

Araştırma Makalesi / Research Article

KURUMSAL YÖNETİM, KURUMSAL SÜRDÜRÜLEBİLİRLİK VE FİNANSAL PERFORMANS: BIST’TE BİR İNCELEME*

Dr. Öğr. Üyesi Murat DÜZER 

Bilecik Şeyh Edebali Üniversitesi, Gölpaazarı MYO, (murat.duzer@bilecik.edu.tr)

ÖZET

Kurumsal yönetimin ve sürdürülebilirliğin ekonomik, çevresel ve sosyal boyutlarının birlikte düşünülmesi, işletmelere etkinlik ve verimliliğin yanı sıra rekabet avantajı da getirebilir. Bu açıdan bakıldığında kurumsal yönetim ve kurumsal sürdürülebilirlik konusunda yaşanacak gelişmelerin, işletmelerin performansına yansımalarının olabileceği düşünülebilir. Çalışmanın amacı, kurumsal yönetim, kurumsal sürdürülebilirlik ve finansal performans arasındaki ilişkilerin incelenmesidir. Bu amaçla Kurumsal Yönetim Endeksi’nde yer alan şirketlerin 2015-2019 dönemi finansal performansları, bu şirketlerin aynı zamanda Sürdürülebilirlik Endeksi’nde de yer alıp almamasına göre seçilen yedi finansal performans göstergesi açısından karşılaştırılmıştır. Çalışmada ayrıca Kurumsal Yönetim Endeksi’nde yer alan şirketlerin Kurumsal Yönetim Derecelendirme notları açısından da değerlendirmeleri yapılmıştır. Çalışmanın sonuçlarına göre, özkaynak kârlılığı göstergesinde Sürdürülebilirlik Endeksi’ne de giren şirketlerin bütün dönemlerde üstünlüğü dikkat çekmektedir. Piyasanın olumsuz seyrettiği dönemlerde ise Sürdürülebilirlik Endeksi’ne de giren şirketlerin nispeten daha az olumsuz bir performans gösterdikleri sonucuna ulaşılmıştır. Ayrıca 2016 yılı dışındaki diğer yıllarda, Sürdürülebilirlik Endeksi’nde de yer alan şirketlerin, en az 5 finansal performans göstergesinde daha olumlu bir performans sergilediği görülmüştür. Öte yandan her iki endekse giren şirketlerin Kurumsal Yönetim Derecelendirme notları ortalamasının sadece Kurumsal Yönetim Endeksi’nde yer alan şirketlerin ortalamasına göre daha yüksek olduğu tespit edilmiştir.

Anahtar Kelimeler: Kurumsal Yönetim, Sürdürülebilirlik, Finansal Performans, Kurumsal Yönetim Endeksi, Sürdürülebilirlik Endeksi.

CORPORATE GOVERNANCE, CORPORATE SUSTAINABILITY AND FINANCIAL PERFORMANCE: A REVIEW IN BIST

ABSTRACT

Considering the economic, environmental and social dimensions of sustainability and corporate governance together can bring a competitive advantage as well as efficiency and productivity. From this point of view, it can be thought that developments in corporate governance and corporate sustainability may have reflections on the performance of enterprises. The aim of the study is to examine the relationships between corporate governance, corporate sustainability and financial performance. For this purpose, the 2015-2019 financial performances of the companies included in the Corporate Governance Index were compared in terms of seven financial performance indicators selected according to whether these

* Bu çalışma 7. Uluslararası Muhasebe ve Finans Araştırmaları Kongresi (ICAFR2020)’nde Bildiri Özeti şeklinde sunulmuştur.

companies are also included in the Sustainability Index. In the study, the evaluations of the companies included in the Corporate Governance Index were also made in terms of Corporate Governance Rating scores. According to the results of the study, the superiority of the companies included in the Sustainability Index in the return of equity indicator is remarkable in all periods. It has been concluded that companies that are included in the Sustainability Index show a relatively less negative performance in periods when the market is negative. In addition, it was observed that the companies included in the Sustainability Index in other years except 2016, displayed a more positive performance in at least 5 financial performance indicators. On the other hand, it has been determined that the average of the Corporate Governance Rating grades of the companies included in both indices is higher than the average of the companies included only in the Corporate Governance Index.

Keywords: *Corporate Governance, Sustainability, Financial Performance, Corporate Governance Index, Sustainability Index.*

1. Giriş

20. yüzyılın sonlarında yaşanan şirket skandalları ve ekonomik krizler, işletmelerin yönetimi konusunda bazı köklü değişimlerin gerçekleşmesini kaçınılmaz kılmıştır. Yaşanan bu değişim ve gelişim sürecinin en önemli unsurlarından biri de kurumsal yönetim anlayışıdır. Kurumsal yönetim kavramının tek bir tanımı olmayıp, ilk tanımlardan biri Cadbury Raporu'nda (1992) “işletmelerin yönetildiği ve kontrol edildiği bir sistem” olarak ifade edilmiştir. Yine bir başka tanım da kurumsal yönetim; “şirket yönetimi, yönetim kurulu, hissedarlar ve diğer paydaşlar arasındaki bir dizi ilişkiyi kapsayan, şirketin hedeflerini, bu hedeflere nasıl ulaşılabileceğini ve şirket performansının nasıl izleneceğini ortaya koyan bir yapı” (IFC, 2010) şeklinde ifade edilmiştir. Buna benzer tanımlar olmakla birlikte kurumsal yönetim kavramını, yine 20. Yüzyılın sonlarından itibaren ülkelerin ve işletmelerin önemli bir gündem maddesi haline gelen sürdürülebilirlik kavramı ile beraber düşünülmesinin önemine değinen görüşler de mevcuttur. Aras & Crowther (2008:433), kurumsal yönetim ve kurumsal sürdürülebilirliğin birbirleriyle bağlantılı olduğunu ve bir işletmenin devam eden faaliyeti için temel oluşturduğunu ifade etmişlerdir. Uluslararası Kurumsal Yönetim Ağı (ICGN) da, kurumsal yönetimin amacı konusunda; uzun vadeli sürdürülebilir değer yaratma ve bu değeri korumada sorumlu olma ve yatırımcı, hissedar ve ilgili bütün paydaşlara hesap verebilir olma gerekliliğini vurgulamıştır. Ayrıca uzun vadeli sürdürülebilir değer yaratmanın, kurumun finansal faaliyetlerinin yanında çevresel ve sosyal faaliyetlerinin etkilerinin etkin bir şekilde yönetilmesiyle gerçekleşeceği ifade edilmiştir (ICGN, 2014:9). Alp & Kılıç (2014: 37) ise kurumsal yönetimi, “işletmenin yönetim anlayışının hissedar ve diğer bütün paydaşların çıkarları da dikkate alınarak sürdürülebilir değer yaratacak şekilde tasarlanması” olarak ifade etmişlerdir.

Sermaye Piyasası Kurulu (SPK) da 2 Ekim 2020 günü Kurumsal Yönetim İlkeleri Tebliği'nde değişikliğe giderek sürdürülebilirlik ile ilgili önemli bir adım atmıştır. Yapılan değişiklik ile SPK; halka açık şirketlerin Kurumsal Yönetim Uyum Raporlarında; Sürdürülebilirlik İlkeleri Uyum Çerçevesi kapsamındaki açıklamalara yer vermelerini, sürdürülebilirlik ilkelerinin uygulanıp uygulanmadığını, uygulanmıyor ise buna ilişkin gerekçelerin ve bu ilkelere tam olarak uymama dolayısıyla çevresel ve sosyal risk yönetiminde meydana gelen etkilerin neler olduğuna ilişkin bilgilerin açıklanmasını öngörmektedir (SPK, 2020). SPK yapmış olduğu bu tebliğ değişikliği ile sürdürülebilirlik konusuna verdiği önemi göstererek, şirketler-

den sürdürülebilirlik farkındalıklarını artırmalarını beklediğini ortaya koymuştur. Ayrıca bu değişiklik, kurumsal yönetim ve sürdürülebilirlik unsurlarının bir arada düşünülmesinin önemine yapılmış bir vurgu niteliğindedir.

Sürdürülebilirliğin işletme düzeyinde ifadesi olan kurumsal sürdürülebilirliğe ilişkin yapılan tanımlarda da kurumsal yönetim ve kurumsal sürdürülebilirlik bağlantısı öne çıkmaktadır. Buna göre kurumsal sürdürülebilirlik, “Şirketlerde uzun vadeli değer yaratmak amacıyla, ekonomik, çevresel ve sosyal faktörlerin kurumsal yönetim ilkeleri ile birlikte şirket faaliyetlerine ve karar mekanizmalarına uyarlanması ve bu konulardan kaynaklanabilecek risklerin yönetilmesidir” şeklinde tanımlanabilir (BIST, 2020). Kocmanova vd. (2011:546–547); sürdürülebilirliğin ekonomik, çevresel ve sosyal boyutları ile kurumsal yönetimin; kurum ve işletme stratejilerinin kalbini oluşturduğunu, günlük faaliyetlerin bir parçası olduğunu, risk ve tehditleri tespit etmek ve fırsatları yakalamak için çalışmayı teşvik ettiğini ifade etmişlerdir. Ayrıca kurumsal yönetimin ve sürdürülebilirliğin ekonomik, çevresel ve sosyal boyutlarının birlikte düşünülmesinin işletmelere, etkinlik ve verimliliğin yanı sıra rekabet avantajı getirebileceğini de belirtmişlerdir. Munir vd. (2019:929) de, daha iyi yönetim yapısının, sadece hissedarlar açısından değil aynı zamanda toplumu ve paydaşları da ilgilendirdiğini, bunun da sürdürülebilirlik stratejisinin uygulanmasına ve sürdürülebilirlik performansının gelişmesine katkı sağladığını vurgulamışlardır.

Yapılan açıklamalardan iyi bir kurumsal yönetim mekanizmasının işletmenin amaçlarına ulaşabilmesinde önemli bir rol oynadığı, işletmenin sürdürülebilirlik performansını olumlu yönde etkileyebileceği görülmektedir. Bununla birlikte daha iyi kurumsal yönetimin, daha iyi faaliyet yönetimi, daha iyi piyasa değeri ve daha fazla geri dönüşüm ile sıkı bir ilişki içerisinde olduğu Drobetz vd. (2003:7) tarafından da ifade edilmiştir. Bu açıdan iyi bir kurumsal yönetimin, işletmenin sürdürülebilirlik performansı ile beraber finansal performansına da olumlu etkide bulunacağı söylenebilir.

Yukarıda yapılan açıklamaların ışığında çalışmanın amacı; kurumsal yönetim, kurumsal sürdürülebilirlik ve finansal performans arasındaki ilişkilerin incelenmesi olarak belirlenmiştir. Giriş bölümünün ardından literatürde yer alan çalışmalara, araştırma yöntemine, bulgulara ve son olarak da sonuç ve öneriler bölümüne yer verilecektir.

2. Literatür

Literatürde genel olarak, kurumsal yönetimin finansal performans ve kurumsal sürdürülebilirlik ile olan ilişkisi ayrı ayrı incelenmiştir. Bununla birlikte sürdürülebilirlik ve finansal performans arasındaki ilişkilerin incelenmesine yönelik çalışmalar da yer almaktadır. Bu çalışmalardan bazıları aşağıda sunulmuştur.

Drobetz vd. (2003), şirketlerin kurumsal yönetim kalitesindeki farklılıkların kurumsal performansı açıklamada etkisi olup olmadığını araştırmışlardır. Almanya’da borsaya kote olmuş şirketler üzerine yapılan çalışmada kesitsel regresyon analizi kullanılmış olup çalışmanın sonuçlarına göre, şirket düzeyinde kurumsal yönetimin kalitesi ile şirket değerlemesi arasında güçlü bir pozitif ilişki bulunmuştur. Bununla birlikte beklenen hisse getirileri ile şirketlerin kurumsal yönetim düzeyleri arasında negatif ilişkinin varlığı tespit edilmiştir.

Aras & Crowther (2008), kurumsal yönetim ve kurumsal sürdürülebilirlik arasındaki ilişkiyi araştırdıkları çalışmalarında, FTSE 100 Endeksinde yer alan 100 büyük şirketi ve onların kurumsal yönetim politikalarını incelemişlerdir. Yapılan analizin niteliksel özellik taşıdığı çalışmanın sonucunda; kurumsal yönetim ve sürdürülebilirliği daha iyi bir şekilde özümseyen şirketlerin sorunları daha iyi bir şekilde ele alabileceği ve dolayısıyla kurumsal yönetim ve kurumsal sürdürülebilirlik arasındaki karşılıklı ilişkilerin daha iyi anlaşılmasının daha iyi bir kurumsal yönetim sağlayabileceğine yönelik çıkarımda bulunulmuştur.

Donker & Zahir (2008), en popüler kurumsal yönetim derecelendirme sistemlerini ve onların hissedarlara ve kamuoyuna yararlarını araştırmışlardır. Bununla birlikte çalışmada; açıklanan iyi yönetim puanlarının kurumsal performansı, hileyi, davaları ve benzeri durumları yansıtıp yansıtmadığı da incelenmiştir. Şirketlerin kurumsal yönetim uygulamalarını derecelendiren derecelendirme şirketlerinin yöntemlerine, derecelendirme sistemlerinde kullanılan kategorilere ve değişkenlere odaklanılmıştır. Çalışmada, kurumsal yönetim derecelendirme notları ile kurumsal performans arasında zayıf bir ilişkinin var olduğu vurgulanmıştır. Ayrıca mevcut derecelendirme sistemlerindeki eksikliklerin giderilmesi yönünde fikir ve önerilerde bulunulmuştur.

Karamustafa vd. (2009) yaptıkları çalışmada, kurumsal yönetim endeksinde işlem gören şirketlerin endeks kapsamına girmeden önceki dönemlere göre faaliyet ve finansal performanslarında anlamlı bir değişim olup olmadığını araştırmışlardır. Bu amaçla şirketlerin Kurumsal Yönetim Endeksi'ne girmeden önceki 5 çeyrek dönem ile endekse girdikten sonraki iki döneme ilişkin sekiz adet finansal performans ölçüsü verileri karşılaştırılmıştır. T testinin kullanıldığı çalışmanın sonuçlarına göre; aktif kârlılığı, aktif devir hızı ve özkaynak kârlılığı açısından endeks kapsamına girmeden önceki ve girdikten sonraki dönemler arasında anlamlı farklılıklar bulunmuştur.

Dağlı vd., (2010), Kurumsal Yönetim Endeksi'ni risk-getiri açısından değerlendirmeyi amaçladıkları çalışmalarında 2007-2009 dönemini incelemişlerdir. Çalışmada; İMKB Kurumsal Yönetim, İMKB 100, İMKB 50, İMKB 30, İMKB Tüm, İMKB İkinci Ulusal Pazar, İMKB Yeni Ekonomi Pazarı Endekslerinin her biri için hesaplanan Sharpe, Treynor ve Jensen performans endekslerine göre endeksler kendi aralarında performans sıralamasına tabi tutulmuştur. İMKB-30 endeksinin en başarılı performansı sergileyen endeks olduğu, Kurumsal Yönetim Endeksi'nin ise orta sıralarda yer aldığı sonucuna ulaşılmıştır.

Berthelot vd. (2010), çalışmalarında, yatırımcıların kurumsal yönetim sıralamalarını, şirketlere verdikleri değerlere yansıtıp yansıtmadıklarını araştırmışlardır. 2002-2005 yılları arasında 289 Kanada şirketine ait verilerin kullanıldığı çalışmada panel veri analizinden yararlanılmıştır. Hisse fiyatının bağımlı değişken, kurumsal yönetim skorlarının, özsermaye defter değeri ve net gelirin bağımsız değişken olarak yer aldığı çalışmanın sonuçları, yatırımcıların hisse senedi fiyatı değerlendirmelerinin kurumsal yönetim sıralamaları ile beraber muhasebe sonuçlarıyla da ilgili olduğunu göstermiştir.

Çonkar vd. (2011), Kurumsal Yönetim Endeksi'nde yer alan şirketlerin 2007 ve 2008 yılındaki finansal performanslarını TOPSİS yöntemi ile ölçerek kurumsal yönetim derecelendirme notları sıralaması ile karşılaştırmışlardır. Çalışmanın sonuçlarına göre, TOPSİS yöntemi ile yapılan sıralama ile kurumsal yönetim derecelendirme notlarına göre yapılan sıralamanın

farklılaştığı görülmüştür. Ayrıca şirketlerin 2007 yılına göre 2008 yılında kurumsal yönetim kalitelerinin arttığı gözlenmiştir.

Sakarya (2011), 2009 yılında Kurumsal Yönetim Endeksi'ne alınan 11 şirketin kurumsal derecelendirme notunun ilanı ile hisse senedi getirisi arasındaki ilişkiyi incelemiştir. Olay çalışması yönteminin kullanıldığı çalışmada, kurumsal yönetim derecelendirme notunun açıklanması sürecinde yatırımcıların anormal getiriler elde edip etmeyeceği araştırılmıştır. Çalışmanın sonuçlarına göre, derecelendirme notunun açıklanmasından öncesi ve sonrasında anormal getirilerin elde edilebileceği sonucu ortaya çıkmıştır. Bu doğrultuda, iyi bir kurumsal yönetim derecelendirme notu ilan edilmesi ile hisse senedi getirisi arasında pozitif bir ilişki olduğu belirlenmiştir.

Yenice & Dölen (2013), 2007-2011 yılları arasında Kurumsal Yönetim Endeksi'nde yer alan şirketlerin, kurumsal yönetim derecelendirme notlarının açıklanmasından 30 gün önceki ve 30 gün sonraki piyasa değerleri ile kurumsal yönetim derecelendirme notlarını karşılaştırmışlardır. Bağımlı örneklem t testi ve Wilcoxon İşaretli Sıra Sayıları testinin kullanıldığı çalışmanın sonuçlarına göre, kurumsal yönetim ilkelerine uyum gösteren şirketlerin borsa değerlerinde genellikle bir artış olduğu tespit edilmiştir.

Janggu vd. (2014), Malezya'daki şirketlerin verilerini kullanarak yaptıkları çalışmaları daha iyi kurumsal yönetimin sürdürülebilirlik açıklamaları üzerine etkisini incelemişlerdir. Sürdürülebilirlik açıklamalarının bağımlı değişken, yönetim kurulu büyüklüğünün, yönetim kurulu sahiplik yapısının, yönetim kurulunun profesyonelliğinin, yönetim kurulunun bağımsızlığının, yönetim kurulundaki yabancı üyelerin ve yönetim kurulu atamalarının bağımsız değişken olarak yer aldığı çalışmada yapısal eşitlik modeli kullanılmıştır. Çalışmada; yönetim kurulu büyüklüğü, yönetim kurulunun profesyonelliği ve yönetim kurulu atamaları göstergelerinin, şirketlerin sürdürülebilirlik raporlarında açıklayacağı bilgi üzerinde anlamlı etkiye sahip olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

Fernandez (2015), borsaya kayıtlı İspanya şirketlerinde kurumsal sosyal sorumluluk ve finansal performans arasında karşılıklı bir ilişkinin olup olmadığını incelemiştir. Finansal performans ölçüsü olarak aktif kârlılığı, özkaynak kârlılığı ve Tobin Q oranının kullanıldığı çalışmada çoklu regresyon modeli uygulanmıştır. Çalışmanın sonuçları, sosyal politikalara önem verilmesinin finansal kaynakları artırdığı, öte yandan artan finansal performansın da daha fazla sosyal fayda sağladığı konusunda kanıtlar sunmuştur. Ayrıca iyi kurumsal yönetim konusundaki tavsiyelere uyumun, kurumsal sosyal sorumluluğun gelişimine katkı sağladığına yönelik sonuçlara da ulaşılmıştır.

Önalın & Tan (2018), 2017 yılında Kurumsal Yönetim Endeksi'nde yer alan şirketlerin derecelendirme notlarının finansal performansları üzerine etkisini araştırmışlardır. Çalışmada 48 şirkete ait veriler kullanılmıştır. Çalışmada regresyon analizinden yararlanılmış olup, bağımlı değişken olarak piyasa değeri, bağımsız değişken olarak ise kurumsal yönetim derecelendirme notu, piyasa değeri / defter değeri oranı ve net dönem kârı analize dahil edilmiştir. Kurumsal yönetim derecelendirme notlarının, piyasa değeri / defter değeri oranının ve net dönem kârının şirketlerin piyasa değeri üzerinde pozitif ve anlamlı bir etkiye sahip olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

Önder & Kaya (2018), BIST 100 endeksinde işlem gören şirketlerin 2016 yılına ilişkin verilerini inceledikleri çalışmalarında, şirketlerin sosyal sorumluluk uygulamalarında kurumsal yönetimin etkisini ikili lojistik regresyon tekniği ile analiz etmişlerdir. Ayrıca işletme büyüklüğü, endüstri profili, halka açıklık oranı, özsermayenin defter değeri ve özsermaye kârlılığı analize kontrol değişkeni olarak dahil edilmiştir. Yapılan analiz sonucunda, şirketlerin kurumsal sosyal sorumluluk uygulamaları ile kurumsal yönetim ve özsermaye kârlılığı arasında anlamlı bir ilişki bulunmamıştır. Bununla birlikte kurumsal sosyal sorumluluk uygulamaları ile işletme büyüklüğü, endüstri profili, halka açıklık oranı ve özsermaye defter değeri arasında istatistiki açıdan anlamlı ve pozitif bir ilişki bulunmuştur.

Munir vd. (2019), kurumsal yönetim, kurumsal sürdürülebilirlik ve finansal performans arasındaki ilişkiyi inceledikleri çalışmalarında 3 soruya cevap aramışlardır. İlk olarak kurumsal yönetim ve kurumsal sürdürülebilirlik daha iyi bir finansal performans sağlar mı? İkinci soru olarak iyi kurumsal yönetim uygulamaları sürdürülebilirlik performansını geliştirir mi? Ve son olarak kurumsal sürdürülebilirlik, kurumsal yönetim ve finansal performans arasındaki ilişkiye aracılık etmekte midir? Avustralya borsasına kayıtlı 425 şirketin verilerinin kullanıldığı çalışmada yapısal eşitlik modelinden yararlanılmıştır. Çalışmanın sonuçları; kurumsal yönetimin kurumsal sürdürülebilirlik ile pozitif ilişkili olduğu ve kurumsal sürdürülebilirlik performansının finansal performansın gelişmesine katkı sağladığını göstermiştir. Ayrıca kurumsal sürdürülebilirlik performansının, kurumsal yönetim ve finansal performans arasındaki ilişkide aracı rolü oynadığı sonucuna ulaşılmıştır.

Sak & Dalgar (2020), işletmelerin kurumsal sürdürülebilirlik uygulamalarının finansal performans üzerine etkisini incelemişlerdir. 2013-2016 yılları arasında banka dışı 35 işletmeyi dâhil ettikleri çalışmalarında panel veri analizi yönteminden yararlanmışlardır. İşletmelerin finansal performansının ölçüsü olarak seçilen aktif kârlılığı çalışmada bağımlı değişken olarak yer almıştır. Çalışmanın sonucuna göre, kurumsal sürdürülebilirlik uygulamalarının finansal performans üzerinde istatistiki olarak anlamlı ve pozitif yönde etkisi olduğu bulunmuştur.

3. Araştırma Yöntemi

Çalışma örneklemini 2015-2019 döneminde Borsa İstanbul (BIST) Kurumsal Yönetim Endeksi (KYE)'nde yer alan şirketler oluşturmaktadır. Kurumsal Yönetim Endeksi'ni oluşturan şirketlerin aynı zamanda Sürdürülebilirlik Endeksi'nde de yer alması sürdürülebilirlik açısından bir gösterge kabul edilmiştir. Çünkü Sürdürülebilirlik Endeksi; borsada işlem gören ve sürdürülebilirlik performansları yüksek olan şirketleri kapsayan, sürdürülebilirlik ile ilgili anlayış, bilgi ve farkındalıkların artmasını amaçlayan bir endekstir (BIST, 2020). Bu nedenle çalışmada Kurumsal Yönetim Endeksi'nde yer alan şirketlerin Sürdürülebilirlik Endeksi (SE)'nde de yer alıp almamasına göre öncelikle kurumsal yönetim derecelendirme notları açısından karşılaştırma yapılarak kurumsal yönetim ve kurumsal sürdürülebilirlik arasındaki ilişkiye yönelik çıkarımlarda bulunulacaktır. Bu değerlendirmelerin sonrasında, Kurumsal Yönetim Endeksi'nde yer alan şirketlerin Sürdürülebilirlik Endeksi (SE)'nde de yer alıp almamasına göre finansal performans göstergeleri açısından karşılaştırma yapılarak, Sürdürülebilirlik Endeksi'nde yer almanın finansal performansa olumlu bir yansımalarının olup olmadığı incelenecektir. Çalışmada kullanılacak finansal performans göstergeleri aşağıdaki gibidir:

Hisse getirisi (HG): Bir şirketin hissesinin borsadaki yılbaşı açılış değeri ile yılsonu kapanış değeri arasındaki yüzdesel değişimdir.

Net Kâr Değişimi (NKD): Bir şirketin cari dönem net kârında önceki yıl net kârına göre meydana gelen yüzdesel değişimdir.

Net Satış Değişimi (NSD): Bir şirketin net satış rakamında önceki yıl net satış rakamına göre meydana gelen yüzdesel değişimdir.

Aktif Değişimi (AD): Cari dönem aktif toplamının önceki dönem aktif toplamına göre gösterdiği yüzdesel değişimdir.

Özkaynak Değişimi (ÖZKD): Cari dönem özkaynak toplamının önceki dönem özkaynak toplamına göre gösterdiği yüzdesel değişimdir.

Aktif Kârlılığı (AK): Dönem net kârının aktif toplamına bölünmesi yoluyla elde edilen değerdir.

Özkaynak Kârlılığı (ÖZKK): Dönem net kârının özkaynak toplamına bölünmesi yoluyla elde edilen değerdir.

Seçilen bu göstergelerden hisse getirisi piyasa temelli göstergelerden, diğer göstergeler ise muhasebe temelli göstergelerdir. Piyasa temelli göstergeler, işletmeler açısından birincil paydaş grubunda yer alan hissedarların eğilimleri konusunda fikir vermektedir. Hisse piyasası katılımcılarının geçmiş, şu an ve gelecekteki risk ve getiri algıları, piyasa temelli göstergelere yön vermektedir. Muhasebe temelli göstergeler ise kuruma ait dışsal piyasa tepkisinden ziyade yönetim performansını ve içsel verimliliği yansıtır (Orlitzky vd., 2003:408). Çalışmada ağırlıklı olarak muhasebe temelli göstergelerin kullanılması ile işletme içinde kurumsal yönetim ve kurumsal sürdürülebilirlik konusunda yaşanan gelişmelerin daha çok içsel verimliliği yansıtan göstergelere etkisi gözlenmek istenmiştir.

Çalışmanın örneklemini oluşturan şirketlere ilişkin finansal verilere FINNET 2000 Plus web sitesinden ulaşırlarken, kurumsal yönetim derecelendirme notlarına ise Türkiye Kurumsal Yönetim Derneği web sitesinden ulaşılmıştır.

4. Bulgular

4.1. Kurumsal Yönetim Derecelendirme (KYD) Notlarına Göre Karşılaştırma

Çalışmada öncelikle Kurumsal Yönetim Endeksi'nde yer alan şirketlerin Kurumsal Yönetim Derecelendirme (KYD) notları, şirketlerin Sürdürülebilirlik Endeksi'nde de yer alıp almamasına göre incelenmiştir.

Tablo 1: Şirketlerin Sürdürülebilirlik Endeksi'nde Yer Alıp Almamasına Göre Kurumsal Yönetim Derecelendirme Notları Ortalaması

		2015	2016	2017	2018	2019
Sürdürülebilirlik	Şirket Sayısı	10	16	24	23	27
Endeksine Giren	Der. Not Ort.	9,26	9,35	9,38	9,42	9,48
Sürdürülebilirlik	Şirket Sayısı	44	35	27	25	21
Endeksine Girmeyen	Der. Not Ort.	8,97	9,11	9,16	9,22	9,23

Tablo 1 incelendiğinde, Kurumsal Yönetim Endeksi'nde yer alan şirketlerden Sürdürülebilirlik Endeksi'ne de giren şirket sayısının yıllar itibariyle artış gösterdiği ve 2019 yılında Sürdürülebilirlik Endeksi'ne giren şirket sayısının, girmeyenlere göre daha fazla olduğu gözlenmektedir. Ayrıca tabloda dikkat çeken bir başka husus ise Sürdürülebilirlik Endeksi'ne de giren şirketlerin KYD notları ortalamasının 2015-2019 dönemi boyunca her yıl için daha yüksek olmasıdır. Bu sonuç, Sürdürülebilirlik Endeksi'nde de yer alan şirketlerin kurumsal yönetim ilkelerine uyum düzeyinin daha üst düzeyde gerçekleştiği şeklinde değerlendirilebilir. Diğer bir ifadeyle kurumsal yönetim ilkelerine daha yüksek düzeyde uyumun, sürdürülebilirlik düşüncesine daha fazla önem verilmesini desteklediği söylenebilir.

4.2. Hisse Getirisine Göre Karşılaştırma

Sürdürülebilirlik Endeksi'ne girip girmeme durumuna göre finansal performans göstergelerinden ilk olarak hisse getirisine göre karşılaştırma yapılacaktır. Karşılaştırma sonuçları Tablo 2'de gösterilmiştir.

Tablo 2: Şirketlerin Sürdürülebilirlik Endeksi'nde Yer Alıp Almamasına Göre Hisse Getiri Ortalamaları

		2015	2016	2017	2018	2019	5 yıllık
Sürdürülebilirlik Endeksi'ne Giren	HG'si Artan Şirket	4	12	20	4	24	22
	HG'si Azalan Şirket	6	4	4	19	3	5
	HG Ortalaması	%0,82	%18,13	%42,18	%-24,06	%63,09	%87,61
Sürdürülebilirlik Endeksi'ne Girmeyen	HG'si Artan Şirket	11	25	24	3	21	19
	HG'si Azalan Şirket	33	10	3	22	0	2
	HG Ortalaması	%-5,17	%19,76	%39,74	%-24,14	%115,94	%120,39

Tablo 2'deki verilere göre, Kurumsal Yönetim Endeksi ile beraber Sürdürülebilirlik Endeksi'nde de yer alan şirketlerin hisse getiri ortalamaları 2015, 2017 ve 2018 yıllarında sadece Kurumsal Yönetim Endeksi'nde yer alan şirketlerin hisse getiri ortalamalarına göre daha olumludur. Buna karşılık sadece Kurumsal Yönetim Endeksi'nde yer alan şirketlerin hisse getiri ortalamalarının, 2016 ve 2019 yılı ile 5 yıllık dönemde daha yüksek olduğu görülmüştür. Sürdürülebilirlik Endeksi'ne de giren şirketlerde en yüksek getiri ortalaması 2019 yılında %63,09 ve en düşük getiri ortalaması ise 2018'de %-24,06 ile gerçekleşmiştir. Sadece Kurumsal Yönetim Endeksi'nde yer alan şirketlerde de en yüksek getiri ortalaması 2019 yılında %115,94, en düşük getiri ortalaması ise 2018'de %-24,14 olmuştur. Tablodan çıkarılabilecek

bir başka sonuç ise borsanın olumsuz seyrettiği dönemlerde (2015 ve 2018 yılı) Sürdürülebilirlik Endeksi'ne de girmiş olan şirketlerin hisse getirilerinin nispeten daha az olumsuz olduğu- dur. Şöyle ki; Sürdürülebilirlik Endeksi'ne giren şirketlerin hisse getiri ortalaması 2015 yılında %0,82 ve 2018'de -%24,06 iken; Sürdürülebilirlik Endeksi'ne girmeyen şirketlerin hisse getiri ortalaması 2015 yılında -%5,17 ve 2018'de -%24,14'tür. Piyasada yaşanan olumsuz duruma karşı Sürdürülebilirlik Endeksi'nde yer alan şirketlerin daha dirençli kaldıkları söylenebilir.

5 yıllık sonuçlar değerlendirildiğinde sadece Kurumsal Yönetim Endeksi'nde yer alan şirketlerde ortalama hisse getirisi daha yüksek olmuştur. 5 yıllık süreçte Sürdürülebilirlik Endeksi'nde de yer alan şirketlerden 5 şirketin hisse getirisi negatifken, sadece Kurumsal Yönetim Endeksi'nde yer alan şirketlerden 2 şirketin hisse getirisi negatif olmuştur. 5 yıllık süreçte sadece Kurumsal Yönetim Endeksi'nde yer alan şirketlerin hisse getiri ortalamalarının yüksek çıkmasının en önemli etkenlerinden birisi, bu grupta yer alan şirketlerin 2019 yılında gösterdikleri yüksek performanstır. 2015-2018 dönemini baz aldığımızda Sürdürülebilirlik Endeksi'ne de giren şirketlerin daha olumlu performans sergiledikleri de dikkat çekmektedir. Bununla birlikte şirketlerin hisse fiyatını etkileyen gerek şirketlerle ilgili gerekse şirket dışı birçok değişkenin olmasına bağlı olarak, analiz dönemini oluşturan yıllar itibarıyla sonuçların farklılaşması da normal karşılanabilir.

4.3. Net Kâr Değişimine Göre Karşılaştırma

Kurumsal Yönetim Endeksi'nde yer alan şirketlerin Sürdürülebilirlik Endeksi'ne girip girmemesine göre net kâr değişim ortalamaları Tablo 3'te gösterilmiştir.

Tablo 3: Şirketlerin Sürdürülebilirlik Endeksi'nde Yer Alıp Almamasına Göre Net Kâr Değişim Ortalamaları

		2015	2016	2017	2018	2019	5 yıllık
Sürdürülebilirlik Endeksi'ne Giren	NK Artan Şirket	4	10	16	15	15	19
	NK Azalan Şirket	6	6	8	8	12	8
	NK Değişim Ort.	%916,82	%22,40	%104,59	%68,31	%317,57	%119,37
Sürdürülebilirlik Endeksi'ne Girmeyen	NK Artan Şirket	29	15	15	12	9	13
	NK Azalan Şirket	15	20	12	13	12	8
	NK Değişim Ort.	%-2,95	%-47,46	%122,77	%-21,35	%86,72	%69,60

Tablo 3 incelendiğinde Sürdürülebilirlik Endeksi'ne de giren şirketlerde, 2015 yılı hariç net kârını artıran şirket sayısının, net kârı azalan şirketlere göre daha fazla olduğu görülmektedir. Ayrıca 2017 yılı dışında her iki endekste yer alan şirketlerin ortalama net kâr artışı, sadece Kurumsal Yönetim Endeksi'nde yer alan şirketlere göre daha yüksek gerçekleşmiştir. Sürdürülebilirlik Endeksi'ne de giren şirketlerde en yüksek ortalama net kâr artışı 2015 yılın-

da %916,82, en düşük ortalama net kâr artışı ise 2016'da %22,40 ile gerçekleşmiştir. Sadece Kurumsal Yönetim Endeksi'ne giren şirketlerde en yüksek ortalama net kâr artışı 2017 yılında %122,77, en düşük ortalama net kâr artışı ise 2016'da %-47,46 ile gerçekleşmiştir. Dikkat çeken bir başka sonuç ise Sürdürülebilirlik Endeksi'ne de giren şirketlerde 5 yıl boyunca ortalama olarak net kâr azalışı yaşanmazken, sadece Kurumsal Yönetim Endeksi'nde yer alan şirketlerde ise 2015, 2016 ve 2018 yıllarında net kârda ortalama olarak azalış yaşanmıştır. Sürdürülebilirlik Endeksi'ne de giren şirketlerde analiz dönemini oluşturan yıllar itibariyle ortalama olarak net kâr azalışının yaşanmaması, finansal açıdan sürdürülebilir olma noktasında önemli bir gösterge olarak değerlendirilebilir.

5 yıllık ortalama net kâr değişim yüzdelerine bakıldığında da Sürdürülebilirlik Endeksi'ne de dahil olan şirketlerdeki net kâr artış yüzdesi diğer gruba göre oldukça yüksektir. Genel olarak Sürdürülebilirlik Endeksi'ne de giren şirketlerde ortalama net kâr değişiminin pozitif olarak daha istikrarlı bir seyir izlediği, net kârında azalma meydana gelen şirket sayısının diğer gruba göre oldukça az olduğu ve bu grupta yer alan şirketlerde ortalama olarak net kâr azalışının yaşanmadığı söylenebilir.

4.4. Net Satış Değişimine Göre Karşılaştırma

Kurumsal Yönetim Endeksi'nde yer alan şirketlerin Sürdürülebilirlik Endeksi'ne girip girmemesine göre net satış değişim ortalamaları Tablo 4'te gösterilmiştir.

Tablo 4: Şirketlerin Sürdürülebilirlik Endeksi'nde Yer Alıp Almamasına Göre Net Satış Değişim Ortalamaları

		2015	2016	2017	2018	2019	5 yıllık
Sürdürülebilirlik Endeksi'ne Giren	NS Artan Şirket	9	14	23	18	23	27
	NS Azalan Şirket	1	2	1	5	4	0
	NS Değişim Ort.	%14,17	%14,13	%25,75	%27,35	%13,81	%148,80
Sürdürülebilirlik Endeksi'ne Girmeyen	NS Artan Şirket	27	26	19	21	11	15
	NS Azalan Şirket	17	9	8	4	10	6
	NS Değişim Ort.	%2,81	%36,56	%20,92	%48,21	%109,33	%166,81

Tablo 4 incelendiğinde Sürdürülebilirlik Endeksi'ne de giren şirketlerde, net satışlarını artıran şirket sayısının oransal olarak daha yüksek olduğu görülmektedir. Bununla birlikte net satışlarda meydana gelen değişim ortalaması Sürdürülebilirlik Endeksi'ne de giren şirketlerde 2015 ve 2017 yıllarında daha yüksek, diğer yıllarda ve 5 yıllık dönemde daha düşüktür. Bu açıdan sadece Kurumsal Yönetim Endeksi'nde yer alan şirketlerde net satışlardaki değişimin daha olumlu olduğu söylenebilir. Ayrıca Sürdürülebilirlik Endeksi'ne de giren şirketlerde en yüksek ortalama net satış artışı 2018 yılında %27,35, en düşük ortalama net satış artışı ise 2019'da %13,81 ile gerçekleşmiştir. Sadece Kurumsal Yönetim Endeksi'ne giren şirketlerde en yüksek ortalama net satış artışı 2019 yılında %109,33, en düşük ortalama net satış artışı ise 2015'te %2,81 ile gerçekleşmiştir. Her iki grupta da yıllar itibariyle satışlarda ortalama olarak bir düşüş gözlenmemiştir.

5 yıllık performansa bakıldığında ise sadece Kurumsal Yönetim Endeksi'nde yer alan şirketlerdeki ortalama net satış değişimi daha yüksektir. Buna karşılık 5 yıllık dönemde, Sürdürülebilirlik Endeksi'ne de giren şirketler arasında net satışları azalan hiçbir şirket yer almazken, sadece Kurumsal Yönetim Endeksi'nde yer alan şirketlerden 6 şirketin satışlarında azalış meydana gelmiştir. Genel olarak net satış değişim göstergesinde Sürdürülebilirlik Endeksi'ne girmeyen şirketlerin lehine sonuçlar gözlenmekle birlikte, Sürdürülebilirlik Endeksi'ne giren şirketlerde net satışları azalan şirket sayısının daha az olması olumlu bir işaret olarak algılanabilir.

4.5. Aktiflerin Değişimine Göre Karşılaştırma

Çalışmada seçilen bir diğer finansal gösterge olan aktif değişim ortalamalarına göre inceleme sonuçları Tablo 5'te gösterilmiştir.

Tablo 5: Şirketlerin Sürdürülebilirlik Endeksi'nde Yer Alıp Almamasına Göre Aktif Değişim Ortalamaları

		2015	2016	2017	2018	2019	5 yıllık
Sürdürülebilirlik Endeksi'ne Giren	Aktifleri Artan	10	16	24	21	21	27
	Aktifleri Azalan	0	0	0	2	6	0
	Aktif Değişimi	%24,99	%16,55	%22,34	%24,59	%16,21	%158,54
	Aktifleri Artan	35	27	23	20	17	18
Sürdürülebilirlik Endeksi'ne Girmeyen	Aktifleri Azalan	9	8	4	5	4	3
	Aktif Değişimi	%13,19	%22,62	%17,18	%9,50	%14,28	%132,65

Tablo 5'te de görüldüğü gibi Kurumsal Yönetim Endeksi ile beraber Sürdürülebilirlik Endeksi'nde de yer alan şirketlerde genel olarak aktiflerin büyüme gösterdiği söylenebilir. Bununla beraber 2016 yılı dışındaki diğer yıllarda ve 5 yıllık değişim açısından Sürdürülebilirlik Endeksi'nde de yer alan şirketlerde gerçekleşen ortalama aktif büyümesinin daha yüksek olduğu görülmektedir. Sürdürülebilirlik Endeksi'nde de yer alan şirketlerde en yüksek ortalama aktif büyümesi 2015 yılında %24,99, en düşük ortalama aktif büyümesi ise 2019'da %16,21 ile gerçekleşmiştir. Sadece Kurumsal Yönetim Endeksi'nde yer alan şirketlerde ise en yüksek ortalama aktif büyümesi 2016 yılında %22,62, en düşük ortalama aktif büyümesi ise 2018'de %9,5 olmuştur. 2015, 2016, 2017 yılları ve 5 yıllık süreçte Sürdürülebilirlik Endeksi'ne giren şirketlerin hiçbirinin aktiflerinde azalma gerçekleşmemiştir. Bu sonuç; kurumsal yönetim ilkelerine daha üst düzeyde uyum sağlayan ve sürdürülebilirlik açısından belli hususlara uyum gösteren şirketlerde, büyümenin daha pozitif olduğuna yönelik önemli bir kanıt olarak değerlendirilebilir.

5 yıllık değişime bakıldığında Sürdürülebilirlik Endeksi'ne de giren şirketlerin aktiflerinin daha hızlı büyüdüğü söylenebilir. Buna bağlı olarak sürdürülebilirlik açısından belli göstergeleri yerine getirerek değerlendirmeye tabi olan şirketlerde aktiflerde meydana gelen büyümenin daha fazla olduğu görülmüştür.

4.6. Özkaynakların Değişimine Göre Karşılaştırma

Çalışma kapsamındaki şirketlerin, Sürdürülebilirlik Endeksi'ne girip girmemesine göre özkaynak değişim ortalamalarına ilişkin sonuçlar Tablo 6'da gösterilmiştir.

Tablo 6: Şirketlerin Sürdürülebilirlik Endeksi'nde Yer Alıp Almamasına Göre Özkaynak Değişim Ortalamaları

		2015	2016	2017	2018	2019	5 yıllık	
Sürdürülebilirlik Endeksi'ne Giren	ÖZK Artan	8	11	23	19	23	25	
	ÖZK Azalan	2	5	1	4	4	2	
		ÖZK Değişimi	%8,89	%6,23	%49,69	%29,59	%14,13	%127,23
Sürdürülebilirlik Endeksi'ne Girmeyen	ÖZK Artan	28	31	22	17	16	17	
	ÖZK Azalan	16	4	5	8	5	4	
		ÖZK Değişimi	%5,47	%9,51	%14,13	%12,59	%12,99	%80,20

Aktiflerde meydana gelen değişime benzer şekilde 2016 yılı haricinde her iki endekste de yer alan şirketlerde gerçekleşen ortalama özkaynak büyümesi daha fazladır. Yine özkaynakları büyüyen şirketlerin oranının her iki endekse dâhil olan şirketlerde daha yüksek olduğu görülmektedir. Sürdürülebilirlik Endeksi'ne de giren şirketlerde en yüksek özkaynak büyümesi 2017, en düşük özkaynak büyümesi ise 2016 yılında gerçekleşmiştir. Sadece Kurumsal Yönetim Endeksi'nde yer alan şirketlerde de benzer bir durum söz konusudur.

5 yıllık değişime bakıldığında da her iki endekste yer alan şirketlerde gerçekleşen ortalama özkaynak büyümesinin daha yüksek olduğu görülmektedir. Bu açıdan genel olarak Sürdürülebilirlik Endeksi'ne de dâhil olan grupta özkaynak büyümesi açısından daha olumlu sonuçlar görüldüğü söylenebilir. Başka bir ifadeyle kurumsal yönetim ilkelerine daha üst düzeyde uyum sağlamak ve sürdürülebilirlik açısından gösterge kabul edilebilecek Sürdürülebilirlik Endeksi'nde yer almak, şirketlerin özkaynaklarının büyümesine olumlu bir şekilde yansımıştır.

4.7. Aktif Kârlılığın Göre Karşılaştırma

Şirketlerin Sürdürülebilirlik Endeksi'nde yer alıp almamasına göre aktif kârlılığı göstergesine ilişkin karşılaştırma sonuçları Tablo 7'de gösterilmiştir.

Tablo 7: Şirketlerin Sürdürülebilirlik Endeksi'nde Yer Alıp Almamasına Göre Aktif Kârlılığı Ortalamaları

	2015	2016	2017	2018	2019	5 yıllık ortalama
Sürdürülebilirlik Endeksi'ne giren	%5,15	%3,35	%4,78	%6,36	%4,89	%4,99
Sürdürülebilirlik Endeksi'ne girmeyen	%1,31	%3,75	%7,83	%5,53	%4,01	%5,03

Tablo 7 incelendiğinde Sürdürülebilirlik Endeksi'ne de giren şirketlerde ortalama aktif kârlılığı 2015, 2018 ve 2019 yıllarında, sadece Kurumsal Yönetim Endeksi'nde yer alan şirketlerin ortalamasına göre daha yüksektir. Bununla birlikte 2016 ve 2017 yıllarında sadece Kurumsal Yönetim Endeksi'nde yer alan şirketlerin aktif kârlılık ortalamaları daha yüksektir. Tabloda dikkat çeken bir diğer nokta ise aktif kârlılığı ortalamalarında yıllar itibarıyla meydana gelen değişimlerin, sadece Kurumsal Yönetim Endeksi'nde yer alan şirketlerde daha fazla oynaklık gösterdiği. Bu sonuç da aktif kârlılığındaki istikrarın Sürdürülebilirlik Endeksi'nde yer alan şirketlerde daha fazla olduğu şeklinde değerlendirilebilir. Her iki endekse de giren şirketlerde en yüksek ortalama aktif kârlılığı %6,36 ile 2018 yılında, en düşük ortalama aktif kârlılığı ise 2016 yılında %3,35 ile gerçekleşmiştir. Sadece Kurumsal Yönetim Endeksi'ne giren şirketlerde ise en yüksek ortalama aktif kârlılığı %7,83 ile 2017 yılında, en düşük ortalama aktif kârlılığı ise 2015 yılında %1,31 olmuştur.

5 yıllık ortalamalar incelendiğinde, her iki grubun birbirine yakın aktif kârlılığı ortalamalarına sahip olduğu ve buna bağlı olarak Sürdürülebilirlik Endeksi'ne giren ve girmeyen şirketler arasında kesin bir farklılık olmadığı sonucuna varılabilir. Öte yandan Sürdürülebilirlik Endeksi'ne giren şirketlerin 2015 yılında, Sürdürülebilirlik Endeksi'ne girmeyen şirketlerin de 2017 yılında aktif kârlılığı ortalamalarının daha net bir şekilde yüksek olduğu söylenebilir.

4.8. Özkaynak Kârlılığına Göre Karşılaştırma

Şirketlerin Sürdürülebilirlik Endeksi'nde yer alıp almamasına göre özkaynak kârlılığı göstergesine ilişkin karşılaştırma sonuçları Tablo 8'de gösterilmiştir.

Tablo 8: Şirketlerin Sürdürülebilirlik Endeksi'nde Yer Alıp Almamasına Göre Özkaynak Kârlılığı Ortalamaları

	2015	2016	2017	2018	2019	5 yıllık ortalama
Sürdürülebilirlik Endeksi'ne giren	%23,91	%8,19	%17,92	%16,47	%10,69	%13,88
Sürdürülebilirlik Endeksi'ne girmeyen	%5,62	%7,02	%11,82	%6,67	%4,48	%5,74

Tablo 8'deki veriler incelendiğinde Sürdürülebilirlik Endeksi'ne de giren şirketlerde ortalama özkaynak kârlılığının her yıl diğer gruba göre daha yüksek olduğu görülmektedir. Sürdürülebilirlik Endeksi'ne de giren şirketlerde en yüksek ortalama özkaynak kârlılığı 2015 yılında %23,91, en düşük ortalama özkaynak kârlılığı ise 2016 yılında %8,19 ile gerçekleş-

miştir. Sadece Kurumsal Yönetim Endeksi'nde yer alan şirketlerde ise en yüksek ortalama özkaynak kârlılığı 2017 yılında %11,82, en düşük ortalama özkaynak kârlılığı ise 2019 yılında %4,48 olarak ortaya çıkmıştır. Ayrıca genel olarak, Sürdürülebilirlik Endeksi'ne giren şirketler çift haneli özkaynak kârlılığı ortalamalarına sahipken, Sürdürülebilirlik Endeksi'ne girmeyen şirketler ise tek haneli özkaynak kârlılığı ortalamalarına sahiptir.

5 yıllık özkaynak kârlılığı ortalamalarına bakıldığında da Sürdürülebilirlik Endeksi'ne giren şirketlerin ortalama özkaynak kârlılığının diğer grubun iki katından daha fazla olduğu görülmektedir. Ortalama özkaynak kârlılığı, seçilen finansal performans göstergeleri arasında her iki endekste yer alan şirketlerin üstünlüğünün en bariz olduğu göstergedir. Bu sonuçlar, kurumsal yönetim ilkelerine daha üst seviyede uyum sağlayan ve sürdürülebilirlik açısından gösterge kabul edilebilecek Sürdürülebilirlik Endeksi'nde yer alan şirketlerin sahip ve ortaklarının, şirkete koydukları değerler karşılığında elde ettikleri kârların daha yüksek olduğu şeklinde değerlendirilebilir.

4.9. Yıl Bazında Karşılaştırma

Yıllara göre her iki endekse giren ve sadece Kurumsal Yönetim Endeksi'ne giren şirketlerin seçilen finansal performans göstergelerine göre karşılaştırılması aşağıdaki tabloda gösterilmiştir.

Tablo 9: Yıllara Göre Tüm Finansal Göstergeler Açısından Karşılaştırma

		HG	NKD	NSD	AD	ÖZKD	AK	ÖZKK
2015	KYE+SE	%0,82	%916,82	%14,17	%24,99	%8,89	%5,15	%23,91
	KYE	%-5,17	%-2,95	%2,81	%13,19	%5,47	%1,31	%5,62
2016	KYE+SE	%18,13	%22,40	%14,13	%16,55	%6,23	%3,35	%8,19
	KYE	%19,76	%-47,46	%36,56	%22,62	%9,51	%3,75	%7,02
2017	KYE+SE	%42,18	%104,59	%25,75	%22,34	%49,69	%4,78	%17,92
	KYE	%39,74	%122,77	%20,92	%17,18	%14,13	%7,83	%11,82
2018	KYE+SE	%-24,06	%68,31	%27,35	%24,59	%29,59	%6,36	%16,47
	KYE	%-24,14	%-21,35	%48,21	%9,50	%12,59	%5,53	%6,67
2019	KYE+SE	%63,09	%317,57	%13,81	%16,21	%14,13	%4,89	%10,69
	KYE	%115,94	%86,72	%109,33	%14,28	%12,99	%4,01	%4,48
5 yıllık	KYE+SE	%87,61	%119,37	%148,80	%158,54	%127,23	%4,99	%13,88
	KYE	%120,39	%69,60	%166,81	%132,65	%80,20	%5,03	%5,74

KYE+SE: Kurumsal Yönetim ve Sürdürülebilirlik Endeksi'nde yer alan şirketler

KYE: Sadece Kurumsal Yönetim Endeksi'nde yer alan şirketler

Tablo 9'daki veriler incelendiğinde 2015 yılında her iki endekse de dahil olan şirketlerin bütün performans göstergelerinde üstünlüğü göze çarpmaktadır. 2016 yılında ise net kâr büyümesi ve özkaynak kârlılığı açısından her iki endekste de yer alan şirketlerin verileri daha

olumludur. Bu yılda diğer 5 göstergede sadece Kurumsal Yönetim Endeksi'nde yer alan şirketler daha iyi performans göstermişlerdir. 2017 yılında net kâr değişimi ve aktif kârlılığı dışında kalan 5 göstergede, 2018 yılında ise net satış değişimi dışındaki 6 göstergede her iki endekste yer alan şirketlerin üstünlüğü görülmektedir. 2019 yılına bakıldığında da yine 5 göstergede her iki endekste yer alan şirketlerin verileri daha olumludur. Hisse getirisi ve net satış değişimi göstergelerinde sadece Kurumsal Yönetim Endeksi'nde yer alan şirketler üstündür.

5 yıllık performans ölçümüne bakıldığında; 4 göstergede iki endekste de yer alan şirketlerin verilerinin daha olumlu olduğu dikkat çekmektedir. Özellikle 5 yıllık dönemde Sürdürülebilirlik ve Kurumsal Yönetim Endeksi'ne dâhil olan şirketlerin ortalama net kâr değişimi diğer gruptaki şirketlerin neredeyse 2 katıdır. Özkaynak kârlılığı göstergesinde de benzer bir durum söz konusudur. Aktif kârlılığı açısından sadece Kurumsal Yönetim Endeksi'nde yer alan şirketlerin üstünlüğü olmasına rağmen her iki grup arasındaki fark çok düşüktür. Net satış değişimi ve hisse getirisi göstergelerinde sadece Kurumsal Yönetim Endeksi'ndeki şirketlerin performansının daha iyi olduğu söylenebilir.

5. Sonuç ve Öneriler

Kurumsal yönetim ve sürdürülebilirlik kavramları 20. yüzyılın sonlarından itibaren yüksek sesle dile getirilmeye başlanmış ve bu konularda birçok önemli gelişme yaşanmıştır. Kurumsal yönetim ve sürdürülebilirlik ile ilgili yaşanan gelişmeler, işletmelerin yönetim ve iş yapma süreçlerinde de önemli değişimler yaşanmasına neden olmuştur. Bununla birlikte yaşanan bu değişimlerin işletmelerin performansına yansımalarının nasıl olduğu sorusu ortaya çıkmış ve bu soru akademik alanda da önemli bir ilgi odağını oluşturmuştur.

Çalışmada; kurumsal yönetim, sürdürülebilirlik ve finansal performans arasındaki ilişkiler incelenmiştir. Bu amaçla BİST Kurumsal Yönetim Endeksi'nde yer alan şirketlerin Sürdürülebilirlik Endeksi'nde de yer alıp almamasına göre kurumsal yönetim derecelendirme notları ve belli finansal performans göstergeleri karşılaştırılmıştır. Karşılaştırma sonucunda Sürdürülebilirlik Endeksi'nde de yer alan şirketlerde kurumsal yönetim ilkelerine uyumun daha üst düzeyde gerçekleştiği görülmüştür. Ayrıca çalışmanın sonuçlarına göre seçilen finansal performans göstergelerinin önemli bir bölümünde Sürdürülebilirlik Endeksi'ne de dâhil olan şirketlerin performansının daha olumlu olduğu söylenebilir. 2015 yılında seçilen tüm finansal göstergelerde, 2017'de 5, 2018'de 6 ve 2019'da 5 finansal performans göstergesinde Sürdürülebilirlik Endeksi'ne de dâhil olan şirketlerin ortalamalarının daha iyi olduğu sonucuna ulaşılmıştır. 5 yıllık performansa bakıldığında da yine 4 göstergede her iki endekste yer alan şirketlerin lehine bir sonuç bulunmuştur. Bununla birlikte özkaynak kârlılığı açısından analiz döneminin tamamında Sürdürülebilirlik Endeksi'nde de yer alan şirketlerin daha iyi ortalamalara sahip olduğu dikkat çekmektedir. Ayrıca, çalışmanın dikkat çeken sonuçlarından biri de piyasanın olumsuz seyrettiği dönemlerde Sürdürülebilirlik Endeksi'ne dâhil olan şirketlerin daha az olumsuz performans göstermeleri olmuştur. Yine 5 yıllık performanslara bakıldığında Sürdürülebilirlik Endeksi'ne de giren şirketlerin tamamında net satışlarının ve aktiflerinin büyüme gösterdiği dikkat çekmektedir.

Kurumsal yönetim derecelendirme notları ortalamasının Sürdürülebilirlik Endeksi'ne de giren şirketlerde daha yüksek olduğu da göz önüne alındığında çalışmanın sonuçlarının; kurumsal yönetim ve kurumsal sürdürülebilirlik arasındaki ilişkinin önemine ve bunun finansal

performans üzerindeki yansımalarına yönelik önemli işaretler verdiği söylenebilir. Dolayısıyla kurumsal yönetim, kurumsal sürdürülebilirlik ve finansal performans arasındaki ilişkilerin bir bütün olarak değerlendirilmesi önem kazanmakta olup, bu bütünün parçalarının birinde meydana gelecek iyileşmeler, diğer parçaları da olumlu yönde etkileyebilir.

İleride yapılacak çalışmalarda, daha farklı finansal performans göstergelerinden de yararlanılması ve daha uzun bir dönemin dikkate alınması; kurumsal yönetim, kurumsal sürdürülebilirlik ve finansal performans arasındaki ilişkiye yönelik önemli sonuçlar sunabileceği gibi, sektörel açıdan da incelemeler yapılabilir.

Kaynakça

- Alp, A. & Kılıç S. (2014). Kurumsal yönetim-Nasıl yönetilmeli. 1. Baskı, İstanbul: Doğan Kitap.
- Aras, G. & Crowther, D. (2008). Governance and sustainability: An investigation into the relationship between corporate governance and corporate sustainability. *Management Decision*, 46(3), 433-448.
- Berthelot, S., Morris, T. & Morril, C. (2010). Corporate governance rating and financial performance: A canadian study. *Corporate Governance: The International Journal of Business in Society*, 10(5), 635-646.
- BİST. (2020). Sürdürülebilirlik endeksi. Erişim Tarihi: 10.09.2020, <https://www.borsaistanbul.com/tr/sayfa/165/bist-surdurulebilirlik-endeksi>
- Cadbury Report. (1992). The financial aspects of corporate governance. Erişim Tarihi: 25.08.2020, <https://ecgi.global/sites/default/files/codes/documents/cadbury.pdf>
- Çonkar, M. K., Elitaş, C. & Atar, G. (2011). İMKB Kurumsal Yönetim Endeksi'ndeki (XKURY) firmaların finansal performanslarının topsis yöntemi ile ölçümü ve kurumsal yönetim notu ile analizi. *İstanbul İktisat Dergisi*, 61(1), 81-115.
- Dağlı, H., Ayaydın, H. & Eyüboğlu, K. (2010). Kurumsal yönetim endeksi performans değerlendirmesi: Türkiye örneği. *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, 48, 18-31.
- Donker, H. & Zahir, S. (2008). Towards an impartial and effective corporate governance rating system, corporate governance. *The International Journal of Business in Society*, 8(1), 83-93.
- Drobtetz, W., Schillhofer, A. & Zimmermann, H. (2003). Corporate governance and firm performance: Evidence from Germany. Erişim Tarihi: 12.09.2020, <https://www.cofar.uni-mainz.de/dgf2003/paper/paper146.pdf>
- Fernandez, M. R. (2015). Social responsibility and financial performance: The role of good corporate governance. *Business Research Quarterly*, 19(2016), 137-151.
- ICGN. (2014). ICGN Global governance principles. Erişim tarihi: 25.08.2020, https://icgn.flpbks.com/icgn_global_governance_principles/ICGN_Global_Governance_Principles.pdf
- IFC. (2010). Corporate governance. Erişim Tarihi: 02.09.2020, <https://www.ifc.org/wps/wcm/connect/c09ff531-b7a6-405a-bbd6-89780979f271/CG+manual+for+Vietnam-second+edition-Eng.pdf?MOD=AJPERES&CVID=jog7Uju>
- Janggu, T., Darus, F., Zain, M. M. & Sawani, Y. (2014). Does good corporate governance lead to better sustainability reporting? An analysis using structural equation modeling. *Procedia-Social and Behavioral Sciences*, 145(2014), 138-145.
- Karamustafa, O., Varıcı, İ. & Er, B. (2009). Kurumsal yönetim ve firma performansı: İMKB Kurumsal Yönetim Endeksi kapsamındaki firmalar üzerine bir uygulama. *Kocaeli Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 17, 100-119.

- Kocmanova, A., Hrebicek, J. & Docekalova, M. (2011). Corporate governance and sustainability. *Economics and Management*, 16, 543-550.
- Munir, A., Khan, F. U., Usman, M. & Khurram, S. (2019). Relationship between corporate governance, corporate sustainability and financial performance. *Pakistan Journal of Commerce and Social Sciences*, 13(4), 915-933.
- Orlitzky, M., Schmidt, F. L. & Rynes, S. L. (2003). Corporate social and financial performance: A meta analysis. *Organization Studies*, 24(3), 403-441.
- Önalın, G. O. & Tan, F. Z. (2018). Kurumsal yönetim derecelendirme notlarının şirket performansları üzerine etkisi. *Journal of Social Sciences and Humanities*, 2(2), 47-59.
- Önder, Ş. & Kaya, E. (2018). İşletmelerin kurumsal sosyal sorumluluk uygulamalarında kurumsal yönetim yapılarının etkisi: BIST 100 üzerine bir uygulama. *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, 78, 155-170.
- Sak, A. F. & Dalgıç, H. (2020). Kurumsal sürdürülebilirliğin firmaların finansal performansına etkisi: BIST Kurumsal Sürdürülebilirlik Endeksi'ndeki firmalara üzerine bir araştırma. *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, 85, 173-186.
- Sakarya, Ş. (2011). İMKB Kurumsal Yönetim Endeksi kapsamındaki şirketlerin kurumsal yönetim derecelendirme notu ve hisse senedi getirileri arasındaki ilişkinin olay çalışması (Event Study) yöntemi ile analizi. *ZKÜ Sosyal Bilimler Dergisi*, 7(13), 147-162.
- SPK. (2020). Kurumsal Yönetim Tebliği (II-17.1)'nde değişiklik yapılmasına dair tebliğ (II-17.1.a). Erişim Tarihi: 05.10.2020, <https://www.spk.gov.tr/Duyuru/Goster/20201002/0>
- Yenice S. & Dölen, T. (2013). İMKB'de işlem gören firmaların kurumsal yönetim ilkelerine uyumunun firma değeri üzerindeki etkisi. *Uluslararası Yönetim, İktisat ve İşletme Dergisi*, 9(19), 199-214.