

SİGORTA SEKTÖRÜNDE KURUMSAL YÖNETİM UYGULANMASININ FİRMA PERFORMANSINA ETKİSİ*

Dr. Öğr. Üyesi Tuba Derya BAŞKAN^a
Arş. Gör. Dr. Gizem ÇOPUR VARDAR^b

Ampirik Araştırma
(Empirical Research)

*Muhasebe ve Vergi
Uygulamaları Dergisi*
Nisan 2018; Özel Sayı: 582-607

ÖZ

Yaşanan küresel krizlerin ve şirket skandallarının ardında yatan sebeplerden birinin yanlış yönetim politikaları olduğu görüşü, firmaları yönetim şekillerinde yenilik arayışına yöneltmiştir. Kurumsal yönetim anlayışı bu süreçte ortaya çıkmış ve firmalar tarafından geniş bir uygulama alanı bulmuştur. Bu çalışmada kurumsal yönetim anlayışının, firma performansına etkileri Borsa İstanbul'da (BİST) işlem gören sigorta şirketleri ele alınarak tespit edilmesi amaçlanmıştır. Bu amaçla, literatür taraması sonrası belirlenen kurumsal yönetim uygulamasına ilişkin göstergeler ile Türkiye'deki sigorta firmalarının karlılık göstergeleri arasında anlamlı ilişkiler olup olmadığı havuzlandırılmış regresyon modeli ile analiz edilerek, kurumsal yönetim uygulamasının firma performansını nasıl etkilediği ölçülmeye çalışılmıştır. Kurumsal yönetim göstergelerinden yönetim kurulundaki üye sayısının artışından hem aktif karlılığı (ROA) hem de kar marjının (PM) olumlu etkilendiği tespit edilmiştir. Ayrıca aktif büyüklüğü arttıkça ROA'nın da arttığı ve firma varlık süresi uzadıkça PM'nin arttığı tespit edilmiştir. Ancak kurumsal yönetime ilişkin hiçbir değişken ile öz sermaye karlılığı (ROE) arasında anlamlı ilişki tespit edilememiştir.

Anahtar Sözcükler: Kurumsal Yönetim, Firma Performansı, Havuzlandırılmış Regresyon Model

JEL Kodları: M40-M41

THE EFFECT OF CORPORATE GOVERNANCE PRACTICES ON PERFORMANCE OF INSURANCE COMPANIES

ABSTRACT

The view that one of the underlying reason for global crises and corporate scandals are mismanagement policies, has led firms to search for innovation in management mentality. The concept of corporate governance has emerged in this process and has found a wide range of application area by the companies. In this study, it is aimed to examine the effects of corporate governance approach on the firm performance by taking into consideration insurance companies traded in Borsa Istanbul (BİST). For the purpose, the indicators of corporate governance determined by literature research and profitability ratios of insurance

* Bu makale, 13-17 Aralık 2017 tarihinde Erzurum'da düzenlenen 4.Uluslararası Muhasebe ve Finans Araştırmaları Kongresinde sunulmuş olan özet bildirinin genişletilmiş tam metnidir.

^a Kırıkkale Üniversitesi, İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi, İşletme Bölümü, tdbaskan@gmail.com

^b Mersin Üniversitesi, İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi, İşletme Bölümü, gcvardar@mersin.edu.tr

companies in Turkey analyzed to determine whether there is a significant relation between applications of corporate governance and firm performance by pooled regression model, to measure how corporate governance practices affects firm performance. Both the return on assets (ROA) and the profit margin (PM) were positively affected by increase in board size, which is one of the corporate governance indicators. It is also determined that the increase in size of asset increases the ROA and the prolongation of company duration increases (PM). However, no significant relationship was found between any of the identified corporate governance indicators and (ROE).

Keywords: Corporate Governance, Firm Performance, Pooled Regression Model

JEL Codes: M40-M41.

1. GİRİŞ

Küreselleşme ile beraber, özellikle uluslararası yatırımcılar tarafından, kurumsal yönetim uygulamaları en az finansal performans kadar önemli görülmeye başlanmıştır. Kurumsal yönetimin firmaların büyümede devamlılıklarının sağlanması için önemli bir uygulama alanı yarattığı düşünülmektedir. Uluslararası finansal krizlerin ve şirket skandallarının önemli nedenlerinden birinin, kamunun ve özel sektörün yönetim politikalarının yetersizliği olarak görülmesi kurumsal yönetimi giderek önem kazanan bir kavram haline getirmiştir. Ulusal ve uluslararası piyasalarda yatırım yapmak isteyen kişi ve kuruluşlar, yaşanan krizlerin ve şirket skandallarının etkisiyle, yatırım kararlarıyla ilgili finansal performans dışında finansal bilgilerin güvenilirliğini sağlayacak sistem ve düzenlemelere ihtiyaç duymuştur. Kurumsal yönetim, böyle bir ihtiyaç üzerine oluşturulmuş; yönetim anlayışı, finansal kontrol, hukuki düzenlemeler içeren kapsamlı bir sistem olup işlevlerinden birisi de yatırımcılar, çalışanlar, firma sahipleri ve devlet gibi bilgi kullanıcıların doğru, güvenilir, açık ve tutarlı bilgilere ulaşmasını sağlamaktadır.

Kurumsal yönetim ile ilgili ilk düzenleme Ekonomik Kalkınma ve İşbirliği Örgütü (OECD) tarafından 1999 yılında yayımlanan “Kurumsal Yönetim İlkeleri”dir. Bu düzenleme geniş katılımlı bir düzenleme olup ulusal hükümetler, ilgili uluslararası kuruluşlar ve özel sektör ile birlikte hazırlanmıştır. Bu ilkeler firmalara bir bağlayıcılık getirmemekle birlikte, hükümet ve şirketlerin kendi anlayışlarını gözden geçirmeleri konusunda bir rehber olarak kabul görmüştür. Bu rehber 2004 yılında güncellenmiş ve 2015 yılındaki güncelleme ile son halini almıştır (Türkiye Kurumsal Yönetim Derneği). Ekonomik İş Birliği ve Kalkınma Örgütü (OECD)’nin yapmış olduğu tanımlamaya göre; “*Yönetim kurulu, hissedarlar ve diğer paydaşlar arasındaki sorumluluk ve hakları belirleyen bir yapı olan kurumsal yönetim sistemi*”, şirketlerin karar alma sürecindeki kural ve prosedürlerini belirtmekte ve bu sayede firma amaçlarının belirlendiği bir

yapı sağlanmaktadır. OECD'ye göre ülkeden ülkeye kurumsal yönetim düzenlemelerinin değişebileceği ve zaman içerisinde bu prensiplerde değişiklikler yapılabileceği de vurgulanmaktadır (Ramaswamy vd, 2008: 23).

Literatürde kurumsal yönetim kavramı tanımlamaları çeşitli şekillerde yapılmıştır. Jesover ve Kirkpatrick (2005: 127) tarafından kurumsal yönetim kavramı; 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, karşılıklı ve iç içe geçmiş sözleşmeler gibi düşünülebilecek kapsamlı bir kavram olarak tanımlanmıştır. Luo (2005: 3) tarafından ise kurumsal yönetim kavramı, firma yönetimi bakış açısı ile şirketlerin performansını artırmak için yönetim sistemleri ile ilgili gerekli düzenlemelerin yapılması ve şirketlerin bu düzenlemeler doğrultusunda faaliyet göstermesini gerekli gören bir yapı şeklinde tanımlanmıştır.

Diğer taraftan Ekonomik İşbirliği ve Kalkınma Örgütü (OECD), kurumsal yönetimin amacını “uzun vadeli yatırımları, finansal istikrarı ve firmaların güvenilirliğini geliştirmek için gerekli olan şeffaflık ve hesap verebilirlik ortamının oluşturulmasına yardımcı olmak” şeklinde açıklamış ve bu sayede de firmaların daha güçlü büyümesinin mümkün olabileceğini ifade etmiştir.(OECD,2016:7).

Bu amaç doğrultusunda kurumsal yönetim uygulamaları ile şirketler yönlendirilmekte ve kontrol edilmektedir. Kurumsal yönetim sistemi, belirlenen ilkeler ile firmaların amaç ve hedeflerinin belirlenmesine yardımcı olmakta, yatırımcıların doğru bilgiler almasını sağlamakta ve her türlü bilgiye kolayca erişim imkanı sunmakta ayrıca firmaların finansal performansında da artış yaratmaktadır.

Kurumsal yönetim firma açısından, rekabet gücünü artıran ve büyümeyi sürekli hale getirmek için kullanılan bir sistem haline gelmiştir. İşletmeler pay sahiplerine ve menfaat sahiplerine finansal ve finansal olmayan birçok bilgi sunmakla yükümlüdür. Bu bilgilerin içeriğinin ve sunumunun açık, şeffaf, tutarlı, anlaşılır olmasının yanı sıra bilgiler kolayca erişilebilir olmalıdır. Ancak bu sayede firmalar, yatırımcıların ve finansman kurumlarının güvenini kazanacak ve rekabet ortamında varlıklarını sürdürme imkanı elde edebileceklerdir. Diğer taraftan ABD’de yaşanan büyük Enron krizinden sonra firmaların finansal raporlamalar üzerindeki kontrollerin iyileştirilmesi amacıyla kurumsal yönetim uygulanması için şartların ve hükümlerin daha katı bir şekilde belirlendiği Halka Açık Şirketler Muhasebe Reformu ve Yatırımcıyı Koruma Yasası veya diğer adıyla Sarbanes-Oxley Yasası 2002 yılında imzalanmıştır. Bu yasa firmaların halka açıkladıkları finansal raporlamalarının doğruluğunu ve

güvenilirliğini artırmayı amaçlamakta ve firmaların güvenilirliğini artırmayı hedeflemektedir (Sarbanes Oxley Act; 2002).

Türkiye’de ise Sermaye Piyasası Kurulu (SPK) dünyadaki gelişmelere paralel olarak 2003 yılında başta halk arz olmuş kamu ve özel sektör kuruluşları olmak üzere tüm anonim şirketler tarafından uygulanabilecek “Kurumsal Yönetim İlkeleri”ni belirlemiştir. SPK, kurumsal yönetim ilkelerine ilişkin tebliğlerde güncellemeler yapmaya devam etmektedir. SPK, kurumsal yönetim sistemini, firmalardaki çalışan kişilerin hak ve sorumluluklarının belirlenmesi, firmaların yönetilme ve kontrol edilmesine ilişkin bir sistem olarak tanımlanmaktadır. 2004 yılında SPK’nın “Uyum Beyanı” düzenlemesi ile halka açık şirketler, bu ilkelere ne ölçüde uymakta olduklarını ve varsa uymadıkları hususlar ile ilgili gerekçelerin neler olduğunu faaliyet raporlarında açıklamakla yükümlü tutulmuştur. SPK, "Uygula uygulamıyorsan açıkla" prensibi ile, halka açık şirketlerin kurumsal yönetim ilkelerini uygulama konusunda teşvik etmiştir (Sakarya, 2011: 148). Türkiye’de, 31 Ağustos 2007 tarihinde İMKB Kurumsal Yönetim Endeksi (İMKB XKURY)’nin oluşturulması kurumsal yönetim uygulamalarını teşvik edici nitelikte önemli bir diğer gelişme olmuştur.

Türkiye Kurumsal Yönetim Derneği’nin tanımına göre kurumsal yönetim, “*bir şirketin, hak sahipleri ve kamuoyunun menfaatlerine zarar vermeyecek şekilde, mali kaynakları ve insan kaynaklarını kendine çekmesini, verimli çalışmasını ve böylece hissedarları için uzun dönemde ekonomik kazanç yaratarak istikrar sağlamasını mümkün kılan kanun, yönetmelik ve gönüllü özel sektör uygulamaları bileşimidir*” (TKYD, 2006: 4).

Kurumsal yönetim, daha iyi faaliyet yönetimi, daha iyi piyasa değeri ile yakından ilişkili olmakla birlikte aynı zamanda firmanın performansını da olumlu yönde etkilemektedir (Drobetz vd. 2003: 7). Yüksek performans gösteren firmalara yatırımcıların daha fazla ilgi duymaya başlamasıyla hisse senetlerinin piyasa değeri artmakta ve bu durum firmalara olan yatırımı da artmaktadır. Ayrıca, kurumsal yönetim ilkelerine uyumu başaran şirketlerin risk düzeyleri azalmakta, sermaye maliyetleri düşmekte ve bu şirketler uluslararası alanda rekabet avantajına sahip olabilmektedirler (Sakarya, 2011: 148). İşletmeler düzeyinde firma değerini artıran kurumsal yönetim sistemi aynı zamanda makro seviyede de ülke ekonomilerine önemli avantajlar sağlamaktadırlar.

2. KURUMSAL YÖNETİM İLKELERİ

İşletmelerin performanslarının ölçümü ve ölçülen performansın güvenilir olması muhasebe sisteminin ürettiği bilgilere bağlıdır. Bu nedenle etkin bir kurumsal yönetim, hem güvenilir raporlama hem de performans ölçümü

açısından muhasebe sistemi ile de yakından ilişkilidir. Etkin bir kurumsal yönetim sistemi bütün bilgilerin doğru ve açık olmasını sağlayabilmekte ve bilgilere ulaşmayı kolaylaştırmaktadır. Güçlü bilgi sistemleri, güvenilir raporlama ile sağlanabilirken güvenilir raporlama da kurumsal yönetim ilkelerinin uygulanması ile sağlanabilmektedir (Aygören ve Kurtcebe, 2010: 5).

SPK, kurumsal yönetim ilkelerini **pay sahipleri, kamuyu aydınlatma ve şeffaflık, menfaat sahipleri** ve **yönetim kurulu** olarak dört başlık altına toplamıştır.

Tablo-1: Kurumsal Yönetim İlkeleri

Kurumsal Yönetim İlkeleri	İlkelere İlişkin Uygulamalar
Pay Sahipleri	Pay Sahipliği Haklarının Kullanımın Kolaylaştırılması
	Bilgi Alma Ve İnceleme Hakkı
	Genel Kurul
	Oy Hakkı
	Azlık Hakkı
	Kar Payı Hakkı
	Payların Devri
Kamuyu Aydınlatma Ve Şeffaflık	Kurumsal İnternet Sitesi
	Faaliyet Raporu
Menfaat Sahipleri	Menfaat Sahiplerine İlişkin Şirket Politikası
	Menfaat Sahiplerinin Şirket Yönetimine Katılımın Desteklenmesi
	Şirketin İnsan Kaynakları Politikası
	Müşteriler Ve Tedarikçiler İle İlişkiler
	Etik Kurallar Ve Sosyal Sorumluluk
Yönetim Kurulu	Yönetim Kurulunun İşlevi
	Yönetim Kurulunun Faaliyet Esasları
	Yönetim Kurulunun Yapısı
	Yönetim Kurulu Toplantılarının Şekli
	Yönetim Kurulu Bünyesinde Oluşturulan Komiteler
	Yönetim Kurulu Üyelerine Ve İdari Sorumluluğu Bulunan Yöneticilere Sağlanan Mali Haklar

Kaynak: SPK, (2014). “Kurumsal Yönetim İlkelerinin Belirlenmesi ve Uygulanmasına İlişkin Tebliğ”.(RG: 03.01.2014/28871)

Pay sahipleri ilkesi; temel olarak pay sahiplerine eşit davranılması (eşitlik-adillik), pay sahipliğine ilişkin kayıtların güvenli bir şekilde tutulması ve periyodik olarak güncellenmesi gibi hususları kapsamaktadır. Bu ilke ile ilgili düzenlen uygulamalar ise; sahiplerinin bilgi alma, inceleme, soru sorma hakkına, genel kurula katılım ve oy verme hakkına, kar payı alma hakkına, payların devri ve azınlık haklarına ilişkindir.

Kamuyu aydınlatma ve şeffaflık ilkesi; pay ve menfaat sahiplerine, şirketin hak ve yararlarını da gözetecek bir şekilde, zamanında, doğru, eksiksiz, anlaşılabilir, analiz edilebilir, düşük maliyetle kolay erişilebilir bilgilerin sunulmasını ifade etmektedir. Bilgilerin açıklanmasında Kamuyu Aydınlatma Platformu ve şirketin internet sitesinin aktif olarak kullanılmasını ve güncellenmesi gerekmektedir.

Menfaat sahipleri ilkesi, firmanın hedeflerine ulaşmasında ve faaliyetlerinde herhangi bir ilgisi olan bir kimse, kurum veya çıkar grupları olarak tanımlanan menfaat sahipleri ile ilişkilerin düzenlenmesine yönelik prensipleri kapsamaktadır. Şirketle ilgili menfaat sahipleri pay sahipleri ile birlikte çalışanları, alacaklıları, müşterileri, tedarikçileri, sendikaları, çeşitli sivil toplum kuruluşlarını, devleti ve hatta şirkete yatırım yapmayı düşünebilecek potansiyel tasarruf sahiplerini de içermektedir.

Yönetim kurulu ilkesi ise yönetim kurulunun temel fonksiyonları, faaliyet esasları ile görev ve sorumlulukları, oluşumu ve seçimi ile yönetim kurulunda oluşturulan komitelerin sayısı, yapı ve bağımsızlığına ilişkin prensipler yer almaktadır.

Kurumsal yönetim ilkelerine uyum derecelendirmesi yapılırken, bütünsel olarak tüm ilkelere uyum ve ayrıca her bir ilke için ayrı ayrı 1 ile 10 arasında derece notu verilmektedir. SPK'nın 01.02.2013 tarih ve 4/105 sayılı toplantısında aldığı karara göre kurumsal derecelendirme notları belirlenirken, şirketin Pay Sahipliği ilkesinden aldığı notun yüzde 25'i, Kamuyu Aydınlatma ve Şeffaflık ilkesinden aldığı notun yüzde 25'i, Menfaat Sahipliğinden aldığı notun yüzde 15'i ve Yönetim Kurulundan aldığı notun yüzde 35'i dikkate alınarak kurumsal yönetim notu belirlenmektedir. Bu karardan önce yüzde 25 olan Yönetim Kurulu ilkesinin ağırlığının artırılarak yüzde 35'e çıkarıldığı görülmektedir. Böylece SPK şirketlerin Yönetim Kurulu ilkesinin en önemli ilke olduğunu belirlemiştir.

3. LİTERATÜR ARAŞTIRMASI

Kurumsal yönetim Enron, Worldcom, Ticaret Bankası ve XL Holidays gibi pek çok kurumun iflası ile sonuçlanan finansal skandallar ardından yatırımcıların güvenini sağlamak için ortaya çıkan sistemlerden biridir.

(Najjar ve Mohsin Salman, 2013: 59). Bu skandallar nedeniyle meydana gelen güven eksikliğinin giderilmesi ve yatırımcıların güvenini tekrar kazanmak için uygulanmaya başlanmıştır.

Kurumsal yönetim alanında yapılan çok sayıda çalışma incelenmiş ve literatür araştırması sonucu çalışmada kurumsal yönetim göstergeleri olarak; yönetim kurulu büyüklüğü (Board Size-BS), icra kurul başkanının-CEO yönetim kurulunda yer alıp almaması (CEO Duality), yönetim kurulunda bağımsız yönetim kurulu üyesi varlığı (non-executive director-NED), en büyük hissedarın hisse sahiplik oranının (Block Holders-BH) sıklıkla kurumsal yönetim göstergeleri olarak ele alındığı tespit edilmiştir. Bu çalışmada literatür taraması sonucu kurumsal yönetime ilişkin değişkenler; BS, CEO, NED, BH ve bunlara ek olarak firmanın aktif büyüklüğü (LFV) alınmış, ayrıca kukla değişken olarak firmaların varlık süresi (VAR) eklenmiştir.

- Yönetim Kurulu Üye Sayısı (Board Size)

Yönetim kurulu büyüklüğü, yönetim kurulundaki üye sayısını ifade etmekte olup üye sayısının yönetim açısından etkili olduğu yönünde birçok çalışma yapılmıştır.

Lipton ve Lorsch (1992: 66)'un yaptığı çalışmada, yönetim kurulundaki büyümenin kontrolü azalttığı ve firmalarda stratejik kararlar vermenin zorlaştığı sonucuna ulaşılmıştır. Yermack (1996) ile Liang ve Li (1999: 7) tarafından yapılan çalışmalarda yönetim kurulu üye sayısı arttıkça, firma performansının olumsuz etkilendiği tespit edilmiştir. Eisenberg vd. (1998) ile Mak ve Kusnadi (2005)'nin çalışmalarında da, küçük yönetim yapısı ile yüksek firma performansı arasında olumlu bir ilişki bulunmuştur. (Aktaran: Sunday, 2008: 19). Sanda vd. (2010) tarafından yapılan çalışmada, yönetimin yapısının küçük olmasının avantajlı olduğu ve firma değerini daha fazla artırdığı sonucuna ulaşılmıştır.

- İcra Kurul Başkanında (CEO) İkilik (CEO Duality)

Kurumsal yönetim ile ilgili çalışmalarda icra kurul başkanının yönetim kurulunda yer alması ve bunun etkilerini ölçen çalışma sayısı da oldukça fazladır. Yapılan çalışmalarda, icra kurul başkanının yönetim kurulunda yer almasının firma açısından olumlu etki yarattığı, olumsuz etki yarattığı ve hiçbir etki yaratmadığı yönünde farklı sonuçlara ulaşılmıştır.

Core vd (1999: 373) tarafından yapılan çalışmada, icra kurul başkanının yönetim kurulunda da yer alarak hem en üst düzey yönetici hem de yönetim kurulu başkanı olmalarının (duality-ikililik) firma performansında yönetsel açıdan olumlu etkiler yarattığı tespit edilmiştir. Coles vd. (2001: 49) tarafından yapılan çalışmada, aynı kişinin hem CEO hem de yönetim

kurulu başkanı olmasının olumlu sonuçlar doğuracağı, bu durumunun icra kurul başkanının etkili gözlem yapmasına olanak sağlamasından kaynaklandığı sonucuna ulaşılmıştır. Finkelstein vd. (1994: 1980) tarafından yapılan çalışmada, icra kurul başkanının hem yönetim kurulu başkanı hem de yönetici olması durumunda özel avantajlara sahip olacakları ve böyle bir gücün olumlu sonuçlar yaratacağını ifade edilmiştir. Sunday (2008: 21) tarafından kurumsal yönetim ile firma performansı arasında ilişkiyi analiz etmek için yapılan çalışmada, “Öz Sermaye Karlılığı- ROE” ve “Kar Marjı-PM” göstergelerini firma performans göstergeleri olarak alınmıştır. İcra kurul başkanının yönetim kurulunda bulunması ile firma performansı arasında pozitif bir ilişki tespit edilmiştir.

Yermack (1996: 189) tarafından, 1984 ile 1991 yılları arası baz alınarak, ABD’de Forbes Dergisi sıralamasına göre ilk 500’e giren 452 firma incelenerek yapılan çalışma sonucunda, icra kurul başkanı ile yönetim kurulu başkanının aynı kişi olmasının firma değerini azalttığı tespit edilmiştir. Brickley vd. (1997: 194) tarafından yapılan çalışmada icra kurul başkanı firma içinde her iki pozisyonda da görev almasının iş kalitesini değiştirdiği ve büyük firmalarda küçük firmalara göre daha fazla maliyet oluşturduğu tespit edilmiştir. Liang ve Li (1999: 8) tarafından yapılan çalışmada ise, icra kurul başkanı ve yönetim kurulu başkanının aynı kişi olup olmamasının firma değerini etkilemediği sonucuna ulaşılmıştır.

- Yönetim Kurulunda Bağımsız Üyelerin Varlığı

İşletmelerde yönetim kurulunda bağımsız yönetim kurulu üyelerinin varlığı ile kurumsal yönetim arasındaki ilişkiyi inceleyen ve bu ilişkinin firma performansını etkisini araştıran çalışmalar yapılmış, çalışmaların bazıları olumlu bazıları da olumsuz sonuçlar vermiştir.

Young (2003)’a göre firmaların bağımsız yönetim kurulu üyelerini firma yönetimine dahil etmelerindeki amaç, bu üyelerin firma için olumlu bir sonuç yaratmasının beklenmesidir. Bu nedenle bağımsız yönetim kurulu üyelerine yapılan ödemeler oldukça yüksek olabilmektedir. Ancak icra kurul başkanı ve diğer yöneticiler tarafından göze çarpan bu durum ve firma içinde huzursuzluklara yol açabilmektedir. İşletme hakkında bilgi sahibi olmak isteyenler, bağımsız yöneticilerin kontrolünü ve yönetimde söz sahibi olmasını tercih etmektedir. Bu durum, kurumsal yönetim ilkelerini benimsemiş firmalarda olabilmektedir.

Mac Avoy vd. (1983) ile Baysinger ve Butler (1985) tarafından yapılan çalışmalarda bağımsız yönetim kurulu üyelerinin varlığının firma performansını olumlu yönde etkilediği sonucuna ulaşılmıştır. (Aktaran: Sunday, 2008: 20). Lipton ve Lorsch (1992: 59) tarafından yapılan çalışmada da, bağımsız yönetim kurulu üyelerinin varlığının, şeffaf bilgiler

verilmesi ve bilgi kullanıcılarına önemli bir rehberlik aracı olmasını sağlayacağı ifade edilmiş ve şirketle hiçbir bağlantısı olmayan en az iki bağımsız üyenin kurulda olması önerilmiştir. Brickley vd. (1994: 190) tarafından yapılan çalışmada bağımsız yöneticilerin kontrolünde olan firma yönetiminin, düşük performansı engellediğini ve yönetim kurulunun performansını geliştirdiğini sonucuna ulaşılmıştır. Anderson vd. (2004: 315) tarafından, bağımsız yönetim kurullarının finansal maliyetleri düşüreceği ve firma performansı üzerinde olumlu etkisi olacağı sonucuna ulaşılmıştır. Bu görüşleri destekleyen bir diğer çalışma Siagian ve Tresnaningsih (2011: 193) tarafından “bağımsız yönetim kurulu üyeleri kendi itibarları için etik kararlar almaya dikkat etmeye çalışırlar” teziyle yola çıkılan çalışmada, firmaların raporlama sistemi ve kazanç kalitesinin iyileştirilmesi için firmalarda ayrı denetim komitesi ve bağımsız yönetim kurulu oluşturulmasının gerektiği sonucuna ulaşılmıştır.

Nicholson ve Kiel (2007: 684) tarafından ise şirket yöneticilerinin firma içinden olmasının en iyi yönetim biçimi olacağı savunulmuştur. Yönetim kurulu üyelerinin firma içinden olmasının, bağımsız üyelere göre, firma faaliyetleri hakkında daha doğru bilgiler alınabildiği konusunda algı ve güven yarattığı ifade edilmiştir.

Rashid vd. (2010: 89) tarafından yapılan çalışmada, firma içi yönetim kurulu üyeleri ile bağımsız yönetim kurulu üyeleri arasında bilgi paylaşımının önemine dikkat çekilmiştir. Bu çalışmada, bağımsız yönetim kurulu üyelerinin firma içi üyelere bilgi alma olanağı azaldıkça, yönetimde etkinliğin sağlanmasının zorlaştığı ve kontrol olanağının da azaldığı sonucuna ulaşılmıştır.

Sunday (2008) tarafından, öz sermaye karlılığı (ROE) ve kar marjının (PM) firma performans göstergeleri olarak ele alındığı çalışmada, firma performansı ve yönetim kurulunun yapısı arasında anlamlı bir ilişki bulunamamıştır. Yammeesri ve Herath (2010: 285) ile Vafeas ve Theodorou (1998: 383) tarafından yapılan çalışmalarda da, firma yönetiminde bağımsız üyelerin olup olmamasının firma performansını artırıcı ya da azaltıcı bir etkiye sahip olmadığı sonucuna ulaşılmıştır. Benzer sonuca ulaşılan diğer çalışmalar ise Hermalin ve Weisbach (1991: 110) ve Bhagat ve Black (2002: 266) tarafından yapılan çalışmalardır. Bu çalışmalarda firma sahipliği, firma türü, firma büyüklüğü, firmanın faaliyet gösterdiği sektör değişkenleri ile firma yöneticilerinin bağımsız (firma dışından) olması ve firma performansı arasında anlamlı ilişkiler olup olmadığı araştırılmış, sonuç olarak anlamlı ilişkiler tespit edilememiştir.

Literatür araştırmasından anlaşılacağı gibi, bağımsız yönetim kurulu üyelerinin yönetim kurulu üye sayısına oranı ile firma performansı arasındaki ilişki farklı sonuçlar verebilmektedir.

- En Büyük Hissedar (Block Holders)

Halka açık firmalarda sahiplik yapısının ve en büyük hisseye sahip olanların hisse oranının firma performansını nasıl etkilediğini araştıran ve firma performansı ile ilişkisini inceleyen çalışmalar bulunmaktadır. McConnell ve Servaes (1990: 10) tarafından yapılan araştırmada, hisse senedi sahipliğinin dağılımı ile firma değeri arasında anlamlı bir ilişki bulunamasa da yöneticilerin hisse sahipliği oranı artıkça alternatif yönetim mekanizmalarına daha çok önem verdikleri sonucuna ulaşılmıştır. Salami (2011: 117) tarafından kurumsal yatırımların verimliliği ile kurumsal yönetim yapısı, hisse sahipliği yapısı arasındaki ilişkiyi araştıran bir çalışma yapılmıştır. Firma performansı ile hisse sahiplik yapısı ve kurumsal yönetim yapısı arasında pozitif ilişkiler olduğu tespit edilmiştir. Araştırma kapsamında yatırım verimliliği göstergesi olarak alınan Öz Sermaye Karlılığı (ROE) ve Hisse Başına Kazanç (EPS-Earning Per Share) oranları pozitif olmaz ise kurumsal yönetim uygulamalarının etkin olmayacağı sonucuna ulaşılmıştır. Salami tarafından yapılan çalışmada, Aluchna vd. (2007) tarafından yapılan çalışmanın ve High Beam Research (2008) gibi araştırmaların aksine, kurumsal yönetim yapısı, hisse sahiplik yapısı ve kurumsal yatırım verimliliği arasında olumlu ilişkiler tespit edilmiştir (Salami, 2011:117).

Vafeas ve Theodorou (1998: 384) tarafından firma performansı ile yönetim yapısı ilişkisini inceleyen bir çalışma yapılmıştır. Bu çalışmada firma performansı ile yönetim kurulunun hisse sahiplik yapısı ile firma performansı arasında anlamlı ilişkiler tespit edilememiştir. Najjar ve Mohsin Salman (2013: 67) tarafından kurumsal yönetim uygulamalarının sigorta şirketlerinin performansı üzerine etkisini araştırmak üzere yapılan çalışmada performans göstergesi olarak ROE alınmıştır. Yönetim kurulunun yapısı, firma büyüklüğü ve en büyük hissedarların sayısı ile ROE arasında anlamlı ilişkiler bulunamamıştır.

- Firma Performansı

Kurumsal yönetim uygulamaları ve firma performansı arasındaki ilişkiyi inceleyen oldukça fazla çalışma olmakla birlikte, bu kısımda son dönemde Türkiye’de yapılan çalışmalar ile uluslararası çalışmalara ilişkin literatür taramasına yer verilmiştir.

Ünlü ve Yalçın (2017) tarafından yapılan çalışmada kurumsal yönetim endeksinde yer alan 22 firmanın 2014 yılındaki performans ölçütlerine ait verileri dikkate alınarak finansal performans ve kurumsal yönetim endeksindeki durumları ilişkilendirilmeye çalışılmıştır. Analiz sonucunda finansal performans ve hissedar değeri yaratma açısından bir farklılık olmadığı tespit edilmiştir. Bir diğer çalışma Aytakin ve Sönmez (2016) tarafından Türkiye’de ulaştırma sektöründe faaliyet gösteren ve Borsa

İstanbul'da işlem gören firmalar ele alınarak yapılmıştır. Söz konusu çalışmada, firmaların 2010- 2014 yıllarına ait finansal raporlarından elde edilen veriler yardımı ile kurumsal yönetim uygulamaları ile firma performansına arasındaki ilişki incelenmiştir. Panel veri seti kullanılarak regresyon analizi yapılan çalışma sonucunda, kurumsal yatırımcı payı, yabancı yatırımcı payı ve halka arz oranı ile aktif karlılığı (ROA) arasında ve yönetim kurulu üye sayısı, yabancı yatırımcı payı, nitelikli pay sahipliği oranı ile öz sermaye karlılığı (ROE) arasında anlamlı ilişki olduğu tespit edilmiştir. Yücel (2016) tarafından yapılan çalışmada, imalat sanayi firmalarında kurumsal yönetim uygulamalarının firma performansına etkileri, gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerdeki firmalar ayrımı yapılarak incelenmiştir. Bu çalışmada firmada icra kurul başkanına ilişkin ikilik uygulaması ile yönetim kurulu büyüklüğündeki artışın firma performansı üzerinde negatif etki yarattığı saptanırken, firma performansının, firma büyüklüğü ile varlıkların etkin kullanımındaki artıştan olumlu yönde etkilendiği sonucuna ulaşılmıştır.

Najjar vd. tarafından yapılan (2013) kurumsal yönetim ve firma performansı ile ilgili çalışmada Bahreyn'deki sigorta şirketlerinin 2005-2010 verileri kullanılarak regresyon analizi yapılmıştır. Çalışma sonucunda, bağımlı değişken olan öz sermaye karlılığı (ROE) ile icra kurul başkanının ikilik durumu, sahiplik derecesi, çalışan sayısı, firma performansı ve işlem gören hisse senedi sayısı olarak belirlenen kurumsal yönetim ölçütleri arasında istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki olmadığı sonucuna ulaşılmıştır. Diğer taraftan, kurul büyüklüğü, firma büyüklüğü, en büyük hisse sahiplerinin (block holders) sayısı ile bağımlı değişken olan öz sermaye karlılığı (ROE) üzerinde istatistiksel olarak anlamlı bir etki yarattığı sonucuna ulaşılmıştır. Huang vd. (2011) tarafından sigorta sektörüne ilişkin olarak, kurumsal yönetim uygulamalarının firma performansı üzerindeki etkileri incelenmiştir. Bu çalışmada, ABD'de 2000-2007 yılları arasında faaliyet gösteren sigorta şirketleri ele alınmış ve belirlenen kurumsal yönetim bileşenleri ile firma performansı arasında anlamlı ilişkiler tespit edilmiştir.

4. TÜRKİYE'DEKİ SİGORTA ŞİRKETLERİNDE KURUMSAL YÖNETİM UYGULAMALARININ PERFORMANS ÜZERİNDEKİ ETKİSİ

4.1. Araştırma Kapsamı

Araştırmanın amacı halka açık firmalarda kurumsal yönetim uygulanmasının firma performansını nasıl etkileyeceğini değerlendirmektir. Bu amaçla, kapsam sınırlandırılarak, Türkiye'de Borsa İstanbul'da işlem gören halka açık sigorta şirketleri alınmış ve kurumsal yönetim

uygulamaları ile firma performansı arasındaki ilişkiler tespit edilmeye çalışılmıştır. Amaç araştırmayı sektör bazlı yaparak çalışmanın niteliksel özelliğini artırmaktır.

Çalışmada sigorta sektörünün seçilmesinin nedeni, sigorta sözleşmelerinin yapısından kaynaklı olarak, sigorta şirketlerinin finansal performansının diğer sektörlerden farklı özelliği olduğunun düşünülmesidir. Sigorta sözleşmeleri, gelecekteki kesin olmayan olayın (sigorta konusu olay) sigortalıyı olumsuz bir şekilde etkilemesi halinde sigortalıya tazminat ödemeyi kabul ederek bir tarafın (sigortacı) diğer taraftan (sigortalı) önemli bir sigorta riskini kabul ettiği sözleşmelerdir (TFRS 4, Ek A). Sigorta firmaları, sigorta sözleşmeleri aracılığıyla, sigortalının ödediği prim karşılığında ve sözleşmede yer alan şartlar altında karşılaşacakları, zarara ve gelir kaybına yol açan olayların risklerini devralmaktadırlar. Yapılan prim ödemelerini başka varlıklara yatırarak aldığı riskleri dengelemeye çalışmaktadırlar. Bu nedenle sigorta şirketlerinin finansal tabloları ticari ve sanayi şirketlerine göre bazı farklılık göstermektedir. Sigorta firmasında kesin bir şekilde kar veya zararın belirlenmesi sözleşmeye konu olayların gerçekleşme olasılığı, olayın gerçekleşmesi durumunda ortaya çıkacak yükümlülüklerin tutarı, faiz oranı gibi birçok tahmin gerektirmektedir. Bu kadar belirsizlik altında sigorta firmaları tahsil ettikleri primler karşılığında üstlendikleri riskleri dengeleyecek şekilde primleri yatırımlara çevirmek durumundadırlar. Bu nedenle sigorta şirketlerinin performans göstergesi olarak ele alınan karlılıkla ilgili oranlar, diğer sektörlerle kıyaslandığında daha fazla tahmine dayalı olarak ortaya çıkmaktadır. Sigorta şirketlerinde yasal düzenlemeler, sigorta ürünlerinin çeşitliliği, tahminleri etkileyecek dönemsel olaylar nedeniyle karlılık göstergelerinde dalgalanmalar olabilir. Bu nedenle çalışmada 2008-2016 arası veriler değerlendirmeye alınmıştır. Borsa İstanbul (BİST)'da işlem gören sigorta şirketlerinin 2008-2016 yılları arasındaki bilgileri Kamu Aydınlatma Platformu'ndan (KAP) elde edilerek analize tabi tutulmuştur. Söz konusu şirketler;

- Aksigorta A.Ş.
- Anadolu Hayat Emeklilik A.Ş.
- Avivasa Emeklilik ve Hayat A.Ş.
- Ray Sigorta A.Ş.
- Güneş Sigorta A.Ş.
- Anadolu Anonim Türk Sigorta Şirketi
- Halk Emeklilik A.Ş.'dir.

Halk Emeklilik firmasının çalışmada belirlenen kurumsal yönetim değişkenleri ile ilgili bazı bilgilerine ulaşılamadığı için çalışmada yer verilmemiştir.

4.2. Araştırma Değişkenleri

Çalışmanın literatür kısmında ayrıntılı bir şekilde ele alınan kurumsal yönetim göstergeleri aşağıda belirtilmiştir (Sunday, 2008; Najjar ve Mohsin Salman, 2013).

1- Yönetim Kurulu Büyüklüğü-Üye Sayısı (BS): Bu değişken yönetim kurulundaki üye sayısını belirtir.

2- İcra Kurul Başkan (CEO) Durumu: Bu değişken ile İcra Kurul Başkanının (CEO) yönetim kurulunda olup olmamasına bakılmış ve incelenen bütün sigorta şirketlerinde icra kurul başkanının yönetim kurulunda olduğu tespit edilmiştir. Bu nedenle, bu değişken sonuç vermemiş ve kullanılamamıştır.

3- En Büyük Hissedar (BH): Hissedarların oy kullanma hakkı sahip oldukları hisselerin oranları yükseldikçe artmaktadır. Kurumsal firmalar hissedarları, sadece fon tedarikçisi olarak değil aynı zamanda fikir ve yön veren hissedarlar olarak da görmektedir. Literatür çalışmasına dayanarak en büyük hissedarlar verisi aşağıdaki şekilde hesaplanmıştır.

En Büyük Hissedar= En Büyük Hissedarın Sermaye Tutarı/ Halka Açık Sermaye Tutarı

4- Yönetim Kurulunda Bağımsız Yönetim Kurulu Üyesi Olması (NED): Bu değişken ile firma yönetim kurulunda bağımsız yönetim kurulu üyesi sayısına bakılmıştır. İki veya ikiden fazla bağımsız yönetim kurulu üyesi olması şeklinde değerlendirilmiştir. Böyle bir değerlendirmenin sebebi kurumsal yönetim ilkelerine göre en az iki bağımsız üyenin yönetim kurulunda yer alması gerekliliğidir. Yönetim kurulunda ikiden fazla bağımsız üye bulunan ve bulunmayan şirketlerin ayrılması amaçlanmıştır. Bağımsız üyelerin yönetim kurulundaki sayısının artışı ile kurumsal yönetim uygulamalarının etkinliğinin artacağı düşünülmektedir.

5- Firma Aktif Büyüklüğü (LFV): Bu değişken sigorta şirketlerinin toplam aktifleri ile ölçülmektedir. Aktiflerin büyüklüğü çok yüksek olduğundan logaritmik değerlerine göre düzeltme yapılmıştır.

Çalışmada kullanılan bağımsız değişkenler aşağıdaki tabloda gösterilmiştir.

Tablo-2: Kurumsal Yönetimle İlgili Bağımsız Değişkenler

Yönetim Kurulu Büyüklüğü (BS)	Yönetim kurulu üye sayı
İcra Kurul Başkanı Durumu (CEO Duality)	Yönetim Kurulunda CEO Bulunup Bulunmadığı
En Büyük Hissedar (BH)	En Büyük Hissedarın Sermaye Tutarı/ Halka Açık Sermaye

	Tutarı
Yönetim Kurulundaki Bağımsız Üyelerin Sayısı (NED)	Yönetim Kurulunda Bağımsız Yönetim Kurulu Üye Sayısının İki veya Üzeri Olması
Firma Aktif Büyüklüğü (LFV)	Toplam Aktiflerin Logaritmik Değerleri

Aynı zamanda çalışmadaki kukla değişken olarak firmaların varlık süreleri (VAR) ele alınmıştır. Araştırma kapsamındaki firmalarda hesaplanan varlık sürelerinin medyan değerleri alınırsa 5 yılın altında olanlar ve 5 yılın üstünde olanlar şeklinde ayrılmıştır. Amaç bu değişkenlerin firma karlılıklarını nasıl etkilediği yönünde bir tespitte bulunmaktır. Karlılık faktörleri olarak literatürde geçen aktif karlılık oranı (ROA), öz sermaye karlılığı (ROE) ve kar marjı (PM) oranları kullanılmıştır.

a. Aktif Karlılık Oranı - ROA= Firmaların aktif karlılık oranı, şirket varlıklarının kar yaratmada ne kadar etkin olduğunu gösterir. Bu hesaplamanın sonunda çıkan katsayı ne kadar büyükse şirketin varlıklarının kar yaratma konusunda o kadar başarılı kullanıldığı düşünülür. Ama bu oran sektöre göre değişebilir. Bazı sektörlerde likit varlıklar önemliyken, bazı sektörlerde duran varlıklar daha ağırlıklı olabilir. Bu nedenle bu oranın aynı ya da benzer sektörlerde kullanılması daha faydalı olur.

b. Öz Sermaye Karlılığı - ROE= Öz sermaye karlılığı firma ortaklarının yatırdıkları sermaye karşılığında ne kadar kar elde ettiklerini, yani her bir birim sermaye karşılığında kaç birim kar yaratıldığını göstermiş olur. Önemli bir karlılık göstergesi olan ROE, aynı zamanda bir yönetim performansı göstergesidir. Bu oran yükseldikçe firma kaynaklarının etkin ve verimli kullanıldığı düşünülür.

c. Kar Marjı - PM= Şirketlerin Net Kar/Net Satışlar oranına bakılmıştır. Bu oran arttıkça şirket karlılığı da artacağı düşünülmektedir.

Çalışmada kullanılan bağımlı değişkenler aşağıdaki tabloda gösterilmiştir.

Tablo-3: Firma Performansını Gösteren Bağımlı Değişkenler

Aktif Karlılık Oranı (ROA)= Vergi Sonrası Net Kar/Aktif Toplam
Öz Sermaye Karlılığı (ROE)= Dönem Net Karı / Öz Sermaye Toplamı
Kar Marjı (PM)= Net Kar / Net Satışlar

4.3. Araştırma Yöntemi, Hipotezleri ve Sonuçları

Araştırmada Türkiye’de 2008-2016 yılları arasında sigorta firmalarında performans göstergesi olarak alınan karlılık oranları ile kurumsal yönetim göstergelerinin ilişkisi incelenmiştir. Kurumsal yönetim ile ilgili bileşenler, kurumsal yönetim indeksinden farklı bir şekilde, bu konuda yapılan çalışmalara ilişkin literatür taramasına dayanarak belirlenmiştir.

Bu açıdan çalışma, kurumsal yönetim indeksinde yer alan 51 adet firmanın indeks verilerinden bağımsız şekilde, literatür taraması sonucu belirlenen kurumsal yönetim bileşenleri ile firma performansı (karlılık göstergeleri) arasındaki ilişki Borsa İstanbul’da işlem gören yedi sigorta şirketi baz alınarak incelenmiştir. Araştırmada Kamuyu Aydınlatma Platformu’nda yer alan yedi adet sigorta firmasının yıllık verileri ele alınmıştır. Bu firmalardan biri için belirlenen zaman aralığındaki bazı yıllara ilişkin gerekli verilere ulaşılmadığından modelden çıkartılmış ve altı adet firma ile çalışmaya devam edilmiştir.

Çalışmada panel veri setinden yola çıkılarak havuzlandırılmış regresyon modelini kullanmıştır. Panel veri analizi zaman serilerinin ve yatay kesitlerin aynı anda kullanıldığı analiz türüdür. (Greene, 2003:283; Tatoğlu, 2012: 2-3). Panel veri analizinin genel olarak kabul edilen modeli

$$Y_{it} = a_{it} + \beta_{k_{it}} X_{k_{it}} + u_{it} \quad i=1, \dots, N ; t=1, \dots, T. \text{ şeklindedir.}$$

Burada Y bağımlı değişkeni, Xk bağımsız değişkeni, β eğim katsayısını, u hata terimini, i birimleri yani firmaları, bireyleri, ülkeleri vb. ve t ise zamanı göstermektedir (Tatoğlu, 2012: 4).

Buna göre çalışma da üç farklı model oluşturulmuştur.

$$ROA = \beta_{0t} + \beta_1 BS_{it} + \beta_2 BH_{it} + \beta_3 NED_{it} + \beta_4 LFV_{it} + \beta_5 VAR + u_{it}$$

$$ROE = \beta_{0t} + \beta_1 BS_{it} + \beta_2 BH_{it} + \beta_3 NED_{it} + \beta_4 LFV_{it} + \beta_5 VAR + u_{it}$$

$$PM = \beta_{0t} + \beta_1 BS_{it} + \beta_2 BH_{it} + \beta_3 NED_{it} + \beta_4 LFV_{it} + \beta_5 VAR + u_{it}$$

Panel veri analizinin üç tahmincisi bulunmaktadır. Bunlar; havuzlandırılmış en küçük kareler (HEKK) tahmincisi, sabit etkiler tahmincisi ve rassal etkiler tahmincisidir. (Asteriou ve Hall, 2007: 345) Çalışmada değişkenlerin durağanlığı sağlandıktan sonra panel veri analiz tahmincilerinden hangisinin kullanılacağına karar vermek için; Hausman testi, F ve Wald testi ve Breusch-Pagan LM testi yapılmıştır. Bu testlere göre hangi modelin kullanılacağı aşağıdaki gibi tespit edilmektedir (Işık vd. 2015, 115).

F ve Wald Testi ile LM testi kabul iseEn Küçük Kareler Testi (EKK)

F ve Wald testi red LM kabul.....Sabit Etkiler

F kabul LM red.....Rassal Etkiler

F ve Wald Testi ile LM testi red.....Hausman Testinin sonuçlarına bağlıdır.

Bu testlerden sonra çıkan sonuçlara göre bütün modellerde F ve LM testi kabul (%10 üstü kabul) çıktığından EKK modeli başka bir ifade ile havuzlandırılmış regresyon modelinin kullanılması uygun bulunmuş ve aşağıdaki hipotezler oluşturulmuştur.

- Hipotez 1 : Yönetim kurulu üye sayısı artışı (BS), ROA'yı artırır.
 Hipotez 2 : En büyük hissedar oran artışı (BH), ROA'yı artırır.
 Hipotez 3 : Yönetim kurulundaki bağımsız üye sayısının durumu (NED), ROA'yı artırır.
 Hipotez 4 : Firma büyüklüğü (LFV) artışı, ROA'yı artırır.
 Hipotez 5 : Yönetim kurulu üye sayısı artışı, (BS), ROE'yi artırır.
 Hipotez 6 : En büyük hissedar oran (BH) artışı, ROE'yi artırır.
 Hipotez 7 : Yönetim kurulundaki bağımsız üye sayısının durumu (NED), ROE'yi artırır.
 Hipotez 8 : Firma büyüklüğü (LFV) artışı, ROE'yi artırır.
 Hipotez 9 : Yönetim kurulu üye sayısı artışı (BS), PM'yi artırır.
 Hipotez 10 : En büyük hissedar oran (BS) artışı, PM'yi artırır.
 Hipotez 11 : Yönetim kurulundaki bağımsız üye sayısının durumu (NED), PM'yi artırır.
 Hipotez 12 : Firma büyüklüğü (LFV) artışı, PM'yi artırır.

4.3.1. Aktif Karlılığı (ROA) Değişkeni İçin Çıkan Sonuçlar

Aktif karlılık, firmaların varlıklarına yapmış olduğu yatırım sonucunda elde etmiş olduğu karlılığı ve varlıklarının etkin kullanılıp kullanılmadığını gösteren, dönem karının aktif toplama bölünmesi ile bulunan bir karlılık oranıdır. Bu nedenle ROA, firma performansının ölçümü açısından önemli bir göstergedir. ROA bağımlı değişkeni ile modelde yer alan bağımsız değişkenler incelendiğinde sonuçlar aşağıdaki tabloda gösterilmiştir.

Tablo-4: ROA Bağımlı Değişkeninin Bağımsız Değişkenlerle İlişkisi

Bağımsız Değişken	Bağımlı Değişken: ROA		
	Dönem: 2008–2016		
	Gözlem Sayısı:44		
	Katsayı	İstatistik	Olasılık
Sabit	-4.438414	-1.554268	0.1284
BH	-1.040441	-1.451415	0.1549
BS	0.034060	3.031807	0.0044
NED	0.033447	0.151828	0.8801
LFV	0.618957	1.830461	0.0750
VAR	0.914592	0.502502	0.6182

Yönetim Kurulu Üye Sayısı-Yönetim Kurulu Büyüklüğü (BS) değişkenindeki bir birimlik artış, yüzde 5 anlamlılık düzeyinde, Aktif Karlılığı (ROA) bağımlı değişkeninde 0,034 birimlik artışa neden olmaktadır. Firma Aktif Büyüklüğü (LFV) değişkenindeki bir birimlik artış, yüzde 10 anlamlılık düzeyinde Aktif Karlılığı (ROA) bağımlı değişkeninde 0,618 birimlik artışa neden olmaktadır.

4.3.2. Öz Sermaye Karlılığı (ROE) Değişkeni İçin Çıkan Sonuçlar

Ortakların amaçlarının kar elde etmek olduğu düşünülürse, ortaklar tarafından konulan sermayeye karşılık ne kadar kar elde ettikleri önemlidir. Bu durumda kurumsallığı artıran değişkenleri ile nasıl değiştiğini ortaya koyan model oluşturulmuş ve ROE değişkeni için belirlenen sonuçlar aşağıdaki tabloda gösterilmiştir.

Tablo-5: ROE Bağımlı Değişkeninin Bağımsız Değişkenlerle İlişkisi

Bağımsız Değişken	Bağımlı Değişken: ROE		
	Dönem: 2008–2016		
	Gözlem Sayısı:44		
	Katsayı	İstatistik	Olasılık
Sabit	-0.785906	-0.420486	0.6765
BH	0.274513	0.585087	0.5619
BS	-0.000645	-0.087657	0.9306
NED	-0.024093	-0.167097	0.8682
LFV	0.129183	0.583697	0.5629

VAR	0.266306	0.223550	0.8243
-----	----------	----------	--------

Belirli miktardaki bir öz kaynağa karşılık ne kadar kar edildiğini gösteren bir oran olan ve firma performansında literatürde oldukça yaygın kullanılan ROE oranı ile hiçbir değişkende ilişki bulunamamıştır. ROE ile her bir değişken ayrı ayrı analize tabi tutulduğunda da hiçbir sonucun anlamlı olmadığı tespit edilmiştir.

4.3.3. Kar Marjı (PM) Değişkeni İçin Çıkan Sonuçlar

PM değişkeni için belirlenen sonuçlar aşağıdaki tabloda gösterilmektedir.

Tablo-6: PM Bağımlı Değişkeninin Bağımsız Değişkenlerle İlişkisi

Bağımsız Değişken	Bağımlı Değişken: PM		
	Dönem: 2008–2016		
	Gözlem Sayısı:44		
	Katsayı	İstatistik	Olasılık
Sabit	-176.9474	-3.629099	0.0008
BH	-0.172623	-0.014104	0.9888
BS	1.901366	9.912394	0.0000
NED	-1.702707	-0.452676	0.6534
LFV	9.136133	1.582410	0.1218
VAR	122.4168	3.939202	0.0003

Yönetim Kurulu Üye Sayısı (BS) değişkenindeki bir birimlik artış, yüzde 5 anlamlılık düzeyinde, Kar Marjı (PM) bağımlı değişkeninde 1.90 birimlik artışa neden olmaktadır. Firma varlık süresi (VAR) değişkenindeki bir birimlik artış, yüzde 5 anlamlılık düzeyinde, Kar Marjı (PM) bağımlı değişkeninde 122,41 birimlik artışa neden olmaktadır.

4.3.3. Hipotez Sonuçları ve Yorumları

Değişkenler havuzlandırılmış regresyon modeli (pooled regression) ile ölçüldükten sonra çıkan sonuçlara göre hipotezlerin sonuçları aşağıdaki gibi tespit edilmiştir.

Tablo-6: Araştırma Hipotez Sonuçları

Hipotez 1: Yönetim kurulu üye sayısı artışı (BS), ROA'yı artırır.	Kabul
Hipotez 2: En büyük hissedar oran artışı (BH), ROA'yı artırır.	Red
Hipotez 3: Yönetim kurulundaki bağımsız üye sayısının durumu (NED),	Red

ROA'yı artırır.	
Hipotez 4 : Firma büyüklüğü (LFV) artışı, ROA'yı artırır.	Kabul
Hipotez 5: Yönetim kurulu üye sayısı (BS) artışı, ROE'yi artırır.	Red
Hipotez 6: En büyük hissedar oran artışı (BH), ROE'yi artırır.	Red
Hipotez 7: Yönetim kurulundaki bağımsız üye sayısının durumu (NED), ROE'yi artırır.	Red
Hipotez 8: Firma büyüklüğü (LFV) artışı, ROE'yi artırır.	Red
Hipotez 9: Yönetim kurulu üye sayısı (BS) artışı, PM'yi artırır.	Kabul
Hipotez 10: En büyük hissedar oran (BH), artışı PM'yi artırır.	Red
Hipotez 11: Yönetim kurulundaki bağımsız üye sayısının durumu (NED), PM'yi artırır.	Red
Hipotez 12 : Firma büyüklüğü (LFV), artışı PM'yi artırır.	Red

Literatür araştırması sonucu kurumsal yönetim uygulamalarının firma performansı ile ilişkisinin analiz edildiği birçok çalışmada ortak olarak kullanılan karlılık oranları olan aktif karlılığı (ROA), öz sermaye karlılığı (ROE) ve kar marjı (PM), bu çalışmada da performans göstergeleri olarak belirlenmiştir.

Kurumsal yönetim uygulamaları ile ilgili değişkenler ise yine literatür araştırması ile yönetim kurulunun üye sayısı anlamında büyüklüğü, icra kurul başkanının yönetim kurulunda olup olmaması, en büyük hissedarların halka açık kısımdaki payı ve yönetim kurulunun yapısı olarak ele alınmıştır. Bu değişkenler firmanın yönetim anlayışı üzerine fikir vermekte olup, SPK düzenlemelerinde de kurumsal yönetim derecelendirilmesinde en fazla ağırlığa sahip olan yönetim kurulu ilkesiyle bağlantılıdır. Bu değişkenlere ek olarak aktif büyüklüğü ve şirketin varlık süresi de yönetimin başarısını gösteren diğer faktörler olarak çalışmaya eklenmiştir.

Analiz sonucunda yönetim kurulu üye sayısının yüksek olmasının aktif karlılığını (ROA) olumlu yönde etkidiği tespit edilmiştir. Bu bulgu, Lipton ve Lorsch (1992), Yermack (1996), Liang ve Li (1999), Sanda (2010) çalışmaları ile uyuşmayan bir bulgudur. Türkiye'deki sigorta şirketlerinde yönetim kurulu üye sayısındaki artışın, bahsi geçen çalışmaların aksine şirketlerin performansını düşürmediği, ROA performansını olumlu yönde etkilediği tespit edilmiştir.

Hermalin ve Weisbach (1991) tarafından yapılan çalışmada, firma büyüklüğünün ve faaliyet gösterilen sektörün performansı etkilemediği sonucuna ulaşılmıştır. Türkiye'deki sigorta şirketlerinde ise, aktif büyüklüğü

arttıkça ROA'da da artış olduğu, aktif fazla olan sigorta şirketlerinin varlıklarını daha verimli kullandığı ve yönettiği tespit edilmiştir.

Diğer kurumsal yönetim değişkenlerinin aktif karlılığı ile ilişkili olmadığı tespit edilmiştir. Çalışmada, yönetim kurulunda bağımsız yönetim kurulu üye sayısının durumu ile firma performansı arasında istatistiksel olarak anlamlı ilişki bulunamamıştır. Bu bulgu, bağımsız üyelerin performansı olumlu etkilediği tespit edilen; Brickley (1994) ile Anderson vd. (2004) tarafından yapılan çalışmalar ve bağımsız üyelerin firma performansını olumsuz etkilediği tespit edilen Nicholson ve Kiel (2007) tarafından yapılan çalışmayla çelişmektedir. Ancak Yammeesri ve Herath (2010), Sunday (2008), Vafeas ve Theodorou (1998) tarafından yapılan çalışmalarda da, bu çalışmada olduğu gibi, yönetim kurulunda bağımsız üyelerin olması ile firma performansı arasında bir ilişki tespit edilememiştir.

Aktif karlılığı bütün sektörlerde önemli bir performans göstergesi olmakla beraber, sigorta sektöründe diğer sektörlerle kıyasla, alınan riski dengeleyecek şekilde varlıkların yönetilmesi firmaların sürekliliğine etkisi açısından daha önemli görülebilen bir orandır. Bu açıdan bakıldığında, seçilen kurumsal yönetim göstergelerinden istatistiksel olarak en çok etkilenen oranın aktif karlılığı olduğu tespit edilmiştir. Kurumsal Yönetim uygulamalarının sigorta şirketlerinde en fazla ROA üzerinde etkili olduğu söylenebilir. Bu çalışmada, daha önce yapılan çalışmaların çoğundan farklı sonuçlar elde edilmiş, Türkiye'deki sigorta sektörünün durumu bu çalışma ile ortaya koyulmuştur.

Performans göstergesi olarak seçilen diğer karlılık oranı öz sermaye karlılığı (ROE) ile kurumsal yönetim değişkenlerinden hiçbiri arasında anlamlı bir ilişki bulunamamıştır. Najjar ve Mohsin Salman (2013)'in yaptığı çalışmanın aksine firma büyüklüğü ve en büyük hissedarların durumu ile ROE arasında anlamlı ilişki bulunamamıştır. Sunday (2008)'in çalışması ile benzer bir şekilde ise, yönetim kurulu yapısı ile anlamlı ilişkiler olmadığı tespit edilmiştir. Kurumsal yönetim uygulamalarının, Türkiye'deki sigorta şirketlerinde, öz sermaye karlılığına etkisi olmadığı söylenebilir.

Kar marjı (PM) ile kurumsal yönetim değişkenleri arasındaki ilişkiye bakıldığında ise yönetim kurulu üye sayısı ile olumlu bir ilişki tespit edilmiştir. Yönetim kurulundaki üye sayısının artışı kar marjında da artışa neden olmaktadır. Bu bulgu Sunday (2008) çalışması ile uyumsuzdur. Ayrıca kukla değişken alınan olarak firma varlık süresi ile sadece kar marjı (PM) bağımlı değişkeni arasında olumlu bir ilişki tespit edilmiştir. Bu durum firmaların yaşam sürelerinin kar marjı üzerinde önemli etkisi olduğunu, yaşam süresi uzadıkça daha iyi performans gösterdikleri sonucuna ulaşılmıştır.

5. SONUÇ

Dünyada yaşanan gelişmeler, şirketlerin varlıklarını devam ettirebilmelerinin sadece finansal başarılarına bağlı olmadığını, şirketin tüm paydaşlarla doğru ve etkili bir iletişim kurması gerekliliğini göstermiştir. Şirketlerin varlığını devam ettirebilmeleri ve sürdürülebilir büyüme sağlamaları için günümüzde kabul gören yönetim biçimi kurumsal yönetim uygulamalarıdır. Kurumsal yönetim, şirketin ve paydaşların hak ve sorumluluk sınırlarını belirleyen ve karşılıklı olarak bu ilişkilerin sağlam bir zemine oturmasını dolayısıyla güven ortamının oluşmasını sağlayan aynı zamanda şirketin performansını da arttıran bir sistem olarak uygulanmaktadır. Şirketler açısından değerlendirildiğinde, kurumsal yönetim uygulamalarının beklenen önemli etkilerinden biri finansal performansı arttırması olması nedeniyle bu etkinin olup olmadığına, ilişkin birçok çalışma yapılmıştır.

Bu çalışmada öncelikle, kurumsal yönetim uygulamalarına ilişkin düzenlemeler dolayısıyla, şirket yönetimlerinde gözlemlenebilir değişiklikler yaratan durumların belirlendiği çalışmalar incelenerek kurumsal yönetiminin bileşenleri belirlenmiştir (En Büyük Hissedar -BH, Yönetim kurulu üye sayısı artışı-BS, Yönetim kurulundaki bağımsız üye sayısı-NED, Firma büyüklüğü-LFV, kukla değişken olarak firmaların varlık süresi-VAR). Bu değişkenler kurumsal yönetimin bileşenleri olarak ele alınmış ve bu göstergelerin firma performansı üzerinde etkilerini ölçülmeye çalışılmıştır. Performans göstergesi olarak alınan aktif karlılık- ROA, özsermaye karlılık - ROE ve karmarjı - PM literatür çalışmalarında sıklıkla kullanılan oranlar olarak tespit edilmiş ve bu çalışmada da performans göstergesi olarak dikkate alınmıştır. Ayrıca sigorta şirketlerinin yaşam süresi de kukla değişken olarak modele eklenmiştir.

Çalışmada sektör seçimi finansal kurumlar arasında yer alan sigorta şirketleri olarak belirlenmiş, kurumsal yönetim uygulamalarının sektörel olarak firma performansı üzerindeki etkisi tespit edilmeye çalışılmıştır. Kurumsal yönetim değişkenleri ile firma performansının en önemli göstergelerinden biri olan öz sermaye karlılığı arasında anlamlı bir ilişki tespit edilememiştir. ROE, firma sahip ya da sahiplerinin koydukları sermaye karşılığında ne kadar kar elde ettiklerini, her bir birim sermaye karşılığında ne kadar kar elde edildiğini ve yönetim performansını gösteren daha çok ortaklarla ilgili bir performans göstergesidir. Kurumsal yönetim uygulamaları ile ortakların karlılığı arasında ilişki bulunmamıştır. Sigorta sektörü faaliyetleri nedeni ile yükümlülükleri arasında öz sermayesi, diğer finansal kuruluşlarında da olduğu gibi, oransal olarak az olan bir sektördür. Sigorta şirketlerinin varlıklarını iyi yönetebilmeleri için aldıkları primleri başka varlıklara yatırarak dengelemeleri gerekmektedir. Bu nedenle, tahsil

edilen primler ile yatırım yapılan varlıkların getirisi başka bir ifade ile aktif karlılığı önemli olmaktadır. Kurumsal yönetimin değişkenlerinden firma aktif büyüklüğü ile aktif karlılığı (ROA) arasında anlamlı ve pozitif bir ilişki tespit edilmiştir. Firma aktif büyüklüğü ile kurumsal yönetim uygulamaları arasında bulunan bu ilişki, sigorta şirketlerin büyüdükçe varlıklarının karlılığının arttığı ve varlıklarının daha etkin yönetildiğini göstermektedir. Firma aktif büyüklüğü arttıkça kurumsal yönetim uygulamalarının artması ve aktiflerin daha iyi yönetilmesi sigorta şirketleri için önemli bir sürdürülebilirlik göstergesidir. Ayrıca sigorta şirketlerinde yönetim kurulu üye sayısı arttıkça aktif karlılığının da arttığı, yönetim kurulu üye sayısındaki artışın aktifleri daha etkin yönetmeyi sağladığı tespit edilmiştir.

Yönetim kurulu üye sayısındaki artışın, aktif karlılığını olduğu gibi kar marjını (PM) da olumlu etkilediği ve ayrıca kar marjının (PM) firma varlık süresindeki artıştan da olumlu etkilendiği tespit edilmiştir. Kurumsal yönetim uygulamalarının göstergelerinden biri olan yönetim kurulu üye sayısında artış olması, hem ROA hem de PM üzerinde, firma performansını arttıran etkiler yaratmaktadır. Firma aktif büyüklüğü tek başına ROA'yı etkilerken, firma varlık süresinin de sadece PM ile ilişkisi tespit edilmiştir. Aynı zamanda PM değişkenini firmaların piyasada varlık süresi etkilemektedir. Bu sonuca göre firmaların devamlılığında kurumsal yönetim faktörü önem arz etmektedir.

Firma performansında kurumsal yönetim uygulamalarının önemi yadsınamaz bir gerçektir. Çalışmada belirlenen kurumsal yönetim faktörlerinin firma performansı olarak belirlenen değişkenlerin etkisi üzerinde literatürle çelişen sonuçlar da bulunmuştur. Bu durumun çalışmada seçilen sigorta sektörünün yapısı, analize dahil edilen dönemin durumuna ve genel ekonomik duruma göre değiştiği düşünülmektedir. Daha sonraki çalışmalarda diğer sektörlerle veya diğer ülkelerdeki sigorta şirketleri ile karşılaştırma yapılarak çalışmanın bir ileri boyuta taşılabileceği mümkündür.

KAYNAKÇA

Anderson, R., & S. Mansi, & D. Reeb. (2004). Board Characteristics, Accounting Report Integrity And The Cost Of Debt. *Journal Of Accounting And Economics*, 37, 315- 342.

Aygören, H., & E. Kurtcebe. (2010). Yeni Türk Ticaret Kanunu'nun Bağımsız Denetim, Uluslararası Muhasebe Standartları, Uluslararası Finansal Raporlama Standartları Ve Basel II Kriterleri Yönüyle Genel Değerlendirmesi. *Pamukkale Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 6, 1-9.

Aytekin, M. & A.R. Sönmez. (2016), Kurumsal Yönetim Uygulamalarının İşletme Performansına Etkisi, *Türk Sosyal Bilimler Araştırmaları Dergisi* Cilt: 1, 2:32-41.

Bhagat, S. - B. Black, (2002). The Non- Correlation Between Board Independence And Long- Term Firm Performance. *Journal of Corporation Law*, 27, 231- 274.

Brickley, J. A. & J. L. Coles, & G. Jarrell. (1997). Leadership Structure: Separating The CEO And Chairman Of The Board. *Journal of Corporate Finance*, 3(3) 189-220.

Coles, J. W., & V.B. McWilliams, & N. Sen. (2001). An Examination Of The Relationship Of Governance Mechanisms To Performance. *Journal of Management*, 27(1), 23-50.

Core, J. E., & R.W. Holthausen, & D.F. Larcker. (1999). Corporate Governance, Chief Executive Officer Compensation, And Firm Performance. *Journal Of Financial Economics*, 51(3), 371-406.

Drobetz, W., Schillhofer A., Zimmermann H. (2003). Corporate Governance and Firm Performance: Evidence from Germany. <http://www.cofar.uni-mainz.de/dgf2003/paper/paper146.pdf>, (Erişim Tarihi: 11.11.2017)

Finkelstein, S., & R.A. D'Aveni. (1994). CEO Duality As A Double-Edged Sword: How Boards Of Directors Balance Entrenchment Avoidance And Unity Of Command. *Academy of Management Journal*, 37(5),1079-1108.

Greene, W. H. (2003). *Econometric Analysis*. New Jersey: Prentice Hall.

Hermalin, B.E., M.S. Weisbach, (1991). The Effects Of Board Composition And Direct Incentives On Firm Performance. *Financial Management*, Vol 20, 101- 112.

Huang, L.Y., Huang G C. Lai , McNamar, Michael, Wang,, Jennifer, (2011). Corporate Governance and Efficiency: Evidence From U.S. Property-Liability Insurance Industry, *The Journal of Risk and Insurance*, Vol. 78, No. 3,519-550.

Işık N.; Ö. Engeloğlu ve E.C. Kılınç. (2015). “ Kişi Başına Gelir İle Çevre Kirliliği Arasındaki İlişki: Gelir Seviyesine Göre Ülke Grupları İçin Çevresel Kuznets Eğrisi Uygulaması”, 12, 2: 107-124.

Jesofer, F.; Kirkpatric, G. (2005). *The Revised OECD Principles of Corporate Governance and Their Relevance to Non-OECD Countries*. Blackwell Publishing (13), 2005: 127-138.

Liang, N., & J. Li. (1999). Board Structure and Firm Performance: New Evidence from China's Private Firms. *Academy of Management Annual Conference*, August Chicago, 7-10.

Lipton, M., & J. Lorsch. (1992). A Modest Proposal For Improved Corporate Governance. *The Business Lawyer*, 48, 59-77.

Luo, Y. (2005). Corporate Governance and Accountability in Multinational Enterprises: Concepts and Agenda. *Journal of International Management* (11), 1-18.

McConnell, J., & H. Servaes. (1990). Additional Evidence One Quity Ownership And Corporate Value. *Journal of Financial Economics*, Vol 27, 595-612.

Najjar, N., Mohsin Salman R. A. (2013). The Impact of Corporate Governance on the Insurance Firm's Performance in Bahrain. *International Journal of Learning Development*, 3(2) 56-69.

Nicholson, G. J. & G.C. Kiel. (2007). Can Directors Impact Performance? A case-based test of three theories of corporate governance. *Corporate Governance: An International Review*, 15 (4), 585-608.

OECD. (2016). G20/ OECD Principles of Corporate Governance <http://www.oecdilibrary.org/docserver/download/2615021e.pdf?expires=1516968717&id=id&accname=guest&checksum=8299EC2A99976C35E1E1EAA8B1FBF945> (Erişim Tarihi: 05.10.2017).

Ramaswamy, V., & C. Joe Ueng, & L. Carl. (2008). Corporate Governance Characteristics of Growth Companies: An Emperical Study. *Academy of Strategic Management Journal*, 7(1) 21 - 23.

Rashid, A., & D.Z. Anura., & L.Sudhir, & K. Rudkin.(2010). Board Composition And Firm Performance: Evidence From Bangladesh. *Australasian Accounting Business and Finance Journal*, 4(1), 76-95.

Sakarya, Ş. (2011). İMKB Kurumsal Yönetim Endeksi Kapsamındaki Şirketlerin Kurumsal Yönetim Derecelendirme Notu ve Hisse Senedi Getirileri Arasındaki İlişkinin Olay Çalışması (Event Study) Yöntemi İle Analizi. *Zonguldak Karaelmas Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, Cilt 7, Sayı 13, 147-162.

Salami, K. A. (2011). Analysis of the Relationship between Share Ownership Structure, Corporate Governance Structure, and Corporate Investment Efficiency, Using GSE Market Data. *Journal of Accounting and Finance*, 11(4), 111-118.

Sanda, A.U., & A.S, Mikailu, & T. Garba. (2010). Corporate Governance Mechanisms And Firm Financial Performance In Nigeria. *Afro-Asian Journal of Finance and Accounting*, 2(1), 22-39.

Sarbanes Oxley Act. (2002), <http://www.iasplus.com/resource/usreform.pdf,1>

Sermaye Piyasası Kurulu (SPK). (2014). Kurumsal Yönetim İlkelerinin Belirlenmesi ve Uygulanmasına İlişkin Tebliğ. (RG: 03.01.2014/28871).

Sermaye Piyasası Kurulu (SPK). (2013). 01.02.2013 Tarih 4/105 Sayılı Toplantı Kararı. <http://www.spk.gov.tr/Sayfa/AltSayfa/1219> (erişim tarihi: 08.10.2017)

Siagian, F. T., & E. Tresnaningsih. (2011). The Impact of Independent Directors and Independent Audit Committees On Earnings Quality Reported By Indonesian Firms. *Asian Review of Accounting*, 19 (3): 192-207.

Sunday O. K. (2008). Corporate Governance and Firm Performance: The Case of Nigerian Listed Firms. *European Journal of Economics- Finance and Administrative Sciences*, 14, 16-28.

Tatoğlu, F. Y. (2012). Panel Veri Ekonometrisi. İstanbul: Beta Yayıncılık

TFRS (Türkiye Finansal Raporlama Standardı) 4, Sigorta Sözleşmeleri Standardı.

http://www.kgk.gov.tr/Portalv2Uploads/files/DynamicContentFiles/T%C3%BCrkiye%20Muhasebe%20Standartlar%C4%B1/TMSTFRS2011Seti/TFRS_4.pdf (erişim tarihi: 01.10.2017)

TKYD- Türkiye Kurumsal Yönetim Derneği, (2006). Nedir Bu Kurumsal Yönetim?, Deloitte-Türkiye Kurumsal Yönetim Derneği http://www.tkyd.org/files/downloads/faaliyet_alanlari/yayinlarimiz/kyd_yayinlari/nedir_bu_kurumsal_yonetim.pdf (Erişim Tarihi: 01.01.2016)

TKYD- Türkiye Kurumsal Yönetim Derneği, <http://www.tkyd.org/tr/sss.html#sss-kurumsal-yonetim-nedir.html> (erişim tarihi: 05.10.2017)

Ünlü, U. & N. Yalçın. (2017), Kurumsal Yönetim Ve Firma Performansı: Topsis Yöntemi İle Bıst 30 Firmaları Üzerine Bir Uygulama, Dokuz Eylül Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi Cilt: 19, 1: 63-81.

Vafeas N., E. Theodorou. (1998). The Relationship Between Board Structure And Firm Performance In The UK. *British Accounting Review*, Vol 30 , 383–407.

Yammeesri, J., & S.K.Herath. (2010). Board Characteristics And Corporate Value: Evidence From Thailand. *Corporate Governance*, 10(3) 279-292.

Yermack, D. (1996). Higher Market Valuation Of Companies With A Small Board Of Directors. *Journal of Financial Economics*, 40, 185- 211.

Young, B. (2003). Corporate Governance and Firm Performance: Is there a relationship?. *Ivey Business Journals*, September-October. <https://iveybusinessjournal.com/publication/corporate-governance-and-firm-performance-is-there-a-relationship/> (erişim tarihi: 03.10.2017).

Yücel, E. (2016). Kurumsal Yönetim Ve Firma Performansı: Gelişmiş Ve Gelişmekte Olan Ülkelerden Kanıtlar, *Organizasyon Ve Yönetim Bilimleri Dergisi* Cilt 8, 2: 27-41.