
KURUMSAL YÖNETİM PUANLARININ İŞLETMELERİN AKTİF KARLILIĞI, ÖZSERMAYE KARLILIĞI VE BORÇLANMA DÜZEYLERİNE ETKİSİ

Seda TURNACIGİL

Dr. Öğr. Üyesi, Toros Üniversitesi, İktisadi İdari ve Sosyal Bilimler Fakültesi,
Uluslararası Finans ve Bankacılık Bölümü
ORCID: 0000-0002-8573-8412

Toprak Ferdi KARAKUŞ

Arş. Gör., Toros Üniversitesi, İktisadi İdari ve Sosyal Bilimler Fakültesi, İşletme
Bölümü
ORCID: 0000-0002-5041-2009

Öz

Bu çalışmada kurumsal yönetim puanlarının işletmelerin öz sermaye karlılığı, aktif karlılığı ve borçlanma düzeylerine olan etkisi incelenmiştir. Çalışmada, 2012-2019 yılları arasında kurumsal yönetim puanına kesintisiz ulaşılabilen 16 adet işletmeye ait veriler panel regresyon yöntemi ile analiz edilmiştir. Elde edilen bulgulara göre, kurumsal yönetim puanlarının sadece aktif karlılığına pozitif etkisi bulunmakta, öz sermaye karlılığı ve borçlanma düzeyinde anlamlı bir etki yaratmamaktadır. Bu çalışmadan elde edilen sonuçlar, kurumsal yönetim uygulamalarının finansal performansa etkisini inceleyen literatüre katkı sağlaması beklenmektedir.

Anahtar Kelime: Kurumsal Yönetim, Aktif Karlılığı, Öz Sermaye Karlılığı, Panel Veri.

THE EFFECT OF CORPORATE GOVERNANCE SCORES ON RETURN ON ASSETS, RETURN ON EQUITY AND BORROWING LEVELS

Abstract

In this study, the effect of corporate governance scores on the return on equity, return on assets and borrowing levels of enterprises was examined. In the study, the data of 16 enterprises whose corporate governance score could be reached continuously between the years 2012-2019 were analyzed by panel regression method. According to the findings, corporate governance scores have a positive effect only on return on assets, but do not have a significant effect on return on equity and borrowing. The results obtained from this study are expected to contribute to the literature examining the effects of corporate governance practices on financial performance.

Keywords: Corporate Governance, Return on Assets, Return on Equity, Panel Data.

Bu çalışma, 12-14 Mayıs 2022 tarihleri arasında Kahramanmaraş'ta düzenlenmiş olan, 21. Uluslararası İşletmecilik Kongresi'nde "Kurumsal Yönetim Puanlarının İşletmelerin Aktif Karlılığı, Öz Sermeye Karlılığı ve Borçlanma Düzeylerine Etkisi" başlığı ile sunulmuştur.

1. GİRİŞ

Kurumsal yönetim kavramı, özellikle son yirmi yıl içerisinde uluslararası çapta önem kazanmış bir kavram olarak karşımıza çıkmaktadır. Yakın geçmişte küresel çapta yaşanmış ekonomik krizlerin, ayrıca Türkiye'de 2000-2001 döneminde yaşanmış ekonomik krizin arkasında yeterince verimli şekilde yönetilememiş şirketlerin ve yetersiz denetim mekanizmalarının varlığı yatmaktadır (Dağlı vd., 2010).

Uluslararası piyasalarda yükselmek isteyen firmalar için kurumsal yönetimin ve stratejilerinin sağlanması gerekmektedir; bu durum şirketlerde bir takım yönetsel ve stratejik değişiklikleri gerektirmektedir. Öte yandan küreselleşme ve teknolojiye gelişmeler ile piyasada firmalar tarafından sağlanan mal ve hizmetlerin fazlalığı, piyasadaki şirketleri mevcut stratejilerinden daha ileriye gitmeleri için itici güç oluşturmuştur. Kurumsal yönetim kavramı, şirketleri bir adım ileriye taşıyacak stratejilerin temelini oluşturmuştur (Musteen vd., 2009).

Kurumsal yönetim uygulamalarının ortaya çıkmasındaki gerekçeler aşağıdaki gibi sıralanabilmektedir (Aktan, 2006):

- Şirket ortaklarının özel menfaatleri çerçevesinde şirket çıkarları ile çatışmasının önlenmesi,
- Şirkete yatırım yapan bireysel ve kurumsal yatırımcıların çıkarlarının korunması,
- Şirkete ilişkin faaliyet ve finansal bilgilerinin doğru eksiksiz ve şeffaf bir şekilde kamuoyuna sunulması,
- Yönetim kurulu üyelerinin sorumluluklarının net olarak belirlenmesi,
- Şirketin hesap verilebilirliğinin sağlanması,
- Temsil maliyetlerinin oluşmasının önlenmesi (Shapiro, 2005).

Kurumsal yönetim ilkelerinin firmaların finansal durumunu etkilemesi, dolayısıyla makro ekonomik etkilerinin varlığı söz konusudur (Aktan, 2006). Kurumsal yönetim çerçevesinde verimli bir yönetim tarzı, beraberinde finansal kaynaklara kolay erişilmesini ve yatırım imkanlarının artmasını getirmektedir. Yeni yatırımlar ile toplam üretimin artması, ayrıca istihdamın artması ve dolayısıyla işsizliğin de azalması mümkündür.

Firmaların kurumsal yönetim yapısı, firmaların yatırımlarını dolayısıyla yatırımlardan kaynaklı nakit akışlarını ve firma karlılığını etkilemektedir. Bu bağlamda temsil maliyetleri teorisi önem kazanmaktadır. Jensen ve Meckling (1976)

tarafından ortaya konulan temsil maliyetleri teorisine göre firmalarda yapılan her fazladan borçlanma, borç veren hissedarların çıkarları ve finansal yöneticilerin çıkarlarını karşı karşıya getirmektedir, bu da temsil maliyetlerini teşkil etmektedir.

Temsil maliyeti ve şirketlerin sahiplik yapısı üzerine temel teorik çalışmalardan birisi (Fama ve Jensen, 1983) tarafından yapılmıştır, araştırma sonucunda şirket sahiplerinin farklı çıkarları, hedefleri ve yetenekleri olan bireyleri, grupları, hükümetleri ve kurumları içerdiğini göstermiştir.

Kurumsal yönetim, işletmelerin iç ve dış paydaşları ile ilişkilerini kapsamaktadır. Geniş anlamdaki tanımı, çok daha iyi bir işletme yönetimi olarak özetlenebilecek olan bu kavramın, işletmelerin finansal performansına da olumlu etkiler yapması beklenmektedir. Bunun nedeni, şeffaf, hesap verebilir, adil ve sorumluluk sahibi bir yönetimde, işletmelerin daha rahat yabancı kaynak bulmaları, hisse senedi getirilerinin artması, finansal performanslarının iyiye gitmesi söz konusu olabilmektedir. Bu çalışmada kurumsal yönetimden beklenen fayda analiz edilmiştir. Bunun için, 2012-2019 yılları arasında kurumsal yönetim puanına kesintisiz ulaşılabilen 16 adet işletmenin kurumsal yönetim puanlarının, varlık karlılığı, öz sermaye karlılığı ve borçlanma düzeylerine etkisi panel regresyon yöntemi ile incelenmiştir.

1.1. Kurumsal Yönetim Kavramı, Gelişim Süreci ve Kavramı Oluşturan Unsurlar

Dünyanın küreselleşmesi ve teknolojik gelişmeler ile ülkelerin ekonomileri birbirine daha entegre hale gelmiştir. Yaşanan bu entegrasyon, ulusal ve uluslararası şirketlerin ve ülke ekonomilerin birbiriyle temas haline geçmesini ve ekonomik ilişkilerin gelişmesine olanak tanımıştır. Yaşanan bu olumlu gelişmelerin yanı sıra, küresel bazda şirketlerin birbiriyle olan rekabeti de ivme kazanmıştır. Bu rekabet ortamında şirketlerin kendilerini rakiplerinden bir adım öteye taşıyabilecek her türlü strateji önem arz etmeye başlamıştır. Bu stratejilerin arka planında iyi bir yönetim sisteminin varlığı son derece önemlidir. İyi bir yönetim anlayışı, şirkete doğru strateji ve yatırım kararlarını, dolayısıyla ilerde sağlanacak pozitif yönde nakit akışları ve firma karlılığı anlamına gelmektedir; bu da şirketler için piyasaya sunulan olumlu itibar demektir.

Firma içinde rol alan tüm paydaşların yönetime olan etkisi, firma için kritik öneme sahiptir; zira burada yaşanacak başarısızlıklar firmalar için rekabet koşullarında başarısızlık getirebilmektedir. Kurumsal yönetim anlayışı bu noktada devreye girmektedir; gelişen rekabet koşullarında ve özellikle yaşanan finansal krizler ile başa çıkmada iyi bir kurumsal yönetim anlayışının sağlayacağı fayda göz ardı edilemeyecek düzeydedir (Dinç ve Abdioğlu, 2009).

Literatürde genel anlamda kurumsal yönetim kavramı; işletmelerin faaliyetlerini yürütürken aynı zamanda şirketin kendi çıkarlarını ve şirket paydaşlarının çıkarlarını koruduğu, bu gerçekleştirilirken de yasalara uygun şekilde

ve etik değerlerin gözetildiği, dolayısıyla uzun vadede şirketin itibarını ve verimliliğini de artırmaya olanak veren bir sistem şeklinde tanımlanmıştır (Şengür ve Püskül, 2011). Kurumsal yönetim kavramı, temel ilke ve değerlere dayandırılması nedeniyle şirketlerin ne şekilde yönetileceğine ilişkin bilgileri içermektedir; dolayısıyla iyi bir şekilde yönetilen şirketlerin gelecekteki nakit akışlarını etkin ve verimli şekilde yönetecek stratejilerin de temelini oluşturmaktadır.

Global ölçekte kurumsal yönetim ile ilgili başlıca düzenlemeler Cadbury, Hampel ve Greenbury Raporları ile Sarbanes Oxley Kanunu ve OECD Kurumsal Yönetim İlkeleri'dir (Yavuz, 2014).

Kurumsal yönetim alanında yaşanan olumsuz gelişmelerin ortaya çıkarttığı ilk sıkıntılar, ABD'de 1930'lu yıllarda yaşanan Büyük Buhran dönemine kadar uzanan bir dönemi işaret etmektedir, ancak bu durumun çözümüne ilişkin günümüzde belirli bir sistematik kazanmış kurumsal yönetim ilkelerini ilk olarak ortaya koyduğu kabul edilen çalışma, İngiltere'de Adrian Cadbury'nin önderliğinde Londra Menkul Kıymetler Borsası tarafından oluşturulan Cadbury Raporları'dır (Atamer, 2006).

Cadbury Raporu kurumsal yönetim ilkeleri çerçevesinde sistematik bir şekilde ilkeleri belirleyen ilk çalışma olarak literatürde kabul görmektedir. Bu raporu takiben Greenbury Raporu hazırlanmıştır. Greenbury Raporu da şirket yöneticilerinin ve paydaşlarının ücretlendirilmesine yönelik birtakım düzenlemeleri içermektedir. Greenbury Raporu'nu takiben ve aynı raporu genişletecek şekilde Hampel Raporu hazırlanmıştır. ABD'de yaşanan bir takım şirket iflasları ve şirket yönetim kurulları içerisinde yaşanan skandallar neticesinde, piyasayı yeniden düzenlemek ve yatırımcılara güven ortamı sağlamak amacıyla, 2002 yılında Sarbanes-Oxley Kanunu hazırlanmıştır.

Hazırlanan bu rapor, Menkul Kıymet ve Döviz Komisyonu'na (Securities & Exchange Commission) kayıtlı tüm şirketleri içerisine alan ve kamuyu aydınlatma, hesap verebilirlik ve dış denetim standartlarına daha gelişmiş bir bakış açısı getiren kuralları kapsayan bir çalışma olmuştur. Ayrıca bu çalışmada dış denetimin bağımsızlığının kapsamı genişletilmiş ve özellikle şirketlerin hesap verebilirlik ve şeffaflık ilkelerine göre hareket etmelerinin önemi üzerine durulmuştur (Pulaşlı, 2003).

Ekonomik İş birliği ve Kalkınma Örgütü (OECD) tarafından 1999 yılında "Kurumsal Yönetim İlkeleri" yayınlanmıştır ve bu ilkeler ülkemiz sermaye piyasasını düzenleyen Sermaye Piyasası Kurulu (SPK) tarafından 2003 yılında benimsenmiştir ve aynı yılda kurumsal yönetim ilkeleri yayınlanmıştır. SPK Kurumsal Yönetim İlkeleri'nin alt başlıklarını paydaşlar, kamuyu aydınlatma kısmı, menfaat sahipleri bölümü ve yönetim kurulu kısmı oluşturmaktadır (Dağlı vd., 2010).

Kurumsal yönetim kavramı şeffaflık, hesap verebilirlik, sorumluluk ve adillik olarak dört adet temel unsurdan meydana gelmektedir.

Şeffaflık ilkesi, şirkete ilişkin mevcut bilgilerin ve gelişmelerin ulaşılabilir ve anlaşılabilir olmasını ifade etmektedir. Bu ilke çerçevesinde bilginin ulaşılabilirliği hakkında düzenlemeler yer almaktadır.

Hesap verebilirlik ilkesi, şirkette alınan yönetsel kararların izlenebilirliğini kapsamaktadır, aynı zamanda alınan kararlara ilişkin sorumluluğun kabulüne de işaret etmektedir. Bu ilke özellikle şirket paydaşları arasındaki ilişkiyi düzenleyici rol içermektedir.

Sorumluluk ilkesi ise direkt olarak şirket yönetiminin faaliyetlerine ilişkin bir kontrol mekanizması görevi görmektedir. Şirketin aynı zamanda etik ve toplumsal değerlere uygunluğunu güvence altına almaktadır.

Adillik ilkesi -eşitlik ilkesi olarak da bilinmektedir- ise, şirket paydaşlarının haklarının eşit bir şekilde dağıtımını işaret etmektedir. Şirket paydaşlarının bilgi alma, katılma, oy kullanma ve kar payı alma haklarına ilişkin düzenlemeler ayrıntılı şekilde yer almaktadır (Aktan, 2006).

1.2. Kurumsal Yönetimin Beklenen Faydaları

Kurumsal yönetim ilkeleri çerçevesinde şeffaflık, hesap verebilirlik, sorumluluk ve adillik ilkeleri gereğince uygulamalar gerçekleştirilmesi, bu ilkeleri benimsemiş olan kurumlarda şeffaflığın artırılmasını sağlamakla birlikte, büyük ölçekte düşünüldüğünde sermaye piyasalarında da bu uygulamaların kolaylaştırılmasını sağlamaktadır (Turnacıgil, 2018).

İyi bir sürdürülebilir finansal performansın sağlanması adına, her türlü ekonomik girişim modeli için kurumsal yönetim anlayışının uygulanması gerekmektedir. Yakın geçmişten bugüne piyasalara ilişkin yapılan çoğu çalışmada (Khanna ve Zyla, 2010; Turnacıgil, 2018) görülmektedir ki kurumsal yönetim uygulamaları firma değerinin artmasında önem arz etmektedir.

Son yıllarda yatırımcıların finansal yatırımları için şirket seçimi yaparken kurumsal yönetim ilkelerine uyum gösteren şirketlere yatırım yapma eğilimde oldukları gözlemlenmiştir. Öte yandan, özellikle yabancı yatırımcılardan finansman sağlamak açısından iyi bir kurumsal yönetime sahip firmalar diğer firmalara görece daha avantajlı durumdadırlar. Sonuç olarak iyi bir kurumsal yönetim uygulaması şirkete karlılık ve itibarı getirmektedir (Youssef ve Teng, 2019).

İyi bir şekilde yönetilen kurumsal yönetim uygulamaları, şirkete belirli ilkeler çerçevesinde yeni uygulamalar ve dolayısıyla maliyet unsurları meydana getirebilmektedir; ancak bu maliyetler uzun vadede şirketin geleceği açısından iyi yatırımlar olarak değerlendirilmelidir. İyi bir kurumsal yönetim; yönetim kurulunun ve hissedarların çıkarına uygun olacak şekilde amaçları takip etmeyi

gerektirmektedir, bu da hissedarların şirkete olan güvenini artırmaktadır (Sullivan, 2009).

2. KURUMSAL YÖNETİM VE FİRMA PERFORMANSI ARASINDAKİ İLİŞKİ

Maher ve Andersson (2002) çalışmalarında kurumsal yönetimin ülkeler bazında şirketlerin performansına etkisini Tobin q oranı üzerinden test etmiştir. Araştırma bulgularına göre ülkelerin finansal pazarları, kurumsal yönetimin gelişmesiyle birlikte etkinleşmektedir.

Hisse senedi üzerinde kurumsal yönetimin etkisi ile alakalı bir çalışma, Bauer ve diğerleri (2004) tarafından gerçekleştirilmiştir. Avrupa bölgesindeki şirketleri ve 2000-2001 yılları arasında kapsayan araştırma sonucuna göre şirketlerin firma değerleri ile hisse senedi getirileri ve kurumsal yönetim arasında pozitif bir ilişki vardır.

Bir diğer çalışmada (Brown ve Caylor, 2004) kurumsal yönetim ilkeleri doğrultusunda faaliyet gösteren 2327 adet şirketin verilerini kullanarak yaptıkları çalışma bulgularında, kurumsal yönetim ilkelerini verimli bir şekilde uygulayan firmaların firma değerinin ve temettü ödemelerinin daha yüksek olduğu tespit edilmiştir.

Kurumsal yönetim uygulamaları çerçevesinde gerekli faaliyetleri yürüten şirketlerin hisse senedi getirilerindeki değişimi Viggósson (2005) çalışmasında incelemiştir. Araştırmanın örneklemini İrlanda'da faaliyet gösteren 18 şirket oluşturmuştur. Araştırma bulgularına göre, örnekleme yer alan şirketlerden oluşan bir kurumsal yönetim endeksine göre oluşturulmuş bir portföyün getirisinin daha yüksek olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

Başka bir çalışmada (Moorman, 2005) kurumsal yönetimle ilgili yapılan stratejiler sonucunda hisse senedi getirilerinde olumlu yönde değişim gözlemlenmiştir; öte yandan firma tarafından gerçekleştirilen stratejinin başarısız olması durumunda da firma değerinde oldukça önemli bir değişiklik oluşacağı tespit edilmiştir.

Güney Kore sermaye piyasalarında faaliyet gösteren ve borsada işlem gören 540 şirketin kullanılarak kurumsal yönetim endeksinin oluşturulduğu çalışmada (Black vd., 2006), kurumsal yönetimin şirket bazında iyileştirilmesi ile birlikte şirket varlıklarının ve özkaynaklarının defter değerinin arttığı gözlemlenmiştir.

Ping (2008) tarafından yapılan çalışmada Çin'de borsada işlem gören ve kurumsal yönetim ilkelerine uygun faaliyet gösteren şirketlerden bir endeks oluşturulmuş ve bu endeksin performansı ölçülmek istenmiştir. Araştırma bulgularına göre firmalar tarafından gerçekleştirilen kurumsal yönetime ilişkin

uygulamalar ile bu firmaların piyasa değerleri arasında pozitif ve anlamlı bir ilişki bulunmuştur.

Başka bir araştırmada (Koerniadi vd., 2010) Yeni Zelanda'da faaliyet gösteren ve borsaya kote olan şirketlerin kurumsal yönetimleri çerçevesinde gerçekleştirdikleri faaliyetler neticesinde sistematik risklerini düşürebildikleri tespit edilmiştir.

Malik (2012) tarafından yapılan çalışmada, Karaçi 30 endeksinde faaliyet gösteren firmaların kurumsal yönetim puanları ile bu firmaların hisse senetleri fiyatları arasındaki ilişkiyi ölçmüştür. Araştırma bulgularına göre kurumsal yönetim puanındaki değişim ile hisse senedi getirilerindeki değişim arasında pozitif ve anlamlı bir ilişki söz konusudur.

Sri Lanka'da faaliyet gösteren şirketlerin firma performansı ile kurumsal yönetimi arasındaki ilişki (Azeez, 2015) tarafından gözlemlenmiştir. Firma büyüklüğü ve bağımsız yönetim kurulu üyesinin varlığı gibi değişkenlerin hisse başına kar ve özsermaye karlılığına olan etkisi ölçülmek istenilmiştir. Örneklemin dönemini 2010-2012 yılları arasının oluşturduğu ve çoklu regresyon analizinin kullanıldığı çalışmanın bulgularına göre kurumsal yönetim ile firma performansı arasında pozitif ve anlamlı bir ilişki mevcuttur.

Malezya'da faaliyet gösteren 113 şirkete ilişkin verilerin kullanıldığı çalışmada (Bhatt ve Bhatt, 2017), firmaların finansal performansının kurumsal yönetimleri ile pozitif ve anlamlı bir ilişki içerisinde olduğu tespit edilmiştir.

Ali ve diğerleri (2017) tarafından Avusturya piyasasında faaliyet gösteren 1207 firma üzerinde kurumsal yönetimin kalitesi ile hisse senedi likiditesi arasındaki ilişki incelenmiştir. Araştırma bulguları, kurumsal yönetimi daha iyi gerçekleştiren firmaların hisse senedi likiditesini arttırdığını göstermiştir.

Kurumsal yönetim derecelendirmesine ilişkin notların firmaların finansal performansına etkisine yönelik bir diğer çalışmada (Tükenmez vd., 2017) BİST Kurumsal Yönetim Endeksi'nde yer almış 15 adet şirketin finansal verileri ile hisse sahipleri, yönetim kurulu puanları, kamuyu aydınlatma ve şeffaflık kavramlarına ilişkin veriler incelenmiştir. Bağımlı değişken olarak aktiflerin karlılığı (ROA) ve Tobin q oranlarının kullanıldığı çalışmada, şirketlerin kamuyu aydınlatma ve şeffaflık kavramlarına ilişkin puanları ile ROA arasında anlamlı ve negatif bir ilişki tespit edilmiştir; ayrıca bu şirketlerin hisse sahipleri ve menfaat sahiplerinin puanları ile Tobin q oranı arasında pozitif ve anlamlı bir ilişki tespit edilmiştir.

Şirketlerin karlılık oranları ile kurumsal yönetim derecelendirme puanları arasındaki ilişki (Çağırın ve Kayasandık, 2019) tarafından incelenmiştir. Araştırmanın örneklemini XKURY'de işlem gören 5 şirketin veri seti oluşturmaktadır

ve çalışma 2007-2017 yılları arasını kapsamaktadır. Panel veri analizinin kullanıldığı araştırma bulgularında:

Arayssi ve Jizi (2019) çalışmalarında Orta Doğu ve Kuzey Afrika ülkelerinde faaliyet gösteren 67 şirket üzerinde kurumsal yönetimin firma karakteristiğine ve finansal performansına olan etkisini incelemiştir. Araştırma sonuçlarına göre kurumsal yönetim ve bağımsız yönetim kurulunun varlığı firma performansını olumlu ölçüde etkilemektedir.

Bir diğer çalışmada (Öztürk vd., 2020) BİST100 endeksinde faaliyet gösteren şirketler içerisinde, BİST Kurumsal Yönetim Endeksi'nde (XKURY) yer alan ve almayan şirketlerin birbirleriyle finansal performans açısından karşılaştırması yapılmıştır. Araştırmada toplamda 198 şirketin finansal verilerinden yararlanılmıştır ve çalışma 2012-2018 yılları arasını kapsamaktadır. Araştırma bulgularına göre kurumsal yönetim endeksinde yer alan şirketlerin cari değerleri dışında diğer oranlarda ortalama değerlerinin bu endekste yer almayan şirketlere göre daha yüksektir.

Kurt (2020) tarafından yapılan çalışmada BİST Kurumsal Yönetim Endeksi'nde yer alan ve imalat sektöründe faaliyet gösteren 15 adet şirketin kurumsal yönetim derecelendirme puanları ile bu şirketlerin finansal performansları arasındaki ilişki incelenmiştir. Eş bütünleşme analizinin kullanıldığı bu çalışmanın sonuçlarında, şirketlerin karlılık oranları ile kurumsal yönetim derecelendirme puanları arasında eş bütünleşme olduğu gözlemlenmiştir.

Ghabri (2022), çalışmasında kurumsal ve yasal çevrenin firmanın yönetimine ve finansal performansına etkisini ölçmüştür. Örneklemi 23 ülkenin oluşturduğu ve 2009-2016 yılları arasını kapsayan çalışmanın bulgularına göre kurumsal yönetimin firma performansı üzerine anlamlı bir etkisi bulunmaktadır.

Paulina ve Barus (2022) çalışmalarında kurumsal yönetimin ve firmanın sahiplik yapısının firmanın finansal performansına etkisini gözlemlemiştir. Örneklemi LQ45 endeksi ve 2016-2018 yılları arası veri seti oluşturmaktadır. Araştırmanın bulgularına göre firmaların iyi bir kurumsal yönetim anlayışına sahip olması ve buna göre yönetilmesi; ayrıca bağımsız yöneticilere sahip olması firmaların finansal performansına olumlu etki yaratmaktadır.

3. ARAŞTIRMA YÖNTEMİ

Bu çalışmada kurumsal yönetim uygulamalarının işletmelerin aktif karlılığı (ROA), öz sermaye karlılığı (ROE) ve borçlanma düzeyi üzerindeki etkisi panel regresyon yöntemiyle incelenmiştir. Çalışmaya 2012-2019 yılları arasında kurumsal yönetim puanlarına kesintisiz ulaşılabilen, finansallar ve holdingler hariç, 16 işletme dahil edilmiştir. Çalışmada işletmelere ait yıllık kurumsal yönetim puanları Türkiye Kurumsal Yönetim Derneği'nin internet sitesinden; borçlanma düzeyleri, öz sermaye karlılığı ve aktif karlılığına ilişkin veriler ise Eikon veri tabanından elde edilmiştir.

Borçlanma düzeyi, ROA ve ROE oranları aşağıdaki gibi ifade edilmektedir (Canbaş & Vural, 2020):

$$\text{Borçlanma Düzeyi} = \text{Toplam Borçlar} / \text{Toplam Aktifler}$$

$$\text{ROA} = (\text{Net Kar} / \text{Satışlar}) * (\text{Satışlar} / \text{Toplam Aktifler})$$

$$\text{ROE} = (\text{Net Kar} / \text{Toplam Aktifler}) * (\text{Toplam Aktifler} / \text{Özsermaye})$$

Değişkenler arasındaki ilişkilerin incelenmesinde yaygın olarak kullanılan panel veriler hem zaman hem kesit boyutunu dikkate almaktadır. Panel verilerin diğer veri türlerine göre daha fazla veriyle çalışma imkanı vermesi, serbestlik derecesinin gözlem sayısı sebebiyle artması ve böylelikle çoklu doğrusal bağlantı derecesinin azalarak analizin güvenilirliğini arttırması gibi avantajları bulunmaktadır (Tatoğlu, 2016).

Çalışma, 3 farklı regresyon denklemi ile analiz edilmiştir. Bunlar;

$$\text{Borçlanma}_{i,t} = \alpha + \beta \text{Puanit} + e_{it}$$

$$\text{ROA}_{i,t} = \alpha + \beta \text{Puanit} + e_{it}$$

$$\text{ROE}_{i,t} = \alpha + \beta \text{Puanit} + e_{it} \quad \text{şeklindedir.}$$

Panel veriler ile analiz yapılırken yatay kesit bağımlılığının da araştırılması gerekmektedir. Paneli oluşturan yatay kesitler (kurumsal yönetim puanına sahip işletmeler) arasındaki bağımlılığın test edilmesinde, zaman boyutu yatay kesit boyutundan küçük olduğu için (T<N) Pesaran (2004) tarafından geliştirilen bağımlılık testi kullanılmıştır.

Yatay kesit bağımlılığı testin hipotezleri

H₀: Yatay kesit bağımlılığı yoktur

H₁: Yatay kesit bağımlılığı vardır, şeklindedir.

Test sonucunun olasılık değeri 0.05'ten küçük olduğunda H₀ hipotezi reddedilerek, %5 anlamlılık düzeyinde birimler arasında yatay kesit bağımlılığının olduğu şeklinde yorumlanmaktadır.

4. BULGULAR

Çalışmada durağanlık testlerinden önce yatay kesit bağımlılığının varlığı incelenmiştir. Yatay kesit bağımlılığının analiz sonuçları Tablo 1'de gösterilmiştir.

Tablo 1. CD LM Test Sonucu

	Test İstatistiği	Olasılık Değeri
Borçlanma	2.014	0.0440
ROA	1.473	0.1405
ROE	0.527	0.5982
PUAN	16.933	0.000

Tablo 1'deki sonuçlar incelendiğinde borçlanma ve kurumsal yönetim puan değişkenlerinin olasılık değeri %5'ten küçük olduğu için serilerde yatay kesit bağımlılığının olduğu görülmektedir. Diğer taraftan, aktif karlılığı ve öz sermaye karlılığını temsil eden değişkenlerin olasılık değerleri %5'ten büyük olduğu için serilerde yatay kesit bağımlılığının bulunmadığını söylenebilir.

Yatay kesit bağımlılığının incelendiği panel verilerin durağanlığını test edebilmek için panel birim kök testleri uygulanmıştır. Im,Peseran,Shin ve Levin,Lin,Chu birim kök testlerinin uygulandığı analiz sonuçları Tablo 2 ve Tablo 3'te gösterilmiştir.

Tablo 2. Im, Peseran, Shin Birim Kök Testi Sonuçları

Değişkenler	Model	t istatistiği	Sonuç
Borçlanma	Sabitli	-1.23544	I(0)
	Sabitli ve Trendli	-2.94408	I(0)
ROA	Sabitli	0.74418**	I(0)
	Sabitli ve Trendli	2.6175	I(0)
ROE	Sabitli	-0.08	I(0)
	Sabitli ve Trendli	3.19112	I(0)
PUAN	Sabitli	-0.12135	I(0)
	Sabitli ve Trendli	-1.92432	I(0)

"*" %5 anlamlılık düzeyinde anlamlılığı, "***" %10 anlamlılık düzeyinde anlamlılığı ifade etmektedir.

Tablo 3. Levin;Lin, Chu Birim Kök Testi Sonuçları

Değişkenler	Model	t istatistiği	Sonuç
Borçlanma	Sabitli	-9.52246*	I(0)
	Sabitli ve Trendli	-3.09942*	I(0)
ROA	Sabitli	-4.11062*	I(0)
	Sabitli ve Trendli	6.04638*	I(0)
ROE	Sabitli	-2.46802*	I(0)
	Sabitli ve Trendli	9.67554*	I(0)
PUAN	Sabitli	-1.53398**	I(0)
	Sabitli ve Trendli	-9.78599*	I(0)

"*" %5 anlamlılık düzeyinde anlamlılığı, "***" %10 anlamlılık düzeyinde anlamlılığı ifade etmektedir.

Birim kök testleri genel olarak değerlendirildiğinde, analize dahil olan tüm değişkenlerin düzeyde (I0) durağan oldukları görülmektedir. Çalışmanın sonraki aşamasında durağan olduğu belirlenen serilere regresyon analizi uygulanarak,

kurumsal yönetim puanlarının işletmelerin borçlanmaları, aktif karlılıkları ve öz sermaye karlılıkları üzerindeki etkisi incelenmiştir.

Tablo 4. Kurumsal Yönetim Puanlarının Borçlanmaya Etkisi

Değişken	Katsayı	Std. Hata	t istatistiği	Olasılık
C	0.886759	8.144473	0.108879	0.9135
PUAN	-0.002421	0.088940	-0.027217	0.9783
R-Kare	0.000006			
Düzeltilmiş R-Kare	0.007931			
F-istatistiği	0.000747			
Olasılık (F istatistiği)	0.978244			

İşletmelerin kurumsal yönetim puanlarının borçlanmalarına etkisinin olup olmadığını gösteren Tablo 4'e göre hem sabit terim hem de bağımsız değişkenin olasılık değerinin %5'ten büyük olması, eşitliğin istatistiki olarak anlamlı olmadığını göstermektedir. Bu bağlamda, belirlenen dönemler arasında, işletmelerin kurumsal yönetim puanına sahip olmalarının borçlanma düzeylerine etkisinin olmadığını söylenebilmektedir.

Tablo 5. Kurumsal Yönetim Puanlarının Aktif Karlılığına Etkisi

Değişken	Katsayı	Std. Hata	t istatistiği	Olasılık
PUAN	0.005464	0.002638	2.071124	0.0407
C	0.576318	0.241413	2.387265	0.0187
R-Kare	0.314083			
Düzeltilmiş R-Kare	0.215212			
F-istatistiği	3.176702			
Olasılık (F istatistiği)	0.000173			

Aktif karlılığı, işletme varlıklarının kar yaratmada ne derece etkin olduğunu göstermektedir. Kurumsal yönetim puanlarının aktif karlılığına etkisini gösteren Tablo 5'te değişkenlere ait katsayıların %5 anlamlılık düzeyinde anlamlıdır. Bu sonucu, kurumsal yönetim puanlarının işletmelerin aktif karlılıklarına olumlu etki yaptığı şeklinde yorumlamak da mümkündür.

Tablo 6. Kurumsal Yönetim Puanlarının Özsermaye Karlılığına Etkisi

Değişken	Katsayı	Std. Hata	t istatistiği	Olasılık
----------	---------	-----------	---------------	----------

PUAN	-0.006603	0.004757	-1.387989	0.1676
C	0.824558	0.438414	1.880776	0.0623
R-Kare	0.015007			
Düzeltilmiş R-Kare	0.007189			
F-istatistiği	1.919636			
Olasılık (F istatistiği)	0.168345			

Özsermaye karlılığı, hissedarların yatırımları karşılığında ne kadar kar elde ettiklerini göstermektedir. Tablo 6'da bağımsız değişken olan kurumsal yönetim puanının olasılık değerinin %5'ten büyük olduğu görülmektedir. Bu da kurumsal yönetim puanlarının öz sermaye karlılığına etkisinin olmadığı şeklinde yorumlanabilmektedir.

5. SONUÇ

Finansal yönetim uygulamalarının içeriğine bakıldığında hem işletmelerin mali başarısızlıklarına hem yatırımcıların işletmeye olan güvenlerini sağlamada hem de ülkenin sermaye piyasalarının gelişimine fayda sağlaması beklenmektedir. Bu çalışmada, kurumsal yönetim uygulamalarının işletmelerin aktif karlılığı, öz sermaye karlılığı ve borçlanma düzeylerine etkisi panel regresyon yöntemi kullanılarak analiz edilmiştir. Bu bağlamda 2012-2019 yılları arasında kurumsal yönetim puanlarına kesintisiz ulaşılabilen 16 adet işletme verileri analize dahil edilmiştir. Analize öncelikle yatay kesit bağımlılığı test edilmiş, ardından birim kök testleri ile durağanlıkları sınanmıştır. Düzeyde durağan olduğu belirlenen serilere uygulanan regresyon analizindeki sonuçlara bakıldığında kurumsal yönetim puanlarının sadece aktif karlılığına anlamlı ve pozitif bir etkisi olduğu görülmektedir. Sonuç değerlendirildiğinde kurumsal yönetimin verimli bir aktif yönetimine de katkı sağladığı ve aktiflerin net kara dönüşmesine yardımcı olduğu söylenebilir. Bu çalışmanın sonuçları alan yazınındaki birçok çalışma ile (Arayssi & Jizi, 2019; Bauer et al., 2004; Bhatt & Bhatt, 2017; Black et al., 2006; Ghabri, 2022; Kurt, 2020; Maher & Andersson, 2002; Ping, 2008) benzerlik göstermektedir.

Öte yandan, kurumsal yönetim puanına sahip işletmelerin yabancı kaynağa daha kolay erişimi beklenirken, yapılan analizde puanların borçlanma düzeyine anlamlı bir etkisinin olmadığı görülmektedir. Bu sonuçlar örneklem için seçilen şirketlere, faaliyet gösterilen sektöre ve ele alınan döneme göre değişebilmektedir. Bundan sonra yapılacak çalışmalarda, aynı sektörde faaliyet gösteren benzer işletmelerin, kurumsal yönetim puanına sahip olanların ve olmayanların performansları karşılaştırılabilir. Aynı şekilde işletmeler kurumsal yönetim puanı aldıktan sonraki finansal başarısını test etmek için, kurumsal yönetim puanını almadan önceki ve aldıktan sonraki dönemler kıyaslanabilir.

KAYNAKÇA

- Aktan, C. C. (2006). **Kurumsal Şirket Yönetimi-İyi Şirket Yönetimi İçin Kurallar ve Kurumlar**.
- Ali, S., Liu, B., & Su, J. J. (2017), "**Corporate Governance and Stock Liquidity Dimensions: Panel Evidence from Pure Order-Driven Australian Market**", *International Review of Economics and Finance*, 50(February), pp.275-304. <https://doi.org/10.1016/j.iref.2017.03.005>
- Arayssi, M., & Jizi, M. I. (2019), "**Does Corporate Governance Spillover firm Performance? A Study of Valuation of MENA Companies**", *Social Responsibility Journal*, 15(5), 597-620. <https://doi.org/10.1108/SRJ-06-2018-0157>
- Atamer, M. (2006), **Halka Açık Anonim Şirketlerde Kurumsal Yönetim ve Doğrudan Yabancı Yatırımlar Açısından Değerlendirilmesi**.
- Azeez, D. A. A. (2015), "**Corporate Governance and Firm Performance: Evidence from Sri Lanka**", *Journal of Finance and Bank Management*, 3(1). <https://doi.org/10.15640/jfbm.v3n1a16>
- Bauer, R., Guenster, N., & Otten, R. (2004), "**Empirical Evidence on Corporate Governance in Europe: The Effect on Stock Ret**", *Journal of Asset Management*, 5, pp.91-104.
- Bhatt, P. R., & Bhatt, R. R. (2017), "**Corporate Governance and Firm Performance in Malaysia**", *Corporate Governance (Bingley)*, 17(5), pp.896-912. <https://doi.org/10.1108/CG-03-2016-0054>
- Black, B. S., Jang, H., & Kim, W. (2006), "**Does Corporate Governance Predict Firms' Market Values? Evidence from Korea**", *Journal of Law, Economics, and Organization*, 22(2), pp.366-413. <https://doi.org/10.1093/jleo/ewj018>
- Brown, L. D., & Caylor, M. L. (2004), **Corporate Governance and Firm Performance**. Available at SSRN 586423.
- Çağırın, F. K., & Kayasandık, A. E. (2019), "**Effect of Profitability Rates on Corporate Governance Rating: Panel Data Analysis on BIST Corporate Governance Index**", *Innovation and Global Issues Congress IV*, February.
- Canbaş, S., & Vural, G. (2020), *Finansal Yönetim* (4th ed.).
- Dağlı, H., Ayaydın, H., & Eyüboğlu, K. (2010), "**Kurumsal Yönetim Endeksi Performans Değerlendirmesi: Türkiye Örneği**", *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, Ekim (48), ss.18-31.
- Diñç, E., & Abdioğlu, H. (2009), "**İşletmelerde Kurumsal Yönetim Anlayışı ve Muhasebe Bilgi Sistemi İlişkisi: İMKB-100 Şirketleri Üzerine Ampirik Bir Araştırma**", *Balıkesir Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 12(21), ss.157-184.
- Fama, E. F., & Jensen, M. C. (1983), "**Separation of Ownership and Control**", *Corporate Governance: Values, Ethics and Leadership*, XXVI(June), 301-. <https://doi.org/10.1086/467037>
- Ghabri, Y. (2022), **Legal Protection Systems, Corporate Governance and Firm Performance: a Cross-Country Comparison**. *Studies in Economics and Finance*.

- Haj Youssef, M. S., & Teng, D. (2019), "**Reaffirming the Importance of Managerial Discretion in Corporate Governance: A Comment on Andersen**" (2017), *Corporate Governance* (Bingley), 19(2), ss.240-254. <https://doi.org/10.1108/CG-05-2018-0172>
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976), "**Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure**", *Journal of Financial Economics*, 72(10), pp.305-360. <https://doi.org/10.1177/0018726718812602>
- Khanna, V., & Zyla, R. (2010), "**Corporate Governance Matters to Investors in Emerging Market Companies**".
- Koerniadi, H., Krishnamurti, C., & Tourani-Rad, A. (2010), "**Corporate governance and the variability of stock returns: Evidence from New Zealand companies**". *Proceedings of the Inaugural Finance and Corporate Governance Conference (FCGC 2010)*.
- Kurt, A. (2020), "**Kurumsal Yönetim Derecelendirme Notlarının Şirketlerin Karlılık Oranları (Aktif Karlılığı ve Özkaynak Karlılığı) Üzerindeki Etkisi**", *Social Mentality and Researcher Thinkers Journal*.
- Maher, M., & Andersson, T. (2002), "**Corporate Governance: Effects on Firm Performance and Economic Growth. Convergence and Diversity in Corporate Governance Regimes and Capital Markets**", Oxford University Press.
- Malik, S. (2012), "**Relationship between Corporate Governance Score and Stock Prices: Evidence from KSE- 30 Index Companies**", *International Journal of Business and Social Science*, 4(Vol. 3 No. 4 [Special Issue-February 2012]), pp.239-249.
- Moorman, T. C. (2005), "**Corporate Governance and Long-Term Stock Returns**".
- Musteen, M., Datta, D. K., & Herrmann, P. (2009), "**Ownership Structure and CEO Compensation: Implications for the Choice of Foreign Market Entry Modes**", *Journal of International Business Studies*, 40(2), pp.321-338. <https://doi.org/10.1057/jibs.2008.63>
- Öztürk, S., Ekinci, S., & Yılmaz, T. (2020), "**Kurumsal Yönetim Endeksinde Bulunan ve Bulunmayan İşletmelerin Finansal Durum Analizi: BIST Örneği**", *Verimlilik Dergisi*, 1, 27-53.
- Paulina, J., & Barus, I. (2022), "**Corporate Governance and Ownership Structure. Corporate Governance: A Synthesis of Theory**", *Research, and Practice*, 2(1), pp.303-322. <https://doi.org/10.1002/9781118258439.ch16>
- Pesaran, M. H. (2004), "**General Diagnostic Tests for Cross Section Dependence in Panels**". (IZA Discussion Paper No. 1240).
- Ping, J. (2008), "**Does Corporate Governance Matter? Evidence from China and Hong Kong**". City University Of Hong Kong.
- Pulaşlı, H. (2003), "**Corporate Governance, Anonim Şirket Yönetiminde Yeni Model**". *Corporate Governance*.
- Şengür, E. D., & Püskül, S. Ö. (2011), "**İMKB Kurumsal Yönetim Endeksindeki Şirketlerin Yönetim Kurulu Yapısı ve İşletme Performansının**

- Değerlendirilmesi İMKB**", Dumlupınar Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi, 31, ss.33-50.
- Shapiro, S. P. (2005), "**Agency Theory**", Annual Review of Sociology, 31, pp.263-284. <https://doi.org/10.1146/annurev.soc.31.041304.122159>
- Sullivan, J. D. (2009), The Moral Compass of Companies: Business Ethics and Corporate Governance as Anti-Corruption Tools.
- Tatoğlu, F. Y. (2016), **Panel Veri Ekonometrisi**. Beta Yayınları.
- Tükenmez, M., Gençyürek, A. G., & Karakelleoğlu, M. İ. (2017), "**Kurumsal Yönetim Derecelendirme Notlarının Şirketlerin Finansal Performansı Üzerindeki Etkisi**", Ege Stratejik Araştırmalar Dergisi, 8(1).
- Turnacıgil, S. (2018), "**Kurumsal Yönetim Uygulamalarının Hisse Senedi Getirisi Üzerine Etkisi: Bist'de Bir Araştırma**" Çukurova University.
- Viggósson, P. S. (2005). Corporate Governance and Firm Performance: Evidence from Iceland.