

KURUMSAL YÖNETİM UYGULAMALARININ FİNANSAL PERFORMANSA ETKİSİ: BİST ŞİRKETLERİNDE BİR UYGULAMA^{*,**}

THE EFFECT OF CORPORATE GOVERNANCE PRACTICES ON FINANCIAL PERFORMANCE: AN APPLICATION IN BIST COMPANIES

Araştırma Makalesi
Research Paper

Sevda KANCA***
Fikret ÇANKAYA****
Engin DİNÇ*****

Öz:

Kurumsal yönetim faaliyetlerinin şirket karlılığını ve değerini olumlu yönde etkileyeceği düşünülmektedir. Kurumsal yönetimin başarısı, finansal performansa katkısının ölçülmesiyle mümkün olmaktadır. Kurumsal yönetimin işletme performansını artıracak kabul edilmesine rağmen uygulamada aksi sonuçlara rastlanması nedeniyle kurumsal yönetimin başarısı sürekli araştırılır. Çalışmada, ilk önce konuyla ilgili literatür ayrıntılı bir şekilde incelenmiştir. Daha sonra BIST (XKURY) kurumsal yönetim endeksindeki şirketlerde kurumsal yönetim faaliyetlerinin finansal performans üzerindeki etkisinin tespiti amaçlanmıştır. Kurumsal yönetim etkinliğinin tespiti derecelendirme notları ile yapılmıştır. Kurumsal yönetimin finansal başarısının değerlendirilmesinde korelasyon ve çoklu regresyon analiz yöntemleri kullanılmıştır. BIST (XKURY) kurumsal yönetim endeksindeki şirketlerde, kurumsal yönetim etkinliğinin finansal performans üzerinde istatistiksel olarak anlamlı bir etkisi tespit edilmemiştir. Ayrıca sonucun anlamlı hale getirilmesi için yapılması gerekenlere değinilmiştir.

Anahtar Kelimeler: Finansal Performans, Kurumsal Yönetim, Kurumsal Yönetim İlkeleri.

Abstract:

It is thought that corporate governance activities will positively affect the profitability and value of the company. The success of corporate governance is possible by measuring its contribution to financial performance. Although it is accepted that corporate governance will increase business performance, the success of corporate governance is constantly investigated due to the contrary results in practice. In the study, first of all, the literature on the subject was examined in detail. Afterwards, it is aimed to determine the effect of corporate governance activities on financial performance in companies in BIST (XKURY) corporate governance index. Determination of corporate governance effectiveness was made by rating grades. Correlation and multiple regression analysis methods were used to evaluate the financial success of corporate governance. The study found no statistically significant effect of corporate governance efficiency on financial performance in the companies in the BIST (XKURY) corporate governance index. The study also dealt with what was to be done to make the results meaningful.

Keywords: Financial Performance, Corporate Governance, Corporate Governance Principles.

* Makale Geliş Tarihi: 16.06.2021

Makale Kabul Tarihi: 26.10.2021

** Bu çalışma, danışmanlığını Prof. Dr. Engin DİNÇ'in yürüttüğü, Avrasya Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İşletme Anabilim Dalı'nda Sevda KANCA tarafından 2020 yılında tamamlanan "İç Kontrol Sistemi Etkinliği İle Kurumsal Yönetim İlkelerinin Finansal Performansa Etkisi: BİST (XKURY) Kurumsal Yönetim Endeksinde Bir Araştırma" adlı doktora tezinden yararlanılarak üretilmiştir.

*** Öğr. Gör. Dr., Trabzon Üniversitesi, Turizm Meslek ve Otelcilik Yüksekokulu, Seyahat-Turizm ve Eğlence Hizmetleri Bölümü, sevdakanca@trabzon.edu.tr, orcid.org/0000-0002-3057-5759

**** Prof. Dr., Karadeniz Teknik Üniversitesi, İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi, İşletme Bölümü, cankaya@ktu.edu.tr, orcid.org/0000-0002-0738-3580

***** Prof. Dr., Karadeniz Teknik Üniversitesi, İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi, İşletme Bölümü, edinc@ktu.edu.tr, orcid.org/0000-0002-4701-6996

GİRİŞ

Şirketlerdeki kurumsallaşma ve yönetim işlevini bir arada barındıran kurumsal yönetim kavramı modern dünyada, önem taşıyan bir kavram olarak yerini almıştır. Dünyada yaşanan şirket skandalları sonucunda ortaya çıkan kurumsal yönetim kavramı ekonomi ve akademi çevresinin ilgisini üzerine toplamıştır. Kavram, yaşanan skandallar sonucunda, şirketlerin açıkladığı finansal bilgilere karşı yatırımcılardaki güvensizliğin ortadan kaldırılmasını amaçladığı gibi tüm çıkar gruplarının haklarını korumayı da amaçlamaktadır.

Kurumsal yönetimin (KY) şirketlerde yapılan hata ve hileyi önleyerek kaynakların etkin kullanımını sağlayabileceği şirket içerisindeki tüm tarafların sorumluluklarının belirlenmesine yardımcı olabileceği şirket değerini ve performansını artırabileceği söylenebilir. Bu çerçevede çalışmanın amacı, BIST (XKURY) kurumsal yönetim endeksinde ki şirketlerin finansal performanslarını ortaya koymak olarak belirlenmiştir.

Çalışmanın birinci bölümünde, kurumsal yönetim kavramı ve önemi, Kurumsal Yönetim İlkeleri (KYİ) ile kurumsal yönetim endeksi (KYE) ve endekse dâhil olma durumu ile derecelendirme notu açıklanmıştır. Çalışmanın ikinci bölümü olan uygulama bölümünde, kurumsal yönetim faaliyetlerinin finansal performans üzerindeki etkisine yönelik literatür taraması yapılarak araştırmanın amaç, yöntem ve kapsamı açıklanmıştır. Son olarak, analiz sonucunda elde edilen bulgular değerlendirilmiş ve yorumlanmıştır.

1. KURUMSAL YÖNETİM KAVRAMI TANIMI VE ÖNEMİ

Kurumsal yönetim, özellikle 1980’li yıllardan sonra yaşanan şirket skandalları sonucunda yatırımcıların şirketlerin açıkladığı finansal bilgilere karşı duydukları güvensizliğin ortadan kaldırılması ve yatırımcının geri kazanılması amacıyla ortaya çıkmış bir kavramdır (Coates ve John, 2007:91-92). Yaşanan finansal skandalların temelinde kurumsal yönetim anlayışının yetersiz olduğu görüşü, kavramın öneminin daha da artmasına yol açmış ve yatırımcıların haklarını korumak, piyasalar için güvenilir bir ortam oluşturabilmek ve kurumsal yönetim anlayışını şirketlerde yerleştirebilmek adına çalışmalar başlatılmıştır.

Kurumsal yönetim için referans kaynağı gösterilen Cadbury raporunda, kurumsal yönetimin, “şirketlerin kontrolü ve yönetimi ile ilgili kurallar bütünü” olduğu ifade edilmekte ve şirketler için güven ortamı oluşturabileceği, finansal raporlarının güvenilirliğini sağlayabileceği, denetçilerin şirket kullanıcılarına raporladığı bilgilerin doğru ve güvenilir olması konusu belirtilmektedir (Cadbury Report,1992:13-14).

1.1. Kurumsal Yönetim İlkeleri

Kurumsal yönetim kavramı, şirketlerin başarısı ve devamlılığı için en önemli konular olarak görülen “adillik eşitlik”, “hesap verebilirlik ”şeffaflık” ve “sorumluluk” ilkeleri üzerine kurulmuştur. Ekonomik İşbirliği ve Kalkınma Örgütü (OECD) tarafından 1999 yılında yayınlanan bu ilkeler, her ülkenin sahip olduğu yönetim şeklinin ve ekonomik yapının fark-

lılığından dolayı ülke standartlarına göre belirlenmesini gerektirmiştir. Ülkemizde bu yetki Sermaye Piyasası Kuruluna verilmiş (2003) ve SPK tarafından “pay sahipleri”, “kamuyunun aydınlatılması ve şeffaflık”, “menfaat sahipleri” ve “yönetim kurulu” ilkeleri halka açık şirketler olmak üzere, özel sektör ve kamuda faaliyet gösteren tüm anonim şirketler tarafından uygulanması istenmiştir. İlkeler (2005) yılında revize edilerek, yayınlanmıştır. Bağlayıcı niteliği olmayan bu ilke ve standartlar şirketler için yol gösterici bir kılavuz niteliği taşımaktadır.

KYİ’ni etkin uygulayan şirketlerin, şirketin marka değerini artırabileceği, şirketlerin çok daha kolay kaynak bulabileceği aynı paralelde yatırımcı veya müşteri bulmasının kolaylaşacağı söylenebilir. İstikrarlı büyüme ve rekabet gücü ile birlikte şirketlerin nihai amacı olan yüksek kara ulaşılabilmesi mümkün olacaktır. Özetle kurumsal yönetim ilkeleri sayesinde şirketler, hedef ve amaçları doğrultusunda finansal performanslarını da artırabileceği söylenebilir.

1.2. Kurumsal Yönetim Endeksi ve Derecelendirme Faaliyeti

Kurumsal yönetim ilkeleri faaliyetlerine uygunluk, ülkemizde derecelendirme faaliyeti ile ölçülmektedir. Şirketlerin KYİ’yi uyguluyor olsalar da aynı ölçüde uygulayıp uygulamadıklarını ortaya koyabilmek veya yönetimin başarısını tespit edebilmek için KYE uyum derecelendirilmesi getirilmiştir.

Sermaye Piyasası Kurulu tarafından yayınlanan derecelendirme faaliyeti derecelendirme kuruluşları tarafından adil bir şekilde yapılmaktadır. Derecelendirme, kurumsal yönetim uygulamalarını şirketler için çekici hale getirerek, teşvik etmek ve uygulamaların yaygınlaştırılmasını sağlama faaliyetidir (SPK, 2007).

Bu bağlamda Borsa İstanbul (BİST) tarafından, “kurumsal yönetim ilkeleri” uygulamalarını yerine getiren ve uyguladığı derecelendirme notu ile doğrulanan şirketlerin olacağı “kurumsal yönetim endeksi” 2007 yılında oluşturulmuş ve kodu XKURY olarak belirlenmiştir. KYE’de, 20.02.2020 tarihi itibarı ile 52 şirket bulunmaktadır (KAP,2020). Kurumsal yönetim derecelendirme notu, SPK tarafından atanan derecelendirme kuruluşları tarafından verilen yüzdelerle değerlendirilmesi ile yapılmaktadır. Bunlar, %25 pay sahipleri, %25 kamuyu aydınlatma ve şeffaflık, %15 menfaat sahipleri, %35 yönetim kurulu şeklinde verilmektedir (SAHA, 2020). Verilen bu yüzdeler sonucu şirketlere 1 ile 10 arasında not verilmekte, bir (1) notu zayıf, on (10) notu güçlü olduğu anlamını taşımaktadır. KYE’ye dâhil olabilmek için, şirketlerin tüm ilkelerden aldıkları notlarının en az 7 (yedi) olması gerekmektedir.

KYE’de yer alan şirketlerin başarılı bir şekilde yönetildiği, rekabet avantajına sahip olduğu performanslarının güçlü olduğu kabul edilmektedir. Karamustafa vd., (2009) çalışmalarında, KYE’deki şirketlerin finansal performanslarında endekse giriş sonrası kısmen de olsa artış olduğunu tespit etmişlerdir. Etkin şirket yönetiminin başarılı finansal performans sağlayabileceği söylenebilir.

1.3. Kurumsal Yönetim ve Finansal Performans

İyi KY'nin amaçlarından biri, kayıpları azaltarak başarıyı veya karı artırmaktır. Şirkete uzun vadede başarılı yatırımlar çekebilmek yatırımcı için yatırım riskini azaltabilmek ancak etkin kurumsal yönetim ile mümkün olabilmektedir. Şirketlerin varlığını devam ettirebilmesi, faaliyetlerindeki rekabet gücünün ve başarılı yönetim finansal performans analizi ile mümkün olabilmektedir. Finansal performans değerlendirilmesi, şirketlerin varlıklarını ne kadar iyi kullandığını ölçmek için kullanılmaktadır.

Dolayısıyla şirketlerin analiz edilmesi şirketlerin mali durumuna ilişkin bilgi sağlanması, şirketin riskleri yönetebilmelerine imkânlar yaratılması ve nihayetinde yatırımcıların doğru karar almaları için gerekli bilgilerin sağlanmasına ancak finansal performans analizi ve değerlendirilmeleri ile mümkün olabilmektedir. Literatürde KY'in finansal performansı artırdığını savunan çalışmalar (Ehikioya 2009: 231-243; Kayalı ve Doğan 2018: 111-123; Widiatmika ve Darma 2018: 82-99) bulunmaktadır. Bu çerçevede çalışma kurumsal yönetimin finansal performansı üzerindeki etkisini ölçmeye odaklanmıştır. Araştırmada, piyasa esaslı ve muhasebe esaslı göstergeler olmak üzere 5 adet gösterge tercih edilmiştir. Bu göstergeler sırasıyla, piyasa esaslı göstergeler piyasa değeri defter değeri (PD/DD), hisse senedi değeri (HSD), piyasa öz sermaye karlılık oranı (PÖSKO)'dır. Muhasebe esaslı göstergeler olarak seçilen aktif karlılık oranı (AKO) ve öz sermaye karlılık oranı (ÖSKO)'dır.

PD/DD, AKO, ÖSKO ve HSD göstergelerinin, KY ve performans ilişkisini araştıran çoğu çalışmada temel performans ölçütleri olarak kullanılabileceği belirtilmektedir (Wingard ve Vorster, 2001: 320; Gökçen vd., 2012: 79). Benzer şekilde AKO ve ÖSKO'nun, temel kârlılık oranları olarak kullanılabileceğini ve bu oranların kârlılık için yaygın olarak kullanılan bir performans ölçütü olduğunu ve şirketlerin faaliyetlerinin etkinliğinin göreceli bir ölçüsü olduğu belirtilmektedir (Sandhar ve Janglani, 2013: 5-6). Bu nedenle çalışmada bahsedilen bu göstergeler seçilmiş ve kullanılmıştır.

2. ARAŞTIRMANIN YÖNTEMİ

Bu başlık altında, kurumsal yönetim uygulamalarının finansal performansa etkisine dair yapılan araştırma konusu ile ilgili literatür incelenmiş, araştırmanın amaç, yöntem ve kapsamı anlatılmış ve araştırma bulgularına yer verilmiştir.

2.1. Literatür Taraması

İlgili literatür incelendiğinde kurumsal yönetim uygulamaları ve finansal performans arasındaki etki ve ilişkilerin araştırıldığı hem ulusal hem de uluslararası bir çok çalışma mevcuttur. Söz konusu çalışmaların bazılarında kurumsal yönetimle ilgili başarı göstergesi olarak KYE'ye girmesi dikkate alınmıştır. Diğer bir ifadeyle KYİ ayrı ayrı incelenmektedir. Çünkü şirketler KYE'ye girebilmek için SPK tarafından değerlendirilmeye tabi tutulmakta ve aldıkları notlarının en az 7 (yedi) olanlar indekse dâhil edilmektedir. Diğer bir ifadeyle KYE'ye giremeyen işletmeler KY açısından yeterli bulunmamaktadır. Literatür

incelenirken ilk olarak Ulusal Çalışmalar ve Uluslararası çalışmalar, şeklinde genel bir ayırma tabi tutulmuştur.

2.1.1. Kurumsal Yönetim ve Finansal Performans İlişkisini İnceleyen Ulusal Çalışmalar

Kurumsal Yönetimle finansal performans arasındaki ilişkiyi inceleyen ve finansal performans göstergesi olarak kurumsal yönetim endeksine giren işletmeleri inceleyen ulusal çalışmalar;

- Anlamlı etki bulan,
- Anlamlı etki bulamayan ve
- Kurumsal yönetim ilkeleri ile finansal performans göstergeleri arasındaki ilişkileri ayrı ayrı inceleyen ulusal çalışmalar olarak aşağıda ayrı başlıklarda incelenmektedir.

2.1.1.1. Kurumsal Yönetim İlkelerini Ayrı Ayrı Ele Almadan KY İle Finansal Performans Arasında İstatistiksel Olarak Anlamlı Etki Bulan Ulusal Çalışmalar

Literatür incelendiğinde KYE'ye giren işletmelerin KY anlamında başarılı işletmeler olduğu görülmektedir. Dolayısıyla bazı çalışmalarda KY unsurları ayrı ayrı incelenmeden bütüncül yaklaşımla kurumsal yönetimin finansal performans üzerinde etkisi incelenmektedir. Finansal performans unsurları incelendiğinde ise bunların kendi içinde piyasa göstergeleri ve muhasebe göstergeleri olarak gruplandırılabilceği görülmektedir.

Yapılan literatür incelemesi sonucunda, finansal performans göstergeleri olarak farklı göstergelerde kullanılmakla birlikte bir çok çalışmada piyasa göstergeleri (HSD, PD/DD, Tobins'Q değeri) ve muhasebe göstergeleri (AKO, ÖSKO) ele alındığı görülmektedir.

Kurumsal yönetim ve finansal performans ile ilgili yapılan ve pozitif anlamlı sonuçlar bulan çalışmalara örnek olarak, *Yenice ve Dölen (2013)* tarafından KYE'ye dahil (2007-2011) olan şirketler üzerinde yaptıkları çalışma verilebilir. Çalışmada, Wilcoxon İşaretli Sıra Sayıları Testi ve t-testi ve 30 günlük borsa kapanış değerlerinin ortalaması (hisse değeri) kullanılmıştır. Sonucunda, KY derecelendirme notu ile borsa değerleri arasında istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki olduğunu ortaya koymuşlardır. Başka bir çalışmada ise *Kula ve Baykut (2014)*, KYE'deki 43 şirketin, Piyasa Değeri, Öz sermaye/Aktifler, Net Dönem Kârı, Sektörel Ayırım ve kârlılık ölçütleri kullanılarak yaptıkları regresyon analizi sonucunda, etkin KY uygulamalarının yüksek piyasa değeri ve daha iyi finansal performans getirdiğini belirlemişlerdir. *Soysal (2015)* ise çalışmasında KYE'deki şirketlerin AKO, ÖSKO, kaldıraç oranı, cari oran ölçütleri ile panel veri, regresyon ve korelasyon analizleri sonucunda KY uygulamalarının finansal performansı arttırdığını tespit etmişlerdir.

Erdoğan ve Öztürk (2016) KYE'deki şirketlerin (2009-2014) ÖSKO, AKO ve seçilen bir çok farklı finansal rasyolar ve şirketlerin derecelendirme notu verileri ile yaptıkları panel veri analizi ve regresyon analizi sonucunda, şirketlerin derecelendirme notunun AKO ve ÖSKO'ya pozitif etkisi olduğu, diğer finansal rasyoların ve büyüklüğün finansal performans üzerine etkisi olmadığını bulmuşlardır. *Kayalı ve Doğan (2018)* ise yaptıkları çalışmada,

KY endeksinde yer alan, imalat işletmelerinin KY derecelendirme notu ile finansal performansları arasında pozitif yönlü bir ilişki saptanmıştır. *Ece ve Güner (2018)* tarafından yapılan çalışmada, KYE’de yer alan ve finansal olmayan 2012-2017 yılları arasındaki şirketlerin kurumsal yönetim ve finansal performans ilişkileri incelenmiştir. Çalışmada seçilen finansal performans göstergeleri, hisse başına kazanç, finansal yeterlilik, AKO, ÖSKO, öz sermaye net nakit akımı, piyasa değerinin logaritması, Tobins’Q, firma değeridir. Yapılan panel veri analizi sonucunda, KY uygulama başarısı ile şirket piyasa performansı ve finansal performans arasında pozitif ve istatistiksel olarak anlamlı ilişkiler tespit edilmiştir.

Önalın ve Tan (2018) KYE’deki (2018) şirketlerin KY derecelendirme notu ile finansal performans başarısının tespiti için PD/DD, net dönem karı ve piyasa değerini seçmişlerdir. Yapılan korelasyon ve regresyon analizi sonucunda, KY derecelendirme puanı ile şirketlerin piyasa değeri, şirketin net dönem karı ve PD/DD arasında pozitif ve istatistiksel olarak anlamlı ilişkiler tespit edilmiştir. Farklı bir çalışma olarak Khatab vd., (2011), AKO, ÖSKO ve Tobins’Q ile pozitif anlamlı etkiler bulurken, kurumsal yönetim uygulamalarının şirketlerin finansal performansını pozitif etkilediğini belirtmişlerdir. Benzer bir çalışmada, Öztürk vd.(2020), kurumsal yönetim endeksinde bulunan ve bulunmayan şirketlerin finansal performanslarını inceleyerek, endekste yer alan şirketlerin diğerlerine göre daha etkin ve daha kârlı olduğunu bulmuşlardır. Ayrıca piyasa göstergelerinde daha başarılı bir performansa ulaştıkları sonucu görülmektedir.

2.1.1.2. Kurumsal Yönetim İlkelerini Ayır Ayır Ele Almadan KY İle Finansal Performans Arasında İstatistiksel Olarak Anlamlı Etki Bulamayan Ulusal Çalışmalar

Yapılan literatür sonucunda KY ile finansal performans arasında istatistiksel olarak *anlamlı etki bulamayan* çalışmaların sayısının anlamlı etki bulan ulusal çalışmalardan oldukça fazla olduğu görülmektedir. Halbuki teorik olarak bakıldığında KY’nin finansal performans üzerinde olumlu etkisinin olacağı düşünülmektedir. Bu nedenle KY’nin finansal performans etkisinin bulunmadığı ülkelerde KY kültürü oluşana kadar benzer çalışmalar sürekli yapıldığı ve yapılacağı düşünülmektedir.

Kurumsal yönetim ve finansal performans ile ilgili yapılan ve negatif etkiler bulan ulusal çalışmalardan birinde, *Çarıkçı vd.(2009)* 2007-2009 yılları arasında KYE ve İMKB 100’e dahil olan şirketlerdeki İMKB Kurumsal Yönetim Endeksi ve İMKB 100 endeksi kapanış fiyatları 2184 veri (hisse değeri) olarak belirlenmiştir. Yapılan regresyon analizi sonucunda, KY ilkeleri uygulamalarının şirketlerin finansal performansını artırmadığı tespit edilmiştir. Bir diğer çalışmada ise *Ege vd.(2013)*, Topsis yöntemi ile 2009-2011 KYE’de olan 18 şirketin KY derecelendirme notu ile finansal performansı arasındaki ilişkiyi ortaya koymaya çalışmışlardır. Çalışmada AKO, ÖSKO ve diğer rasyo verileri incelenerek, KY derecelendirme notunun artmasının finansal performansı artırmadığı tespit edilmiştir. Ayrıca KY derecelendirme notu ile finansal performans arasında negatif ilişkiler tespit edilmiştir.

Coşkun ve Sayılır (2012) çalışmalarında, KYE kapsamında 31 Şirketin Tobins’Q AKO, ÖSKO verileri ile yapılan regresyon analizi sonucunda KY arasında anlamlı ilişkiler tespit

edilememiştir. Benzer bir çalışmada ise Kara vd. (2015), 2006-2012 yıllarında KYE şirketlerinin KY ve finansal performansı arasındaki ilişkilerini panel veri analizi ile incelenmiştir. Çalışmada finansal performans için, PD/DD, PÖSKO, AKO, satış getirisi oranı, kaldıraç oranı ve net kâr göstergeleri seçilmiştir. KYE ile PD/DD ve kaldıraç oranı için pozitif anlamlı ilişkiler bulunurken, AKO, ÖSKO, satış getirisi oranı ve net kar arasında anlamlı ilişkiler bulunmamıştır. KY'in finansal performansı artırmadığı sonucuna ulaşılmıştır. Bir diğer çalışmada *Erdoğan (2015)*, 2007-2013 yılları arası BİST 100 endeksine dahil olan, 50 şirketin KYE dahil olup olmama durumunun finansal performans üzerindeki etkisini ortaya koymaya çalışmıştır. Panel veri analizi, Eğilim skoru ve Tobit analizi yöntemleri kullanılmıştır. Panel veri analizine göre, şirketlerin KYE'ye girmesi veya girmemesi ile ÖSKO, PD/DD, finansal kaldıraç oranı, firma büyüklüğü, ÖSKO arasında istatistiksel bir ilişki bulunmamıştır. Eğilim skoru analizine göre ise, ÖSKO ve PD/DD'nin KYE'de olan şirketlerde olmayanlara kıyasla daha yüksek olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Tobit analizine göre, KYE ile ÖSKO ve PD/DD arasında anlamlı ilişki tespit edilememiştir. Sonuç olarak şirketlerin KYE dahil olmalarının finansal performanslarına etkisinin olmadığı ifade edilmiştir.

Karakoç vd., (2016) KYE'deki 5 şirketin (2007-2014) ÖSKO, AKO ve diğer finansal rasyolarını Gri ilişkisel analiz yöntemi ile inceleyerek kurumsal yönetim ve finansal performans arasındaki ilişkiyi tespit etmeye çalışmışlardır. Çalışmada, KY açısından başarılı olan şirketlerin bu başarıyı finansal performanslarına yansıtamadıkları sonucuna ulaşılmıştır. *Boyacıoğlu (2017)* ise 22 üretim şirketini (2010-2016) Topsis yöntemi ile analiz ederek KYE olmanın firma değeri üzerindeki etkisini araştırmıştır. Çalışmasında, firma performansı AKO, ÖSKO, Tobin's Q değeri, HSD ve diğer çeşitli finansal rasyolar seçilmiştir. Çalışma sonucunda, HSD'nin KYE ile bir firmada, pozitif anlamlı ve bir firmada, negatif anlamlı ve diğerlerinde ise, anlamlı bir etkiye sahip olmadığı anlaşılmıştır. Sonuç olarak KYE'nin firma değerini artırmadığı ifade edilmiştir.

Ünlü vd., (2017) ise KYE'de olan 12 ve olmayan 22 şirketi (2014 BIST 30) Topsis yöntemi ile analiz ettikleri çalışmalarında, AKO, ÖSKO, diğer finansal rasyolar finansal performans için seçilmiştir. Çalışma sonucunda KYE'de olan ve olmayan şirketler arasında finansal performans ve hissedar değeri yaratma açısından fark olmadığı tespit edilmiştir. *Kavcar ve Gümrah (2017)* KYE'de olan 55 şirket olay çalışması yöntemi ile analiz etmiş ve KYI'ye uymanın şirketin değerini artırdığına dair bir sonuç tespit edilememiştir. *Yıldırım vd., (2018)* ise KYE'deki 5 şirketin (2013-2016) finansal performans başarıları için seçilen AKO, ÖSKO, PD/DD ve farklı bir çok finansal göstergeleri Topsis yöntemi ile analizi edilerek, KYE ile finansal performans arasında istatistiksel olarak anlamlı ilişkiler tespit edilememiştir.

Turnacıgil vd., (2019) tarafından yapılan çalışmada, KYE'deki 15 şirketin (2009-2016) kurumsal yönetim uygulamalarının başarısının performansa etkisi incelenmiştir. Seçilen finansal performans göstergeleri (hisse senedi getirileri, kaldıraç oranı, PD/DD ve firma büyüklüğü) Panel veri analizi ile incelenmiş ve sonuçta KY uygulamalarının, yatırımcıların hisse senedi alımlarında etkili bir faktör olmadığı veya KY'nin yatırımcılar için önemli bir faktör olarak görülmediği sonucunu paylaşmışlardır. *Bektaş ve Kırkbeşoğlu (2020)* ise 2018

yılı KYE olan 9 şirketi olay çalışması ile analiz ederek KY derecelendirme notuna sahip olmanın hisse senetleri getirilerinde anlamlı bir etkisi tespit edilememiştir.

2.1.1.3. Kurumsal Yönetim İlkeleri ile Finansal Performans Göstergeleri Arasındaki İlişkileri İnceleyen Ulusal Çalışmalar

Literatürde finansal performans göstergelerinden AKO, ÖSKO, PÖSKO, HSD, PD/DD değerlerinden bazıları kullanıldığı gibi bu göstergelere ek olarak Fiyat/Kazanç oranı, TQ Değeri, Piyasa Katma Değeri gibi göstergeler de kullanılmaktadır. Sonuç olarak tüm KYİ'nin finansal performans göstergelerini olumlu etkilediği bir çalışma görülmemekle birlikte menfaat sahipleri ilkesinin finansal performans göstergeleri üzerine daha çok etkisi olduğu söylenebilir.

Kurumsal yönetim ilkeleri olan menfaat sahipleri, yönetim kurulu kamuoyu aydınlatma ve şeffaflık ve pay sahipleri ilkeleri açısından finansal performans ilişkisini değerlendiren çalışmalardan birinde, *Saldanlı (2012)* İMKB 248 şirket için KY derecelendirme notunun TOPSİS yöntemi ve korelasyon analizi ile tespit edilmesine çalışmıştır. Çalışmada KYE'ye girmesi ve KY derecelendirme notu ile AKO, ÖSKO, PD/DD ve diğer finansal rasyolar seçilmiştir. Çalışma sonucunda Menfaat sahipleri ilkesinin AKO ve ÖSKO ile ilişkisi düşük ve pozitif tespit edilmiştir. Yönetim kurulu ilkesi ile AKO ve ÖSKO ilişkisi düşük ve negatif tespit edilmiştir. *Yağlı (2016)* ise panel veri analizi kullandığı çalışmasında, KYE'de olan 50 şirket (2007-2015) seçmiştir. Finansal performans göstergeleri, AKO, Piyasa Katma Değeri ve Tobins'Q değerini alan çalışmada, menfaat sahipleri ilkesi ile TOBİNS'Q değeri ve firma performansı ile pozitif ilişki, piyasa katma değeri ile negatif ilişki tespit edilmiştir. Yönetim kurulu ilkesi ile Tobins'Q pozitif firma performansı ile negatif ilişkiler tespit edilmiştir. Kamuoyu aydınlatma ve Şeffaflık ilkesi ile Tobins'Q ve firma performansı negatif tespit edilmiştir. Pay sahipleri ilkesi ile Tobins'Q, firma performansı, piyasa katma değeri ile pozitif ilişkiler tespit edilmiştir. Sonuç olarak KY derecelendirme notunun bir etkisi tespit edilemediği ifade edilmektedir.

Başka bir çalışmada *Yeğen (2016)*, KYE'deki 31 şirketin (2005-2011) panel veri analizi yöntemi ile incelemiştir. Çalışmada finansal performans göstergeleri AKO, ÖSKO ve Tobins'Q değeri kullanılmıştır. Çalışma sonucunda, KY derecelendirme notunun Tobins'Q değeri üzerinde etkisi olduğu fakat diğer hiçbir ilkenin finansal performans üzerinde etkisi tespit edilememiştir. *Tükenmez vd., (2017)* çalışmasında KYE'deki 15 şirket (2009-2014) panel veri analiz yöntemi ile değerlendirmiştir. Finansal performans göstergesi olarak Tobins'Q değeri, AKO, kontrol değişkeni olarak, şirket büyüklüğü, şirket yaşı ve kaldıraç oranı kullanılmıştır. Çalışma sonucunda kurumsal yönetim ilkelerinin finansal performans üzerinde pozitif ve anlamlı etkisi tespit edilememiş sadece kamuoyu aydınlatma ve şeffaflık ilkesinin AKO üzerinde negatif etkiye sahip olduğu belirlenmiştir. *Say(2019)* ise KYE'deki 17 şirketi (2009-2017) panel veri ve regresyon analizleri kullanarak incelemiştir. Çalışmada, finansal göstergeler Tobins'Q değeri, AKO, ÖSKO, PD/DD, fiyat kazanç oranı ve kontrol değişkeni, firma büyüklüğü ve kaldıraç oranı kullanılmıştır. Sonucunda menfaat sahipleri

ilkesinin AKO, ÖSKO, PD/DD, Tobins'Q değeri, fiyat/kazanç göstergeleri ile pozitif ilişkiler tespit edilmiştir. Yönetim kurulu ilkesinin fiyat/kazanç göstergesi ile negatif ilişkisi belirlenmiştir. Kamuoyu aydınlatma ve şeffaflık ilkesi ile fiyat/kazanç göstergesi arasında negatif ilişki belirlenmiştir. Pay sahipleri ilkesi ile AKO, ÖSKO, Tobins'Q ve fiyat/kazanç göstergeleri arasında negatif ilişkiler tespit edilmiştir.

2.1.2. Kurumsal Yönetim ve Finansal Performans İle İlgili Uluslararası Çalışmalar

Kurumsal Yönetimle finansal performans arasındaki ilişkiyi inceleyen ve finansal performans göstergesi olarak kurumsal yönetim endeksine giren işletmeleri inceleyen uluslararası çalışmalar;

- Anlamli etki bulan,
- Anlamli etki bulamayan ve
- Kurumsal yönetim ilkeleri ile finansal performans göstergeleri arasındaki ilişkileri ayrı ayrı inceleyen uluslararası çalışmalar olarak aşağıda ayrı başlıklarda incelenmektedir.

2.1.2.1. Kurumsal Yönetim İlkelerini Ayrı Ayrı Ele Almadan KY İle Finansal Performans Arasında İstatistiksel Olarak Anlamli Etki Bulan Uluslararası Çalışmalar

Yapılan inceleme sonucunda kurumsal yönetim başarısının göstergesi olarak KY derecelendirme notunu (KYE'de bulunmayı) dikkate alan uluslararası çalışmalardan KY ile finansal performans arasında anlamli etki bulan çalışmaların sayısının fazla olmadığı görülmektedir.

Söz konusu çalışmalardan birinde *Bauer vd., (2004)* FTSE EuroTop 300'deki Şirketleri korelasyon ve regresyon analizi kullanarak KY derecelendirme notu ve finansal performans başarısını incelemiştir. Çalışma sonucunda seçilen değişkenler ile KY arasında pozitif ilişkiler tespit edilmiştir. Benzer bir çalışmada *Black vd., (2006)* 515 Kore şirketinden anket yöntemi ile elde edilen verileri (2001) korelasyon analizi ile değerlendirmiştir. Seçilen finansal performans göstergeleri, defter değeri ve piyasa değeri, Tobins'Q değeridir. Çalışma sonucunda, şirketlerin piyasa değerleri ile KY arasındaki pozitif korelasyon bulunmuştur. *Bubbico vd., (2012)* KY sisteminin kalitesinin İtalyan Menkul Kıymetler Borsası'nda yer alan finansal şirketlerin piyasa değerine etkisini araştırdıkları çalışmada KY kalitesini, yönetim kurulu, tazminat, hissedarlar ve paydaşlar ile ölçmüşlerdir. Sonuç olarak kurumsal yönetim kalitesinin şirketlerin piyasa değerini pozitif yönde etkilediği tespit edilmiştir. *Amba (2014)* Bahreyn Borsasında KY kalitesinin finansal performansının tespitine yönelik çalışmasında, finansal performansın AKO ile ölçülmüş, KY değişkenleri olarak, CEO ikililiği, denetim komitesi başkanı, icrada görevli olmayan yöneticilerin oranı, sahiplik yapısı, kurumsal yatırımcılar, firmalara göre değişen oran olarak belirlenmiştir. Çalışma sonucunda seçilen KY değişkenlerinden CEO ikililiği ve icracı olmayan yöneticiler ile negatif anlamli olmayan ilişkiler sahiplik yapısı, kurumsal yatırımcılar, firmalara göre değişen oran ile pozitif anlamli ilişkiler tespit edilmiştir. *Rossi vd., (2015)* ise, İtalya Borsasındaki şirketlerin (2012) KY uygulamaları ile finansal performans (Tobins'Q, ÖSKO, AKO göstergeleri seçilerek) iliş-

kisini, korelasyon ve regresyon analizi yöntemi ile tespit etmeye çalışılmıştır. Çalışmada, Tobins Q ile KY endeksi ile negatif korelasyon, ÖSKO ile KY endeksi arasında pozitif korelasyon tespit edilmiştir. AKO ile KY endeksi arasında anlamlı ilişki tespit edilememiştir. İtalya KY en iyi uygulamalar kodu ile firma performansı arasında pozitif ilişki olduğu ifade edilmiştir. Başka bir çalışmada *Wahyudin ve Solikhah (2017)*, KYE'deki 88 şirketin (2008-2012) KY derecelendirme puanı ile finansal başarı ilişkisini incelemişlerdir. Finansal başarı için AKO, ÖSKO, Hisse başına kazanç bilgileri kullanılmıştır. KY derecelendirme puanının ÖSKO, AKO, hisse başına kazanç üzerinde anlamlı etkisinin olduğu ve KY uygulamalarının finansal performansı artırdığı tespit edilmiştir. KY derecelendirme notunun şirketlerin kısa dönemde büyümesini artırdığı sonucuna ulaşılmıştır.

2.1.2.2. Kurumsal Yönetim İlkelerini Ayrı Ayrı Ele Almadan KY İle Finansal Performans Arasında Anlamlı Etki Bulamayan Uluslararası Çalışmalar

Kurumsal yönetim ilkelerini ayrı ayrı ele almadan KY ile finansal performans arasında istatistiksel olarak anlamlı etki bulamayan uluslararası çalışmalar incelendiğinde, kurumsal yönetimin bazı göstergeler üzerinde küçük etkisi bulunmakla birlikte çoğu çalışmada kurumsal yönetimin finansal performansa etkisinin olmadığı ifade edilmektedir.

Söz konusu çalışmalardan birinde *Klein vd., (2005)*, Kanada'daki 263 şirketin kurumsal yönetimi ile finansal performansı arasındaki ilişkisi incelenmiştir. Çalışmada finansal performans göstergeleri olarak AKO, Tobins'Q değeri ve bir çok diğer finansal rasyolar kullanılarak korelasyon analizi yapılmıştır. Örneklemin tamamında kurumsal yönetimin firma performansını etkilediğine dair çok az kanıt bulunmuşlardır. Başka bir çalışmada *Gruszczynski (2006)*, Varşova Borsasındaki 54 şirketin (2004) kurumsal yönetim derecelendirme notunun finansal performans üzerindeki etkisini araştırmıştır. Finansal performans için karlılık, likidite, faaliyet ve borçlanma rasyoları seçilmiştir. Logit model ile yapılan analiz sonucunda KY derecelendirme notunun bir dereceye kadar finansal performansla ilişkisinin olduğunu belirtmekle beraber çoğu göstergenin, KY derecesiyle hiçbir bağlantısının olmadığı tespit edilmiştir. *Makki ve Lodhi (2013)* Karachi Borsası endeks kapsamındaki 2005 ve 2009 yılları arasında ki şirketlerin yapısal eşitlik modellemesi ile kurumsal yönetim ve finansal performans ilişkilerini araştırdıkları çalışmada, kurumsal yönetimin finansal performansı artırmadığı tespit edilmiştir.

Shahwan (2015) Mısır Borsasında yapılan çalışmada, kurumsal yönetim uygulamalarının finansal performansı pozitif etkilemediği anlamlı ilişkiler bulunamadığı sonucuna varılmıştır. *Buallay vd., (2017)* ise Suudi Arabistan Borsasında 171 şirketi (2012 -2017) regresyon analizi ile değerlendirerek, KY uygulama başarılarının finansal performansa etkisi tespit edilmeye çalışılmıştır. Finansal performans başarısını ortaya koymak için seçilen göstergeler AKO, ÖSKO, Tobins'Q değeridir. Çalışmalarının sonucunda KY'in finansal performansa etkisi tespit edilememiştir. *Pintea vd., (2020)* Bükreş Borsası şirketlerde (2010-2015) KYİ'nin finansal performans üzerindeki etkisini regresyon analizi ile araştırmıştır. Seçilen finansal performans göstergeleri, Tobins'Q değeri, ÖSKO, ekonomik katma değer ve

toplam hissedar getirisidir. Çalışma sonucunda, kurumsal yönetim ilkeleri ile ÖSKO, ekonomik katma değer, toplam hissedar getirisi arasında önemli bir etki tespit edilememiştir. Sadece kurumsal yönetim ilkeleri ile Tobins'Q değeri için anlamlı ilişkiler tespit edilmiştir.

2.1.2.3. Kurumsal Yönetim İlkeleri ile Finansal Performans Göstergeleri Arasındaki İlişkileri İnceleyen Uluslararası Çalışmalar

KYİ ile finansal performans göstergeleri arasındaki ilişkileri ayrı ayrı inceleyen uluslararası çalışmalar incelendiğinde kurumsal yönetim ilkelerinin tamamının finansal performans göstergelerini etkilediğini gösteren çalışma bulunmamaktadır. Bazı KYİ'nin finansal performans göstergelerinden bazılarını etkilediği görülmektedir. Bu çalışmalardan birinde; *Ahmed ve Hamdan (2015)* Bahreyn Borsasındaki 42 şirkette (2007-2011) kurumsal yönetim ile finansal performans ilişkisini araştırmışlardır. Çalışmada KY başarısını ortaya koymak için yönetim kurulu sayısı, yönetici mülkiyeti, büyük hissedar mülkiyeti, firma yaşı ve büyüklüğü seçilmiştir. Finansal performans için AKO ve ÖSKO göstergeleri seçilmiştir. Çalışma sonucunda, yönetim kurulunun büyüklüğü ve bağımsızlığının AKO ve ÖSKO üzerinde anlamlı etki tespit edilmiştir. Ayrıca yönetici sahipliğinin ÖSKO üzerinde anlamlı etkisi olduğu fakat diğer KY değişkenlerinin hiçbirinin AKO ve ÖSKO üzerinde önemli bir etkisi tespit edilememiştir.

Başka bir çalışmada ise *Mohamed ve Elewa (2016)*, Mısır Borsasındaki 62 şirket (2000-2014) kurumsal yönetiminin finansal başarısını tespit etmeye çalışmışlardır. Yapılan regresyon analizi sonucunda, KY uygulamalarının şirketlerin hisse senedi fiyatını pozitif ve önemli seviyede etkilediğini belirlemişlerdir. Ayrıca KYİ'nin kalitesinin ticaret hacmini etkilenmezken, firmaların hisse senedi fiyatını etkileyebildiği tespit edilmiştir. *Al-Ahdal, vd., (2020)* ise, Hindistan ve Körfez ülkelerindeki 53 Şirketin (2009-2016) KY derecelendirme notu, yönetim kurulunun hesap verebilirliği, yönetim ve denetim komitesi şeffaflık ve açıklama ile, ÖSKO ve Tobins'Q değerinin birbiri arasındaki ilişkileri incelemişlerdir. Çalışma sonucunda, hesap verebilirlik ve denetim komitesi ile ÖSKO ve Tobins'Q ile önemsiz bir etki, şeffaflık ve açıklama ile Tobins'Q değeri için önemsiz etkisi tespit edilmiştir. Hindistan firmalarının Körfez ülkeleri firmalarına göre KY açısından daha iyi performans gösterdiğini ve Ülkelerin KY uygulamaları ve finansal performans arasında pozitif bir ilişki olduğunu ifade etmişlerdir.

Konu ile ilgili tüm çalışmalar incelendiğinde, hem ulusal hem de uluslararası literatürde kurumsal yönetim ve finansal performans arasında ilişki bulan ve bulamayan çalışmaların sayısının çokluğu dikkat çekmektedir.

KY ve finansal performans arasındaki pozitif ve istatistiksel olarak anlamlı ilişki bulan ve son 5 yıldır yapılan çalışmalar incelendiğinde, Borsa İstanbul ve KYE'deki şirketlerin finansal performansı üzerindeki etkisini anlamlı bulan çalışmalar olarak (Tükenmez vd., 2017:1-18; Ece ve Güner, 2018:745-782; Kayalı ve Doğan,2018:111-114; Önder ve Kavak, 2019: 170-183; Öztürk vd., 2020:27-53) verilebilir. KY ve finansal performans arasındaki etkiyi inceleyen ve istatistiksel olarak anlamlı etki bulamayan ulusal birçok çalışma (Kavcar

ve Gümrah, 2017:103-114; Boyacıoğlu, 2017:153-157; Yıldırım vd., 2018:130-152; Sağlam ve Mehmet, 2019:583-589; Bektaş ve Kırkbeşoğlu, 2020:29-42) olduğu görülmektedir.

Yapılan çalışmalarda seçilen hem kurumsal yönetim hem finansal performans değişkenlerinin benzer olduğu halde farklı sonuçlar tespit edildiği görülmektedir. Sonuçların istatistiksel olarak anlamsız bulunmasının sebepleri olarak, kurumsal yönetim faaliyetlerinin maliyet unsuru olması dolayısıyla tercih edilmemesi, endeksteki şirket sayısının azlığı ve sektör farklılıkları gösterilebilir.

Kurumsal yönetimin finansal performansı artırması gerektiği genel düşüncesi uluslararası literatürde mevcuttur. Son on yılda borsalardaki şirketler üzerine yapılan pozitif ve anlamlı etki bulan çalışmalara bakıldığında (Khatib vd., 2011: 39-43; Bubbico vd., 2012:11-18; Amba,2014:1-11; Rossi vd., 2015: 628-643; Ahmed ve Hamdan, 2015:21-37; Hindasah vd., 2021:306-309) hem gelişmiş hem de gelişmekte olan ülkeler bazında çalışma sayısının çokluğu dikkat çekmektedir. Aksi yönde sonuç tespit eden uluslararası çalışmalarda (Makki ve Lodhi, 2013: 265-280; Shahwan, 2015: 641-662) Wessel ve Wansbeek, 2016: 323-354; Nuryana ve Surjandari, 2019:1-24; Al-Ahdal vd., 2020:1-13) bulunmaktadır. Bu çalışmaların ortak özelliği, borsa şirketlerinde yapılmış olmalarıdır. Çalışmalarda benzer göstergeler kullanılmasına rağmen farklı sonuçlar elde edilmiştir. Ayrıca literatür incelendiğinde gelişmiş ülkelerde de sonuçların benzer olduğu görülmektedir. Kyere ve Ausloos (2021:1871-1875) çalışmasında, KY mekanizmalarının doğru seçilirse şirketlerin finansmanını iyileştirebileceği dolayısıyla şirketlerin finansal performansını artırabileceğini tespit etmişlerdir. Ayrıca yapılan literatür incelmesinde gelişmekte olan ülkeler de hem anlamlı hem anlamsız çalışma sayısının çokluğu henüz konu ile ilgili bir standardın geliştirilemediği düşüncesini, gelişmekte olan ülkeler için de oluşturmaktadır. Ayrıca kurumsal yönetim faaliyetlerinin bir standart haline getirilemediği veya finansal performans için seçilen mekanizmaların değiştirilmesi konusu tartışılmalıdır.

Çalışmaların hemen hemen çoğunda kurumsallaşmayı en iyi ölçen benzer göstergeler olan AKO, ÖSKO, PD/DD, HSD, Tobins'Q değeri gibi göstergeler kullanılmıştır. Seçilen KY değişkenleri mekanizmayı en iyi gösteren değişkenlerdir. Fakat çalışma sonuçlarında farklılıkların (anlamlı ve anlamsız) olduğu görülmektedir. Paniagua vd., 2018 yılında 59 ülkede, 19 farklı sektörden 1207 şirkette (2013 -2015) KY ve sahipliğin finansal performans üzerindeki etkisini araştırmıştır. Farklı analizler kullanılan çalışmada sahiplik dağılımı, yönetim kurulu üyeleri ve temettü gibi değişkenlerin ÖSKO üzerinde önemli bir etkisinin olmadığı belirtilmiştir. Başka bir analize göre ise ÖSKO ile yönetim kurulu üyelerinin sayısı arasında ters bir ilişki olduğunu ve buna göre, daha fazla sayıda yönetim kurulu üyesi, daha düşük bir öz kaynak getirisi anlamına geldiği ifade edilmektedir. Öte yandan, KY'nin finansal performansı teorik olarak artırabileceği düşünülse de karmaşık ve farklı çıkan sonuçların, yeni çalışmalar yapılması gerektiğini gösterdiğini belirtmiştir. Anlamsız ilişki ve etki bulan çalışmalarda bu sonuçlara ülke bazındaki ekonomik ve hukuksal farklılıklar, şirketlerin yönetsel farklılıkları, KY kültürünün oluşmaması gibi etkenlerin sebep olabileceği sonuçları paylaşmıştır.

2.2. Araştırmanın Amacı ve Önemi

Özellikle tüm dünyada 2000’li yılların başlarında yaşanan şirket skandalları KY kavramının dikkatli bir şekilde uygulanmasının gerektiğini ortaya çıkarmıştır. Şirketlerin başarılı bir şekilde yönetilmesi, tüm hak sahipleri ile ilişkilerin eşitlik çerçevesinde devam ettirilmesi KY kavramının ana konusunu oluşturmaktadır. Başarılı bir şekilde yönetilen şirketlerde performanslarının da artacağı açıktır. Yapılan literatür çalışmasında, KY’nin finansal performansı artırdığı çalışmalar bulunmakla birlikte artırmadığı yönünde çalışmalar da olduğu görülmektedir. Fakat teorik olarak başarılı KY faaliyetlerinin finansal performansı artıracacağı düşüncesi mevcuttur. Bu nedenle BIST (XKURY) kurumsal yönetim endeksindeki şirketlerde, başarılı KY uygulamalarının şirketlerin finansal performanslarına etkisinin olup olmadığı araştırmanın amacını oluşturmaktadır.

2.3. Araştırmanın Kapsamı

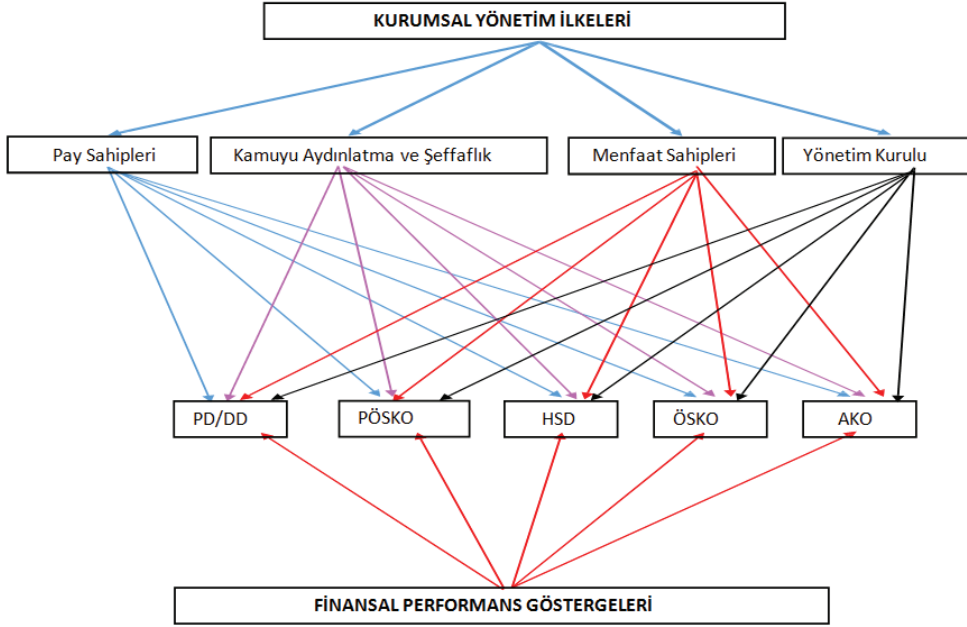
Araştırma, BIST (XKURY) KYE’ye dâhil olan şirketlerle sınırlandırılmıştır. Kapsama giren şirketlerin KYI’yi başarılı bir şekilde uyguladıkları kabul edilmiştir. Uygulamanın yapıldığı Nisan 2019’da BIST (XKURY) kurumsal yönetim endeksinde dâhil 48 şirket araştırmanın ana kütesini oluşturmaktadır. BIST (XKURY) KYE’ye dâhil 48 şirketin tamamına ulaşılmış ancak 41 şirketten geri dönüş alınabilmiştir.

Araştırmada kullanılan finansal performans göstergeleri, Hitit Üniversitesinin veri tabanlarından¹ elde edilmiştir. Bu göstergeler, piyasa esaslı gösterge olarak, Piyasa Değeri/Defter Değeri (PD/DD), Piyasa Öz sermaye Karlılık Oranı (PÖSKO), Hisse Senedi değeri (HSD) üç adet gösterge seçilmiştir. Ayrıca seçilen bu göstergelerin doğrulukları SPK ve KAP’ tan elde edilen finansal tablolar ile test edilmiştir. Göstergeler tercih edilirken literatürdeki araştırmalardan faydalanılmıştır. Bunlar; Vu ve Nguyen, (2017), Önal ve Tan (2018), Say (2019), Öztürk vd., (2020), Kurt (2020). Muhasebe esaslı olarak, Aktif Karlılık Oranı (AKO) ve Öz sermaye Karlılık Oranı (ÖSKO) iki adet gösterge tercih edilmiştir. Söz konusu oranlar seçilirken benzer çalışmalardan (Haider vd., (2015); Andreou vd., (2014); Buallay vd., (2017); Boyacıoğlu (2017); Mustafa vd., (2019), Wanyama ve Olweny (2013) faydalanılmıştır.

2.4. Araştırmanın Modeli ve Hipotezleri

Etkin kurumsal yönetim uygulamalarının şirketlerin performanslarını artıracacağı düşünülmektedir. Bu nedenle çalışmada kurumsal yönetim endeksinde dâhil olan şirketlerin finansal performanslarını tespit etmek amaçlanmıştır. Bu amaç doğrultusunda araştırmanın hipotezlerine yönelik aşağıda Şekil: 1 de yer alan model geliştirilmiştir.

¹ Refinitiv Thomson Reuters Eikon ve Data Stream adlı veri tabanlarından elde edilmiştir.



Şekil 1: Kurumsal Yönetim İlkelerinin Finansal Performansa Etkisi Modeli

2.4.1. Araştırmanın Hipotezleri

Araştırmanın amacı çerçevesinde, 1 adet ana hipotez, 4 adet alt hipotez geliştirilmiştir. Araştırmada test edilecek hipotezler;

H_1 : Kurumsal yönetim uygulamalarının finansal performans üzerinde pozitif ve anlamlı etkisi vardır.

$H_{1,1}$: Pay sahipleri ilkesinin finansal performans üzerinde pozitif ve anlamlı etkisi vardır.

$H_{1,2}$: Kamuyu aydınlatma ve şeffaflık ilkesinin finansal performans üzerinde pozitif ve anlamlı etkisi vardır.

$H_{1,3}$: Menfaat sahipleri ilkesinin finansal performans üzerinde pozitif ve anlamlı etkisi vardır.

$H_{1,4}$: Yönetim kurulu ilkesinin finansal performans üzerinde pozitif ve anlamlı etkisi vardır.

2.5. Araştırma Bulgularının Değerlendirilmesi

Kurumsal yönetim faaliyetlerinin finansal performans ile ilişkisinin tespitine yönelik yapılan korelasyon analizi Tablo 1' de verilmektedir.

Tablo 1: Kurumsal Yönetim ve Finansal Performans Korelasyonu

Bağımsız Değişken	Bağımlı Değişkenler				
	PD/DD	HSD	PÖSKO	ÖSKO	AKO
Kurumsal Yönetim	0.0059	0.0927	0.0726	0.0449	0.0474
Pay Sahipleri	-0.2194	-0.0283	0.1152	-0.0207	-0.0934
Kamuoyu Aydınlatma ve Şeffaflık	0.0366	0.0169	0.0489	0.0134	0.0802
Menfaat Sahipleri	0.3434	0.3458	0.0086	0.1416	0.1279
Yönetim Kurulu	-0.0829	0.0091	0.0493	0.0257	0.0794

Tablo 1'e göre kurumsal yönetim ile finansal performans arasındaki ilişkinin pozitif fakat çok zayıf olduğu belirlenmiştir. En yüksek ilişkinin menfaat sahipleri açısından olduğu görülmektedir. Menfaat sahipleri ile piyasa göstergeleri olan PD/DD ile arasındaki ilişki 0.3434, diğer bir piyasa göstergesi olan HSD arasındaki ilişki 0.3458 çıkmaktadır. Menfaat sahiplerinin haklarının korunması halinde şirketin hisselerine olan talebin artacağını bunda şirketin hisse değerlerinin artmasına yol açabileceği şeklinde yorumlanabilir. Muhasebe esaslı göstergeler açısından baktığımızda menfaat sahipleri ilkesinin ÖSKO ile 0.1416 ve diğer muhasebe esaslı gösterge olan AKO ile 0.1279 olduğu görülmektedir. Menfaat sahipleri ilkesinin açısından sonuç değerlendirildiğinde, karlılık oranlarının menfaat sahipleri için daha yüksek ve pozitif çıkması beklenen bir sonuçtur. Kurumsal yönetimin esas amacı tüm menfaat sahipleri ile ilişkileri düzenlemek olduğudur. Bu çerçevede BIST (XKURY) kurumsal yönetim endeksindeki şirketlerde menfaat sahipleri uygulama faaliyetlerinin çok iyi derecede uygulanmasının piyasadaki yatırımcılara yansımalarının olumlu olduğu şirketin piyasadaki değerinin pozitif yönde olduğu sonucundan kaynaklandığı söylenebilir.

Kurumsal yönetimin finansal performansa etkisinin tespitine yönelik yapılan çoklu regresyon analizi aşağıda Tablo 2'de verilmektedir. Tablo 2 piyasa göstergeleri açısından incelendiğinde, PD/DD PÖSKO ve HSD kurumsal yönetim derecelendirme puanının finansal performans üzerinde anlamlı etkisinin bulunmaması ülkemizde kurumsal yönetim derecelendirme puanının piyasadaki yatırımcı tarafından dikkate alınmadığı sonucu olduğu söylenebilir. Kurumsal yönetim derecelendirme puanının AKO üzerinde anlamlı bir etkisinin olmaması şirket değeri için çok önemli bir unsur olarak görülmediğini göstermektedir.

Tablo 2: Kurumsal Yönetim Finansal Performans Regresyon Analizi

Bağımsız Değişkenler	Bağımlı Değişkenler				
	Piyasa Göstergeleri			Muhasebe Göstergeleri	
	PD/DD	PÖSKO	HSD	ÖSKO	AKO
Sabit Terim	1.098	-4.396	-4.514	-8.948	-4.853
Kurumsal Yönetim	-0.286	-9.229	-0.421	-1,034**	-3.673
Varyans Şişirme Faktörü (VIF)	<2	<2	<2	<2	<2
R ² (Düzeltilmiş)	0.114	0.347	0.133	0.577	0.321
F Değeri	2.53*	8.25***	2.55*	23.09**	10.83***

Not: *, ** ve *** sırasıyla 0,10, 0,05 ve 0,01 anlamlılık düzeylerini göstermektedir. Regresyon analizlerinde değişken varyans sorununa karşı dirençli standart hatalar kullanılmıştır.

Tablo 2 incelendiğinde, kurumsal yönetimin finansal performans üzerindeki etkinin ters yönlü olduğu ve muhasebe esaslı bir gösterge olan ÖSKO üzerinde ters yönlü fakat anlamlı bir etkiye sahip olduğu görülmektedir. Şirketlerde, kurumsal yönetim uygulamalarının maliyetli olması ve öz kaynakları azaltıcı bir etki göstermesi karlılık oranındaki etkinin ters yönlü fakat istatistiksel olarak anlamlı olması sonucunu açıklar niteliktedir.

Çalışma sonucu değerlendirildiğinde ülkemizde kurumsal yönetim endeksinde olmanın şirket değerini artırıcı bir unsur olmaması sonucu finansal performansı artırmadığı düşünülebilir. Ayrıca kurumsal yönetim faaliyetlerinin maliyetinin çok olması endekse girmek için şirketlerin istekli olmamasına sebep olmakta endekste olan şirket sayısının az olması ile birlikte analiz sonuçları da etkilenebilmektedir. Dolayısıyla, “kurumsal yönetim ilkelerinin finansal performans üzerinde pozitif ve anlamlı etkisi vardır.” H_1 Hipotezi ret edilmiştir.

Kurumsal yönetim ilkelerinin finansal performansa etkisine yönelik yapılan çoklu regresyon analizi aşağıda Tablo 3’ de verilmektedir. Tablo 3 incelendiğinde, menfaat sahipleri ilkesinin tüm piyasa esaslı göstergeler için anlamlı PD/DD PÖSKO ve HSD fakat muhasebe esaslı göstergeler için AKO ve ÖSKO istatistiksel olarak anlamlı olmayan etkiler tespit edilmiştir. Bunun sebepleri olarak, Menfaat sahipleri ilkesinin, şirketlerdeki menfaat sahipleri ile ilgili faaliyetlerin piyasaya yansımaları sonucundan kaynaklandığı ifade edilebilir. Muhasebe esaslı göstergelerde anlamlı etkiler olmaması faaliyetlerin şirket içerisindeki karlılıkları etkilemediğinden kaynaklanmakta olduğu söylenebilir. Dolayısıyla, “Menfaat sahipleri ilkesinin finansal performans üzerinde pozitif ve anlamlı etkisi vardır.” $H_{1,3}$ Hipotezi kabul edilmiştir.

Tablo 3: Kurumsal Yönetim İlkelerinin Finansal Performansa Etkisi Regresyon Analizi

Bağımsız Değişkenler	Bağımlı Değişkenler				
	Piyasa Göstergeleri			Muhasebe Göstergeleri	
	PD/DD	PÖSKO	HSD	ÖSKO	AKO
Sabit Terim	4.493	-2.138*	3.400	-9.952	-5.891
Pay Sahipleri	-0.577	1.420	-1.137	1.377	-1.270
Kamuyu Aydınlatma ve Şeffaflık	0.229	725	2.256	1.291	2.947
Menfaat Sahipleri	1.705**	-4.088**	3.397**	-1.982	-1.464
Yönetim Kurulu	-2.023	1.351	-2.961*	-1.603	0.259
Varyans Şişirme Faktörü	<10	<10	<10	<10	<10
R ²	0.493	0.505	0.330	0.664	0.488
F Değeri	4.20***	2.44**	2.28*	10.55**	3.49***

Not: *, ** ve *** sırasıyla 0,10, 0,05 ve 0,01 anlamlılık düzeylerini göstermektedir. Regresyon analizlerinde değişken varyans sorununa karşın dirençli standart hatalar kullanılmıştır.

Tablo 3 regresyon analizi sonucuna göre, yönetim kurulu ilkesinin piyasa esaslı bir gösterge olan HSD için ters yönlü fakat istatistiksel olarak anlamlı etkisi tespit edilmiştir.

Yönetim kurulu faaliyetlerinin piyasa esaslı bir gösterge olan HSD etkisi piyasadaki pozitif etkinin sonucu olduğu söylenebilir. Şirketin HSD ters yönlü etki değerini düşük olduğunu ve yatırım yapılabileceğini göstermekte bu da anlamlı etkiyi açıklar niteliktedir. Ayrıca yöneticinin kurumsal derecelendirme notundan ziyade şirketin hisse senedi değeri ile ilgilendiğini de göstermekte olduğunu söylenebilir.

Ayrıca şirketlerde yöneticilerinin daha fazla özel fayda sağlama isteği vekâlet sorununu yol açmakta bu durum şirketlerin finansal performansını olumsuz etkilemekte olduğu sonucunu doğurmaktadır. Seçilen finansal performans göstergelerinde anlamlı etki tespit edilememesi sonucu olarak açıklanabilir. Diğer hiçbir piyasa esaslı ve muhasebe esaslı göstergelerde etkinin bulunmaması sonucu $H_{1,4}$ Hipotezi ret edilmiştir.

Pay sahipleri ilkesinin, seçilen finansal performans göstergelerinin hiçbirinde PD/DD, PÖSKO, HSD, AKO ve ÖSKO pozitif ve istatistiksel olarak anlamlı etkiler tespit edilememiştir. Kurumsal yönetimin temel amaçlarından biri hissedarlara güvence sağlamaktır. Bu bağlamda pay sahipleri ilkesi ile finansal performans arasında yapılan analiz sonucunda anlamsız etkiler bulunması, yöneticilerin pay sahiplerinin çıkarları doğrultusunda hareket etmemesi sonucundan kaynaklanmakta olduğu söylenebilir. Bu sonuç, şirket ve pay sahipleri arasında bir denge sağlanamadığını bununda finansal performans olarak geri dönüş olarak algılanmadığını göstermektedir. Dolayısıyla $H_{1,1}$ Hipotezi ret edilmiştir.

Kurumsal yönetim ilkesi, kamuyu aydınlatma ve şeffaflık ilkesini seçilen finansal performans göstergelerinin hiçbirinde PD/DD PÖSKO HSD AKO ve ÖSKO pozitif ve istatistiksel olarak anlamlı etkiler tespit edilememiştir. Kamuyu aydınlatma ve şeffaflık faaliyetlerinin şirket içi ve şirket dışında şirketlerin finansal performansını artırıcı bir etki olarak görülmediği sonucundan kaynaklandığı söylenebilir. Dolayısıyla $H_{1,2}$ Hipotezi ret edilmiştir.

Yapılan regresyon analizi sonucuna göre kurumsal yönetim uygulamalarının her geçen gün önem kazanmasına rağmen henüz ülkemizde etkin bir şekilde uygulanmadığını göstermektedir.

SONUÇ ve ÖNERİLER

Kurumsal yönetim ve finansal performans ile ilgili çok sayıda çalışma yapılmış olsa da şimdiye kadar kesin bir sonuç elde edilmemiştir. Bu sebeple iki kavramın aralarındaki ilişkinin yönü ve şiddeti aynı zamanda etkilerinin tespit edilmesi ihtiyacı doğmaktadır. Ayrıca kurumsal kültür oluşana ve oturana kadar mevcut durumu görmek ve eksikleri düzeltmek adına benzer çalışmalar sürekli yapılacaktır. Bu çerçevede BIST (XKURY) kurumsal yönetim endeksindeki şirketlerin finansal performansları incelenerek KY ile finansal performans ilişkisi araştırılmıştır.

Türkiye’de kurumsal yönetim başarısının finansal performansı artırdığının tespitine yönelik yapılan çalışmada, kurumsal yönetim endeksindeki şirketlerin derecelendirme puanları

kullanılarak başarı sıralaması yapılmış ve şirketlerin kurumsal yönetim uygulamaları notlarının 9.70 ve 8.33 arası olduğu için başarılarının yüksek olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Daha sonra seçilen finansal performans göstergeleri ile PD/DD PÖSKO HSD AKO ve ÖSKO kullanılarak yapılan regresyon analizinde, kurumsal yönetim başarısının finansal performansı artırmadığı tespit edilmiştir. Diğer bir ifadeyle istatistiksel anlamlı bir etki tespit edilememiştir.

Tüm bu sonuçların sebepleri olarak, iyi kurumsal yönetimin, finansal performansı etkileyen tek bir unsur olmadığı, teknolojik yenilikler, insan kaynakları, şirket stratejileri gibi birçok faktörün de etkileyebileceği söylenebilir. Ayrıca, Türkiye’de KYE’deki şirketlerin kurumsal yönetimlerinin finansal performansa etki etmemesi veya artırıcı bir unsur olmaması, şirketlerdeki mülkiyet yapısının farklılığı örnek olarak sermaye payı, firma büyüklüğü gibi farklılıkların da etkili olabileceğini düşünülebilir. Bir diğer sebep olarak ise KYİ’ye şirketler tarafından çok fazla uyulmadığı ve kuralların kâğıt üstünde işlevliğinin olduğu sonucundan da kaynaklandığı söylenebilir. Bu sonuçlar ülkemizde uygulanan, KYİ uygulamalarının tartışılması gerektiği düşüncesini ortaya çıkarmaktadır. Elde edilen sonuçlar neticesinde, şirketlerde görülen vekâlet maliyetlerinin azaltılarak kurumsal yönetim faaliyetlerine uyum sağlanarak başarılı finansal performans sağlanabileceği öngörülmektedir.

Öte yandan kurumsal yönetimin finansal performansı etkilemediği şeklinde çıkan sonuçların fazlalığı kurumsal yönetim ölçümünde hata yapılabileceği düşüncesini de doğrulamaktadır. Dolayısıyla derecelendirmede dikkate alınan unsurla ve KYİ ağırlıkları gerçeği yansıtmıyorsa araştırılması gelecek çalışmalara ışık tutabilecek niteliktedir. Literatür incelendiğinde özellikle menfaat sahipleri ilkesinin birçok çalışmada pozitif etkisi olduğu görülmektedir. Dolayısıyla derecelendirme yaparken bu ilkeye verilen yüzdelik ağırlığın azaltılarak diğer ilkelere daha fazla yüzde verilmesi diğer ilkelerin gelişimini olumlu etkileyebilir.

Bütün bunlara ilave olarak endekste ki şirket sayısının azlığı, sektörel farklar ve endekste ki şirketlerin her yıl değişiklik göstermesi ve sürekliliklerinin olmaması da sebep olarak gösterilebilir. Ülkemizin gelişmekte olan bir ülke olması sebebi ile KY uygulamalarının henüz özümsememiş olması nedeniyle finansal performans için bir çarpan etkisi yaratmadığı söylenebilir. Özellikle gelişmekte olan ülkeler bağlamında konuyla ilgili farklı değişkenler ile daha fazla araştırma yapılması önerilebilir. KY anlayışının dünyadaki öneminin her geçen gün artması göz önünde bulundurularak KY başarısı için çalışmaların sayısının artırılması gerekmekte ve önerilmektedir.

Sonuç olarak KY açısından ülkenin hukuki yönü ve kültürü irdelenebilir. Ayrıca niteliksel farklı değişkenler seçilerek araştırmalar yapılabilir. Bu araştırmalarda, şirketlerin sektör ve mülkiyet yapıları dikkate alınması konunun gelişimine katkıda bulunacağı için gelecekteki çalışmalara ışık tutabilecek niteliktedir. Bu çalışmadan alınan dersleri belirli sektörlerle veya bölgelere uyarlamak için daha fazla araştırmaya ihtiyaç olduğu düşünülmektedir.

Araştırma ve Yayın Etiği Beyanı

Makalenin yayın süreçlerinde Karadeniz Teknik Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Sosyal Bilimler Dergisi'nin "Etik Kurallara Uygunluk" başlığı altında belirtilen ilkelere uygun olarak hareket edilmiştir. 2019 yılında uygulanan anket verilerinin kullanıldığı bu çalışmada, TR Dizin Etik Kurallarla ilgili Açıklama ve Bilgilendirme metninde yer alan "2020 yılı öncesi araştırma verileri kullanılmış, yüksek lisans/doktora çalışmalarından üretilmiş (makalede belirtilmelidir), 2020 öncesi dergiye yayın başvurusunda bulunulmuş, kabul edilmiş ama henüz yayımlanmamış makaleler için geriye dönük etik kurul izni gerekmemektedir." ifadeleri gereği, Etik Kurul İzin Belgesi beyan edilmemiştir.

Araştırmacıların Katkı Beyanı

Üç yazarlı ele alınan makale, yazarların eşit katkılarıyla üretilmiştir.

Çıkar Çatışması Beyanı

Makalede herhangi bir olası çıkar çatışması bulunmamaktadır.

Destek ve Teşekkür Beyanı

Makale için herhangi bir destek alınmamıştır.

KAYNAKÇA

- Ahmed, E., & Hamdan, A. (2015). The impact of corporate governance on firm performance: Evidence from Bahrain Bourse, *International Management Review*, 11(2), 21-37.
- Al-Ahdal, Waleed Alsamhi, M. H., Tabash, M. I., & Farhan, N. H. (2020). The Impact of Corporate Governance on Financial Performance of Indian and GCC Listed Firms: An Empirical Investigation, *Research in International Business and Finance*. (51), 1-13.
- Amba, M. S. (2014). Corporate Governance and Firms Financial Performance. *Journal of Academic and Business Ethics*, 8 (1), 1-11.
- Andreou, P. C., Louca, C., & Panayides, P. M. (2014). Corporate governance, financial management decisions and firm performance: Evidence from the maritime industry, *Transportation Research Part E: Logistics and Transportation Review*, 63, 59-78.
- Bauer, R., Guenster, N., & Otten, R. (2004). Empirical evidence on corporate governance in Europe: The effect on stock returns, firm value and performance, *Journal of Asset Management*, 5(2), 91-104.
- Bektaş, Ç. N. & Kırkbeşoğlu, E.(2020). Kurumsal Yönetim Endeksinde Bulunmanın Hisse Senedi Getirisine Etkisi: BİST Finans Sektörü Örneği, *Başkent Üniversitesi Ticari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 4(1), 29-42.
- BİST, Borsa İstanbul Kurumsal Yönetim Endeksi, <https://www.borsaistanbul.com/tr/sayfa/163/kurumsal-yonetim-endeksi>, (10.04.2020).
- Black, B. S., Jang, H., & Kim, W. (2006). Does corporate governance predict firms' market values? Evidence from Korea, *Journal of Law, Economics & Organizations*, 22(2), 366-413.
- Boyacıoğlu, N. (2017). *Firma Değeri ve Firma Performansları Üzerinde Kurumsal Yönetimin Rolü: BİST Kurumsal Yönetim Endeksinde Kayıtlı Firmalar Üzerinde Bir Uygulama*, Yayınlanmamış Doktora Tezi, Mehmet Akif Ersoy Üniversitesi SBE.
- Buallay, A., Hamdan, A., & Zureigat, Q. (2017). Corporate governance and firm performance: evidence from Saudi Arabia, *Australasian Accounting, Business and Finance Journal*, 11(1), 78-98.
- Bubbico, R., Marco, G., & Monda, B. (2012). The Impact of Corporate Governance on the Market Value of Financial Institutions: Empirical Evidence From Italy, *Banks and Bank Systems*, 7(2),11-18.
- Cadbury Report (1992). *The financial aspects of corporate governance*, London: The Committee on the Financial Aspects of Corporate Governance and Gee and Co. Ltd.
- Coates, I. V., & John, C. (2007). The goals and promise of the Sarbanes-Oxley Act., *Journal of Economic Perspectives*, 21(1), 91-116.
- Coşkun, M., & Sayilir, Ö. (2012). Relationship Between Corporate Governance and Financial Performance of Turkish Companies, *International Journal of Business and Social Science*, 3(14), 59-64.
- Çankçı, İ. H., Kalaycı, Ş., & Gök, İ. Y. (2009). Kurumsal Yönetim-Şirket Performansı İlişkisi: İMKB Kurumsal Yönetim Endeksi Üzerine Ampirik Bir Çalışma, *Akdeniz Üniversitesi Dergisi*, 1(1), 51-72.
- Ece, O. & Güner, M. (2018). Kurumsal Yönetim Uygulamaları ile Firma Piyasa Performansı ve Firma Finansal Performansı Arasındaki İlişkinin Analizi: BIST’da Bir Uygulama, *Türkiye Sosyal Araştırmalar Dergisi*, 22(3), 745-782.
- Ege, İ., Topaloğlu E. E., & Özyamanoğlu, M. (2013). Finansal Performans ile Kurumsal Yönetim Notları Arasındaki İlişki: BIST Üzerine Bir Uygulama, *Akademik Araştırmalar ve Çalışmalar Dergisi*, 5(9), 100-117.

- Ehikioya, B. I. (2009). Corporate governance structure and firm performance in developing economies: evidence from Nigeria, *Corporate Governance: The International Journal of Business in Society*, 9(3), 231-243.
- Erdoğan, Ç. D. (2015), *Kurumsal Yönetim Endeksinin (XKURY) Firma Finansal Performansına Etkisi: BIST 100 Üzerine Bir Araştırma*, Yayınlanmamış Doktora Tezi, Süleyman Demirel Üniversitesi SBE.
- Erdoğan, M. & Öztürk, S. M. (2016). Kurumsal Yönetim Endeksinde Yer Alan İşletmelerin Performansına Etki Eden Finansal Oranların İncelenmesi, *Muhasebe Bilim Dünyası Dergisi*, 18(1), 707-725.
- Gökçen, Z., Sözüer, A., & Arslantas, C. C. (2012). Yönetim Kurulu Özellikleri ve Şirket Performansları: İMKB Kurumsal Yönetim ve İMKB 50 Endekslerindeki İşletmelerin Karşılaştırması, *İşletme İktisadi Enstitüsü Yönetim Dergisi*, 23 (72): 77, 89.
- Gruszczynski, M. (2006). Corporate governance and financial performance of companies in Poland, *International Advances in Economic Research*, 12(2), 251-259.
- Haider, N., Khan, N., & Iqbal, N. (2015). Impact of Corporate Governance on Firm Financial Performance in Islamic Financial Institution, *International Letters of Social and Humanistic Sciences*, 51, 106-110.
- Hindasah, L., Supriyono, E., & Ningri, L. J. (2021). The effect of good corporate governance and firm size on financial performance, In 4th International Conference on Sustainable Innovation 2020-Accounting and Management (ICoSIAMS 2020),306-309, Atlantis Press.
- Kanca, S. (2020). *İç Kontrol Sistemi Etkinliği İle Kurumsal Yönetim İlkelerinin Finansal Performansa Etkisi: BİST (XKURY) Kurumsal Yönetim Endeksinde Bir Araştırma*, Yayınlanmamış Doktora Tezi, Avrasya Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- KAP (2020). *Kurumsal Yönetim Endeksi Şirketleri*, <https://www.kap.org.tr/tr/Endeksler>, (10.04.2020).
- Kara, E. Erdur, D. A., & Karabiyik, L. (2015). Kurumsal Yönetim Düzeyinin İşletmelerin Finansal Performansı Üzerindeki Etkisi: Borsa İstanbul Kurumsal Yönetim Endeksi (XKURY) Üzerine Bir Araştırma, *Ege Akademik Bakış Dergisi*, 15(2), 265-274.
- Karakoç, M., Tayyar, N., & Genç, E. (2016). Gri İlişkisel Analiz Yöntemiyle Kurumsal Yönetim Endeksinde Yer Alan Şirketlerin Finansal Performanslarının Ölçümü Ve Kurumsal Derecelendirme Notları İlişkisi, *Electronic Journal of Social Sciences*, 15(59).
- Karamustafa, O., Varıcı, İ. & Er, B. (2009). Kurumsal Yönetim ve Firma Performansı: İMKB Kurumsal Yönetim Endeksi Kapsamındaki Firmalar Üzerinde Bir Uygulama, *Kocaeli Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 1(17), 100-119.
- Kavcar, B. & Gümrah, Ü. (2017), Borsa İstanbul'da Kurumsal Yönetim İlkelerine Uyum ve Firma Değeri: Olay Çalışması, *Ekonomik ve Sosyal Araştırmalar Dergisi*, 13(1), 103-114.
- Kayalı, N. & Doğan, İ.(2018). Kurumsal Yönetim Derecelendirme Notu ile İşletmelerin Finansal Başarıları Arasındaki İlişkinin İncelenmesi, *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, 78(4), 111-124.
- Khatab, H., Masood, M., Zaman, K., Saleem, S., & Saeed, B. (2011). Corporate governance and firm performance: A case study of Karachi stock market, *International Journal of Trade, Economics and Finance*, 2(1), 39-43.
- Klein, P., Shapiro, D., & Young, J. (2005). Corporate governance, family ownership and firm value: the Canadian evidence, *Corporate Governance: An International Review*, 13(6), 769-784.
- Kula, V. & Baykut, E. (2014). Kurumsal Yönetim Derecelendirme Notu İle Piyasa Değeri Arasındaki İlişki: BIST XKURY Şirketleri Üzerine Bir Araştırma, *Uşak Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, 7 (3), 1-17.

- Kurt, A. (2020). *Kurumsal Yönetim ve Finansal Performans İlişkisi: Borsa İstanbul Kurumsal Yönetim Endeksinde Yer Alan Şirketlerde Bir Uygulama*, Yayınlanmamış Doktora Tezi, Çanakkale On Sekiz Mart Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Kyere, M., & Ausloos, M. (2021). Corporate governance and firms financial performance in the United Kingdom, *International Journal of Finance & Economics*, 1871-1875.
- Makki, M. & Lodhi, S. A. (2013). Impact of corporate governance on financial performance, *Pakistan Journal of Social Sciences*, 33(2), 265-280.
- Mohamed, W. S. & Elewa, M.M. (2016). The Impact of Corporate Governance on Stock Price and Trade Volume, *International Journal of Accounting and Financial Reporting*, 6(2), 27-44.
- Mustafa, G. Rasheed, A., & Khalid, A. (2019). Corporate Governance and Firm Performance: A Case study of Karachi Stock Market, *Journal of Research in Administrative Sciences*, 8(2), 6-9.
- Nuryana, Y. & Surjandari, D. (2019). The effect of good corporate governance mechanism, and earning management on company financial performance, *Global Journal of Management and Business Research*, 19 (1), 1-24.
- Önalın, G. O. & Tan, F. Z. (2018). Kurumsal Yönetim Derecelendirme Notlarının Şirket Performansları Üzerine Etkisi, *Sosyal ve Beşeri Bilimler Dergisi*, 2(2), 47-59.
- Önder, Ş. & Kavak, N. N. (2019). Sigorta Şirketlerinde Kurumsal Yönetim ve Finansal Performans Arasındaki İlişki, *DPÜ. Sosyal Bilimler Dergisi*, 62(1), 70-183.
- Öztürk, S., Ekinci, S., & Yılmaz, T.(2020). Kurumsal Yönetim Endeksinde Bulunan ve Bulunmayan İşletmelerin Finansal Durum Analizi: BIST Örneği, *Verimlilik Dergisi*, (1), 27-53.
- Paniagua, J., Rivelles, R., & Sapena, J. (2018). Corporate governance and financial performance: The role of ownership and board structure, *Journal of Business Research*, 89, 229-234.
- Pintea, M. O., Pop, A. M., Gavriletea, M. D., & Sechel, I. C. (2020). Corporate governance and financial performance: evidence from Romania, *Journal of Economic Studies*, 48(8), 1573-1590.
- Rossi, M., Nerino, M., & Capasso, A. (2015). Corporate governance and financial performance of Italian listed firms. The results of an empirical research, *Corporate Ownership & Control*, 12(2), 628-643.
- Sağlam, K. M. & Mehmet, B. (2019). Küçük Ve Orta Ölçekli Şirketlerde Finansal Performans ve Kurumsal Yönetim İlişkisi: Borsa İstanbul Gelişen Şirketler Piyasası Üzerine Bir Uygulama, *İzmir İktisat Dergisi*, 34(4), 583-598.
- SAHA (2020). Kurumsal Yönetim Derecelendirme Metodolojisi, <http://www.saharating.com/~saharati/kurumsal-yonetim-derecelendirmesi/kurumsal-yonetim-derecelendirme-metodolojisi/>, (10.03.2021).
- Saldanlı, A. (2012). *Kurumsal Yönetimin Firma Değer ve Performansına Etkileri: İMKB-100 Üzerine Bir Uygulama*, Yayınlanmamış Doktora Tezi, İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Sandhar, S. K. & Janglani, S. (2013). A study on liquidity and profitability of selected indian cement companies: A regression modeling approach, *International Journal of Economics, Commerce and Management*, United Kingdom, 1(1), 1-24.
- Say, S. (2019). *Kurumsal Yönetimin Firma Performansı Üzerindeki Etkisi: Borsa İstanbul Kurumsal Yönetim Endeksinde Bir Uygulama*, Yayınlanmamış Doktora Tezi, Selçuk Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Shahwan, T. M. (2015). The effects of corporate governance on financial performance and financial distress: Evidence from Egypt, *Corporate Governance*, 15(5), 641-662

- Soysal, M. A. (2015). *Kurumsal Yönetim Uygulamalarının Finansal Performansa Etkileri Türkiye Uygulaması*, Yayınlanmamış Doktora Tezi, Kadir Has Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- SPK (2007), Kurumsal Yönetim Endeksi Derecelendirme Faaliyeti, <https://www.spk.gov.tr/Sayfa/Index/6/10/2>, (10.04.2020).
- Turnacıgil, S., Güler H., & Doğukanlı, H. (2019). Kurumsal Yönetimin Hisse Senedi Getirisine Etkisinin PVAR Analizi İle Ölçülmesi: BIST’ te Bir Araştırma, *Uluslararası Ekonomi İşletme ve Politika Dergisi*, 3(2), 367-380.
- Tükenmez, N. M. Gençyürek, A. G., & Karakelleoğlu, M. İ. (2017). Kurumsal Yönetim Derecelendirme Notlarının Şirketlerin Finansal Performansı Üzerindeki Etkisi, *Ege Stratejik Araştırmalar Dergisi*, 8(1), 1-18.
- Ünlü, U. Yalçın, N., & Yağlı, İ. (2017). Kurumsal Yönetim ve Firma Performansı: TOPSİS Yöntemi İle BİST 30 Firmaları Üzerine Bir Uygulama, *Dokuz Eylül Üniversitesi SBE Dergisi*, 19(1), 63-81.
- Vu, N. H. & Nguyen, T. (2017). *Impacts of corporate governance on firm performance-empirical studies of listed Singaporean companies*, Lund Universty, School of Economics and Management, Lund Universty International Strategic Management.
- Wahyudin, A., & Solikhah, B. (2017). Corporate governance implementation rating in Indonesia and its effects on financial performance. *Corporate Governance: The International Journal of Business in Society*, 250-265.
- Wanyama, D. W., & Olweny, T. (2013). Effects of corporate governance on financial performance of listed insurance firms in Kenya, *Public Policy and Administration Research*, 3(4), 96-120.
- Wessels, E., Roberto & Wansbeek, T. (2016). What is the relation (if any) between a firm's corporate governance arrangements and its financial performance, *Multinational Finance Journal*, 20(4), 323-354.
- Widiatmika, P. H., & Darma, G. S. (2018). Good corporate governance, job motivation, organization culture which impact company financial performance, *Jurnal Manajemen Bisnis*, 15(3), 82-99.
- Wingard, H.C. & Vorster, Q. (2001). Financial performance of environmentally respon-sible South African listed companies, *Meditari Accountancy Research*, 9(1), 313-332.
- Yağlı, İ. (2016). *Türkiye’deki Kurumsal Yönetim Uygulamalarının Firma Performansına Etkisi*, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Nevşehir Hacı Bektaş Veli Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Yeğen, S. (2016). *Kurumsal Yönetim İlkelerine Uyum Derecesi İle Firma Performansı Arasındaki İlişkinin İncelenmesi*, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Hacettepe Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Yenice, 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.
- Yıldırım, M. Altan, İ.M., & Gemici, R. (2018). Kurumsal Yönetim ile Finansal Performans Arasındaki İlişkinin Entropi Ağırlıklandırılmış TOPSİS Yöntemi ile Değerlendirilmesi: BİST İşlem Gören Gıda Ve İçecek Şirketlerinde Bir Araştırma, *Muhasebe ve Vergi Uygulamaları Dergisi*, 11(2),130-152