

KURUMSAL YÖNETİM ENDEKSİNDE BULUNAN VE BULUNMAYAN İŞLETMELERİN FİNANSAL DURUM ANALİZİ: BIST ÖRNEĞİ

Araştırma Makalesi

Seyhan ÖZTÜRK¹

Sevgül EKİNCİ²

Tuncer YILMAZ³

ÖZTÜRK, S., EKİNCİ, S. ve YILMAZ, T., (2020), **Kurumsal Yönetim Endeksinde Bulunan ve Bulunmayan İşletmelerin Finansal Durum Analizi: BIST Örneği**, Verimlilik Dergisi, Yıl: 2020, Sayı: 1, T. C. Sanayi ve Teknoloji Bakanlığı Yayını.

ÖZET

Son yıllarda önem kazanan kavramlardan biri olan kurumsal yönetim, benimsendiği şirketler için itibar, imaj anlamlarında olumlu izlenim yaratmakta, verimlilik ve etkinliği arttırmak suretiyle dolaylı olarak ülke ekonomisine katma değer yaratmaktadır. Ayrıca şirketlerin hayatlarını başarılı bir biçimde sürdürmeleri, finansal anlamda istikrar sağlamaları, rekabet avantajı elde etmeleri konularında da kurumsal yönetim ilkelerine etkisi büyük olmaktadır.

Bu çerçevede çalışmanın temel amacı, Borsa İstanbul (BIST)'da hisseleri işlem gören işletmeler için bir finansal durum analizi yapmaktır. Bu bağlamda işletmeler iki grup halinde ele alınmıştır. Birinci grupta BIST Kurumsal Yönetim (XKURY) Endeksinde yer alan işletmeler, ikinci grupta ise Kurumsal Yönetim Endeksinde yer almayan diğer işletmeler yer almaktadır. Çalışmada yer alan işletme grupları arasında karşılaştırmalı finansal durum analizi yapılırken ras-yolardan yararlanılmıştır. Likidite, etkinlik, kârlılık ve piyasa olmak üzere 4 tane finansal ölçüm kategorisi altında işletmelere ait 13 rasyo hesaplanmıştır.

¹ **Seyhan ÖZTÜRK**, Doç. Dr., Kafkas Üniversitesi, İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi. ORCID: 0000-0003-1458-840X

² **Sevgül EKİNCİ**, Öğr. Gör. Kafkas Üniversitesi, Susuz Meslek Yüksekokulu. ORCID: 0000-0003-4099-1948

³ **Tuncer YILMAZ**, Öğr. Gör. Kafkas Üniversitesi, Susuz Meslek Yüksekokulu. ORCID: 0000-0001-8956-5814

* Makale Gönderim Tarihi: 01.01.2019 Kabul Tarihi: 25.01.2019

Araştırma, işletmelerin 2012-2018 dönemine ait verilerini içermektedir. Veri setinde kurumsal yönetim endeksine ait 39 işletme, endeks dışında kalan ve diğer adı altında bahsedilen 159 işletme verisi bulunmaktadır. Analizlerde inceleme kapsamında yer alan toplam 198 işletmeye ait 19.404 gözlem yer almaktadır. İstatistiksel analizlerde SPSS ve JASP istatistik programları kullanılmıştır. Analizlerde rasyolardaki zamansal değişim hem ayrı ayrı işletme grupları bazında hem de rasyoların işletme grupları üzerindeki etkisi ve yönü bağlamında incelenmiştir.

Elde edilen sonuçlara göre, Kurumsal Yönetim Endeksinde yer alan işletmelerde dönemler itibarıyla ortalamalar arasındaki farkın anlamlı bulunmadığı, diğer işletmelerde ise sadece üç rasyoda fark anlamlı, işletme grupları ve zamanın etkisine bakıldığında ise sekiz rasyoda etki anlamlı çıkmıştır. Ayrıca Kurumsal Yönetim Endeksinde yer alan işletmelerin cari oran rasyosu hariç, diğer rasyolarda ortalama değerlerinin daha yüksek olduğu da tespit edilmiştir.

Anahtar Kelimeler: Kurumsal Yönetim, Finansal Oranlar, ANOVA, Lojistik Regresyon.

FINANCIAL SITUATION ANALYSIS OF BUSINESSES AVAILABLE AND UNAVAILABLE IN BIST CORPORATE GOVERNANCE INDEX

ABSTRACT

In recent years, the concept of corporate governance has become important for reputation, positive image and efficiency of the enterprises in terms of creating added value for national economy. In addition, the corporate governance principles have a great effect on the success of the companies with respect to their sustainability, financial stability and competitive advantage.

The purpose of the study is to conduct a financial situation analysis for the companies publicly-traded in Borsa İstanbul (BIST). Within this context, the enterprises are included in two groups as the businesses available in Corporate Governance Index and the ones that are not involved. The ratios are used for comparative financial situation analysis and 13 ratios are calculated under 4 financial measurement category-liquidity, efficiency, profitability and market.

The research includes the data of the enterprises for the period of 2012-2018. In the data set, 39 enterprises in corporate governance index makes the first group and 159 enterprises not included in the index makes the other group. There are 19.404 observations of 198 enterprises in the scope of the study. SPSS and JASP statistical programs are used for statistical analysis. The temporal change in ratios is examined for separate business groups and in terms of the effect and direction of the ratios on the business groups.

According to the results, there is no significant difference between the averages in the companies included in the Corporate Governance Index. In other enterprises, only the difference in the three ratios is significant, while the effect of the time groups and the effects on time is significant in eight ratios. In addition, it is determined that the average values of other companies in the Corporate Governance Index are higher except the current ratio.

Keywords: *Corporate Governance, Financial Ratios, ANOVA, Logistic Regression.*

1. GİRİŞ

İşletmeler arasında yaşanan güçlü rekabet, finansal piyasalarda ortaya çıkan krizlerin dünyada sermaye ve para piyasalarını olumsuz etkilemesi, şirketlerin yaşadığı küresel skandallar kurumsal yönetim anlayışını çok önemli bir olgu haline getirmiştir. Yaşanan bu olumsuz gelişmelerin en önemli sebeplerinden biri özel ve kamu sektörlerinin kurumsal yönetim politikalarının zayıflığıyla birlikte; kavramın öneminin hâlâ tam olarak kavranamamış olmasından kaynaklandığı düşünülmektedir. Yatırımcılar hisseleri borsada işlem gören şirketlere yatırım yapmak istediklerinde firma performansı yanında şeffaflık uygulamalarının kalitesini de dikkate alır duruma gelmiştir. İşletmelerin şeffaf olması, paydaşlarına karşı sorumluluklarını yerine getirmede adil davranması ve yatırımcılara şirket imajının olumlu yansımaları için kurumsal yönetim ilkelerinin benimsenmesi ve sağlıklı şekilde uygulanıyor olması gerekmektedir.

Küreselleşmeyle birlikte artan rekabet koşullarında ülke ekonomilerinin gelişmesi ve büyümesine katkı sağlayacak, finansal anlamda başarılı olan ve aynı zamanda katma değer yaratan şirketlere ihtiyaç doğmaktadır. Bir şirketin finansal anlamda başarılı kılan, rekabette ayakta tutan, var olmasını sağlayan ve kârlılık oranlarını artıran en önemli faktörlerden biri iyi bir kurumsal yönetim uygulamasına sahip olması sayılmaktadır. İyi bir kurumsal yönetim uygulaması, ekonominin verimliliğini ve kalitesini artırarak ekonomik büyümeyi sağlamakta, dış kaynaklı risklere karşı ekonominin sağlamlığını artırarak, oluşabilecek krizlerin önüne geçmektedir. Bu bağlamda kurumsal yönetim, hem şirketler hem de ülkeler açısından önemli bir kavramı ifade etmektedir (Abu-Tapanjeh, 2009: 559). Özellikle son dönemlerde küresel anlamda yaşanan ekonomik krizler, muhasebe skandalları ve milyar dolarlık şirketlerin iflas etmesi gibi birçok neden kurumsal yönetim kavramına dikkat çekmektedir (Cengiz, 2013: 404).

Kurumsal yönetim ilkeleri, şirket performanslarının devamlılığının sağlanmasında ana faktör olarak kabul edilmektedir. Bu açıdan kurumsal yönetim anlayışının aynı zamanda işletmeye değer katmayı amaçlayan bir yönetim biçimi olduğu da söylenebilmektedir. Şirket değerini artırmayı sağlayan en önemli faktörlerden biri kâr olmakla birlikte bunun yanında şirketin kârlılığını etkileyen diğer tüm faktörlerin de izlenmesi, denetlenmesi ve iyi yönetilmesi de gerekmektedir. Şirketlerin, kurumsal yönetim ilke ve değerlerine uygun bir yönetime sahip olması hem kârlılıklarını artırmakta, hem de bu doğrultudaki başarılarının sürdürülebilir olmasında önemli bir rol oynamaktadır (Karamustafa, Varıcı ve Er, 2009: 105).

Kurumsal yönetim, şirket yöneticileri ve girişimcileri ile şirkete yatırım yapan pay sahipleri arasındaki ilişkileri düzenleyen, kanun, yönetmelik ve uygula-

maları içeren hem özel hem de kamusal düzenlemeler olarak tanımlanmaktadır (Oman, 2001: 13). Kurumsal yönetimin ilişkilerini yönetirken başvurduğu temel ilkeler; adillik, şeffaflık, hesap verilebilirlik ve sorumluluk ilkeleridir (Memiş ve Çetenak, 2012: 206). Bu bağlamda kurumsal yönetimin, şirket performansının etkinliğinin devamlılığını garanti altına alan en önemli unsurlardan biri olduğunu söylemek mümkün olmaktadır. Zira, kurumsal yönetim ilkelerini başarıyla uygulayan şirketler, yatırımcıların ilgi odağı olmakta, bu sayede şirketin performansında olumlu yönde bir değişim gözlenmektedir (Yıldırım, Altan ve Gemici, 2018: 133). Şirket performansının, şirketlerin amaç ve hedeflerine ulaşmak için yaptıkları faaliyetlerin sonucunda elde ettikleri, etkin, verimli ve kaliteli çıktılar olduğu göz önüne alındığında, kurumsal yönetimin şirketler için ne denli önem arz ettiği anlaşılmaktadır (Özer ve İrdem, 2018: 39).

Bu araştırmada, hisseleri BIST kurumsal yönetim endeksinde yer alan işletmelerin diğer işletmelere göre daha başarılı oldukları hipotezinin cevabı aranmaktadır. Çalışmada öncelikle kurumsal yönetim kavramı, ilkeleri ve standartlarıyla ilgili kısa bir teorik değerlendirme yapılmakta; daha sonra ise alanla ilgili literatür araştırmasına yer verilmektedir. En son olarak da söz konusu uygulamaya ait veriler ve bulgulardan elde edilen sonuçlar irdelenmektedir.

2. KURUMSAL YÖNETİM VE İLKELERİ

Yabancı literatürde "Corporate Governance" olarak kullanılan, Türkçe yazınında ise "Kurumsal Yönetim" karşılığını bulan bu kavramdan ilk olarak 1932 yılında Berle ve Means tarafından yapılan mülkiyet dağılımının yöneticiler ve pay sahipleri arasındaki ilişkinin ana hatlarını belirlediği çalışmada bahsedilmiştir (Tachiwaou, 2016: 214). 1978'de Amerika'da, 1989'da Hong Kong'da, sonrasında 1992'de İngiltere'de yapılan "Cadbury Raporu" ile birlikte bu kavram hızla yayılmış ve zaman içerisinde kurumsal yönetimle ilgili dünya çapında birçok çalışma yapılmıştır (Aguilera ve Cazurra, 2009: 2).

Kurumsal yönetim kavramının farklı yönleri ile ele alınmasına bağlı olarak çeşitli kurum ve kuruluşlarca farklı tanımların yapıldığı literatürde görülmektedir. Ekonomik İşbirliği ve Kalkınma Örgütü (OECD)'nin yapmış olduğu tanıma göre, kurumsal yönetim, bir şirketin yönetimi, yönetim kurulu, hissedarları ve diğer menfaat sahipleri arasındaki ilişkiler bütünüdür (Sakarya, Yazgan ve Yıldırım, 2017: 57). Dünya Bankası ise kurumsal yönetimi farklı açıları göz önüne alarak değerlendirmiştir. Buna göre kurumsal yönetim ilkesini kurum kültürüne yerleştirmiş şirketler diğerlerine nazaran gerek beşeri gerekse finansal sermayeyi kendi bünyesine daha etkin bir şekilde katmakta, etik ve moral değerleri göz önüne alan bir anlayış taşımaktadır. Ayrıca söz konusu şirketler, sermayedarlarının uzun vadede kazancının

arttırılması için yapısal düzenlemelerini öncelikleri arasına almaktadır. Bu bağlamda kurumsal yönetim, şirketlerin etkinliğini ve kârlılığını düzenleyen uygulamalar bütünü nü ifade etmektedir (Bayraktaroğlu ve Çelik (2015: 98).

Ayrıca kurumsal yönetim, şirketin stratejik yönünü ve performansını değerlendiren ve kontrol eden, şirket ve hissedarları arasındaki ilişkiyi ele alan bir yaklaşım olarak da tanımlanmaktadır (Luo, 2005: 2). Başka bir tanıma göre de kurumsal yönetim, şirketin yöneticileri, çalışanları ve pay sahipleri ile ilişki içinde bulunabileceği diğer kişi, kurum ve kuruluşlar ile ilişkilerini en iyi şekilde yöneterek kâr elde etmeyi ve elde ettiği kârı, pay sahipleri ve çıkar gruplarına hakları doğrultusunda eşit bir şekilde dağıtarak etkin bir yönetimi amaçlayan bir strateji olarak ifade edilmektedir (Öztürk ve Demirgüneş, 2008: 396).

Türkiye’de kurumsal yönetim uygulamaları ile ilgili ilk çalışmalar Türkiye Sanyicileri ve İş Adamları Derneđi (TÜSİAD) tarafından 2002’de yayınlanan kurumsal yönetim koduyla gündeme getirilmiştir. Kurumsal yönetim ilkelelerinin uygulanması ve yayınlanması ise 2003 yılında yine TÜSİAD tarafından kurulan Türkiye Kurumsal Yönetim Derneđi tarafından gerçekleştirilmiştir (Yenice ve Dölen, 2013: 202). Türkiye’de kurumsal yönetim anlamında etkili olan diğer bir kuruluş da Sermaye Piyasası Kurulu (SPK)’dur. SPK, 2003 yılında, OECD’nin 1999 yılında yayınladığı Kurumsal Yönetim Prensiplerini esas alarak kurumsal yönetimin ilkelerini yayınlamıştır (Oral, Polat ve Şit, 2017: 128). Bunların dışında Borsa İstanbul (BİST)’da kurumsal yönetim ilkelerini benimsemiş ve borsada bu ilkeleri uygulayan şirketler için ayrı bir endeks oluşturmuştur (Karđın, Aktaş ve Arıcı, 2015: 504).

BİST Kurumsal Yönetim (XKURY) Endeksi, hisseleri yakın izleme pazarı, c ve d listeleri hariç, diğer pazar ve listelerde işlem gören ve kurumsal yönetim ilkelerine uyum notu 10 üzerinden en az 7, her bir ana başlık için ise uyum notu 10 üzerinden en az 6,5 olan şirketlerin fiyat ile getiri performanslarının ölçülmesi amacıyla oluşturulmuştur. SPK tarafından belirlenmiş ve derecelendirme kuruluşları listesinde bulunan kuruluşlar için, şirketin tüm kurumsal yönetim ilkelerine uyumuna ilişkin yapılan değerlendirme sonucunda bu şirketlere kurumsal yönetim ilkelerine uyum notu verilmektedir. BİST Kurumsal Yönetim Endeksi 31.08.2007 tarihinden itibaren hesaplanmaya başlamıştır (BİST, 2018).

2000’li yılların başında ABD başta olmak üzere diğer birçok ülkede yaşanan muhasebe skandalları ve şirket iflasları (Enron, Worldcom, Parmalat, Vivendi gibi), şirketlerin kurumsal yönetim uygulama ve esaslarını gözden geçirerek değiştirmesi gerektiğini adeta zorunlu kılmıştır. Bu doğrultuda, daha etkin bir kurumsal yönetim oluşturulması amacıyla, 2002 yılında Sarbanes-Oxley

Yasası (SOX) olarak bilinen "Halka Açık Şirketler Muhasebe Reformu ve Yatırımcıyı Koruma Yasası" kabul edilmiştir (Başkan ve Vardar, 2018: 584).

Dünya çapında yaşanan ekonomik krizler, şirket skandalları ve iflaslar yatırımcıların şirketlere olan güvenini azaltmıştır. Bu açıdan şirketler için iyi bir yönetim uygulamasının gerekliliği aynı zamanda kurumsal yönetim düzenleme ve uygulamalarının şirketler için vazgeçilmez önemini ortaya çıkarmıştır (Erdoğan ve Öztürk, 2016: 710).

Kurumsal yönetim uygulamalarında başarı ve etkinlik sağlanması için kurumsal yönetimin ana unsurları veya ilkeleri olan eşitlik, şeffaflık, hesap verilebilirlik ve sorumluluk doğrultusunda, ortakların eşit ve adil muamele görmesi, kamuya sunulacak bilgilerin şeffaf olması, hakların korunması ve yönetim kurulunun sorumluluk bilinci içinde davranması gerekmektedir (Bayraktaroğlu ve Çelik, 2015: 98).

Bu doğrultuda, kurumsal yönetimin temelini oluşturan dört temel ilke şunlardır:

- **Adillik:** Pay sahipleri ilkesi olarak da adlandırılan adillik ilkesi, şirket yönetiminin tüm faaliyetlerinde, azınlık ve yabancı pay sahipleri de dâhil olmak üzere tüm şirket ortaklarına eşit davranılması ve bu doğrultuda yaşanabilecek çıkar çatışmalarının önüne geçilmesini ifade etmektedir (Başkan, 2018: 587).
- **Şeffaflık:** Kamuyu aydınlatma olarak da ifade edilen şeffaflık ilkesi, şirkete ait bilgilerin halka açık işlem yapan şirketler dışındakilere de erişebilirlik olarak tanımlanmaktadır (Bushman, Piotroski ve Smith, 2004: 208). Kamuyu aydınlatmak adına sunulan bilgilerin, açık, anlaşılır, güvenilir, yorumlanabilir olması ve bu bilgilere kolay ve düşük maliyetle ulaşılması son derece önemlidir. Ancak şeffaflık, şirketle ilgili her türlü bilgiye ulaşılacağı anlamına gelmemektedir. Şirketlerin rekabet güçlerini koruyabilmeleri adına bazı bilgilerini açıklamamaları şeffaflıkla çelişmemektedir. Çünkü bu bilgiler şirketin ticari sırrı olarak kabul edilmektedir (Kılıcı, 2017: 50).
- **Hesap Verilebilirlik:** Hesap verilebilirlik ilkesi, şirketin tepe yöneticilerinin, şirketin ortakları ve paydaşları adına aldıkları kararlar ve yaptıkları uygulamalardan sorumlu tutulmasıdır. Hesap verilebilirlik ilkesiyle, gücün kötüye kullanımı, yetki aşımı ve yöneticilerin kendi çıkarlarını şirketin çıkarları önünde tutma eğilimlerinin önüne geçilmeye çalışılmıştır (Kargın vd., 2015: 505).

- **Sorumluluk:** Sorumluluk ilkesi, şirket yönetiminin anonim şirket adına yaptığı tüm faaliyetlerin, mevzuat, ana sözleşme ve şirket içi düzenlemelere uygunluğunu ve denetlenmesini ifade etmektedir (Arı ve Bayram, 2017: 540).

3. LİTERATÜR TARAMASI

Şirketlerin performanslarını etkilediği düşünülen ve günümüzde gittikçe önem kazanmaya başlayan kurumsal yönetim kavramı ile şirketlerin performanslarını değerlendirmeye yönelik dünya çapında olduğu gibi ülkemizde de pek çok çalışma yapılmıştır. Bu çalışmalardan bazılarında aşağıda yer verilmiştir.

Black (2001), Rus şirketlerinin kurumsal yönetim davranışı ve piyasa değeri üzerine yapmış olduğu çalışmada, 21 Rus şirketine ait 1999 verilerini kullanarak, şirketlerin kurumsal yönetim davranışlarının piyasa değerini etkilediğini öne sürmüştür. Ancak çalışma sonucunda, kurumsal yönetim davranışlarının piyasa değeri üzerindeki etkisinin çok düşük olduğu sonucuna ulaşmıştır.

Chung, Wright ve Kedia (2003), yapmış oldukları çalışmada, şirketlerin kurumsal yönetim yapısının, sermaye ve Araştırma ve Geliştirme (Ar-Ge) yatırımlarının piyasa değerini nasıl etkilediğini incelemeye çalışmışlardır. Bu doğrultuda, şirketin sermaye ve Ar-Ge yatırımlarının piyasa değerinin, şirketi izleyen güvenlik analistleri ve dış denetim yöneticileri tarafından etkilendiğini belirtmişlerdir. Ortaya çıkan sonuçlara göre, yüksek oranda dış denetim yöneticisi olan şirketlerin ya da çok sayıda güvenlik analisti tarafından takip edilen şirket değeri ile hem sermaye hem de Ar-Ge yatırımları arasında anlamlı ve pozitif bir ilişki olduğu saptanmıştır. Buna karşılık şirket değeri ile bu yatırımlar arasındaki ilişkinin, daha az analistleri veya düşük oranda dış yöneticileri olan şirketler için önemsiz olduğu tespit edilmiştir.

Klapper ve Love (2004), gelişmekte olan ülkelerdeki 14 şirket üzerinde yapmış oldukları çalışmada, kurumsal yönetim, yatırımcı koruması ve gelişmekte olan piyasalardaki şirket performansı arasındaki ilişkiyi incelemeye çalışmışlardır. Bu doğrultuda daha iyi kurumsal yönetimin, daha iyi şirket performansı ve piyasa değerlemesi ile yüksek oranda ilişkili olduğu ve ayrıca şirket düzeyinde kurumsal yönetim hükümlerinin, zayıf yasal ortamlara sahip olan ülkelerde daha fazla önem taşıdığı sonucuna ulaşmışlardır.

Zelenyuk ve Zheka (2006), kurumsal yönetim ile şirketlerin verimliliği arasındaki ilişkiyi ölçmeye yönelik yapmış oldukları çalışmada, kurumsal yönetimin kalitesi ile şirketlerin göreceli etkinlik düzeyleri arasında pozitif bir

ilişki olduğu sonucuna ulaşmışlardır. Aynı zamanda Ukrayna'da yapmış oldukları bu çalışmayla, kurumsal yönetim ile şirketlerin verimliliği arasındaki pozitif ilişkinin sadece gelişmiş ülkeler için değil, aynı zamanda gelişmekte olan ülkeler için de geçerli olduğunu ortaya koymuşlardır.

Basu vd. (2007), Japonya'da 1992-1996 yılları arasında faaliyet gösteren 174 büyük şirketin kurumsal yönetimi, üst düzey yöneticileri ile şirket performansı arasındaki ilişkileri ölçmeye çalışmışlardır. Bu doğrultuda, kurumsal yönetim mekanizmalarını ölçmek için yönetim mülkiyetini ve sahiplik mekanizmalarını, Keiretsu (Japonya'da birçok şirketin bir araya gelerek oluşturduğu grup) bağlantısını, dış direktörlerin varlığını ve yönetim kurulu boyutunu kullanmışlardır.

Bhagat ve Bolton (2008), kurumsal yönetim ile şirket performansı arasındaki ilişkiyi ölçmeye yönelik yapmış oldukları çalışmada, kurumsal yönetim, kurumsal performans, kurumsal sermaye yapısı ve kurumsal mülkiyet yapısı arasındaki ilişkilerin içselliğini göz önünde bulundurarak, Kurumsal yönetim nasıl ölçülür? Kurumsal yönetim ve performans arasındaki ilişki nedir? sorularına yanıt bulmaya çalışmışlardır.

Lin, Ma ve Su (2009), 1999 ve 2002 yılları arasında Çin'deki 461 halka açık imalat şirketinin verilerini kullanarak, kurumsal yönetim uygulamalarının şirketlerin üretkenliğini nasıl ve ne ölçüde etkilediğini araştırmak için iki aşamalı Veri Zarfı Analizi Yöntemini kullanmışlardır. Analiz sonuçlarında, siyasi müdahalelerin şirket verimliliğini azalttığına dair güçlü kanıtlara ulaşmışlardır.

Karamustafa, Varıcı ve Er (2009), BIST Kurumsal Yönetim Endeksinde işlem gören 8 firmanın endeks kapsamına girmeden önceki 5 çeyrek dönem ve Kurumsal Yönetim Endeksine girdikten sonraki 2 çeyrek dönemini sekiz ayrı finansal oran kullanarak kıyaslamışlardır. Çalışmanın temel amacı önceki 5 çeyrek ile sonraki 2 çeyreğe ait bu oranların ortalamaları arasında anlamlı bir farklılık olup olmadığını bağımsız iki örneklem T-Testi ile tespit etmektir. Araştırma sonucunda, işletmelerin Aktif Devir Hızı, Aktif Kârlılığı ve Özsermaye Kârlılığı oranlarında endeks kapsamına girmeden önce ve girdikten sonraki ortalamaları arasındaki farkın anlamlı olduğu tespit edilmiştir.

Yenice ve Dölen (2013), yapmış oldukları çalışmada, İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nda işlem gören ve Kurumsal Yönetim Endeksinde yer alan şirketlerin kurumsal yönetim ilkelerine uyumunun şirket değeri üzerindeki etkisini ölçmeyi amaçlamışlardır. Bu doğrultuda, şirketlerin 2007-2011 yılları arasındaki kurumsal yönetim derecelendirme notlarını belirleyerek, şir-

ketlerin borsa değerlerinin bundan ne ölçüde etkilendiğini tespit etmeye çalışmışlardır. Çalışma sonucunda, kurumsal yönetim ilkelerine uyum gösteren şirketlerin borsa değerlerinde artış olduğu ortaya çıkmıştır.

Dian (2014), 1997-2007 yılları arasında Çin'deki 676 şirketin üst düzey yöneticileri, fon yöneticileri ve menkul kıymet analistleri ile yaptığı derinlemesine görüşmelere dayanan çalışmasında, kurumsal yönetim ile şirket performansı arasındaki ilişkiyi Panel Veri Analiz Yöntemiyle sosyolojik açıdan analiz etmeye çalışmıştır.

Bayraktaroğlu ve Çelik (2015), çalışmalarında, Türkiye Sermaye Piyasalarında kurumsal yönetim uygulamalarının BIST istikrarı üzerinde etkinliğe sahip olup olmadığını ortaya koymak için BIST 100 ve BIST 30 Endeksleri kullanmışlardır. Çalışmada 31.08.2007-27.05.2014 tarihleri arasındaki 1. ve 2. seans günlük veriler temel alınarak analizlerde Volatilite (Oynaklık) Modelleri kullanılmıştır. Kurulan GARCH modellerinde elde edilen sonuçlara göre, BIST-100 Endeksi ve BIST-30 Endeksi için kurumsal yönetim uygulamalarının getiri volatilitesi üzerinde negatif yönlü bir etkiye sahip olduğu ortaya çıkmıştır.

Tachiwou (2016), Batı Afrika Para Birliği'nde (WAMU) listelenen 39 şirkete ait verileri kullanarak kurumsal yönetim mekanizmalarının finansal performans üzerindeki etkisini incelediği çalışmasında, mevcut literatürden de yararlanarak dört kurumsal yönetim değişkeni belirlemiştir. Bunlar; yönetim kurulu üyesi, kurul büyüklüğü, icra kurulu başkanı ya da genel müdür (Chief Executive Officer-CEO) statüsü ve sahip olunan mülkiyet yoğunluğudur. Kurumsal yönetim ve şirket performansı arasındaki ilişkiyi analiz etmek için olağan En Küçük Karesel Regresyon Analizini kullanmış ve çalışma sonucunda, yönetim kurulu üyesi ve yönetim kurulu büyüklüğü ile şirket performansı arasında pozitif ve anlamlı bir ilişki olduğu sonucuna ulaşmıştır.

Aydın (2017), kurumsal yönetim ve şirket performansı arasındaki ilişkiyi ölçmeye yönelik yapmış olduğu çalışmada, BIST Kurumsal Yönetim Endeksine kayıtlı, 2011-2015 yılları arasında kurumsal yönetim skoru almış 24 şirketin yönetim politikalarını etkileyen faktörleri Panel Regresyon Yöntemi ile analiz etmiştir. Finansal performans ölçütleri olarak, Cari Oran, Özsermaye Kârlılığı Oranı, Aktif Kârlılık Oranı, Toplam Borç/Özsermaye Oranı ve Özsermaye Büyüme Oranlarını kullanmıştır. Analiz sonucunda bu oranlardan sadece cari oran ile kurumsal yönetim arasında negatif, diğer oranlar ile de pozitif bir ilişki olduğu sonucuna ulaşmıştır.

Ayrıçay ve Eser (2017), yapmış oldukları çalışmada, 2008-2010 yılları arasında BIST Kurumsal Yönetim Endeksinde yer alan 20 şirketin sermaye yapısı

ile kurumsal yönetimi arasındaki ilişkiyi Panel Veri Analizi Yöntemini kullanarak incelemişlerdir. Bu doğrultuda çalışmada sermaye yapısı ve kurumsal yönetim karakteristikleri olarak, Kaldıraç Oranı, Aktif Kârlılık Oranı, Büyüme Oranı, yönetim kurulu üye sayısı, bağımsız üye sayısı ve büyüme oranı gibi değişkenler kullanılmıştır. Analiz sonucunda bu değişkenlerden, Aktif Kârlılık Oranı ile Kaldıraç Oranı arasında pozitif, yönetim kurulu üye sayısındaki artış ile Kaldıraç Oranı arasında pozitif, bağımsız üye sayısı ile Kaldıraç Oranı arasında ise negatif yönlü bir ilişki olduğu ortaya çıkmıştır.

Sakarya, Yazgan ve Yıldırım (2017), kurumsal yönetim derecelendirilmesinin hisse senedi performansına etkisini ölçmek için yaptıkları çalışmada, 2011-2015 yılları arasında hisse senedi Borsa İstanbul'da işlem gören ve Kurumsal Yönetim Endeksinde yer alan 58 şirkete ait bilgileri olay çalışması yöntemi ile incelemişlerdir. Çalışma sonucunda hisse senedi getirileri ile kurumsal yönetim derecelendirme notu arasında anlamlı bir ilişki olmadığı sonucuna ulaşmışlardır.

Şekeroğlu ve Acar (2017), Borsa İstanbul'a kote olan ve Kurumsal Yönetim Endeksinde yer alan ve almayan şirketlerde kurumsal yönetimin teknik etkinlik üzerindeki etkisini tespit etmeye çalışmışlardır. Çalışmada yer alan şirketlerin 2009-2016 yılları arasındaki teknik etkinlik değerlerinin ölçümünde analiz yöntemi olarak Veri Zarflama Yöntemi kullanılmıştır. Analiz sonuçlarına göre Kurumsal Yönetim Endeksinde yer alan şirketlerin teknik etkinliğe ulaşmada Kurumsal Yönetim Endeksinde yer almayan şirketlere göre daha olumlu bir etkiye sahip olduğu ortaya çıkmıştır.

Tükenmez, Gençyürek ve Karakelleoğlu (2017), yapmış oldukları çalışmada, kurumsal yönetim derecelendirme notlarının şirketlerin finansal performansı üzerindeki etkisini ölçmeye çalışmışlardır. Bunun için Borsa İstanbul Kurumsal Yönetim Endeksi'nde yer alan mali sektör şirketleri hariç toplam 15 şirketin 2009-2014 dönemine ait finansal performans oranları (Aktif Kârlılık ve Tobin Q) ve kurumsal yönetim derecelendirme puanları (pay sahipleri, menfaat sahipleri, kamuyu aydınlatma ve şeffaflık, yönetim kurulu) alınmıştır. Bu değişkenler arasındaki ilişki Panel Veri Analizi Yöntemi kullanarak analiz edilmiştir. Analiz sonucunda, kamuyu aydınlatma ve şeffaflık ile Aktif Kârlılık Oranı ve Tobin Q değişkeni arasında anlamlı ancak negatif yönlü bir ilişki, pay sahipleri ve menfaat sahipleri oranları ile Tobin Q arasında ise pozitif yönlü bir ilişki olduğu tespit edilmiştir.

Başkan ve Vardar (2018), kurumsal yönetim ile şirket performansı arasındaki ilişkiyi ölçmeye yönelik yapmış oldukları çalışmada, Borsa İstanbul'da işlem gören halka açık sigorta şirketlerinin 2008-2016 dönemine ait finansal tablo kalemlerinden alınan Kârlılık Oranları (Aktif Kârlılık Oranı, Özsermaye Kâr-

lılık Oranı ve Kâr Marjı) ile kurumsal yönetim uygulaması (yönetim kurulu büyüklüğü, icra kurul başkanı, en büyük hissedar, bağımsız yönetim kurulu üyesi, şirket aktif büyüklüğü) arasındaki ilişkiyi Havuzlandırılmış Regresyon Modelini kullanarak analiz etmişlerdir. Analiz sonucunda, kurumsal yönetim uygulamalarından yönetim kurulundaki üye sayısı ile aktif kârlılık ve kâr marjı arasında olumlu bir ilişki tespit edilirken, kurumsal yönetim uygulamalarındaki değişkenler ile özsermaye kârlılığı arasında ise herhangi bir ilişkiye rastlanmamıştır.

Igbal, Nawaz ve Ehsan (2018), yapmış oldukları çalışmada, 2007-2011 yılları arasında 18 Asya ülkesinde yer alan 173 mikro finans kurumunun (Micro Financial Institutions-MFI) kurumsal yönetim ile finansal performansları arasındaki ilişkiyi analiz etmeye çalışmışlardır. Analiz sonucunda, MFI'ların kârlılık ve sürdürülebilirliğinin iyi yönetim uygulamaları ile geliştiğini ve daha kârlı ve sürdürülebilir MFI'ların daha iyi yönetim sistemlerine sahip oldukları ortaya çıkmıştır.

Yıldırım, Altan ve Gemici (2018), Borsa İstanbul'da işlem gören gıda ve içecek işletmelerinin kurumsal yönetim ile finansal performansları arasındaki ilişkiyi incelemeye çalışmışlardır. Bu doğrultuda Borsa İstanbul Kurumsal Yönetim Endeksinde yer alan 5 adet gıda ve içecek şirketinin 2013-2016 yılları arasındaki finansal performansları ile kurumsal yönetim notları arasındaki ilişkiyi Entropi Ağırlıklandırılmış Çok Kriterli Karar Verme Yöntemlerinden biri olan TOPSIS (Techniquefor Order Preferenceby Similarityto Ideal Solutions) Yöntemi ile analiz etmişlerdir. Sonuç olarak kurumsal yönetim notları ile finansal performansı değerlendirmede kullanılan oranlar arasında anlamlı bir ilişkinin olmadığı ortaya çıkmıştır.

Görüldüğü gibi literatürde kurumsal yönetim ile şirket performanslarını farklı açılardan ilişkilendiren çok sayıda çalışma bulunmaktadır. Söz konusu çalışmanın diğer çalışmalardan farkı ve katma değeri Kurumsal Yönetim Endeksinde yer alan ve almayan şirketleri kapsamı, hesaplanan finansal rasyoların ve yapılan analizlerin daha geniş kapsamda olması; bu yönüyle iki grup arasında kıyaslanabilir çok daha farklı özellikler ortaya çıkarmasıdır.

4. ÇALIŞMANIN AMACI VE YÖNTEMİ

Bu çalışmanın veri seti BIST Kurumsal Yönetim Endeksinde yer alan işletmeler ile bu endekste yer almayan işletmelere aittir. Bu veri seti Finnet firmasına ait olan Hisse Expert Programıyla Microsoft Office Excel ortamına indirilmiştir. Daha sonra bu veriler düzenlenerek istatistik programları aracılığıyla analizler yapılmıştır. Şirketlere ait veri seti 2012-2018 dönemine aittir. 2012'den 2017'ye kadar olan veriler dördüncü çeyrek, 2018 yılına ait veriler ise üçüncü çeyrek verilerdir.

Veri seti oluşturulurken öncelikle BIST Kurumsal Endeksinde yer alan şirketler tespit edilmiş, daha sonra bu şirketler BIST Ulusal Tüm Endeksinde yer alan şirketlerin listesinden çıkarılmıştır. Çalışmanın yapıldığı tarihte Kurumsal Endekste 48, Ulusal Tüm Endekste ise 323 işletmenin faaliyet gösterdiği tespit edilmiştir. Ulusal Tüm Endeksten Kurumsal Endekse ait 48 işletme çıkarıldığında geriye 275 işletme kalmaktadır. Fakat inceleme döneminde verileri sürekli olmayan veya veri setinin dağılımı bozan işletmeler çıkarıldığında Kurumsal Endekste 39, Ulusal Tüm Endekste ise 159 işletme kalmıştır. Çalışma kapsamında yer alan 198 işletmeye ait veri seti toplamda 19.404 gözlemden oluşmaktadır. Bu gözlemlerin 3822'si Kurumsal Yönetim Endeksi, 15.582 gözlem ise Ulusal Tüm Endeksinde yer alan diğer işletmelere aittir.

Şirketlerin 2012-2018 dönemine ait finansal durumlarını analiz etmek için likidite, etkinlik, kârlılık ve piyasa ölçümlerinden yararlanılmıştır. Çalışmada yer alan finansal oranların hesaplanması, analizlerde bu oranlara ait kısaltmalar, içinde yer aldıkları ölçümler ve bu oranlara ait açıklamalar Çizelge 1'de yer almaktadır.

Çizelge 1. Finansal Oranlar (Rasyolar)

Kısaltma	Oran Hesaplanması	Ölçümler	Açıklama
CAO	Dönen Varlıklar/Kısa Vadeli Yabancı Kaynaklar	Likidite	Cari Oran
ATO	(Dönen Varlıklar-Stoklar)/Kısa Vadeli Yabancı Kaynaklar		Asit-Test Oranı
STDHZ	Net Satışlar /Stoklar	Etkinlik	Stok Devir Hızı
ALDHZ	Net Satışlar /Toplam Alacaklar		Alacak Devir Hızı
DDHZ	Net Satışlar /Duran Varlıklar		Duran Varlık Devir Hızı
EFKM	Esas Faaliyet Kârı/Net Satışlar	Kârlılık	Esas Faaliyet Kâr Marjı
DÖNVK	Net Kâr/Dönen Varlıklar		Dönen Varlık Kârlılığı
NKM	Net Kâr/Net Satışlar		Net Kâr Marjı
ÖZK	Net Kâr/Özkaynaklar		Özsermaye Kârlılığı
AKTFK	Net Kâr/Aktifler		Aktif Kârlılığı
HBK	Dönem Sonu Net Kâr/Toplam Hisse Sayı		Hisse Başına Kâr
FKO	Hisse Kapanış/Hisse Başına Kâr	Piyasa	Fiyat-Kazanç Oranı
PDDO	Dolaşımdaki Toplam Hisse Sayısı x Hisse Kapanış Fiyatı/ Özsermaye		Piyasa Değeri- Defter Değeri Oranı

Kurumsal Yönetim Endeksinde yer alan ve yer almayan diğer işletmelerin 2012-2018 yılları arasında 7 döneme ait, Toplam Gözlem (N), Ortalama, Medyan, Standart Sapma (SS) ve Standart Hata (SH) değerleri Çizelge 2'de

sunulmuştur. Aşağıda yer alan çizelgelerde Kurumsal Yönetim Endeksinde yer alan şirketler (KY), yer almayanlar ise diğer olarak tanımlanmıştır. Çizelge 1’de yer alan oranlara ait tanımlayıcı istatistikler Çizelge 2’de verilmiştir.

Çizelge 2. Tanımlayıcı İstatistikler

Panel 1: Hesaplanan Finansal Oranlar						
		N	Ortalama	Medyan	SS	SH
CAO	KY	273	1,5126	1,2667	1,4264	0,0863
	Diğer	1113	2,3038	1,4509	4,1432	0,1242
ATO	KY	273	1,9980	1,2008	2,2914	0,1387
	Diğer	1113	1,7287	1,2638	2,4351	0,0730
STDHZ	KY	273	10,0002	5,7662	14,6621	0,8874
	Diğer	1113	6,2363	4,4860	7,0814	0,2123
ALDHZ	KY	273	13,4733	5,5884	34,9166	2,1132
	Diğer	1113	5,5813	3,9655	7,1115	0,2132
DDHZ	KY	273	1,9035	1,6757	1,5472	0,0936
	Diğer	1113	1,8297	1,5578	2,3947	0,0718
EFKM	KY	273	13,9321	7,1730	22,7668	1,3779
	Diğer	1113	9,9993	7,2015	15,9448	0,4779
DÖNVK	KY	273	12,7314	11,2260	21,7550	1,3167
	Diğer	1113	9,4051	7,9160	18,3602	0,5503
NKM	KY	273	13,1301	7,7319	22,0984	1,3375
	Diğer	1113	8,3979	5,5820	20,4441	0,6128
ÖZK	Ky	273	11,7103	13,1227	23,8509	1,4435
	Diğer	1113	10,6557	10,6545	17,1542	0,5142
AKTFK	Ky	273	5,1435	3,8556	8,2020	0,4964
	Diğer	1113	4,8349	3,6739	7,9888	0,2395
HBK	Ky	273	0,9347	0,4300	1,9579	0,1185
	Diğer	1113	0,6106	0,2100	2,3464	0,0703
FKO	Ky	273	9,0604	8,2100	33,9507	2,0548
	Diğer	1113	7,0381	6,3300	20,2291	6,2116
PDDO	Ky	273	2,0379	1,2132	2,2485	0,1361
	Diğer	1113	1,8227	1,2488	2,2702	0,0680

Çizelge 2’de elde edilen finansal oranlar incelendiğinde, likidite ölçümünde Cari Oran (CAO) hariç diğer finansal oranlarda Kurumsal Yönetim Endeksinde (KY) yer alan şirketlerin diğer şirketlerin ortalamalarından fazla olduğu ortaya çıkmıştır. Bu sonuca göre Kurumsal Yönetim Endeksinde yer alan iş-

İşletmelerin diğer işletmelere göre daha likit, daha etkin, daha kârlı ve piyasaya ölçümlerinde daha başarılı olduğu gözlemlenmiştir.

5. BULGULAR

Çalışmada öncelikle Kurumsal Yönetim İşletmeleri ile diğer işletmelerin dönemler itibarıyla finansal rasyoların ortalamaları arasında anlamlı bir fark olup olmadığını tespit etmek için ANOVA testleri kullanılmıştır. Kurumsal yönetim işletmelerine ait test sonuçları Çizelge 3'te, diğer işletmelere ait test sonuçları ise Çizelge 4'te yer almaktadır. Aşağıda yer alan Çizelge 3, Çizelge 4 ve Çizelge 5'te yer alan istatistiksel analiz testleri SPSS Paket Programı, Çizelge 6'da yer alan test sonuçları ise JASP Paket Programı kullanılarak elde edilmiştir.

5.1. Kurumsal Yönetim Endeksi İşletmeleri (2012-2018 Dönemi)

Kurumsal Yönetim Endeksinde yer alan işletmelerin dönemler itibarıyla finansal oranlarının ortalamaları arasındaki farkın anlamlı olup olmadığını tespit etmek için % 5 anlamlılık düzeyinde Tek Yönlü ANOVA Testine tabi tutulmuş ve ortaya çıkan sonuçlar Çizelge 3'te sunulmuştur.

Hipotezler şu şekilde kurulmuştur:

H_0 = Kurumsal Yönetim Endeksinde yer alan işletmelerin finansal rasyoları arasında dönemsel olarak anlamlı bir fark vardır.

H_1 = Kurumsal Yönetim Endeksinde yer alan işletmelerin finansal rasyoları arasında dönemsel olarak anlamlı bir fark yoktur.

Çizelge 3. Kurumsal Yönetim Endeksindeki İşletmelerin Finansal Rasyoları Arasındaki Dönemsel Farklar

Panel 1: Tek Yönlü ANOVA					
Rasyo	Ortalama	SS	SH	F	P
CAO	1,5126	1,4264	0,0863	0,7708	0,5935
ATO	1,9980	2,2914	0,1387	0,4371	0,8538
STDHZ	10,0002	14,6621	0,8874	0,1178	0,9942
ALDHZ	13,4733	34,9166	2,1132	0,7736	0,5912
DDHZ	1,9035	1,5472	0,0936	0,2346	0,9650
EFKM	13,9321	22,7668	1,3779	0,1168	0,9944
DÖNVK	12,7314	21,7550	1,3167	2,0431	0,0603
NKM	13,1301	22,0984	1,3375	1,5389	0,1656
ÖZK	11,7103	23,8509	1,4435	1,7003	0,1211
AKTFK	5,1435	8,2020	0,4964	0,6329	0,7039

HBK	0,9347	1,9579	0,1185	1,0845	0,3720
FKO	9,0604	33,9507	2,0548	0,4256	0,8616
PDDO	2,0379	2,2485	0,1361	0,5346	0,7818
Panel 2: Çok Değişkenli ANOVA					
MANOVA				0,9514	0,5992

Çizelge 3'te işletmelerin finansal rasyoları arasında dönemler itibariyle anlamlı bir fark olup olmadığını gösteren F istatistiğine ait p (Probability) değeri görülmektedir. Çizelge yer alan p değeri bütün finansal oranlarda 0,05'ten büyük çıkmıştır. Dolayısıyla dönemler itibariyle rasyoların ortalamaları arasındaki farkın istatistiksel olarak anlamlı olmadığı tespit edilmiştir. Bu sonuçtan dolayı H_0 kabul, H_1 ret edilmiştir. Bütün rasyolar bağımlı değişken alındığında elde edilen MANOVA test sonuçları da anlamlı bulunmamıştır ($F=0,9514$, $P=0,5992$).

5.2. Diğer İşletmeler (2012-2018 Dönemi)

Hipotezler şu şekilde kurulmuştur:

H_0 = Kurumsal Yönetim Endeksinde yer almayan işletmelerin finansal rasyoları arasında dönemsel olarak anlamlı bir fark yoktur.

H_1 = Kurumsal Yönetim Endeksinde yer almayan işletmelerin finansal rasyoları arasında dönemsel olarak anlamlı bir fark vardır.

Çizelge 4. Diğer İşletmelerin Finansal Rasyoları Arasındaki Dönemsel Farklar

Panel 1: Tek Yönlü ANOVA					
Rasyo	Ortalama	SS	SH	F	P
CAO	2,3038	4,1432	0,1242	0,9186	0,4805
ATO	1,7287	2,4351	0,0730	3,0281***	0,0061
STDHZ	6,2363	7,0814	0,2123	0,3696	0,8985
ALDHZ	5,5813	7,1115	0,2132	0,2015	0,9764
DDHZ	1,8297	2,3947	0,0718	0,4374	0,8541
EFKM	9,9993	15,9448	0,4779	2,8779***	0,0087
DÖNVK	9,4051	18,3602	0,5503	1,0735	0,3764
NKM	8,3979	20,4441	0,6128	0,3914	0,8849
ÖZK	10,6557	17,1542	0,5142	1,4853	0,1797
AKTFK	4,8349	7,9888	0,2395	0,9799	0,4374
HBK	0,6106	2,3464	0,0703	0,7517	0,6081
FKO	7,0381	20,2291	6,2116	0,5871	0,7408
PDDO	1,8227	2,2702	0,0680	2,8211***	0,0099

Panel 2: Çok Değişkenli ANOVA

MANOVA	1,5405***	0,0017
--------	-----------	--------

***, **, * p değerlerinin %1, %5 ve %10 düzeyinde anlamlı olduğunu göstermektedir.

Kurumsal Yönetim Endeksinde yer almayan diğer işletmelerin dönemler itibariyle finansal rasyolarının ortalamaları arasında farkın anlamlılığını test etmek için yapılan tek yönlü ANOVA Analizi sonuçlarının yer aldığı Çizelge 4'teki F istatistiğinin anlamlılığını temsil eden p değeri 0,05'ten küçük ise fark anlamlı, 0,05'ten büyük ise fark anlamlı değildir. Çizelge 4'te yer alan p değerleri incelendiğinde şirketlerin Asit-Test Oranında (ATO) 2014-2018 döneminde (F=3,028, P=,0061), Esas Faaliyet Kâr Marjında (EFKM) 2018 ile 2012 ve 2013 dönemlerinde (F=2,8779, P=,0087), Piyasa Değeri-Defter Değeri Oranında (PDDO) ise 2017-2013 dönemlerinde (F=2,8211, P=,0,0099), ortalamaları arasındaki fark istatistiksel olarak anlamlı, diğer dönemlerde ise fark anlamlı bulunmamıştır. Asit-Test Oranı (ATO), Esas Faaliyet Kâr Marjı (EFKM) ve Piyasa Değeri-Defter Değeri Oranı (PDDO) için H_0 ret, H_1 kabul edilirken, diğer rasyolar için ise H_0 kabul, H_1 ret edilmiştir. Bütün rasyoların bağımlı değişken alındığı MANOVA test sonuçları da anlamlılığı doğrulamaktadır (F=1,5405, P=0,0017).

5.3. Kurumsal Yönetim Endeksi İşletmeleri İle Diğer İşletmeler (2012-2018 Dönemi)

Bu bölümde işletmelerin Kurumsal Yönetim Endeksinde olma (KY) veya olmama (Diğer) ile zaman (2012-2018) bağımsız değişkeninin bağımlı değişken olan finansal rasyoların ortalamaları arasındaki fark üzerindeki etkisini ayrı ayrı incelemek için İki Yönlü ANOVA Testi, bu bağımsız değişkenlerin bağımlı değişken olarak alınan bütün finansal rasyolar üzerindeki etkisini incelemek için İki Yönlü MANOVA Testi kullanılmıştır. Analizlerden elde edilen sonuçlar Çizelge 5'te verilmiştir.

Bu testin hipotezleri şu şekilde kurulmuştur:

H_0 = Kurumsal Yönetim Endeksinde yer alan ve almayan işletmelerde zaman faktörünün finansal rasyolar üzerindeki etkisi anlamsızdır.

H_1 = Kurumsal Yönetim Endeksinde yer alan ve almayan işletmelerde zaman faktörünün finansal rasyolar üzerindeki etkisi anlamlıdır.

Çizelge. 5. Kurumsal Yönetim Endeksi İşletmeleri İle Diğer İşletmelerin Finansal Rasyolarında ANOVA Analizi

Panel 1: İki Yönlü ANOVA				
Rasyo	Ortalama ve Standart Sapma		F	P
	KY	Diğer		
CAO	1,513 (1,426)	2,304 (4,143)	9,636***	0,002
ATO	1,998 (2,291)	1,729 (2,435)	2,760	0,097
STDHZ	10,000 (14,662)	6,236 (7,081)	37,388***	0,000
ALDHZ	13,473 (34,917)	5,581 (7,111)	49,028***	0,000
DDHZ	1,904 (1,547)	1,830 (2,395)	0,234	0,629
EFKM	13,932 (22,767)	9,999 (15,945)	11,103***	0,001
DÖNVK	12,731 (21,755)	9,405 (18,360)	6,713***	0,010
NKM	13,130 (22,098)	8,398 (20,444)	11,375***	0,001
ÖZK	11,710 (23,851)	10,656 (17,154)	0,706	0,401
AKTFK	5,143 (8,202)	4,835 (7,989)	0,323	0,570
HBK	0,935 (1,958)	0,611 (2,346)	4,439**	0,035
FKO	9,060 (33,951)	7,038 (20,229)	0,026	0,873
PDDO	2,038 (2,248)	1,823 (2,270)	1,990	0,159
Panel 2: İki Yönlü MANOVA				
MANOVA			11,401***	0,000

***, **, * p değerlerinin %1, %5 ve %10 düzeyinde anlamlı olduğunu göstermektedir.
Parantez içindeki ifadeler ise Standart Sapma (SS) değerleridir.

Yukarıda yer alan Çizelge 5'te, Çizelge 1'de açıklanan oranlar kullanarak Kurumsal Yönetim Endeksinde olan ve olmayan firma alt örnekleri arasında her bir finansal oran için farkların anlamlılık sonuçlarına ait ANOVA test istatistikleri Panel 1'de, finansal oranlar bağımlı değişken olarak modele bir bütün olarak dâhil edildiğinde elde edilen MANOVA test istatistiklerine ait F ve p değerleri Panel 2'de sunulmuştur.

Çizelge 5'teki Panel 1'de, çalışmanın örneğini oluşturan firma alt örnekleri arasında 2012-2018 yılına gelindiğinde tüm finansal oranlarda tek değişkenli düzeyde önemli bir fark olmadığı gözlenmiştir. Sadece Cari Oran (CAO) rasyosunda Kurumsal Yönetim Endeksinde olmayan işletmelere doğru anlamlı ($p < 0,05$) bir farklılık varken, Stok Devir Hızı (STDHZ), Alacak Devir Hızı (ALDHZ), Esas Faaliyet Kâr Marjı (EFKM), Dönen Varlık Kârlılığı (DÖNVK), Hisse Başına Kâr (HBK) ve Net Kâr Marjında (NKM) ise Kurumsal Yönetim Endeksinde yer alan işletmelere doğru anlamlı ($p < 0,05$) bir farklılık olduğu tespit edilmiştir. Bu bağlamda H_0 hipotezi ret edilirken, H_1 hipotezi kabul edilmiştir.

Çizelge 5'teki Panel 2'de yer alan MANOVA Analizinin F istatistiğine ait p değeri 0,05'ten küçük olduğundan dolayı kurumsal yönetim endeksinde yer alan ve almayan işletme alt gruplarına ait finansal rasyoların ortalamaları arasında en az bir değişkende bile anlamlı bir farklılık olduğunu göstermektedir. Başka bir deyişle Panel 1'de yer alan İki Yönlü ANOVA Testini doğrulamaktadır.

5.4. Lojistik Regresyon Analizi (2012-2018 Dönemi)

Lojistik Regresyon Analizi, iki veya daha fazla kategorik değişken ile bir veya birden fazla bağımsız değişkenin analizinde kullanılan bir testtir. Çalışmamızda yer alan işletme grupları bağımlı, finansal rasyolar ise bağımsız değişken olarak analizde yer almaktadır. Lojistik Regresyon Analizini kullanmamızın temel amacı, Çizelge 1'de hesaplanan her bir finansal oranın tarafımızca oluşturulan işletme gruplarına (KY, Diğer) doğru yönünü ve etkisini tespit etmektir. Analizde Kurumsal Yönetim Endeksi İşletmeleri 1, Diğer İşletmeler ise 0 olarak kodlanmıştır. Regresyon Analizine ait Model Uyum İyiliği Değerleri Çizelge 6'da yer almaktadır.

Çizelge 6. Model Özeti

Model 1: Logit Model					
Hipotezler	AIC	BIC	df	χ^2	p
H_0	1.377,391	1.382,625	1385		
H_1	1.240,197	1.313,476	1372	163,194	0,000

Çizelge 6'da elde edilen model uyum değerlerine göre, 11 bağımsız değişken modele dâhil edildiğinde modelin uyum iyiliğini gösteren test sonucunun ($\chi^2 = 163,194$, $p = 0,000$) olduğu anlaşılmıştır. Elde edilen p değeri 0,05'ten küçük çıktığından dolayı modelin verilere uyumlu olduğu kabul edilmiştir. Bu sonuca göre H_0 ret, H_1 kabul edilmiştir. Modelin uyumlu oldu-

ğu tespit edildikten sonra her bir bağımsız değişkenin yönünü ve etkisini tespit etmek için yapılan Lojistik Regresyon Analizi sonuçları Çizelge 7'de yer almaktadır.

Regresyon Analizine ait hipotezler;

H_0 : Finansal rasyoların işletme grupları üzerindeki etkisi anlamsızdır.

H_1 : Finansal rasyoların işletme grupları üzerindeki etkisi anlamlıdır.

Lojistik Regresyon Modeli;

$$\text{İşletme Grubu (KY, Diğer)} = \gamma_0 + \gamma_1 \text{CAO} + \gamma_2 \text{ATO} + \gamma_3 \text{STDHZ} + \gamma_4 \text{ALDHZ} + \gamma_5 \text{DDHZ} + \gamma_6 \text{EFKM} + \gamma_7 \text{DÖNVK} + \gamma_8 \text{NKM} + \gamma_9 \text{ÖZK} + \gamma_{10} \text{AKTFK} + \gamma_{11} \text{HBK} + \gamma_{12} \text{FKO} + \gamma_{13} \text{PDDO} + \theta$$

Modelde yer alan işletme grubu (KY, Diğer) bağımlı değişken, γ_0 sabit terim, $\gamma_1, \dots, \gamma_{13}$ bağımsız değişkenlere ait katsayı, CAO... PDDO bağımsız değişken, θ ise hata terimidir. Logit Modelde referans noktası 1 (KY) olarak alınmıştır.

Çizelge 7. Kurumsal Yönetim Endeksi İşletmeleri İle Diğer İşletmeler Ait Lojistik Regresyon Sonuçları

Panel 1: Logit Model				
	Katsayı	SH	Z	P
Sabit Terim	-1,402	0,198	-7,074***	,000
CAO	-0,456	0,079	-5,755***	,000
ATO	0,025	0,033	0,773	,440
STDHZ	0,044	0,008	5,640***	,000
ALDHZ	0,071	0,012	6,056***	,000
DDHZ	-0,220	0,073	-3,001***	,003
EFKM	0,003	0,004	0,733	,463
DÖNVK	0,018	0,007	2,665***	,008
NKM	0,012	0,004	2,601***	,009
ÖZK	-0,013	0,007	-2,018**	,044
AKTFK	0,006	0,021	0,277	,782
HBK	0,003	0,038	0,086	,932
FKO	0,074	0,029	2,581**	,010
PDDO	0,000	0,000	0,226	,821

***, **, * p değerlerinin % 1, % 5 ve % 10 düzeyinde anlamlı olduğunu göstermektedir.

Lojistik Regresyon Analizinde elde edilen Z değerinin anlamlılığını gösteren P değerleri incelendiğinde Cari Oran (CAO), Stok Devir Hızı (STDHZ), Alacak

Devir Hızı (ALDHZ), Dönen Varlık Devir Hızı (DDHZ), Dönen Varlık Kârlılığı (DÖNVK) ve Net Kâr Marjı (NKM), Özsermaye Kârlılığı (ÖZK) ve Fiyat Kazanç Oranının (FKO) Kurumsal Yönetim Endeksinde yer alan işletmeler üzerindeki etkisi anlamlıdır ($p < 0,05$). Stok Devir Hızı, Alacak Devir Hızı, Dönen Varlık Kârlılığı, Net Kâr Marjı ve Fiyat Kazanç Oranının etkisi pozitif yönde iken, Cari Oran, Dönen Varlık Devir Hızı ve Özsermaye Kârlılığının etkisinin ise negatif yönde olduğu tespit edilmiştir. Buna göre H_0 ret, H_1 kabul edilmiştir.

5.5. Doğrusal Regresyon Analizi (2012-2018 Dönemi)

Çalışma kapsamında yer alan finansal rasyoların işletme gruplarının toplam varlıkları üzerindeki etkisini ve yönünü tespit etmek için Çoklu Regresyon Analizi kullanılmıştır. Analizde Finansal Rasyolar bağımsız, Doğal Logaritması Alınan Toplam Varlıklar (LNTV) ise bağımlı değişkendir. Analiz sonuçları Çizelge 9'da yer almaktadır.

Çoklu Doğrusal Regresyon Analizine ait hipotezler şu şekilde kurulmuştur:

H_0 : Finansal rasyoların toplam varlıklar üzerindeki etkisi anlamsızdır.

H_1 : Finansal rasyoların toplam varlıklar üzerindeki etkisi anlamlıdır.

Her iki işletme grubuna ait doğrusal Regresyon Modeli şu şekilde kurulmuştur:

$$LNTV = \beta_0 + \beta_1 CAO + \beta_2 ATO + \beta_3 STDHZ + \beta_4 ALDHZ + \beta_5 DDHZ + \beta_6 EFKM + \beta_7 DÖNVK + \beta_8 NKM + \beta_9 ÖZK + \beta_{10} AKTFK + \beta_{11} HBK + \beta_{12} FKO + \beta_{13} PDDO + \varepsilon$$

Modelde, Doğal Logaritması Alınan Toplam Varlıklar (LNTV) bağımlı değişken, β_0 sabit terim, $\beta_1, \dots, \beta_{13}$ bağımsız değişkenlere ait katsayı, CAO... PDDO bağımsız değişken, ε ise hata terimidir.

Çizelge 8. Çoklu Regresyon Model Özeti

Model	İşletme Grubu	R	R ²	Düzeltilmiş R ²	F	P	D-W
1	KY	0,460	0,211	0,172	5,342	0,000	1,817
2	Diğer	0,229	0,052	0,041	4,682	0,000	1,966

Çizelge 8'de yer alan Regresyon Model Özeti sonuçlarına göre elde edilen p değerlerinin 0,05'ten küçük olması ve Durbin-Watson (D-W) test değerlerinin 1,5-2,5 aralığında olması her iki modelin de çoklu regresyon için uygun olduğunu göstermektedir. Ayrıca modelde elde edilen R² değerlerinden görüldüğü üzere kurumsal yönetim endeksinde yer alan işletmelerde finansal rasyolar toplam varlıkların % 21,1'ini, diğer işletmelere ait rasyolar ise

% 4,1'ini açıklamaktadır. Bu sonuçlardan yola çıkarak her iki işletme grubu için H_0 hipotezi ret edilirken, H_1 hipotezi kabul edilmiştir. Rasyoların toplam varlıklar üzerindeki etkisinin anlamlılığına dair Test Regresyon Katsayısı, Standart Hata (SS), t İstatistik Değeri ve p Anlamlılık Sonuçları Çizelge 9'da sunulmuştur.

Çizelge 9. Kurumsal Yönetim Endeksi İşletmeleri İle Diğer İşletmelere Ait Çoklu Regresyon Sonuçları

Panel 1: Linear Model					
	İşletme Grubu	Katsayı	SH	t	p
Sabit Terim	KY	23,404	0,326	71,846***	0,000
	Diğer	19,993	0,112	178,012***	0,000
CAO	KY	-0,006	0,107	-0,059	0,953
	Diğer	0,057	0,014	4,180***	0,000
ATO	KY	0,544	0,362	1,504	0,134
	Diğer	-0,002	0,025	-0,085	0,932
STDHZ	KY	-0,020	0,008	-2,413**	0,017
	Diğer	0,012	0,008	1,394	0,164
ALDHZ	KY	-0,007	0,004	-1,829	0,068
	Diğer	0,019	0,009	2,084**	0,037
DDHZ	KY	-0,188	0,104	-1,808	0,072
	Diğer	-0,036	0,027	-1,312	0,190
EFKM	KY	-0,026	0,006	-4,177***	0,000
	Diğer	-0,007	0,004	-1,929	0,054
DÖNVK	KY	-0,004	0,009	-0,458	0,647
	Diğer	0,004	0,006	0,668	0,504
NKM	KY	-0,009	0,008	-1,212	0,227
	Diğer	0,004	0,004	1,249	0,212
ÖZK	KY	-0,016	0,008	-1,860	0,064
	Diğer	0,005	0,006	0,810	0,418
AKTFK	KY	0,100	0,031	3,210***	0,001
	Diğer	-0,035	0,016	-2,111**	0,035
PDDO	KY	-0,735	0,367	-2,004**	0,046
	Diğer	-0,088	0,027	-3,250***	0,001
HBK	KY	0,124	0,061	2,018**	0,045
	Diğer	0,074	0,023	3,159***	0,002
FKO	KY	0,000	0,003	0,126	0,900
	Diğer	0,000	0,000	0,274	0,784

***, **, * p değerlerinin % 1, % 5 ve % 10 düzeyinde anlamlı olduğunu göstermektedir.

Çizelge 9'da elde edilen t istatistik sonuçlarına ait p anlamlılık değerlerine göre, Kurumsal Yönetim Endeksi İşletmelerinin Toplam Varlıklarını, Esas Faaliyet Kâr Marjı (EFKM) ve Piyasa Değeri Defter Değeri Oranı (PDDO) negatif yönde etkilerken, Stok Devir Hızı (STDHZ), Aktif Kârlılık (AKTFK) ve Hisse Başına Kâr (HBK) rasyoları ise pozitif yönde etkilemektedir. Diğer işletmelerde ise, Cari Oran (CAO), Alacak Devir Hızı (ALDHZ), Hisse Başına Kâr (HBK) pozitif yönlü, Aktif Kârlılık (AKTFK) ile Piyasa Değeri Defter Değeri Oranı (PDDO) negatif yönlü olarak etkilediği gözlemlenmiştir.

6. SONUÇ

Şirketlerin kuruluşlarında en önemli amaçlarından birinin kâr amacı güderek kârlılıklarını arttırmak olduğu gerçeği kabul edildiğinde her bir şirketin bu prensibi esas alarak faaliyetlerini gerçekleştirmeleri beklenmektedir. Şirketler zaman içerisinde kârlılığın devamını ancak diğer faaliyetlerinde gösterecekleri etkin ve verimli performans aracılığıyla sağlayabilmektedirler. Şirketlerde performansın etkinliğine sebep olan birçok faktör varken, bunlardan biri belki de en önemlisi, şirketlerin iyi bir kurumsal yönetim uygulamasına sahip olması sayılmaktadır. Bu durum; şirketler arasındaki rekabetin ve farklılıklara olan hassasiyetlerinin artmasına sebebiyet vermektedir. Şirket yöneticileri, kârlılıklarını arttıracak inovatif ve modern yönetim sistemlerine uygun yönetim anlayışlarını benimseme yoluna gitmektedirler. Bu yeni anlayış içerisinde uygulamaya konulan yönetim modeli özellikle seksenli yıllardan sonra liberalleşme politikalarının daha çok öne çıkması ve bilişim teknolojisinde yaşanan hızlı gelişmelerle para ve sermaye piyasalarında da etkisini göstermektedir.

Dünyada hızla değişen ekonomi politikalarının neticesinde, piyasa odaklı bir yaklaşım önemli bir unsur olarak ortaya çıkmıştır. Bu duruma bağlı olarak, işletmelerin rekabet gücünün artırılması önem arz etmektedir. Halka açık olma özelliği taşıyan kamu veya özel sektör işletmelerinde anonim şirket statüsünde olan şirketlerin Dünya Bankası, OECD veya ülkemizde SPK tarafından geliştirilen kurumsal yönetim ilkelerini benimsemesi önem arz eden bir olgu haline gelmiştir ve buna devam etmektedir. Günümüzde bu ve benzeri gelişmelerden kaynaklı olarak özellikle hisseleri borsada işlem gören şirketler uluslararası boyutta geçerliliği olan birtakım uyum çalışmaları yapmak zorunda kalmıştır. Şirketler kurumsal yönetim anlayışı faaliyetleri doğrultusunda kendi plan ve programlarını, yatırımcı ilişkileri politikalarını sürekli olarak revize ederek etkinliklerini sürdürme gayretinde olmalıdır.

Çalışmanın esas alındığı Kurumsal Yönetim Modelinin uygulandığı Türkiye'de yeni sayılmasına karşın birçok ulusal ve uluslararası sermayeli şirketin bu modeli esas aldığı görülmektedir.

Bu bağlamda çalışmada BIST Kurumsal Yönetim Endeksi'nde yer alan 39 şirket ve yer almayan 159 şirket kapsama dâhil edilmiştir. Söz konusu modeli uygulayan ve uygulamayan şirketlerin finansal rasyoları değerlendirilerek aşağıda belirtilen sonuçlara ulaşılmıştır.

- Kurumsal Yönetim Endeksinde yer alan şirketlerin diğerlerine göre daha etkin, daha likit, daha kârlı olduğu görülmüş; piyasa ölçümlerinde daha başarılı bir performans sergiledikleri sonucuna ulaşılmıştır.
- Kurumsal Yönetim Endeksinde yer alan şirketlerin dönemler itibariyle hesaplanan finansal rasyoları arasında anlamlı bir farklılık olmadığı sonucuna ulaşılmıştır.
- Kurumsal Yönetim Endeksinde yer almayan şirketlerin de dönemler itibariyle hesaplanan finansal rasyoları arasında anlamlı bir farklılık olmadığı sonucuna ulaşılmıştır. Bu anlamlılık sonuçlarını MANOVA Analizi de doğrulamıştır.
- Şirketlerin Kurumsal Yönetim Endeksinde yer alması ya da almaması ile zaman faktörünün finansal rasyolar üzerindeki etkisi anlamlı bulunmuştur.
- Finansal rasyoların şirketlerin toplam varlıkları üzerindeki etkileri anlamlı bulunmuştur.
- Finansal rasyoların oluşturulan şirket grupları üzerindeki etkileri anlamlı bulunmuştur.

Sonuçta Kurumsal Yönetim Endeksinde yer alan işletmelerin diğer işletmelere göre varlıklarını ve kaynaklarını daha etkin kullandığı tespit edilmiştir. Bu da şirketlerin kurumsal yönetim ilkelerini benimsemesinin işletmenin finansal performansına pozitif bir etki yaptığını ve piyasaya olan eğilimlerinin diğer işletmelere göre daha fazla olduğuna vurgu yapmaktadır. Çalışmada, Kurumsal Yönetim Endeksinde yer alan işletmelerin diğer işletmelere göre finansal performanslar açısından daha başarılı olduğu hipotezi de doğrulanmakta; kurumsal yönetim ilkelerinin ortaya çıkışı amacı ile çalışmanın sonuçları bu anlamda paralellik göstermektedir. Bundan sonraki çalışmalarda sektörler arası, ülkeler arası çalışmaların yapılması veya farklı finansal rasyoların kullanılması araştırmacılara sunulacak tavsiyeler arasında yer almaktadır.

KAYNAKÇA

- ABU-TAPANJEH, A. M., (2009), **“Corporate Governance From the Islamic Perspective: A Comparative Analysis with OECD Principles”**, Critical Perspectives on Accounting, 20: 556-567.
- AGUILERA, R. V., CAZURRA, A. C., (2009), **“Codes of Good Governance”**, Corporate Governance an International Review, 17(3): 376-387.
- ARI, M. & BAYRAM, G., (2017), **“Kurumsal Yönetim Açısından Sosyal Sorumluluk ve Çevre Muhasebesinin İncelenmesi”**, Bilecik Şeyh Edebali Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi, 2 (2): 533-545.
- AYDIN, A. D., (2017), **“İyi Yönetilen Şirketlerin Sırrı Olarak Kurumsal Yönetim ve Firma Performansı Üzerindeki Etkisi”**, Atatürk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi, 21 (4): 1541-1553.
- AYRIÇAY, Y. & ESER, A., (2017), **“Kurumsal Yönetim ve Sermaye Yapısı Arasındaki İlişki: BIST’te Bir Çalışma”**, International Journal of Academic Value Studies, 12 (3): 220-232.
- BASU, S., HWANG, L. S., MITSUDOME, T. & WEINTROP, J., (2007), **“Corporate Governance, Top Executive Compensation and Firm Performance in Japan”**, Pacific-Basin Finance Journal, 15: 56–79.
- BAŞKAN, T. D. & VARDAR, G. Ç., (2018), **“Sigorta Sektöründe Kurumsal Yönetim Uygulanmasının Firma Performansına Etkisi”**, Muhasebe ve Vergi Uygulamaları Dergisi, 582-607.
- BAYRAKTAROĞLU, H. & ÇELİK, İ., (2015), **“Kurumsal Yönetim Uygulamalarının Getiri Oynaklığı Üzerine Etkisi: Borsa İstanbul’da Bir Araştırma”**, Journal of Economics and Administrative Sciences, 1 (17): 97-108.
- BHAGAT, S. & BOLTON, B., (2008), **“Corporate Governance and Firm Performance”**, Journal of Corporate Finance, 14: 257–273.
- BLACK, B., (2001), **“The Corporate Governance Behavior and Market Value of Russian Firms”**, Emerging Markets Review, 2: 89-108.
- BUSHMAN, R. M., PIOTROSKI, J. D. & SMITH, A. J., (2004), **“What Determines Corporate Transparency?”**, Journal of Accounting Research, 42: 207-252.
- CENGİZ, S., (2013), **“İşletmelerde Kurumsal Yönetim Kapsamında İç Denetimin Yeri ve Önemi: Borsa İstanbul’da Bir Araştırma”**, Afyon Kocatepe Üniversitesi İİBF Dergisi, 9 (2): 403-448.
- CHUNG, K. H., WRIGHT, P. & KEDIA, B., (2003), **“Corporate Governance and Market Valuation of Capital and R&D Investments”**, Review of Financial Economics, 12 (2): 161-172.
- DIAN, Y., (2014), **“Corporate Governance and Firm Performance: A Sociological Analysis Based on Chinese Experience”**, Social Sciences in China, 35 (1): 44-67.
- ERDOĞAN, M. & ÖZTÜRK, M. S., (2016), **“Kurumsal Yönetim Endeksinde Yer Alan İşletmelerin Performansına Etki Eden Finansal Oranların İncelenmesi”**, Muhasebe Bilim Dünyası Dergisi, 18: 707-725.

- <http://www.borsaistanbul.com/endeksler/BIST-pay-endeksleri/kurumsal-yonetim-endeksi>, 26.12.2018.
- IGBAL, S., NAWAZ, A. & EHSAN, S., (2018), **“Financial Performance and Corporate Governance in Microfinance: Evidence From Asia”**, Journal of Asian Economics, 1-13.
- KARAMUSTAFA, O., VARICI, İ. & ER, B., (2009), **“Kurumsal Yönetim ve Firma Performansı: İMKB Kurumsal Yönetim Endeksi Kapsamındaki Firmalar Üzerinde Bir Uygulama”**, Kocaeli Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi, 17 (1): 100 – 119.
- KARĞIN, M., AKTAŞ, R. & ARICI, N. D., (2015), **“Kurumsal Yönetimin Finansal Raporlama Kalitesindeki Rolü: Borsa İstanbul Üzerine Karşılaştırmalı Bir Uygulama”**, Yönetim ve Ekonomi, 22 (2): 501-519.
- KILCI, H., (2017), **“Kurumsal Yönetimde Kamuyu Aydınlatma ve Şeffaflık İlkesinin Yeri ve Önemi”**, Journal of Emerging Economies and Policy, 2 (1): 48-54.
- KLAPPER, L. F. & LOVE, I., (2004), **“Corporate Governance, Investor Protection and Performance in Emerging Markets”**, Journal of Corporate Finance, 10: 703-728.
- LIN, C., MA, Y. & SU, D., (2009), **“Corporate Governance and Firm Efficiency: Evidence from China’s Publicly Listed Firms”**, Managerial and Decision Economics, 30 (3): 193–209.
- LUO, Y., (2005), **“Corporate Governance and Accountability in Multinational Enterprises: Concepts and Agenda”**, Journal of International Management, 11: 1-18.
- MEMİŞ, M. Ü. & ÇETENAK, E. H., (2012), **“Kurumsal Yönetimin Kazanç Yönetimi Uygulamaları Üzerine Etkisi: İMKB’de İşlem Gören Şirketler Üzerine Uygulama”**, Ç. Ü. Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi, 21 (3): 205-224.
- OMAN, C. P., (2001), **“Corporate Governance and National Development”**, OECD Development Centre, Working Paper No. 180: 3-47.
- ORAL, T., POLAT, E. & ŞİT, A., (2017), **“Borsa İstanbul Kurumsal Yönetim Endeksinde Yer Alan Şirketlerin Sermaye Yapıları İle Hisse Senedi Getirileri Arasındaki İlişkinin İncelenmesi”**, Akademik Yaklaşımlar Dergisi, 8 (1): 126-141.
- ÖZER, M. A. & İRDEM, İ., (2018), **“Türkiye’de Kamu Kuruluşlarının Performansı Denetleme ve Değerlendirme Zorunluluğu”**, Hukuk ve İktisat Araştırmaları Dergisi, 10 (1): 35-55.
- ÖZTÜRK, M. B., & DEMİRGÜNEŞ, K., (2008), **“Kurumsal Yönetim Bakış Açısıyla Entelektüel Sermaye”**, Selçuk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi, 19: 395-411.
- SAKARYA, Ş., YAZGAN, K. F. & YILDIRIM, H. H., (2017), **“Kurumsal Yönetim Derecelendirilmesinin Hisse Senedi Performansına Etkisi: BIST Kurumsal Yönetim Endeksi Üzerine Bir İnceleme”**, Sosyal ve Beşeri Bilimler Araştırma Dergisi, 40 (18): 55-76.

- ŞEKEROĞLU, G. & ACAR, M., (2017), **“Kurumsal Yönetimin Teknik Etkinlik Üzerindeki Etkisi: BIST Kurumsal Yönetim Endeksinde Yer Alan Firmalarda Bir Uygulama”**, Akademik Sosyal Araştırmalar Dergisi, 5 (60): 1-15.
- TACHIWOU, A. M., (2016), **“Corporate Governance and Firm’s Financial Performance of Listed Company in the West African Monetary Union (Wamu) Regional Financial Exchange”**, International Journal of Economics and Finance, 8 (8): 212-221.
- TÜKENMEZ, M., GENÇYÜREK, A. G. & KARAKELLEOĞLU, M. İ., (2017), **“Kurumsal Yönetim Derecelendirme Notlarının Şirketlerin Finansal Performansları Üzerindeki Etkisi”**, Ege Stratejik Araştırmalar Dergisi, 8 (1): 1-18.
- YENİCE, S. & DÖLEN, T., (2013), **“İMKB’de İşlem Gören Firmaların Kurumsal Yönetim İlkelerine Uyumunun Firma Değeri Üzerindeki Etkisi”**, Uluslararası Yönetim İktisat ve İşletme Dergisi, 9 (19): 199-214.
- YILDIRIM, M., ALTAN, M. & GEMİCİ, R., (2018), **“Kurumsal Yönetim İle Finansal Performans Arasındaki İlişkinin Entropi Ağırlıklandırılmış TOPSIS Yöntemi İle Değerlendirilmesi: BIST’te İşlem Gören Gıda ve İçecek Şirketlerinde Bir Araştırma”**, Muhasebe ve Vergi Uygulamaları Dergisi, 11 (2): 130-152.
- ZELENYUK, V. & ZHEKA, V., (2006), **“Corporate Governance and Firm’s Efficiency: The Case of a Transitional Country, Ukraine”**, Journal of Productivity Analysis, 25: 143-157.