistiği	p-değeri
C (sabit terim)	-0.10323	0.177311	-2.337	0.00781
KYS	0.068301	0.023527	2.5211	0.00514
BO	0.060081	0.069258	2.3152	0.0053
ROE	0.050012	0.045343	2.17061	0.0078
CO	-0.010521	0.009431	-2.41947	0.0022
ROA	0.112571	0.002211	2.14912	0.00241
ÖBO	0.037871	0.000123	2.75881	0.00016
R-Kare	0.1449			
p-Değeri	0.00000			

Bağımlı Değişken: KYS, Yöntem: Panel En Küçük Kareler, Dönem: 2011- 2015
Zaman Aralığı: 8, Yatay Kesit (Firma) Sayısı: 24

Modelin sonuçları incelendiğinde firmanın finansal performans faktörlerinin kurumsal yönetim skoru ya da kurumsal yönetim politikası üzerindeki etkileri karlılık oranı, likidite oranı, borçluluk oranı ve büyüme oranı başlıkları altında toplamda beş adet bağımsız değişken vasıtasıyla analiz edilmeye çalışılmıştır. Tablo 4'den de anlaşılacağı üzere cari oran değişkeni ile kurumsal yönetim skoru arasında anlamlı ve negatif bir ilişki çıkmışken, kurumsal yönetim skoru ile özsermaye karlılığı oranı (ROE), aktif karlılık oranı (ROA), borç/özkaynak oranı ile özsermaye büyüme oranları arasında anlamlı ve pozitif ilişki olduğu tespit edilmiştir. Bu sonuçlar ile birlikte H1, H2, H3 ve H4 hipotezleri kabul edilmiştir.

V.Tartışma ve Sonuç

Dünyada son otuz yılda giderek artan sayıda finansal krizin ortaya çıkmasıyla birlikte, bu krizlerin altında yatan nedenlerden en önemlilerinden bir tanesinin firmaların kurumsal yönetim alanında yetersiz kalışları olduğu anlaşılmıştır. Bu kavramın öneminin her geçen yıl daha fazla anlaşılmasıyla birlikte artık kurumsal yönetim, zorunluluktan ziyade vazgeçilmez bir yönetim anlayışı olarak görülmektedir. İyi bir kurumsal yönetim ile birlikte daha iyi faaliyet yönetimi ve daha yüksek bir piyasa değeri de birlikte gelmekte ve firmaların performansları arttıkça bu işletmelere yatırımcılar da daha fazla ilgi göstermektedirler.

Kurumsal yönetim ile firma performansı arasındaki ilişkiyi incelemeyi amaçlayan bu çalışmada, literatürdeki birçok çalışmayla benzer doğrultuda sonuçlar bulunmuştur. Bu amacı gerçekleştirmek için Borsa İstanbul Kurumsal Yönetim Endeksi'ne (XKURY) kayıtlı ve 2011 ile 2015 yılları arasında her yıl düzenli olarak kurumsal yönetim skoru almış 24 firma seçilmiştir. Çalışmanın bağımlı değişkeni olarak kurumsal yönetim politikasını temsilen kurumsal yönetim skoru seçilmiştir. Çalışmada firma performans göstergesi olarak ise karlılık oranı, likidite oranı, borçluluk oranı ve büyüme oranı başlıkları altında beş adet bağımsız değişken seçilmiştir.

Bu bağımsız değişkenlerden cari oran değişkeni ile kurumsal yönetim skoru arasında anlamlı ve negatif bir ilişki bulunmuştur. İşletmenin kısa vadeli borç ödeme gücünün bir göstergesi olan cari oran arttıkça kurumsal yönetim skorunun düşmesi aslında firmanın elinde gereğinden fazla dönen varlık bulundurmasının işletmenin bir kısım fonlarının atıl kaldığının bir göstergesidir. Bu durum da kurumsal yönetim üzerinde negatif bir etkiye yol açmaktadır. Kurumsal yönetim skoru ile diğer bağımsız değişkenlerden özsermaye karlılığı oranı (ROE), aktif karlılık oranı (ROA), borç/özkaynak oranı ile özsermaye büyüme oranları arasında anlamlı ve pozitif ilişki olduğu tespit edilmiştir. Karlılık oranları olan ROE ve ROA ile kurumsal yönetim arasındaki pozitif ilişki literatürle aynı yönde bir sonuç bulduğumuzu göstermektedir. Büyüme oranı olan özsermaye büyüme oranı ile kurumsal yönetim arasındaki anlamlı pozitif ilişki de aslında kurumsal yönetimin firma performansı üzerindeki olumlu etkisi olduğu görüşünü desteklemektedir. Borçluluk oranı kategorisi altında incelediğimiz borç/özkaynak oranı ile kurumsal yönetim arasındaki pozitif anlamlı sonuç ise literatürdeki birtakım

araştırmalar tarafından desteklenirken, diğer bazı araştırmaların sonuçlarından ise farklılık göstermektedir. Bunun nedeni literatürde konuyla ilgili farklı sonuçların ortaya çıkmış olmasıdır. Bir firmada yöneticilerin hisse oranı arttıkça, firmalar daha az risk almak istemekte ve buna paralel olarak da daha az borçlanma eğilimine girmektedirler. Ayrıca firma borçluluk oranının firma performansı üzerinde hem olumlu hem de olumsuz etkileri olduğu yapılan çalışmalarla da sabittir. Firmanın aşırı borçlanmaya girmesi firmayı baskı altına alırken, optimal seviyede borçlanması ise firma performansını arttırmaktadır.

Araştırmanın sonuçlarıyla literatürdeki gelişmiş ve gelişmekte olan ülkeler için yapılmış çalışmaların benzerlik göstermesi, bize kurumsal yönetim ilkelerinin doğru bir şekilde uygulanmasının dünyadaki firmalarda olduğu gibi ülkemiz firmaları için de önemli yararlar sağladığını göstermektedir. Firmalar, kurumsal yönetimin özünü oluşturan adillik, hesap verebilirlik, şeffaflık ve sorumluluk sahibi olma ilkeleri ışığı altında performanslarını arttırarak yeni yatırımları için ucuz kaynak çekebilmektedirler. Kuşkusuz ülkemizde Kurumsal Yönetim Endeksi'ne (XKURY) giren firma sayısı arttıkça yapılan çalışma sayısı da artacak ve kurumsal yönetim ile firma performansı arasındaki olumlu ilişki de daha net olarak ortaya çıkacaktır.

Kaynaklar

- Al-Haddad, W.M.Y., Alzurqa, S.T. ve Al Sufy, F.J. (2011). "The Effect of Corporate Governance on the Performance of Jordanian Industrial Companies: An Empirical Study on Amman Stock Exchange". *International Journal of Humanities and Social Science*, 1(4), 2011, 55-69.
- Aras, G. ve Crowther, D. (2009). *Global Perspectives on Corporate Governance and Corporate Social Responsibility*. Aldershot, Gower.
- Bauer, R., Frijns, B., Otten, R. ve Tourani-Rad, A. (2008). "The Impact of Corporate Governance on Corporate Governance: Evidence from Japan". *Pacific Basin Finance Journal*, 16, 236-251.
- Bhagat, S. ve Bolton, B. (2008). "Corporate Governance And Firm Performance". *Journal of Corporate Finance*, 14(3), 257-273.
- Çarıkcı, İ.H., Kalaycı, Ş. ve Gök, İ.Y. (2009). "Kurumsal Yönetim - Şirket Performansı İlişkisi: İMKB Kurumsal Yönetim Endeksi Üzerine Bir Araştırma". Akdeniz Üniversitesi Uluslararası *Alanya İşletme Fakültesi Dergisi*, 1(1), 51-72.
- Drobtz, W., Schillhofer, A. ve Zimmermann, H. (2003). Corporate Governance and Firm Performance: Evidence from Germany. <http://www.wuz.unibas.ch/cofi/publications/papers/2003/05-03.pdf> (Erişim Tarihi: 01.03.2017).
- Ersoy, E., Bayrakdaroğlu, A., Şamiloğlu, F. (2011). "Türkiye'de Kurumsal Yönetim ve Firma Performansı (Tobin-Q ve Anormal Getiri) Arasındaki İlişkinin Analizi". *Finans Politik ve Ekonomik Yorumlar Dergisi*, 48(554), 71-84.
- Gombers, P., Ishii, J., ve Metrick, A. (2003). "Corporate Governance and Euity Prices". *Quarterly Journal of Economics*, 118, 107-155.

- Gull, A.A., Saeed, A. ve Abid, A. (2013). "Corporate Governance and Performance: An Empirical Evidence from Textile Sector of Pakistan". *African Journal of Business Management*, 7(22), 2112-2118.
- Hausman, J. A. ve William, E. T. (1981). "Panel Data and Unobservable Individual Effects". *Econometrica*, 49 (6), 1377-1398.
- Im, K. S., Pesaran M. H., ve Shin Y. (2003). "Testing for Unit roots in Heterogeneous Panels". *Journal of Econometrics*, 115 (1), 53-74.
- Januszewski, S.I., Köke, J., Winter, J.K. (1999). "Product Market Competition, Corporate Governance and Firm Performance: An Empirical Analysis for Germany". *ZEW Discussion Papers*, 63-99.
- 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*, 100 – 119.
- Karan, M. B., Hüseyin, T. ve Merve, A. (2013). "BİST (Borsa İstanbul) Kurumsal Yönetim Endeksinde (XKURY) Yer Alan Şirketlerin Getiri ve Performans Analizi: Olay Çalışması Örneği". 17. Finans Sempozyumu, Muğla, 23-26 Ekim 2013, 130-142.
- Katragadda, R. (2013). "Corporate Governance and Firm Performance: A Theoretical Review". *International Journal of Advance Research in Computer Science and Management Studies*, 1(7), 368-371.
- Kim, H. J. ve Yoon, S. S. (2007). Corporate Governance and Firm Performance in Korea. *Malaysian Accounting Review*, 6(2), 1-19.
- Klapper, L. F. ve Love, I. (2004). "Corporate Governance, Investor Protection, and Performance in Emerging Markets". *Journal of Corporate Finance*, 10, 703-728.
- Krafft, J., Qu, Y., Quatraro, F. ve Ravix, J-L. (2014). *Corporate Governance, Value and Performance of Firms: New Empirical Results on Convergence from a Large International Database. Industrial and Corporate Change*. Oxford University Press (OUP): Policy E - Oxford Open Option D, 23(2), 361-391.
- Labelle, R. (2002). *The Statement of Corporate Governance Practices (SCGP), A Voluntary Disclosure and Corporate Governance Perspective*.
- Levin, A., Lin C.F., ve Chu C. S. J. (2002). "Unit root Tests in Panel Data: Asymptotic and Finite Sample Properties". *Journal of Econometrics*, 108, 1-24.
- OECD (2004), *OECD Kurumsal Yönetim İlkeleri*, Paris, OECD Yayınları.
- Onakoya, A., Ofoegbu, B.O., Fasanya, D.I. ve Ismail, O. (2012). "Corporate Governance and Bank Performance: A Pooled Study of Selected Banks in Nigeria". *European Scientific Journal*, 8(28), 155-164.
- Ponnu, C. H. ve Ramthandin, S. (2008). "Governance and Performance: Publicly Listed Companies In Malaysia". *Journal Of Business System, Governance and Ethic*, 3(1), 35-39.

- Saha Rating (2016), Dünya Kurumsal Yönetim Endeksi
<http://saharating.com/SpotsDetail.aspx?SpotsId=5> (Erişim Tarihi: 05.03.2017)
- SPK (2005), *Kurumsal Yönetim İlkeleri*, Ankara.
- Stock, J. H., ve Watson M. W. (2008). "Heteroskedasticity-robust Standart Errors for Fixed Affects Panel Data Regression". *Econometrica*, 76 (1), 155-174.
- TÜSİAD (2002). *Kurumsal Yönetim En İyi Uygulama Kodu: Yönetim Kurulunun İşleyişi ve Yapısı*, No: TÜSİAD-T/2002-12/336, İstanbul.
- Wooldridge, J. M. (2002). *Econometric Analysis of Cross Section and Panel Data*, New York, MIT Press.
- Yenice, S. ve Dölen, T. (2013). "İMKB'de İşlem Gören Firmaların Kurumsal Yönetim İlkelerine Uyumunun Firma Değeri Üzerindeki Etkisi". *Uluslararası Yönetim İktisat ve İşletme Dergisi*, Cilt 9(19), 199-214.
- Zattoni, A. ve Cuomo, F.F. (2008). "Why Adopt Codes of Good Governance? A Comparison of Institutional and Efficiency Perspectives". *Corporate Governance: An Empirical Review*, 16(1), 1-15.