

KURUMSAL YÖNETİM DERECELENDİRME NOTLARININ ŞİRKETLERİN FİNANSAL PERFORMANSI ÜZERİNDEKİ ETKİSİ

THE EFFECT OF CORPORATE GOVERNANCE COMPLIANCE RATINGS ON COMPANIES' FINANCIAL PERFORMANCE

Doç. Dr. Mine TÜKENMEZ, Dokuz Eylül Üniversitesi, İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi, İşletme Bölümü mine.tukenmez@deu.edu.tr

Araş. Gör. Ahmet Galip GENÇYÜREK, Dokuz Eylül Üniversitesi, İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi, İşletme Bölümü galip.gencyurek@deu.edu.tr

Araş. Gör. Mehmet İlker KARAKELLEOĞLU, Dokuz Eylül Üniversitesi, İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi, İşletme Bölümü mehmet.ilker@deu.edu.tr

Öz

Çalışmada 2009-2014 dönemi BİST Kurumsal Yönetim Endeksi'nde yer alan mali sektör şirketleri hariç toplam 15 adet işletmenin Kurumsal Yönetim İlkeleri Uyum Derecelendirme puanları (pay sahipleri, menfaat sahipleri, kamuyu aydınlatma ve şeffaflık, yönetim kurulu puanları) ile finansal performansları arasındaki ilişkinin varlığı araştırılmıştır. Bağımlı değişken olarak aktif karlılık (ROA) ve Tobin Q oranları kullanılmıştır. Toplam aktiflerin logaritmasının (şirket büyüklüğü), kaldıraç oranının ve şirketlerin yaşının kontrol değişkeni olarak ele alındığı araştırmada panel veri analizi uygulanmıştır. Çalışma sonucunda işletmelerin kamuyu aydınlatma ve şeffaflık puanları ile aktif karlılıkları arasında anlamlı bir ilişki tespit edilmiş olup; ilişkinin yönü negatif olarak belirlenmiştir. İşletmelerin pay sahipleri ve menfaat sahipleri puanlarının Tobin Q değişkenine etkisi pozitif yönlüdür. Kamuyu aydınlatma ve şeffaflık puanları ile Tobin Q değişkeni arasında ise ters yönlü anlamlı bir ilişki tespit edilmiştir.

Anahtar Kelimeler: Kurumsal Yönetim, Finansal Performans, Panel Veri Analizi

Abstract

In this study, existence of relationship between Corporate Governance Compliance Ratings (shareholders, stakeholders, public disclosure and transparency, board of directors' ratings) and financial performance is investigated in a total of 15 companies enlisted in BIST Corporate Governance Index excluding financial sector companies. Return on Asset (ROA) and Tobin-Q ratios are chosen as dependent variables. Logarithms of total assets (company magnitude), leverage ratio and ages of companies are taken as control variables, and panel data analysis is implemented in the research. As for the results, a meaningful relationship is detected between public disclosure and transparency ratings of companies and return on assets, the way of this relationship is signified as negative, The effect of shareholders and stakeholders' ratings on Tobin-Q variable is positive directional. A reverse and meaningful

relationship between public disclosure and transparency ratings and Tobin-Q variables are also determined.

Key Words: *Corporate Governance, Financial Performance, Panel Data Analysis*

1. GİRİŞ

Küreselleşme süreci, dünya ekonomisinde çok önemli gelişmelere neden olmuştur. İşletmelerin ortaya çıkan fırsatlardan yararlanabilme ve varlıklarını sürdürebilmesi için uluslararası alanlara doğru genişleme zorunluluğu ve ortaklık yapılarını değiştirmeleri bu gelişmelere örnek olarak verilebilir. Meydana gelen gelişmeler, işletmelerin iç ve dış çevrelerinde yer alan paydaşlarının faydalarını düşünmeden hareket etmelerine neden olmaktadır. Çünkü küreselleşme sürecinin ortaya çıkardığı rekabet anlayışı işletmeleri maliyet minimizasyonunu ve fayda maksimizasyonunu daha sert uygulamaya yönlendirmektedir. İşletmelerin rekabet avantajı elde edebilmek için iç ve dış paydaşlarının faydalarını göz etmeden hareket etmesi de birçok finansal krizin yaşanmasına neden olmuştur.

Yaşanan finansal krizler, işletme paydaşlarının (hissedar, çalışan, yönetici, müşteri, tüketici, devlet, tedarikçi, doğal çevre vb.) ekonomik sistemin çok önemli unsurları olduğunu ve bu sistemin herhangi bir parçasında meydana gelebilecek aksamanın sistemin tamamına olumsuz yönde etkide bulunacağını gözler önüne sermiştir. Bu doğrultuda işletmelerin rekabet avantajını kaybetmeden hareket etmelerini sağlayacak, performansını değerlendirebilecek, faaliyetlerini kontrol edebilecek ve paydaşları ile arasındaki ilişkileri düzenleyebilecek bir mekanizma ihtiyacı ortaya çıkmıştır. Günümüzde bu mekanizma kurumsal yönetim (kurumsal yönetim ilkeleri) olarak adlandırılmaktadır.

Kurumsal yönetim, işletmede yaşanan çıkar çatışmalarını uzlaştırıcı bir yaklaşımla çözen, şirket hedeflerinin belirlenmesine yardımcı olan; yöneticilerin, çalışanların verimli çalışmalarına katkıda bulunan ve denetimde (iç ve dış) etkinlik sağlayarak olası riskleri minimize eden bir mekanizma olarak görülmektedir (Dağlı ve diğerleri, 2010: 19).

Kurumsal yönetim kavramı, işletmelerin kötü yönetilmelerini engellemek üzere ortaya atılan ve işletmelerin sürekliliğinin sağlanmasına yardımcı olan bir kavrayış olarak ifade edilmektedir. Anonim ortaklıkların yönetilmesi ve faaliyetlerinin nasıl yerine getirileceği hususunda belirli prensipler ve kurallara bağlı olarak hareket eden bir sistemdir (Atamer, 2006: 9). Kurumsal yönetim, çeşitli çıkar grupları arasındaki hak ve yükümlülüklerin dağılımından sorumludur (Aoki, 2000: 11).

Kurumsal yönetim kavramı, işletme yöneticilerinin etkin ve doğru karar alabilmesini, alınan kararlardan etkilenen başta hissedarlar olmak üzere tüm çıkar gruplarının şirket yönetimini denetleyebilmesini, şirketlerin hukuk çerçevesinde, şeffaf ve keyfilikten uzak yönetilebilmesini ve demokratik katılımların mümkün olmasını sağlamaktadır (Sandıkçıoğlu, 2005: i).

1999 yılında OECD tarafından belirtilen ‘Kurumsal Yönetim İlkeleri’, 2003 yılında ülkemizde SPK tarafından benimsenmiş, işletmelerin paydaşları ile olan ilişkilerini göz önünde tutarak toplumsal refahın artırılmasına odaklanmıştır (Çonkar ve diğerleri, 2011: 82). Sermaye Piyasası Kurulu, 1999 yılında OECD tarafından yayınlanan kurumsal yönetim ilkelerini, diğer ülkelerin bu alana yönelik çalışmalarını ve Türkiye’nin kendine has özelliklerini göz önünde bulundurarak 2003 yılında Kurumsal Yönetim İlkelerini yayınlamıştır (Şengür ve Püskül 2011: 35). Bu ilkeler 2012 yılında, OECD’nin belirttiği Kurumsal Yönetim İlkeleri’nde meydana gelen değişikliklere uygun olarak revize edilmiştir (www.spk.gov.tr).

OECD’nin belirlediği Kurumsal Yönetim İlkeleri iki ana bölümden ve 12 adet alt bölümden oluşmaktadır. SPK tarafından belirlenen Kurumsal Yönetim İlkeleri ise dört adet ana bölüm, 27 adet alt bölümden oluşmaktadır (Dağlı ve diğerleri, 2010: 21).

SPK Kurumsal Yönetim İlkeleri’nin ana bölümleri pay sahipleri, kamuyu aydınlatma ve şeffaflık, menfaat sahipleri ve yönetim kurulundan oluşmaktadır. Kurumsal yönetim ilkeleri ülkelerin ve piyasaların özelliklerine göre farklı olabilecekse de, iyi kurumsal yönetim uygulamaları eşitlik, şeffaflık, hesap verebilirlik ve sorumluluk kavramları temeline dayanılarak oluşturulmaktadır (SPK Kurumsal Yönetim İlkelerinin Belirlenmesine ve Uyumuna İlişkin Tebliğ Ek , Seri: IV NO:54: 3-4).

Bu çalışmanın amacı kurumsal yönetim ve finansal performans arasındaki ilişkiyi hem muhasebe bazlı hem de piyasa bazlı performans göstergeleriyle hesaplamaktır. Çalışmada literatürdeki diğer çalışmalardan farklı olarak kurumsal yönetim uygulamalarının finansal performans üzerinde yaratacağı etki 4 boyutta (Pay Sahipleri, Menfaat Sahipleri, Kamuoyunu Aydınlatma ve Şeffaflık, Yönetim Kurulu) incelenmiştir. Çalışmanın bundan sonraki bölümlerinde sırasıyla konuyla ilgili yapılan çalışmalara ve yapılan uygulamaya yer verilecektir.

2. KURUMSAL YÖNETİM VE ŞİRKETLERİN PERFORMANSLARI ÜZERİNE YAPILAN ÇALIŞMALAR

Son dönemlerde yaşanan finansal krizlerin önemli bir sebebi olarak görülen kurumsal yönetim eksikliği araştırmacıların ilgisini bu alana çekmiştir. Bu nedenle kurumsal yönetim ile finansal performans ilişkisine yönelik çalışmalarda artış yaşanmıştır.

Literatürde bu alandaki çalışmalar, gelişmiş olan ülkelerde kurumsal yönetim, gelişmekte olan ülkelerde kurumsal yönetim ve kurumsal yönetimin krizlere olan etkisi şeklinde genel hatlarıyla üç grupta incelenmektedir. Yapılan çalışmalar sonucunda genellikle pozitif ilişkiler elde edilse de, farklılaşan sonuçlara (pozitif ve negatif, negatif, ilişkisizlik) ulaşmak mümkündür (Kara ve diğerleri, 2015: 267).

Core ve diğerleri (1999) çalışmalarında, CEO tazminatlarıyla kurumsal yönetim ve işletme performansı arasındaki ilişkiyi incelemiştir. Bu çalışmada yönetim kurulu ve sahiplik

yapısının ölçütlerinin CEO tazminatlarındaki bölümler arası farklılığı açıklamada etkin olduğu tespit edilmiştir. Kurumsal yönetim yapılarının daha az etkin olduğu işletmelerde CEO'ların daha fazla tazminat kazandığı belirlenmiştir. Ayrıca, sahiplik yapısından kaynaklanan tahmini aşırı tazminat kazançlarının faaliyet performansı ile hisse senedi performansı üzerinde negatif etkisinin bulunduğu ortaya konmuştur.

Mitton (2002) çalışmasında, kurumsal yönetimin işletmeler arası düzeyde Güneydoğu Asya finansal krizine olan etkisini araştırmıştır. Endonezya, Kore, Malezya, Filipinler ve Tayland işletmeleri örneğinde kriz döneminde kurumsal yönetimin bu ülkelerdeki firmaların performansları üzerinde önemli etkisi olduğu bulgulanmıştır. Finansal tablolarında açıklama kalitesi ve şeffaflığı yüksek olan, iyi bir sahiplik yapısı ve yoğunlaşmış organizasyon yapısına sahip olan şirketlerin, Güneydoğu Asya krizi döneminde azınlık hissedarlarına daha fazla korunma sağladıkları tespit edilmiştir.

Carter ve diğerlerinin (2003) yaptığı araştırmada, kurumsal yönetimin işletme değerine etkisi , yönetim kurulu iç çeşitliliği düzeyinde ele alınmıştır. Fortune 100 işletmelerinde yapılan çalışmada yönetim kurulu çeşitliliği olarak kadınların, Afro-Amerikanların, Latinlerin ve Asya kökenlilerin yönetim kurulundaki oranları dikkate alınmıştır. Bu çalışma yönetim kurulu çeşitliliği ile işletme değeri arasındaki ilişkinin ele alındığı ilk çalışmalardan biridir. Kadınların ve diğer azınlıkların yönetim kurulunda bulunması ve payının artışı ile işletme değeri arasında pozitif bir ilişki bulunmuştur. Ayrıca şirket ve yönetim kurulu büyüklüğünün artmasının , yönetim kurulundaki kadın ve azınlıkların payını arttırdığı da tespit edilmiştir.

Joh (2003) çalışmasında, kurumsal yönetimi sahiplik açısından ele almıştır. Güney Kore'de 1993-1997 döneminin incelendiği çalışmada, sahiplik yapısının ve hissedarlar arasında yaşanan çıkar çatışmalarının işletmelerin finansal performansları üzerinde nasıl bir etki yarattığı tespit edilmeye çalışılmıştır. Çalışma sonucunda sahiplik yapısı yoğunluğunun düşük olması durumunda düşük işletme karlılığı tespit edilmiştir. Ayrıca sahiplik ve kontrol ayrımının yüksek olduğu durumlarda işletmelerin düşük karlılıkla karşılaştıkları da anlaşılmıştır. Kontrol ve sahiplik ayrımının belirtilen bu negatif etkisinin kamu işletmelerinde özel işletmelere göre daha yüksek olduğu belirlenmiştir.

Brown ve Caylor (2004), yaptıkları çalışmalarında işletmelerin kurumsal yönetim değerlendirmelerini ISS (Institutional Shareholder Services) tarafından sağlanan Gov-Score ile ölçümlemişlerdir. Bu çalışmada şirketlerin Gov-Score değerleriyle faaliyet performansları, değerlemeleri ve hissedarlara yapılan ödemeleri arasındaki ilişki analiz edilmiştir. Araştırmalarının sonucunda iyi yönetilen şirketlerin diğer şirketlere göre daha karlı, daha değerli ve hissedarlarına daha fazla nakit ödeme yapabilme gücüne sahip oldukları belirlenmiştir. Ayrıca, Gompers, Ishii ve Metrick (2003) kurumsal yönetim değerlemesi olarak belirlenen G-İndeks'in, Gov-Score'a göre işletme performansı üzerindeki etkisinin daha az olduğunu ileri sürmüşlerdir.

Klapper ve Love (2004) çalışmalarında, 14 adet gelişmekte olan piyasayı (Brezilya, Şili, Hong- Kong, Hindistan, Endonezya, Malezya, Pakistan, Filipinler, Singapur, Güney Afrika, Güney Kore, Tayvan, Tayland, Türkiye) yasal yapılarını dikkate alarak kurumsal yönetim açısından değerlendirmişlerdir. Çalışmalarının sonucunda ortalama olarak yasal sistemin zayıf olduğu ülkelerdeki işletmelerin kurumsal yönetim durumlarının düşük olduğu görülmektedir. Ayrıca çalışmada aktif karlılık oranı ile Tobin Q işletmelerin finansal performans göstergesi olarak ele alınmıştır. Panel veri analizi kullanılarak finansal performans göstergeleri ile kurumsal yönetim ilişkisinin incelenmesi sonucunda iyi kurumsal yönetimin işletmelerin

faaliyet performansına ve piyasa değerine olumlu katkı sağladığı belirlenmiştir. Bu pozitif ilişkinin yasal sistemin zayıfladığı durumlarda daha da güçlü olduğu tespit edilmiştir.

Harford ve diğerleri (2008), Amerika Birleşik Devletleri'ndeki işletmeleri inceledikleri çalışmalarında, kurumsal yönetim yapısı zayıf olan işletmelerin daha az nakit rezervi tutma eğiliminde olduklarını tespit etmişlerdir. Bu durumun kurumsal yönetim yapısı zayıf olan işletmelerin daha çok sermaye harcaması yapmasından ve satın alma harcamalarının daha yüksek olmasından kaynaklandığını ileri sürmüşlerdir. Ayrıca kurumsal yönetim yapısı güçlü olan işletmelerin temettü ödemelerini artırma isteğine sahip oldukları; zayıf kurumsal yönetime sahip işletmelerin ise farklı yöntemlere yöneldiklerini belirlemişlerdir. Belirtilen bu durum ile birlikte hissedarların haklarıyla karlılık arasında pozitif ilişkinin varlığını belirlemişlerdir.

Karamustafa ve diğerleri (2009), 2008 yılında hesaplanmaya başlanan İMKB (BİST) Kurumsal Yönetim Endeksi'ne dahil olmanın, işletmelerin finansal performanslarında nasıl bir etki yarattığını incelemişlerdir. Bu doğrultuda Kurumsal Yönetim Endeksi'ne girmeden önceki beş çeyrek, girdikten sonra ise iki çeyrek dönem analiz edilmiştir. İşletmelerin finansal performans göstergeleri olarak; cari oran, özsermaye karlılığı, aktif karlılığı, faaliyet kar marjı, net kar marjı, borç oranı, finansal kaldıraç derecesi ve aktif devir hızı ele alınmıştır. T testinin uygulandığı analiz sonucunda, endekse dahil olmanın işletmelerin aktif karlılığında, özsermaye karlılığında ve aktif devir hızında anlamlı artışlara neden olduğu belirlenmiştir.

Dağlı ve diğerleri (2010) çalışmalarında, performans endeksi olarak Sharpe, Treynor ve Jensen ölçütlerine yer vermiştir. Bu performans endekslerine göre çalışma kapsamına alınan endekslerin performans durumları araştırmanın yapıldığı dönem itibariyle ortaya konulmuştur. Aynı çalışmada analiz kapsamındaki endekslerden İMKB Ulusal-30 endeksinin en başarılı endeks olduğu sonucuna varılmış, kurumsal yönetim endeksinin ise orta düzeyde başarılı olduğu görülmüştür. Her üç performans endeksi, aynı olmasa da birbirine çok yakın sonuçlar vermiştir.

Sakarya (2011) çalışmasında, İMKB Kurumsal Yönetim Endeksi kapsamındaki şirketlerin kurumsal yönetim derecelendirme notları ile hisse senedi getirileri arasındaki ilişkiyi olay açıklaması yöntemiyle ortaya koymaya çalışmıştır. Olay çalışması yöntemiyle gerçekleştirilen analizlerde ilan edilmiş yüksek kurumsal yönetim derecelendirme notları ile hisse senedi getirileri arasındaki ilişkinin aynı yönde hareket ettiği tespit edilmiştir. Olay öncesinde ve sonrasında endeks kapsamındaki şirketlerin hisse senetlerinden anormal getiriler sağlanabilmesinin mümkün olduğu sonucuna varılmıştır. Kamuya açıklanan şirketlerle ilgili kurumsal yönetim derecelendirme notları sayesinde bu şirketlerin hisse senetlerinin normalin üstünde bir getiri sunabileceği görülmüş ve bu durumun piyasanın yarı güçlü formda bile etkin olmadığının göstergesi olduğu savunulmuştur.

Conkar ve diğerleri (2011), TOPSİS yöntemini uygulayarak gerçekleştirdiği araştırmalarında, İMKB Kurumsal Yönetim Endeksi'ndeki (XKURY) işletmelerden gözaltı pazarı hariç on halka açık büyük ölçekli işletmenin verilerini temel almıştır. Çalışmada işletmeler için hesaplanan finansal performans oranları çok kriterli karar verme yöntemiyle tek bir puana çevrilmiştir. TOPSİS yöntemiyle ölçülen finansal performansın derecelendirme kuruluşları tarafından aynı işletmelere verilen kurumsal yönetim notu ile nasıl bir ilişki içerisinde olduğu analiz edilmiştir.

Şengür ve Püskül (2011) çalışmalarında 2009 yılında İMKB (BİST) Kurumsal Yönetim Endeksi'nde yer alan 24 adet işletmenin yönetim kurulu yapısı ile performansları arasındaki ilişkiyi analiz etmişlerdir. İşletme performans göstergeleri olarak varlık getiri oranının, özkaynak getiri oranı, fiyat kazanç oranı, hisse başına kazanç ve hisse senedi getirisinin ele alındığı çalışma sonucunda denetim komitesi ve kurumsal yönetim komitesi şeklinde iki komiteye sahip olan işletmelerde hisse senedi getirilerinin daha yüksek olduğu tespit edilmiştir. Komite başkanlarının tümünün bağımsız olduğu işletmelerde varlık getiri oranının ve özkaynak getiri oranının, başkanların tamamının bağımsız olmadığı (herhangi birinin bağımsız olmadığı) durumdaki işletmelerinkinden daha düşük seviyede olduğu tespit edilmiştir. Ayrıca yönetim kurulunda bağımsız üye olmasının işletmelerin varlık getiri oranlarında ve özkaynak getiri oranlarında negatif etki yarattığı ileri sürülmüştür.

Kula ve Baykut (2013), Kurumsal Yönetim Endeksi'nde yer alan mevduat toplayan bankalar ile bu endekste yer alamayan ancak BİST'e kote olan mevduat bankalarının finansal performanslarını karşılaştırmışlardır. 2007-2012 yıllarının analiz edildiği çalışmada, endekse dahil olan 5 ve toplamda 14 adet bankanın performans göstergesi olarak piyasa değeri, mevduat büyüklüğü/aktifler, özsermaye/aktifler, aktif karlılık ve krediler/aktifler oranları belirlenmiştir. Panel veri analizinin uygulandığı çalışma sonucunda endekste yer almanın mevduat bankalarının piyasa değerinde bir etki yaratmadığı tespit edilmiştir. Piyasa değeri ile aktif karlılık ve özsermaye arasında pozitif bir ilişki belirlenmesine rağmen; piyasa değeri ile mevduat büyüklüğü arasında negatif ilişkinin varlığı ileri sürülmüştür.

Ege ve diğerleri (2013), çalışmalarında 2009-2011 dönemini incelemişlerdir. BİST Kurumsal Yönetim Endeksi'nde yer alan 18 adet işletmenin aktif devir hızı, stok devir hızı, özsermaye karlılığı, aktif karlılığı, yatırım karlılığı, fiyat/kazanç, net kar marjı ve pay başına kazanç şeklindeki finansal performans göstergeleri TOPSİS kullanılarak analiz edilmiştir. Çalışmanın sonucunda işletmelerin finansal performansları ile kurumsal yönetim notları arasında pozitif bir ilişki tespit edilememiştir. Bu doğrultuda iyi kurumsal yönetime sahip işletmelerin bu başarılarını finansal performanslarına yansıtamadıkları ileri sürülmüştür.

Nur'ainy ve diğerleri (2013), çalışmalarında 2006-2010 döneminde Endonezya Borsası'nda halka açık olarak faaliyet gösteren en büyük 40 üretim işletmesinin finansal performansları ile kurumsal yönetim ilişkilerini incelemişlerdir. Ekonomik Katma Değer (EVA) yönteminin finansal performans göstergesi olarak ele alındığı çalışmada Path analizi kullanılarak kurumsal yönetimin işletmelerin finansal performansları üzerinde direkt etki yarattığı; işletme büyüklüğünün de kurumsal yönetimden etkilenecek finansal performans üzerinde dolaylı etkide bulunduğu tespit edilmiştir.

Acaravcı ve diğerleri (2015), 2005-2011 döneminde BİST İmalat Sanayi'nde faaliyet gösteren işletmelerin kurumsal yönetimleri ile finansal performansları arasındaki ilişkiyi incelemişlerdir. Finansal performans göstergesi olarak aktif karlılığı, özsermaye karlılığı ve Tobin Q'nun ele alındığı çalışmada panel veri analizinin uygulanması sonucunda aktif karlılığı ile işletme büyüklüğü ve yönetim kurulu büyüklüğü arasında pozitif; genel müdürün yönetim kurulu üyeliği, kurumsal yatırımcı sahipliği ve halka açıklık oranı ile arasında negatif ilişki tespit edilmiştir. Aktif karlılık oranı ile en büyük üç hissedarın sermaye tutarı, yönetim kurulu sahiplik oranları ve en büyük hissedarın sermaye tutarı arasında ise ilişki tespit edilememiştir. Genel müdürün yönetim kurulu üyeliği, en büyük üç hissedarın sermaye tutarı ve halka açıklık oranı ile özsermaye karlılığı arasında negatif ilişki görülmüştür. Tobin Q ile hiçbir kurumsal yönetim göstergesi arasında ilişki belirlenmemiştir.

Kara ve diğerkleri 2015 yılında yaptıkları çalışmalarında panel veri analizi uygulayarak 2006-2012 döneminde Kurumsal Yönetim Endeksi'nde yer alan işletmelerin kurumsal yönetim düzeyleri ile finansal performansı arasındaki ilişkiyi analiz etmişlerdir. Çalışmada finansal performans göstergesi olarak işletmelerin özsermaye karlılıkları, aktif karlılıkları, net kar marjları, kaldıraç oranları, net karları ve Tobin Q oranı kullanılmıştır. Yapılan analizler neticesinde kurumsal yönetim ile sadece Tobin Q ve kaldıraç oranı arasında ilişki tespit edilmiştir ve bu ilişkinin yönünün pozitif olduğu belirlenmiştir.

Esendermirli ve Erdener Acar (2016) çalışmalarında, TOPSİS Çok Kriterli Karar Verme Tekniğı'ni kullanarak mali sektör dışındaki işletmelerin kurumsal yönetimleri ile finansal performanslarını incelemişlerdir. 2013 ve 2014 yıllarının incelendiğı çalışmada cari oran, asit test oranı, nakit oran, faaliyet karlılığı, özsermaye karlılığı, varlık karlılığı, finansal kaldıraç, alacak devir hızı ve aktif devir hızı finansal performans göstergesi olarak ele alınmıştır. Çalışmanın sonucunda işletmelerin finansal performansları ile kurumsal yönetim notlarının her iki yılda da aynı yönde hareket etmediğı tespit edilmiştir.

3. VERİ SETİ, ARAŞTIRMA YÖNTEMİ VE UYGULAMA

Yapılan çalışmada gerekli olan veri setleri Türkiye Kurumsal Yönetim Derneğı'nden, Kamu Aydınlatma Platformu'ndan ve Borsa İstanbul Veri Merkezi'nden elde edilmiştir. Türkiye Kurumsal Yönetim Derneğı internet adresinden (www.tkyd.org) SPK tarafından Kurumsal Yönetim İlkeleri'ne uyum derecelendirmesi yapma yetkisine sahip işletmelerin şirketlere verdikleri yıllık puanlar temin edilmiştir.

25.05.2016 tarihi itibarıyla Kurumsal Yönetim Endeksi'nde yer alan ve bu doğrultuda Kurumsal Yönetim İlkeleri'ne uyum derecelendirmesi yapılan şirket sayısı toplam 50 adettir. Çalışmada yapılacak olan panel veri analizinin daha etkin sonuç vermesi adına işletme sayısının ve periyodunun maksimize edilebildiğı 2009-2014 dönemi ele alınmıştır. Belirtilen dönemlerin tamamında derecelendirme yapılan mali sektör dışındaki şirket sayısı 15 adettir.

Tablo 1: Modelde Kullanılan Değişkenler

	Değişkenler	Açıklamaları
Bağımlı	ROA	Aktif Karlılık Rasyosu: Net Kar / Toplam Aktifler
	TOBIN	Tobin Q : Borcun Yıl Sonu Defter Değeri +Firmanın Yıl Sonu Piyasa Değeri/Varlıkların Yıl Sonu Defter Değeri (Fishman ve diğerkleri 2005)
Bağımsız	LTA	Toplam Aktif Logaritması
	FL	Kaldıraç Oranı: Toplam Borç /Toplam Aktif
	AGE	Şirket Yaşı
	SHARE	Pay Sahipleri Puanlaması
	STAKE	Menfaat Sahipleri Puanlaması
	PDISC	Kamuyu Aydınlatma ve Şeffaflık Puanlaması
	BOFD	Yönetim Kurulu Puanlaması

SPK tarafından derecelendirme yetkisi almış olan işletmelerin yaptığı Kurumsal Yönetim Derecelendirmesi dört alt kategoride değerlendirilmektedir. İşletmeler, pay sahipleri (%25 ağırlık) , kamuyu aydınlatma ve şeffaflık (%25 ağırlık), menfaat sahipleri (%15 ağırlık) ve yönetim kurulu (%35 ağırlık) açısından değerlendirilerek puanlanmaktadır. Alınan puanların ağırlıklarının toplamının 10 üzerinden 7, her bir başlık için ise 10 üzerinden 6.5 olması halinde söz konusu işletmeler Kurumsal Yönetim Endeksi hesaplamalarına dahil olmaktadır (www.tkyd.org). Çalışmada kullanılan finansal performans verileri ise Tablo 1'deki gibidir.

Firma Büyüklüğü (LTA), firmanın toplam varlıklarının logaritması alınarak modelde kullanılmıştır. Firma büyüklüğünün artmasının iyi kurumsal yönetimin etkisinden yararlanarak finansal performansı artıracığı tahmin edilmektedir. Kaldıraç oranı (FL) değişkeni, firma için finansal sıkıntı göstergesi olup, finansal performans üzerinde olumsuz bir etki yapması beklenmektedir. Firma yaşının (AGE), firmanın faaliyet süresinin uzunluğunu ortaya koyması itibariyle finansal performansı etkilemesi olası görülmektedir. Bu üç değişken, gözlemlenebilen firma özellikleri olması nedeniyle modellerde kontrol değişkenleri olarak kullanılmıştır. SHARE, STAKE, PDISC, BOFD değişkenleri ise Kurumsal Yönetim Derecelendirmesi'nin dört alt kategorisine ait puanlardan oluşmaktadır. Bağımlı değişken olarak iki ayrı oran kullanılmıştır: muhasebe bazlı performans göstergesi olan aktif karlılık oranı (ROA) ile piyasa bazlı performansı ortaya koyan Tobin-Q oranı. Literatürde farklı hesaplama şekilleri olsa da, bu çalışmada Tobin-Q oranı hesaplanmasının daha kolay olması nedeniyle yukarıdaki tabloda görüldüğü gibi hesaplanmıştır.

Kurumsal Yönetim ile finansal performans arasındaki ilişkiyi sınamak için çalışmada panel veri analizi yöntemi tercih edilmiştir. Analizde kullanılan modeller aşağıdaki gibidir.

Model 1:

$$ROA_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 LTA_{it} + \alpha_2 FL_{it} + \alpha_3 AGE_{it} + \alpha_4 SHARE_{it} + \alpha_5 STAKE_{it} + \alpha_6 PDISC_{it} + \alpha_7 BOFD_{it} + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

Model 2:

$$TOBIN_{it} = \beta_0 + \beta_1 LTA_{it} + \beta_2 FL_{it} + \beta_3 AGE_{it} + \beta_4 SHARE_{it} + \beta_5 STAKE_{it} + \beta_6 PDISC_{it} + \beta_7 BOFD_{it} + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

Tablo 2'de çalışmada kullanılan değişkenlere ait tanımlayıcı istatistikler yer almaktadır. Tablo 2 incelendiğinde, tüm değişkenlere ilişkin Jarque-Bera istatistiğine ait olasılık değerlerine bakıldığında hataların normal dağıldığını söyleyen sıfır hipotezinin reddedildiği görülmektedir. Bu sonuçlar ROA, TOBIN, TA, FL, AGE, SHARE, STAKE, PDISC, BOFD serilerinin normal dağılıma sahip olmadığı anlamına gelmektedir. Serilere ait standart sapma değerlerine baktığımızda AGE değişkenini en yüksek değere sahip olduğu, bunu BOFD, SHARE, STAKE ve PDISC değişkenlerinin izlediği görülmektedir. ROA, TOBIN, TA ve FL değişkenlerinin standart sapma değerleri ise çok düşüktür.

Çalışmada kurumsal yönetim puanları ve işletmelerin finansal performansı arasındaki ilişkiyi gösteren modeller kurulmadan önce, değişkenlerin durağanlıkları araştırılmıştır. Çünkü

durağanlık sınaması yapılmadan kurulacak modellerde sahte regresyon sorunu ile karşılaşılmaktadır. Panel veri analizinde birim kök testleri birinci ve ikinci nesil olmak üzere ikiye ayrılmaktadır. Bu ayırmda yatay kesit bağımlılığı etkili olmaktadır. Yatay kesit bağımlılığı, birimler arasındaki ilişkiyi ölçmektedir ve mekansal veya yayılma etkisi ve gözlenemeyen ortak etkilere bağlı olarak ortaya çıkmaktadır (Su ve Zhang, 2010: 1).

Tablo 2: Değişkenlere İlişkin Tanımlayıcı İstatistikler

	ROA	TOBIN	TA	FL	AGE	SHARE	STAKE	PDISC	BOFD
Ortalama	0.049902	1.499626	21.83001	0.589010	36.23333	86.12044	93.07611	91.40211	78.83867
Medyan	0.055650	1.382735	22.25657	0.593247	31.50000	86.98000	93.92000	92.14500	78.77000
Maksimum	0.223735	4.671097	23.83085	0.812787	60.00000	95.51000	99.20000	99.47000	97.82000
Minimum	-0.216228	0.701516	17.43422	0.158588	12.00000	72.10000	83.17000	78.67000	60.10000
Std. Sapma	0.071893	0.620747	1.500494	0.142343	14.14694	4.868035	3.859446	3.799153	10.84027
Çarpıklık	-0.552383	1.854172	-1.100230	-0.631156	0.057807	-0.177953	-0.815238	-0.661752	-0.088858
Basıklık	5.073794	9.153031	3.860130	3.084516	1.626242	2.547045	3.162874	3.681790	1.578425
Jarque-Bera	20.70422	193.5435	20.93192	6.002149	7.127161	1.244390	10.06868	8.311885	7.696719
Olasılık	0.000032	0.000000	0.000028	0.049734	0.028337	0.536765	0.006510	0.015671	0.021315
Gözlem Sayısı	90	90	90	90	90	90	90	90	90

Birinci kuşak testler, birimler arasında korelasyon olmadığını varsaymaktadırlar. Korelasyon varsa bu testlerin gücü zayıftır. İkinci nesil birim kök testlerinin temel özelliği ise, birimlere ait seriler arasında korelasyon olduğunu varsaymasıdır (Tatoğlu, 2012: 199).

Çalışmada yatay kesit bağımlılığı $N(15) > T(6)$ olduğu için Pesaran (2004) testi ile test edilmiştir. Pesaran (2004) testine ilişkin istatistik aşağıdaki formül ile hesaplanmaktadır:

$$CD = \sqrt{\frac{2T}{N(N-1)}} \left(\sum_{i=1}^{N-1} \sum_{j=i+1}^N \hat{\rho}_{ij} \right) \quad (3)$$

Burada T zaman periyodunu, N yatay kesit sayısını, $\hat{\rho}_{ij}$ ise i.inci ve j.inci hata terimleri arasındaki korelasyonu göstermektedir. Yukarıdaki istatistik T ve N'in sabit değerleri için sıfır ortalamaya sahiptir (Baltagi, 2005: 247).

$$\hat{\rho}_{ij} = \sum_{t=1}^T \frac{e_{it}e_{jt}}{(\sum_{t=1}^T e_{it}^2)^{\frac{1}{2}} (\sum_{t=1}^T e_{jt}^2)^{\frac{1}{2}}} \quad (4)$$

Tablo 3'de Pesaran (2004) yatay kesit test sonuçları gösterilmektedir.

Tablo 3: Yatay Kesit Bağımlılığı Test Sonuçları

Test	Model 1	Model 2
Pesaran Testi	0.946	2.576***

*, ** ve *** sırasıyla 0.10, 0.05 ve 0.01 düzeyinde istatistiksel olarak anlamlılığı ifade etmektedir.

Tablo 3 incelendiğinde, Model 1 için yatay kesit bağımlılığının olmadığını söyleyen sıfır hipotezi reddedilememektedir. Buna karşın Model 2 için sıfır hipotezi reddedilmektedir. Bu sonuçlara göre yatay kesit bağımlılığının varlığı tespit edildiği için çalışmada değişkenlerin durağanlıkları ikinci nesil birim kök testi ile araştırılacaktır.

ROA, TOBIN, TA, FL, AGE, SHARE, STAKE, PDISC, BOFD değişkenlerinin durağanlıkları ikinci nesil birim kök testi olan Pesaran birim kök testi ile incelenmiştir. Pesaran birim kök testinde CADF regresyonu aşağıdaki gibi ifade edilmektedir:

$$\Delta y_{it} = \alpha_i + p_i^* y_{i,t-1} + d_0 \bar{y}_{t-1} + d_1 \Delta \bar{y}_t + \varepsilon_{it} \quad (6)$$

$$\Delta y_{it} = \alpha_i + p_i^* y_{i,t-1} + d_0 \bar{y}_{t-1} + \sum_{j=0}^p d_{j+1} \Delta \bar{y}_{t-j} + \sum_{k=1}^p c_k \Delta y_{it-k} + \varepsilon_{it} \quad (7)$$

İlk olarak paneldeki her bir i birim için CADF regresyonunu tahmin edilir. Daha sonra Pesaran CIPS istatistiğini elde etmek amacıyla gecikmeli değerlere dayalı t istatistiklerinin ortalaması alınmaktadır (Baltagi, 2005: 249-250):

$$CIPS = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N CADF_i \quad (8)$$

Değişkenlere ait birim kök test sonuçları Tablo 4’de gösterilmektedir.

Tablo 4: Pesaran Durağanlık Test Sonuçları (Düzy)

Sabit Terimli		Sabit Terimli ve Trendli	
Değişkenler	İstatistik Değeri	Değişkenler	İstatistik Değeri
ROA	-2.028(0)	ROA	1.700(0)***
TOBIN	-1.668(0)	TOBIN	1.667(0)***
LTA	-0.864(0)	LTA	1.669(0)***
FL	-2.076(0)	FL	1.668(0)***
AGE	2.610(0)***	AGE	1.700(0)***
SHARE	-2.887(0)***	SHARE	1.666(0)***
STAKE	-2.844(0)***	STAKE	1.669(0)***
PDISC	-3.726(0)***	PDISC	1.700(0)***
BOFD	-2.434(0)**	BOFD	1.667(0)***
Kritik Değerler	%10 -2.200 %5 -2.350 %1 -2.660	Kritik Değerler	%10 -2.780 %5 -2.970 %1 -3.310

Uygun gecikme sayısı Akaike bilgi kriterine (AIC) göre belirlenmiştir. Parantez içerisindeki ifadeler, uygun gecikme sayısını göstermektedir. *, ** ve *** sırasıyla 0.10, 0.05 ve 0.01 düzeyinde istatistiksel olarak anlamlılığı ifade etmektedir.

Tablo 4 incelendiğinde, sabit terimli birim kök test sonuçları dikkate alındığında AGE, SHARE, STAKE, PDISC değişkenlerinin %1, BOFD değişkeninin ise %5 önem seviyesi için düzeyde durağan oldukları görülmektedir. Sabit ve trendli birim kök test sonuçlarına göre ise tüm değişkenler %1 önem seviyesi için düzeyde durağandır. Değişkenlere ilişkin zaman yolu grafikleri incelendiğinde tüm değişkenlerin trend içermediği görülmektedir. Bu nedenle sabit terimli birim kök test sonuçları dikkate alınmıştır. Tablo 5’de değişkenlerin birinci farklarına ilişkin Pesaran birim kök test sonuçları yer almaktadır.

Tablo 5 incelendiğinde, sabit terimli birim kök test sonucuna göre ROA, TOBIN, LTA ve FL değişkenlerinin birinci farklarında durağan oldukları görülmektedir. Tablo 6’de değişkenlere ilişkin korelasyon matrisi sonuçları yer almaktadır.

Tablo 5: Pesaran Durağanlık Test Sonuçları (Birinci Fark)

Sabit Terimli		Sabit Terimli ve Trendli	
Değişkenler	İstatistik Değeri	Değişkenler	İstatistik Değeri
Δ ROA	2.610(0) ^{***}	ROA	1.700(0) ^{***}
Δ TOBIN	2.622(0) ^{***}	TOBIN	1.667(0) ^{***}
Δ LTA	2.618(0) ^{***}	LTA	1.669(0) ^{***}
Δ FL	2.615(0) ^{***}	FL	1.700(0) ^{***}
Kritik Değerler	%10 -2.200 %5 -2.350 %1 -2.660	Kritik Değerler	%10 -2.780 %5 -2.970 %1 -3.310

Uygun gecikme sayısı Akaike bilgi kriterine (AIC) göre belirlenmiştir. Parantez içerisindeki ifadeler, uygun gecikme sayısını göstermektedir. *, ** ve *** sırasıyla 0.10, 0.05 ve 0.01 düzeyinde istatistiksel olarak anlamlılığı ifade etmektedir. Δ , değişkenlerin birinci farkının alındığı anlamına gelmektedir.

Tablo 6: Korelasyon Matrisi Sonuçları

	Δ ROA	Δ TOBIN	Δ LTA	Δ FL	AGE	SHARE	STAKE	PDISC	BOFD
Δ ROA	1.000								
Δ TOBIN	0.0929	1.000							
Δ LTA	0.1721	-0.1525	1.000						
Δ FL	-0.4146 ^{***}	-0.2639 ^{**}	0.3156 ^{***}	1.000					
AGE	-0.0896	-0.0115	-0.0228	0.0347	1.000				
SHARE	-0.1296	0.0456	-0.1380	-0.0346	0.2341 ^{**}	1.000			
STAKE	-0.0270	0.1438	0.1250	-0.0869	0.2016 ^{**}	0.0797	1.000		
PDISC	-0.1223	-0.1979 [*]	-0.1538	-0.2449 ^{***}	-0.1033	0.1829 [*]	0.2071 ^{**}	1.000	
BOFD	-0.1199	0.0583	-0.0424	-0.1086	0.0196	0.4598 ^{***}	0.2221 ^{**}	0.4365 ^{***}	1.000

*, ** ve *** sırasıyla 0.10, 0.05 ve 0.01 düzeyinde istatistiksel olarak anlamlılığı ifade etmektedir. Δ , değişkenlerin birinci farkının alındığı anlamına gelmektedir.

Tablo 6 incelendiğinde, ROA ile FL, TOBIN ile FL ve PDISC, FL ile PDISC arasında negatif ve anlamlı bir ilişki mevcuttur. Buna karşın LTA ile FL, AGE ile SHARE ve STAKE, SHARE ve STAKE ile PDISC ve BOFD, PDISC ile BOFD arasında pozitif ve anlamlı bir ilişki vardır. Söz konusu değişkenler arasında istatistiki olarak anlamlı bir ilişki olmasına rağmen, bu ilişki zayıf düzeydedir.

Çalışmada değişkenlerin durağanlıkları araştırıldıktan sonra, modellerde rassal etkilerin olup olmadığı Breusch Pagan LM testi ile araştırılmıştır. Sabit etkilerin varlığı ise F testi ile incelenmiştir. Eğer gözlenemeyen heterojenlik varsa ve bu heterojenlik göz ardı edilirse, tahminler sapmalı ve tutarsız olacaktır. Sonuçlar Tablo 7 ve Tablo 8'de gösterilmektedir.

Tablo 7: Breusch-Pagan LM Test Sonuçları

Model 1				
Test	X ² İstatistiği	Olasılık Değeri	Sıfır Hipotezi	Karar
LM	14.66 ^{***}	0.0001	Rassal etkiler geçerli değildir	Red
Model 2				
Test	X ² İstatistiği	Olasılık Değeri	Sıfır Hipotezi	Karar
LM	13.28 ^{***}	0.0001	Rassal etkiler geçerli değildir	Red

*, ** ve *** sırasıyla 0.10, 0.05 ve 0.01 düzeyinde istatistiksel olarak anlamlılığı ifade etmektedir.

Tablo 7 incelendiğinde, Model 1 ve Model 2 için bireysel ve zaman etkilerinin rassal olduğu sonucuna ulaşılmaktadır. Tablo 8'deki sonuçlara bakıldığında ise, her iki model için de sabit etkilerin geçerli olduğu görülmektedir.

Tablo 8: F Testi Sonuçları

Model 1				
Test	F İstatistiği	Olasılık Değeri	Sıfır Hipotezi	Karar
F	5.285476***	0.0000	Sabit etkiler geçerli değildir	Red
Model 2				
Test	F İstatistiği	Olasılık Değeri	Sıfır Hipotezi	Karar
F	6.254252***	0.0000	Sabit etkiler geçerli değildir	Red

***, ** ve * sırasıyla 0.10, 0.05 ve 0.01 düzeyinde istatistiksel olarak anlamlılığı ifade etmektedir.

Çalışmada rassal etkiler mi yoksa sabit etkiler modelinin geçerli olduğuna karar vermek için Hausman (1978) testi uygulanmıştır. Hausman testi, modelin spesifikasyonun belirlenmesi amacıyla kullanılmaktadır. Hausman testinde sıfır hipotezi açıklayıcı değişkenler ve birim etki arasında korelasyonun olmadığı şeklinde iken; alternatif hipotez açıklayıcı değişkenler ile birim etki arasında korelasyon olduğunu söylemektedir. H istatistiği hesaplanmaktadır (Tatoğlu, 2012: 180):

$$H = (\hat{\beta}_{SE} - \hat{\beta}_{RE})' [Avar(\hat{\beta}_{SE}) - Avar(\hat{\beta}_{RE})]^{-1} (\hat{\beta}_{SE} - \hat{\beta}_{RE}) \quad (9)$$

Modellere ilişkin Hausman test sonuçları Tablo 9'da gösterilmektedir.

Tablo 9: Hausman Testi Sonuçları

Model 1				
Test	χ^2	Olasılık değeri	Sıfır Hipotez	Karar
Hausman	10.34	0.1702	Açıklayıcı değişkenler ve birim etki arasında korelasyon yoktur	Kabul
Model 2				
Test	χ^2	Olasılık değeri	Hipotez	Karar
Hausman	23.30	0.0015***	Açıklayıcı değişkenler ve birim etki arasında korelasyon yoktur	Red

***, ** ve * sırasıyla 0.10, 0.05 ve 0.01 düzeyinde istatistiksel olarak anlamlılığı ifade etmektedir.

Tablo 9'da yer alan Hausman test sonuçları incelendiğinde, Model 1 için rassal etkiler modelinin, Model 2 için ise sabit etkiler modelinin geçerli olduğu görülmektedir.

Modellerde otokorelasyon ve farklı varyans sorunu olup olmadığını araştırmak amacıyla, sırasıyla, Wooldridge otokorelasyon testi, LR ve Wald farklı varyans testleri uygulanmıştır. Sonuçlar Tablo 10'da gösterilmiştir. Buna göre, sadece Model 2 için farklı varyans sorunu ile karşılaşmıştır.

Tablo 10: Modeller için Wooldridge Otokorelasyon Testi ve Wald Farklı Varyans Testi Sonuçları

	Wooldridge Testi	Otokorelasyon	Wald Farklı Varyans Testi		LR Farklı Varyans Testi	
	F istatistiği	Olasılık değeri	χ^2 istatistiği	Olasılık değeri	χ^2 istatistiği	Olasılık değeri
Model 1	1.706	0.2126	-	-	6.80	0.9422
Model 2	0.349	0.5641	728.95***	0.0000	-	-

***, ** ve * sırasıyla 0.10, 0.05 ve 0.01 düzeyinde istatistiksel olarak anlamlılığı ifade etmektedir.

Model 1'de otokorelasyon ve farklı varyans sorunu ile karşılaşılmamıştır. Model 1'e ilişkin rassal etkiler tahmin sonucu Tablo 11'de gösterilmektedir.

Tablo 11: Model 1'e İlişkin Rassal Etkiler Tahmin Sonuçları

Değişkenler	Model 1
C	0.578868** (0.279689)
ΔLTA	0.116662*** (0.038997)
ΔFL	-0.615220*** (0.116235)
AGE	-0.000296 (0.000485)
SHARE	-0.000705 (0.001606)
STAKE	-0.001575 (0.001874)
PDISC	-0.003538* (0.002114)
BOFD	-0.000476 (0.000733)
F istatistiği	4.983050***
R ²	0.342372

***, ** ve * sırasıyla 0.10, 0.05 ve 0.01 düzeyinde istatistiksel olarak anlamlılığı ifade etmektedir. Δ, değişkenlerin birinci farkının alındığı anlamına gelmektedir. Parantez içindeki rakamlar standart hataları göstermektedir. Modelde bağımlı değişken ROA'dır.

Tablo 12: Model 2'ye İlişkin Sabit Etkiler Tahmin Sonuçları

Değişkenler	Model 1
C	-6.712512*** (2.111592)
ΔLTA	0.318837*** (0.094381)
ΔFL	-0.404846 (0.250296)
AGE	0.019716 (0.033245)
SHARE	0.015335*** (0.001528)
STAKE	0.015975*** (0.004770)
PDISC	-0.019944*** (0.006094)
BOFD	-0.002646 (0.004614)
F istatistiği	29.35157***
R ²	0.900640

***, ** ve * sırasıyla 0.10, 0.05 ve 0.01 düzeyinde istatistiksel olarak anlamlılığı ifade etmektedir. Δ, değişkenlerin birinci farkının alındığı anlamına gelmektedir. Parantez içindeki rakamlar standart hataları göstermektedir. Modelde bağımlı değişken TOBIN'dir.

Model 1'e ilişkin rassal etkiler tahmin sonuçları incelendiğinde, LTA değişkeninin ROA değişkenini pozitif olarak etkilediği görülmektedir. Buna karşın FL arttıka, işletmelere ilişkin ROA değeri azalmaktadır. Benzer Şekilde, PDISC değişkeni de ROA üzerinde negatif bir etkiye sahiptir. AGE, SHARE, STAKE ve BOFD değişkenleri ROA üzerinde istatistiki olarak anlamlı bir etkiye sahip değillerdir.

Modellerde farklı varyans sorunu olması durumunda elde edilen tahminler etkinlik özelliğini kaybedecek ve model sonuçları hatalı olacaktır. Bu durumda dirençli standart hataların elde edilmesi gerekmektedir. Bu nedenle Model 2 dirençli standart hatalara dayalı olarak elde edilmiştir. Model 2'ye ilişkin tahmin sonuçları Tablo 12'de yer almaktadır

Model 2'ye ilişkin sabit etkiler tahmin sonuçları incelendiğinde, LTA değişkeninin TOBIN değişkeni pozitif olarak etkilediği görülmektedir. Benzer şekilde, SHARE ve STAKE değişkenlerinde meydana gelen artışlar da TOBIN değişkenini arttırmaktadır. Buna karşın, PDISC değişkeni TOBIN değişkenini negatif olarak etkilemektedir. FL, AGE ve BOFD değişkenleri ise TOBIN üzerinde istatistiki olarak anlamlı bir etkiye sahip değildir.

Elde edilen bulgular ışığında, işletmelerin kamuoyunu bilgilendirmelerinin ve şeffaflıklarının artmasının işletmeye borç verecek olanları olumlu yönde etkilediği ileri sürülebilir. Bu doğrultuda artan kaldıraç etkisi ise finansal riski yükselterek aktif karlılığı azaltmış olabilir. Artan kaldıraç oranı dolayısıyla yükselen finansal riskin işletmelerin yeni yatırım yapma istekliliğinin göstergesi olan Tobin-Q oranı üzerinde negatif etki yarattığı ileri sürülebilir. Pay sahipleri getirilerinin maksimize edilmesini istemektedirler, bu doğrultuda işletmelerden de yeni yatırımlara gidilmesini (yüksek Tobin-Q oranı) talep etmektedirler. Varılan sonuçlar da (SHARE ve Tobin-Q arasındaki pozitif ilişki) işletmelerin pay sahiplerinin bu isteğine yönelik hareket ettiğini doğrulayabilir.

4. SONUÇ

Enron, WorldCom, Parmalat, Lehman Brothers, Merrill Lynch gibi küresel ölçekteki şirketlerin iflasları neticesinde dünya ekonomisinde önemli finansal krizler yaşanmıştır. Bu krizlerin arka planında ise işletmelerin şeffaflık sorunu yaşamalarının, denetim eksikliklerinin ve sorumluluk bilinci yetersizliklerinin etkili olduğu anlaşılmıştır.

Özellikle küreselleşmenin işletmeleri aşırı rekabete zorlaması işletmelerin iç ve dış paydaşlarının faydalarının gözetilmesini engellemektedir. Bu durumun önlenmesi açısından 1999 yılında OECD tarafından Kurumsal Yönetim İlkeleri belirlenmiştir. Belirlenen ilkelerle birlikte işletmelerin rekabet avantajını kaybetmeden faaliyet göstermeleri sağlanarak; performans değerlemeleri, faaliyetlerinin kontrolü, mali tablolarının denetlenmesi, çalışan memnuniyetinin artırılması, yasal sorumluluklarının tam olarak yerine getirilmesi sağlanmaya çalışılmaktadır. Dolayısıyla kurumsal yönetim akademik araştırmacılar tarafından yoğun ilgiye maruz kalan bir konu olarak önemini sürdürmektedir.

Çalışmada kurumsal yönetim ile finansal performans arasındaki ilişkinin tespitine yönelik olarak gerekli veriler Türkiye Kurumsal Yönetim Derneği'nden, Kamu Aydınlatma Platformu'ndan ve Borsa İstanbul Veritabanı'ndan sağlanmıştır. Yapılan araştırmada kurumsal yönetim 4 alt başlıkta (Pay Sahipleri, Menfaat Sahipleri, Kamu Aydınlatma ve Şeffaflık Yönetim Kurulu) ele alınmıştır. 2009-2014 yıllarının analiz edildiği çalışma sonucunda işletmelerin kamuyu aydınlatma ve şeffaflık puanları ile aktif karlılıkları arasında ters yönlü bir ilişki olduğu tespit edilmiştir. İşletmelerin pay sahipleri, menfaat sahipleri ve yönetim kurulu puanlarının ise aktif karlılık üzerinde anlamlı bir etkisinin olmadığı sonucuna varılmıştır. Ayrıca, şirket büyüklüğünü temsil eden toplam aktif değişkeninin aktif karlılığı pozitif olarak etkilediği buna karşın finansal kaldıraçın aktif karlılığı azaltıcı bir etkisinin olduğu görülmüştür.

Elde edilen sonuçlar incelendiğinde kamuyu aydınlatma ve şeffaflık puanları yüksek olan işletmelerin kredibilitelerinin yüksek olduğu varsayılarak bu durumun aşırı borçlanmaya yol

açabileceği düşünülebilir. Aşırı borçlanmanın da finansal riski artırabileceği göz önüne alındığında karlılığı olumsuz etkileyeceği ileri sürülebilir.

Çalışmanın diğer bir sonucu olarak pay sahipleri ve menfaat sahipleri ile Tobin-Q değişkeni arasında pozitif ilişki olduğu belirlenmiştir. Ancak, karlılık üzerinde yarattığı olumsuz etkiye benzer şekilde kamuyu aydınlatma ve şeffaflık puanlarının Tobin-Q değişkenini de negatif etkilediği görülmüştür.

Bu çalışma ile birlikte işletmelerin kurumsal yönetim uygulamaları dört alt kategoride incelenerek finansal performansla ilişkisi araştırılmıştır. Ulaşılan sonuçların literatürle uyumlu olduğu görülmektedir. Kurumsal yönetim ve finansal performans ilişkisinin tespitine yönelik çalışmaların daha etkin sonuçlar verebilmesi adına gözlemlenen yıl ve şirket sayısının artırılmasının gerekliliği düşünölmektedir.

KAYNAKÇA

Acaravcı Kakilli, S., Kandır, S. Y., Zelka, A. (2015). Kurumsal Yönetimin BİST Şirketlerinin Performanslarına Etkisinin Araştırılması. *Niğde Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 8 (1), 171-183.

Aoki, M. (2000). *Information, Corporate Governance, and Institutional Diversity: Competitiveness in Japan, the USA, and the Transnational economies*. Oxford: Oxford University Press.

Atamer, M. (2006). Halka Açık Anonim Şirketlerde Kurumsal Yönetim ve Doğrudan Yabancı Yatırımlar Açısından Değerlendirilmesi. (Uzmanlık Tezi). T.C. Hazine Müsteşarlığı, Ankara.

Baltagi, B.H.(2005). *Econometric Analysis of Panel Data* (3.Baskı).New-York: John Wiley & Sons.

Brown, L.D., Caylor, M.L. (2004). *Corporate Governance and Firm Performance*, Social Sciences Research Network, *Working Paper Georgia State University*. <https://fdp.hse.ru/data/088/482/1225/Sept%2023%20Corporate%20Governance%20and%20Firm%20Performance.pdf>

Carter, D . A., Simkins, B . J., Simpson, W . G., (2003). Corporate Governance, Board Diversity, and Firm Value. *The Financial Review*, 38 (1), 33-53. doi:10.1111/1540-6288.00034.

Core, J . E., Holthausen, R . W., Larcker, D . F. (1999). Corporate Governance, Chief Executive Officer Compensation and Firm Performance. *Journal of Financial Economics*, 51 (3), 371-406. doi:10.1016/S0304-405X(98)00058-0

Çonkar, M. K., Elitaş, C., Atar, G. (2011). İMKB Kurumsal Yönetim Endeksi'ndeki (XKURY) Firmaların Finansal Performanslarının Topsis Yöntemi İle Ölçümü ve Kurumsal Yönetim Notu İle Analizi. *İstanbul Üniversitesi İktisat Fakültesi Mecmuası*, 61 (1), 81-115. <http://www.journals.istanbul.edu.tr>

Dağlı, H., Ayaydın, H., Eyüboğlu, K. (2010). Kurumsal Yönetim Endeks Performans Değerlemesi: Türkiye Örneği. *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, 48, 18-31. <http://journal.mufad.org>

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 / Journal of Academic Researches and Studies*, 5 (9), 100-117. <http://iibfaacd.kilis.edu.tr/article/download/1094000071/1094000062>

Esendemirli, E., Erdener Acar, E. (2016). Finansal Performans ve Kurumsal Yönetim Derecelendirme Notları: Borsa İstanbul Kurumsal Yönetim Endeksi 2013-2014 Yılları Karşılaştırması. *Muhasebe Bilim Dünyası Dergisi*, 18 (özel sayı 1), 625-671. <http://eds.a.ebscohost.com/eds/pdfviewer/pdfviewer?sid=9d503c67-dea6-43fe-948a-603fe9b5abe2%40sessionmgr4005&vid=1&hid=4111>

Fishman, J., Gannon, G., Vinning, R. (2005). *Ownership Structure and Corporate Performance: Australian Evidence*, Unpublished working paper, Social Science Review Network.

Harford, J., Mansi, S . A., Maxwell, F . W. (2008). Corporate Governance and Firm Cash Holdings in the U.S. *Journal Of Financial Economics*, 87 (3), 535-555.

Joh, S. W. (2003). Corporate Governance and Firm Profitability: Evidence from Korea before The Economic Crisis. *Journal of Financial Economics*, 68 (2), 287-322. doi:10.1016/S0304-405X(03)00068-0

Kara, E., Erdur Acar, D., Karabıyık, L. (2015). Effects Of Corporate Governance Level On The Financial Performance Of Companies: A Research on BIST Corporate Governance Index (XKURY). *Ege Akademik Bakış / Ege Academic Review*, 15 (2), 265-274.

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*, 17, 100 – 119.
www.acarindex.com/dosyalar/makale/acarindex-1423907821.pdf.

Klapper, L . F., Love, I. (2004). Corporate Governance, Investor Protection, and Performance in Emerging Markets. *Journal of Corporate Finance*, 10, 703– 728. doi:10.1016/S0929-1199(03)00046-4

Kula, V., Baykut, E. (2013). Kurumsal Yönetim Endeksinde Yer Almanın Mevduat Bankalarının Performansına Etkisi: BIST Örneği. *Afyon Kocatepe Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, 15 (2), 121-136. doi: 10.5578/JSS.7204

Mitton, T. (2002). A Cross-Firm Analysis of the Impact of Corporate Governance on the East Asian Financial Crisis. *Journal of Financial Economics*, 64 (2), 215 241. doi:10.1016/S0304-405X(02)00076-4

Nur'ainy, R., Nurcahyo, B., Sri Kurniasih, A., Sugiharti, B. (2013). Implementation of Good Corporate Governance and Its Impact on Corporate Performance: The Mediation Role of Firm Size (Empirical Study from Indonesia), *Global Business and Management Research: An International Journal*, 5 (2&3), 91-104.
<http://connection.ebscohost.com/c/articles/91508675/implementation-good-corporate-governance-impact-corporate-performance-mediation-role-firm-size-empirical-study-from-indonesia>

Sakarya, ř. (2011). İMKB Kurumsal Yönetim Endeksi Kapsamındaki şirketlerin Kurumsal Yönetim Derecelendirme Notu ve Hisse Senedi Getirileri Arasındaki İlişkinin Olay Çalışması (Event Study) Yöntemiyle Analizi. *Zonguldak Karaelmas Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, 7 (13), 147-162. [ttp://www.ijmeh.org/index.php/zkesbe/article/view/253/204](http://www.ijmeh.org/index.php/zkesbe/article/view/253/204)

Sandıkçıoğlu, A. (2005). *Kurumsal Yönetim Uyum Derecelendirmesi*. Ankara: Sermaye Piyasası Kurulu Ortaklıklar Finansmanı Dairesi.

şengür, D., Püskül Özbek, S. (2011). İMKB Kurumsal Yönetim Endeksindeki şirketlerin Yönetim Kurulu Yapısı ve İşletme Performansının Değerlendirilmesi. *Dumlupınar Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, 31, 33-50.

SPK Kurumsal Yönetim İlkelerinin Belirlenmesine ve Uyumuna İlişkin Tebliğ Ek , Seri: IV NO:54: 3-4

<http://www.resmigazete.gov.tr/main.aspx?home=http://www.resmigazete.gov.tr/eskiler/2011/10/20111011m2.htm&main=http://www.resmigazete.gov.tr/eskiler/2011/10/20111011m2.htm&submenuheader=null>

Su, L., Zhang, Y. (2010). *Testing Cross-Sectional Dependence in Nonparametric Panel Data Models*.<http://www.mysmu.edu/faculty/ljsu/Publications/testing%20crosssectional%20dependence%20in%20nonparametric%20panel%20data%20models20100912.pdf>

Tatoğlu, F. Y. (2012). *İleri Panel Veri Analizi: Stata Uygulamalı*. İstanbul: Beta Basım, Yayım, Dağıtım.

<http://www.spk.gov.tr/duyurugoster.aspx?aid=20111104&subid=1&ct=c>