

*Research Article***Kurumsal Yönetim Puanı ile Finansal Performans İlişkisi: BİST Kurumsal Yönetim Endeksinde Bir Uygulama****Relationship between Corporate Governance Score and Financial Performance: An Application on BIST Corporate Governance Index**Sevinc Güler Özçalık¹, Gülşah Uğurluel Atağan², Binali Selman Eren³¹ Prof. Dr., Dokuz Eylül Üniversitesi, sevinc.guler@deu.edu.tr, Orcid: 0000-0002-0423-7510² Prof. Dr., Dokuz Eylül Üniversitesi, sgulsah.ugurluel@deu.edu.tr, Orcid: 0000-0003-4147-0562³ Dr. Öğr. Üyesi, Bitlis Eren Üniversitesi, binaliselmaneren@gmail.com, Orcid: 0000-0001-5136-6406**Article Info:**

Received: May 16, 2025

Revised: November 11, 2025

Accepted: November 18, 2025

Keywords:Finansal Performans,
Kurumsal Yönetim,
Kurumsal Yönetim Puanı,
Panel Veri Analizi**Anahtar Kelimeler:**Financial Performance,
Corporate
Governance,
Corporate Governance Score,
Panel Data Analysis

DOI: 10.46238/jobda.1700594

ÖZ

Bu çalışmada 2010-2023 yılları arasında BIST Kurumsal Yönetim Endeksi'nde işlem görme özelliğini koruyan 16 işletmenin finansal performansları ile kurumsal yönetim notları arasındaki ilişkinin tespit edilmesi amaçlanmıştır. Bu amaçla literatürde yaygın bir şekilde kullanılan aktif kârlılığı ve özsermaye kârlılığı değişkenleri finansal performans göstergesi olarak, toplam kurumsal yönetim notu ve bu notun belirlenmesinde alt puanlar olan yönetim kurulu, kamuyu aydınlatma ve şeffaflık, pay sahipleri ve menfaat sahipleri notu bağımsız değişken olarak ve borçlanma oranı ile işletme büyüklüğü ise kontrol değişkeni olarak kullanılmıştır. Elde edilen sonuçlara göre aktif kârlılığı ile toplam kurumsal yönetim notu arasında negatif, pay sahipleri, menfaat sahipleri ve yönetim kurulu değişkenleri arasında ise pozitif bir ilişki tespit edilmiştir. Çalışmada ikinci model olan özsermaye kârlılığı ile kurumsal yönetim puanları arasında herhangi bir ilişki tespit edilmemiştir. Kontrol değişkeni olan borçlanma oranı ise her iki modelde de bağımlı değişkenler ile anlamı ve negatif yönlü bir ilişki göstermektedir., metodolojik iyileştirmeler ve uzun dönemli çalışmaların gerekliliği vurgulanmaktadır.

ABSTRACT

This study aims to determine the relationship between the financial performances and corporate governance scores of 16 companies that maintain their listing in the BIST Corporate Governance Index between 2010 and 2023. For this purpose, the variables of return on assets and return on equity, which are widely used in the literature, were used as financial performance indicators, the total corporate governance score and the sub-scores in determining this score, the board of directors, public disclosure and transparency, shareholders and stakeholders, were used as independent variables, and the debt ratio and business size were used as control variables. According to the results, a negative relationship was found between return on assets and total corporate governance score, and a positive relationship was found between shareholders, stakeholders and the board of directors. No relationship was obtained between return on equity and corporate governance scores in the second model. The control variable, debt ratio, showed a significant and negative relationship with the dependent variables in both models.

1 | GİRİŞ

Dünya Bankası'nın yayımladığı raporda ülkelerin ekonomik ve sosyal kaynaklarının yönetiminde gücün kullanılma şekli olarak yerini alan "Good Governance" kavramı literatürdeki "Kurumsal Yönetim" kavramını şekillendirmiştir. Şeffaflık, hesap verebilirlik ve katılımcılık gibi ilkelere dayanan "Good Governance" kavramının iyi yönetim algısının ülkeler boyutundan çıkarak şirketler boyutunda değerlendirilmesiyle günümüzde mevcut olan kurumsal yönetim kavramının çerçevesi çizilmeye başlanmıştır (Karabaş ve Sayar, 2022:171).

Kurumsal yönetim, son yıllarda yöneticilerin etkin karar vermesini sağlayan temel bir unsur haline gelmiştir. Orta/uzun vadede firmanın başarısını ve finansal performansını sürdürmek ve geliştirmek için önem taşımaktadır. Kurumsal yönetim anlayışı, paydaşların çıkarlarının korunduğu ve bunun sürdürülebilirliğinin sağlandığı dengeli şeffaf bir ekonomik ortam sağlamayı amaçlamaktadır.

1929 Wall Street Çöküşü Büyük Buhran'ın ardından Eugene, Adolf Berle, Fama ve Kathleen Eisenhardt gibi ekonomi ve hukuk uzmanları kurumsal yönetim kavramlarını incelemeye başlamışlardır. Bununla birlikte, 1990'larda bazı gelişmekte olan ekonomilerde kurumsal yönetim kavramının ön plana çıkmaya başladığı görülmektedir. Kurumsal yönetim, yönetim kurulunun (YK) firmanın paydaşlarının yararına dış ve iç paydaşlar arasındaki etkileşimleri kurduğu, yönettiği ve geliştirdiği süreci ifade etmektedir. Kurumsal yönetim, bir şirketin hedeflerine ulaşmasına yardımcı olmak için yürürlükte olan gelenekleri, kuralları ve prosedürleri ifade eder (Alabdullah vd., 2022: 98).

Gompers, Ishii, Metrick'e göre (2003:107) şirketler birer cumhuriyettir ve kurumsal yönetim de bu rejimdeki güç ilişkisini ifade etmektedir. Gompers, Ishii, Metrick çalışmalarında kurumsal yönetimi şu şekilde tanımlamışlardır:

Şirketler cumhuriyetlerdir. Asıl otorite oy hakkına sahip olan pay sahiplerindedir. Oy sahipleri temsilcileri olan yönetim kurulu üyelerini seçerler ve yönetim kurulu üyeleri de birçok kararda yetki devrini bürokratları olan yöneticilere devrederler. Herhangi bir cumhuriyet rejiminde güç ilişkisi yönetimin sahip olduğu spesifik kurallara bağlıdır. Bir uç örneğe bakarsak, bazı demokrasilere göre yöneticilere çok az güç verilir ve pay sahiplerine yönetim kurulu üyelerini hızlı bir şekilde ve kolayca değiştirme imkanı tanır. Diğer bir uç örnekte ise yönetime çok fazla güç hakkı tanınır ve pay sahiplerinin yönetim kurulu üyelerini değiştirmeleri konusunda güçlü engeller oluşturulur.

Birçok ülkede hızla yayılan kurumsal yönetim kavramı, Cadbury Raporu'nda "Şirketleri idare ve kontrol eden bir sistem" olarak tanımlanmıştır. Şirketlerin idare ve kontrolünden ve dolayısıyla şirketlerin yönetiminden en üst düzey organ olan yönetim kurulları sorumludur. Pay sahiplerinin yönetimdeki görevi yönetici ve denetçileri görevlendirmek ve uygun yönetim modelini kurmaktır. Yönetim kurulunun sorumlulukları şirketin stratejik hedeflerinin belirlenmesi ve bunların uygulanmaya konulmasında liderlik etmek, işletme yönetimini denetlemek ve bunu pay sahiplerine rapor etmektir. Yönetim kurulunun görevleri kanunlara, düzenlemelere ve genel kuruldaki pay sahiplerinin alacağı kararlara bağlıdır (Cadbury Raporu, 1992:14).

Kurumsal yönetim, Ekonomik İş Birliği ve Kalkınma Örgütü tarafından "Bir şirketin yönetimi, yönetim kurulu, iç ve dış paydaşları arasındaki bağı kapsayan, mikro ve makro boyuttaki ekonomik politikalarından, ürün ve faktör piyasalarındaki rekabetin şiddetine kadar firmaların her hareketini şekillendiren unsurları daha yaygın ekonomik sınırlar içerisinde ele alan ve belirli resmi ve kurumsal değerlere dayanan yönetim alanı" olarak tanımlanmaktadır (OECD, 2004:17-18).

Kurumsal yönetimin kavramının temeli, vekalet veren ve vekil problemine dayanmaktadır. Çıkar çatışmasına yol açabilecek olan bu durumdan dolayı profesyonel yöneticilerin hissedarların amaçlarına yönelik şirketleri yönetmesi sağlanmalıdır. Kurumsal yönetim olası çatışmaların ortadan kaldırılması veya minimum seviyeye indirilmesini hedeflemektedir. Bu çerçevede kurumsal yönetimin Türkiye ve dünyada kabul gören dört ilkesi; eşitlik, hesap verebilirlik, sorumluluk ve şeffaflıktır (Çağlar Bektaş ve Kırkbeşoğlu, 2020:30). Nitekim Jensen ve Meckling (1976)' in vekalet teorisinin temelini işletmelerde mülkiyetin ve kontrolün ayrılmasıyla birlikte yöneticiler ve hissedarlar arasında çıkar çatışması yaratmaktadır. Nitekim literatürdeki birçok çalışma da bu iki taraf arasındaki bu tür çıkar çatışmalarının en aza indirilmesinde kurumsal yönetimin rolünü araştırmaktadır (Shahwan, 2015).

Kurumsal Yönetim İlkeleri

Sermaye Piyasası Kurulu'nun yayımlamış olduğu "Kurumsal Yönetim İlkeleri" ne ilişkin tebliğler ve yeni Türk Ticaret Kanunu'nun esas itibarıyla kurumsal yönetim ilkelerine dayanması önemli bir adımdır. Bu düzenlemeler kapsamında kurumsal raporlama ve şeffaflık, işletmelerin finansal olarak daha şeffaf olmalarını engörmekte ve özellikle yabancı yatırımcılar için daha güvenilir bir yatırım ortamı oluşturmaktadır.

OECD' nin ilk kez 1999 yılında yayınladığı ve 2023 yılında yeniden revize ettiği ilkeler, altı ana başlık altında özetlenmektedir (G20/OECD Principles of Corporate Governance, 2023).

- I) Etkili bir kurumsal yönetim çerçevesinin temelinin sağlanması,

- II) Hissedarların ve temel mülkiyet işlevlerinin hakları ve eşit muamelesi,
- III) Kurumsal yatırımcılar, borsalar ve diğer araçlar,
- IV) Açıklama ve şeffaflık,
- V) Yönetim kurulunun sorumlulukları,
- VI) Sürdürülebilirlik ve dayanıklılık şeklindedir.

Etkili bir kurumsal yönetim çerçevesinin temelini sağlanması: Kurumsal yönetim çerçevesi, şeffaf ve adil piyasaları ve kaynakların etkili dağıtımını teşvik etmelidir. Hukukun üstünlüğüyle tutarlı olmalı ve etkili denetim ve yaptırımı desteklemelidir. Etkili kurumsal yönetim, piyasa katılımcılarının özel sözleşmesel ilişkilerini kurarken güvenebilecekleri sağlam bir yasal, düzenleyici ve kurumsal çerçeve gerektirir. Kurumsal yönetim çerçevesi genellikle mevzuat, düzenleme, listeleme kuralları, sözleşme taahhütleri, gönüllü taahhütler ve bir ülkenin özel koşullarının, tarihinin ve geleneğinin sonucu olan iş uygulamalarının unsurlarını içerir. Bu nedenle bu unsurlar ülkeden ülkeye değişiklik gösterir.

Hissedarların ve temel mülkiyet işlevlerinin hakları ve eşit muamelesi: Kurumsal yönetim çerçevesi, hissedar haklarının kullanımını korumalı ve kolaylaştırmalı ve azınlık ve yabancı hissedarlar dahil olmak üzere tüm hissedarların eşit muamele görmesini sağlamalıdır. Tüm hissedarlar, haklarının ihlali nedeniyle makul bir maliyetle ve aşırı gecikme olmaksızın etkili bir tazminat alma fırsatına sahip olmalıdır. Sermaye yatırımcılarının belirli mülkiyet hakları vardır. Örneğin; halka açık bir şirketteki bir sermaye payı satın alınabilir, satılabilir veya devredilebilir. Bir sermaye payı ayrıca yatırımcıya şirketin kârlarına katılma hakkı verir, sorumluluk yatırım tutarıyla sınırlıdır. Ek olarak, bir sermaye payının mülkiyeti şirket hakkında bilgi edinme hakkı ve öncelikle genel hissedar toplantılarına katılarak ve oy kullanarak şirketi etkileme hakkı sağlar.

Kurumsal yatırımcılar, borsalar ve diğer araçlar: Kurumsal yönetim çerçevesi, yatırım zinciri boyunca sağlam teşvikler sağlamalı ve borsa piyasalarının iyi kurumsal yönetime katkıda bulunacak şekilde işlemlerini sağlamalıdır. Etkiliğin sağlanabilmesi adına, kurumsal yönetim için yasal ve düzenleyici çerçeve, uygulanacağı ekonomik gerçeklik göz önünde bulundurularak geliştirilmelidir. Gerçekte, yatırım zinciri genellikle uzun ve karmaşıktır ve nihai yararlanıcı ile şirket arasında çok sayıda aracı bulunur. Bağımsız karar vericiler olarak hareket eden aracıların varlığı, teşvikleri ve kurumsal yönetime katılma yeteneğini etkiler.

Açıklama ve şeffaflık: Kurumsal yönetim çerçevesi, şirketin mali durumu, performansı, sürdürülebilirliği, mülkiyeti ve yönetimi dahil olmak üzere şirketle ilgili tüm önemli konularda zamanında ve doğru açıklama yapılmasını sağlamalıdır. Birçok ülkede, halka açık ve büyük halka açık olmayan şirketler hakkında hem zorunlu hem de gönüllü olarak büyük miktarda bilgi derlenir ve daha sonra geniş bir kullanıcı yelpazesine dağıtılır. Kamuya açıklama genellikle en azından yıllık bazda gereklidir, ancak bazı bölgelerde altı aylık veya üç aylık bazda periyodik açıklama veya önemli ilişkili taraf işlemleri ve şirketi etkileyen diğer önemli gelişmeler durumunda özel açıklama gerektirir. Şirketler genellikle piyasa talebine yanıt olarak asgari açıklama gerekliliklerinin ötesine geçen gönüllü açıklamalar yapar.

Yönetim kurulunun sorumlulukları: Kurumsal yönetim çerçevesi, şirketin stratejik rehberliğini, yönetim kurulu tarafından yönetimin etkili bir şekilde izlenmesini ve yönetim kurulunun şirkete ve hissedarlara karşı hesap verebilirliğini sağlamalıdır. Yönetim kurulu yapıları ve prosedürleri ülkeler arasında farklılık gösterir. Bazı bölgelerde, denetim işlevini ve yönetim işlevini farklı organlara ayıran iki kademeli yönetim kurulları vardır. Bu tür sistemlerde genellikle çalışan temsilcilerini de içeren icracı olmayan yönetim kurulu üyelerinden oluşan bir "Denetim Kurulu" ve tamamen yöneticilerden oluşan bir "Yönetim Kurulu" bulunur. Bazı bölgelerde ise, icracı ve icracı olmayan yönetim kurulu üyelerini bir araya getiren "Üniter" yönetim kurulları bulunur. Bazılarında da, denetim için ek bir yasal organ da mevcuttur. İlkeler, şirketi yönetme ve yönetimi izleme işlevleriyle görevlendirilen her türlü yönetim kurulu yapısına uygulanmak üzere tasarlanmıştır.

Sürdürülebilirlik ve dayanıklılık: Kurumsal yönetim çerçevesi, şirketlere ve yatırımcılarına, şirketin sürdürülebilirliğine ve dayanıklılığına katkıda bulunacak şekilde kararlar almaları ve risklerini yönetmeleri için teşvikler sağlamalıdır. Şirketler, iş yaratarak, inovasyona katkıda bulunarak, servet üreterek ve temel mal ve hizmetler sağlayarak ekonomilerde merkezi bir rol oynarlar. Ülkeler, şirketlerin hızla değişen düzenleyici ve ticari koşullara, izlenen geçerli politikaları ve geçiş yollarını dikkate alarak yanıt vermesini gerektirecek olan Paris Anlaşması ve Sürdürülebilir Kalkınma Hedefleri doğrultusunda sürdürülebilir, net sıfır/düşük karbonlu bir ekonomiye geçiş yapma taahhütlerinde bulunmuştur. Ayrıca, birçok şirket ve yatırımcı, sürdürülebilir kalkınmaya doğru gelecekteki bir geçişi öngörmek için gönüllü hedefler belirlemekte veya başka adımlar atmaktadır. Sağlam bir kurumsal yönetim çerçevesi, yatırımcıların ve şirketlerin bu tür geçiş yollarıyla ilişkili potansiyel riskleri ve fırsatları değerlendirmelerine ve yönetmelerine olanak tanır ve bu da ekonominin sürdürülebilirliğine ve dayanıklılığına katkıda bulunabilir.

Kurumsal yönetim ilkelerinin uygulanmasında devamlılığın sağlanması işletmelerin uzun vadeli bakış açısı ile finansal sürdürülebilirliğe odaklanmasını sağlamakta ve kurumsal sürdürülebilirliği kurumsal yönetim için önemli bir araç durumuna getirmektedir (Tezel ve Yumuk Günay, 2023: 88).

Bu çalışmada 2010-2023 yılları arasında BIST Kurumsal Yönetim Endeksi'nde işlem görme özelliğini koruyan 16 işletmenin finansal performansları ile kurumsal yönetim notları arasındaki ilişkinin tespit edilmesi amaçlanmıştır. Bu amaçla literatürde yaygın bir şekilde kullanılan aktif kârlılığı ve özsermaye kârlılığı değişkenleri finansal performans göstergesi olarak, toplam kurumsal yönetim notu ve bu notun belirlenmesinde alt puanlar olan yönetim kurulu, kamuyu aydınlatma ve şeffaflık, pay sahipleri ve menfaat sahipleri notu bağımsız değişken olarak ve borçlanma oranı ile işletme büyüklüğü ise kontrol değişkeni olarak kullanılmıştır. Çalışmanın bundan sonraki bölümünde konu ile ilgili yerli ve yabancı literatürde yapılan çalışmalardan örnekler verilmekte, veri seti ve yöntem bölümünde kullanılan değişkenler özetlenmekte ve kullanılan yöntem hakkında bilgi verilmektedir. Çalışmanın sonuç bölümünde de çalışma tamamlanmaktadır.

2. |Literatür Taraması

Finansal performans ile kurumsal yönetim puanları arasındaki ilişkiyi inceleyen ulusal ve uluslararası çalışmalar incelendiğinde değişkenler arasında ilişkisizlik, pozitif ilişki ve negatif yönlü ilişkilerin elde edildiği görülmektedir. Arslan ve Saygılı (2022)'ya göre bu değişikliğin en önemli nedenleri arasında kullanılan bağımlı ve bağımsız değişkenlerin farklılığından ve kullanılan verilerin elde edildiği ülke çeşitliliğinden kaynaklanmaktadır. Yine Arslan ve Saygılı (2022)'ya göre yapılan yayınlar incelendiğinde (2000-2019) literatürde en yaygın kullanılan performans göstergeleri sırasıyla aktif kârlılığı, Tobin Q, özkaynak kârlılığı, piyasa değeri/ defter değeri, hisse senedi fiyatı ve hisse başına kazanç; en yaygın kullanılan yöntemler ise panel veri analizi-regresyon, GMM, t- testi, korelasyon analizi, Çok Kriterli Karar Verme Yöntemleri'nden olan TOPSIS yer almaktadır.

Sönmez (2023), 2015-2021 döneminde BIST Kurumsal Yönetim Endeksi'nde yer alan 30 adet işletmenin finansal performansı ile kurumsal yönetimin alt başlıkları arasındaki ilişkiyi incelemiştir. Çalışmada aktif kârlılığı bağımlı değişken, kurumsal yönetime uyum puanları bağımsız değişken ve işletme büyüklüğü ile kaldıraç oranı kontrol değişkeni olarak kullanılmıştır. Elde edilen sonuçlara göre pay sahipleri ile aktif kârlılığı arasında negatif yönde, menfaat sahipleri ile aktif kârlılığı arasında pozitif yönde bir ilişki tespit edilmiş, kamuyu aydınlatma ve şeffaflık değişkenlerinde ise herhangi bir ilişki tespit edilememiştir.

Zeytinoğlu ve Önder (2023), Covid 19' un kurumsal yönetim ve finansal performans üzerindeki ilişkisini incelemek adına 2019 ve 2020 yılları verileri kullanılarak 54 işletmenin analizini gerçekleştirmişlerdir. Çalışmada aktif karlılığı ve özsermaye karlılığı bağımlı değişken, yönetim kurulu üye sayısı, yönetim kurulunun bağımsızlığı, kadın üye oranı, CEO ikililiği, denetim komitesinde yer alan üye sayısı, denetim kurulunun yıllık toplantı sayısı, cari oran ve hisse başına kar değişkenleri ise bağımsız değişken olarak kullanılmıştır. Analizde parametrik olmayan bir analiz yapılmış olup Covid 19 öncesi ve sonrası dönem arasında sadece yönetim kurulu üye sayısı değişkeninde anlamlı bir fark ortaya konulmuştur.

Cengiz ve Karabayır (2022), 2008-2018 yılları arasında kurumsal yönetim ile finansal performans arasındaki ilişkiyi ölçmek için BIST' te işlem gören 156 işletmenin verilerini dinamik panel veri analizi ile araştırmışlardır. Analizde aktif karlılığı, özkaynak karlılığı ve Tobin Q bağımlı değişken olarak, kurumsal yönetim derece notu, yönetim kurulu bağımsızlığı, işletme büyüklüğü ve yaşı, finansal kaldıraç oranı bağımsız değişken, sahiplik yapısı düzenleyici değişken olarak, denetim kalitesi ve CEO ikililiği de kukla değişken olarak kullanılmıştır. Elde edilen sonuçlara göre kurumsal derece notu, yönetim kurulu bağımsızlığı, işletme yaşı ve büyüklüğü arttıkça finansal performans da artmakta, sahiplik yapısı arttıkça da finansal performans azalmaktadır.

Kurt ve Elagöz (2022), 2013-2017 yılları arasında kurumsal yönetim endeksinde işlem görme özelliğini koruyan on beş işletmenin finansal performansı ile kurumsal yönetim ilkelerine olan uyum notu arasındaki ilişkiyi panel eşbütünleşme analizi ile incelemişlerdir. Bu amaçla özkaynak kârlılığı, aktif kârlılığı, Tobin Q ve Piyasa Değeri/Defter Değeri değişkenleri bağımlı değişken olarak, kurumsal yönetim ilkeleri puanı bağımsız değişken olarak, işletme büyüklüğü ile kaldıraç oranı ise kontrol değişkeni olarak modellere dahil edilmiştir. Elde edilen sonuçlara göre, tüm değişkenler arasında eşbütünleşme ilişkisi vardır.

Al-Ahdal vd. (2020), 2009-2016 yılları arasında Hindistan ve Körfez Ülkelerinin borsalarında işlem gören 53'er finans sektörü dışındaki işletmelerin verilerini kullanarak kurumsal yönetim ile finansal performansı GMM yöntemi ile karşılaştırmayı amaçlamışlardır. Bu amaçla özsermaye kârlılığı ve Tobin Q değerleri bağımlı değişken, yönetim kurulu sorumluluk endeksi, şeffaflık ve açıklama endeksi, yönetim kurulu denetim endeksi gibi değişkenleri bağımsız değişken, kaldıraç oranı ve yönetim etkinliğini de kontrol değişkenleri olarak kullanmışlardır.

Anh ve Anh (2020), 2011-2016 yılları arasında Vietnam Borsasında işlem gören 152 işletmenin GMM modeli kullanarak kurumsal yönetim özellikleri ile finansal performansını karşılaştırmıştır. Bu kapsamda çalışmada Tobin Q bağımlı değişken, kadın yönetici sayısı, bağımsız yönetim kurulu üyesi, CEO ikililiği, yönetim kurulu üye sayısı bağımsız değişken, işletme büyüklüğü, işletme yaşı ve kaldıraç değişkenlerini de kontrol değişkeni olarak kullanılmıştır. Sonuçlara göre kurumsal yönetim özelliklerinin, yani yönetim kurulu büyüklüğünün ve hissedar sahipliğinin Vietnam şirketlerinin mali performansını etkilemektedir.

Tufan ve Ege (2021), 2009-2016 yılları arasında BIST Kurumsal Yönetim Endeksinde yer alan işletmelerde kurumsal yönetim ilke notları ile finansal performans arasındaki ilişkiyi araştırmıştır. Bu kapsamda çalışmada beş adet hipotez oluşturulmuş ve kurumsal yönetim notları ile aktif kârlılığı arasındaki ilişki panel veri analizi ile araştırılmıştır. Modelde finansal kaldıraç ve işletme büyüklüğü kontrol değişkeni olarak dahil edilmiş olup, yönetim kurulu ilkesi, işletme büyüklüğü değişkeni ve toplam kurumsal yönetim puanı değişkeni ile aktif kârlılığı arasında anlamlı bir ilişki elde edilmiştir.

Karakılıç ve Vuran (2019), 2013-2016 yılları arasında BIST 100 ve Kurumsal Yönetim Endeksi'nde yer alan 78 adet halka açık olan işletmenin kurumsal yönetim değişkenleri ile finansal performansı arasındaki ilişkiyi panel veri analizi yöntemi ile araştırmışlardır. Analiz kapsamında Tobin Q, özkaynak kârlılığı ve aktif kârlılığı değişkenleri bağımlı değişken olarak, yönetim kurulu büyüklüğü, bağımsız yönetim kurulu üye sayısı, yönetim kurulundaki kadın üye sayısı, denetim komitesindeki üye sayısı, kurumsal yönetim komitesi üye sayısı bağımsız değişken olarak kullanılmıştır. Elde edilen sonuçlara göre Tobin Q ile özkaynak kârlılığı arasında anlamlı bir ilişki elde edilemez iken, aktif kârlılığı ile yönetim kurulu uygulamaları arasında bir ilişki elde edilmiştir.

Kyere ve Ausloos (2019), 2014 yılında Londra Borsası'nda işlem gören 252 işletmenin aktif kârlılığı ve Tobin Q değeri ile içeriden sahiplik, yönetim kurulu büyüklüğü, bağımsız yönetim kurulu oranı, CEO ikililiği, denetim komitesi toplantıları gibi kurumsal yönetim değişkenleri ile işletme büyüklüğü ve kaldıraç gibi kontrol değişkenlerini analize dahil etmişlerdir.

Tükenmez vd. (2017), 2009-2014 yılları arasında Kurumsal Yönetim Endeksinde yer alan finansal sektörü dışındaki on beş adet işletmenin kurumsal yönetim puanı ile finansal performansı arasındaki ilişkiyi panel veri analizi ile araştırmışlardır. Bu kapsamda aktif kârlılığı ve Tobin Q bağımlı değişken, kaldıraç oranı, işletmenin yaşı, işletme büyüklüğü ile kurumsal yönetim ilkelerine uyum notları bağımsız değişken olarak kullanılmıştır. Elde edilen sonuçlara göre kamuyu aydınlatma, şeffaflık ilkesi ve finansal kaldıraç ile aktif kârlılığı arasında negatif yönde, işletme büyüklüğü ile aktif kârlılığı arasında pozitif yönde bir ilişki tespit edilmiştir.

Literatürde yukarıda bahsedilen yayınların ortak özelliği panel veri analizinin uygulanması ve finansal performans göstergesi olarak aktif kârlılığı, özsermaye kârlılığı ya da Tobin Q değerinin birlikte ya da ayrı ayrı analizlere dahil edilmesidir. Güngör ve Güney (2019)'in çalışmaları ise kurumsal yönetim endeks puanı ile hisse senedi getirisi ilişkisi üzerinde durmakta, 2010-2017 dönemi için panel eşbütünleşme ve nedensellik testi uygulanmakta, kurumsal yönetim puanından hisse getirisine doğru tek yönlü bir nedensellik olduğu vurgulanmaktadır. Benzer şekilde Alptürk ve Söker (2024)'in çalışmaları da kurumsal yönetim endeks puanı ile hisse senedi getirileri arasındaki ilişkiyi 2014-2023 döneminde BIST Kurumsal Endeksinde işlem gören 39 işletme için fourier panel testleri ile incelemekte ve değişkenlerin uzun dönemde birlikte hareket ettiklerini belirtmektedir. Panel veri analizi yönteminin yanında literatürde yine yaygın bir şekilde Çok Kriterli Karar Verme Yöntemleri de kullanılmaktadır. Yavuz ve Sönmez (2023), 2019-2023 döneminde BIST Kurumsal Yönetim Endeksi'nde yer alan 34 işletmenin 7 farklı finansal performans kriteri kullanarak Entropi, Critic ve Mabac yöntemleri ile sıralamasını gerçekleştirmiştir. Çekici ve Babacan (2022), 2015-2019 yılları arasında BIST Kurumsal Yönetim Endeksinde yer alan 29 işletmenin finansal oranlarını kullanarak Gri İlişkisel Analiz (GIA) yöntemi ile performanslarını sıralamıştır. Soylu ve Ayanoğlu (2022), 2019 yılında BIST Kurumsal Endeksi'nde yer alan 18 işletme için kurumsal yönetim uyum notları ile finansal ve finansal olmayan performansları arasındaki ilişkiyi araştırmıştır. Bu amaçla çalışmada birinci model 10 finansal oran ile TOPSIS yöntemi kullanılarak, ikinci model ise anket yöntemi yardımıyla kurumsal karne, performans prizması ve performans piramidi boyutları kullanılarak test edilmiştir. Elde edilen sonuçlara göre finansal performans ile uyum notu arasında herhangi bir anlamlı ilişki bulunmazken, finansal olmayan performans ile kurumsal yönetim uyum notları arasında zayıf-orta düzeyde pozitif bir ilişki bulunmaktadır.

Literatürde finansal performans göstergeleri arasında incelenen örneklemeler arasında bir farklılığın olup olmadığı ile ilgili yapılan çalışmalardan Yenisu ve Türkoğlu (2023), BIST Kurumsal Yönetim Endeksi'nde işlem gören 30 işletmenin ve endekse dahil olmayan farklı 30 işletmenin finansal performanslarını ve finansal kaldıraç oranlarını 2017-2019 verileri ile karşılaştırmışlardır. Analizde Mann Whitney U testi ve bağımsız iki örneklem t testleri uygulanmıştır.

3. Veri Seti ve Yöntem

Çalışmanın örneklemini 2010-2023 yılları arasında BIST Kurumsal Yönetim Endeksi'nde (BİST XKURY) yer alan 16 işletmeden oluşmaktadır. Çalışmada kullanılan Kurumsal Yönetim Endeks verileri Türkiye Kurumsal Yönetim Derneği (www.tkyd.org) web sitesinden elde edilmiştir. 16 şirketin finansal verileri ise finnet veri tabanından alınmıştır. Tablo 1'de araştırma kapsamına dahil edilen şirketler gösterilmiştir.

Tablo-1: Araştırmaya Dâhil Edilen Şirketler

No	Şirketler	Kodlar
----	-----------	--------

1	Anadolu Efes Biracılık ve Malt Sanayi A.Ş.	AEFES
2	Arçelik A.Ş.	ARCLK
3	Aygaz A.Ş.	AYGAZ
4	Coca Cola İçecek A.Ş.	COLA
5	Doğan Şirketler Grubu Holding A.Ş.	DOHOL
6	İhlas Ev Aletleri İmalat Sanayi ve Ticaret A.Ş.	IHEVA
7	İhlas Holding	IHLAS
8	Logo Yazılım Sanayi ve Ticaret A.Ş.	LOGO
9	Otokar Otobüs Karoseri Sanayi A.Ş.	OTKAR
10	Tofaş Türk Otomobil Fabrikası A.Ş.	TOASA
11	Turcas Petrol A.Ş.	TRCAS
12	Tüpraş Türkiye Petrol Rafinerileri A.Ş.	TUPRS
13	Türk Prysmian Kablo ve Sistemleri	PRKAB
14	Türk Telekomünikasyon A.Ş.	TTKOM
15	Türk Traktör ve Ziraat Makineleri A.Ş.	TTRAK
16	Vestel Elektronik	VESTL

Tablo-2: Çalışmada Kullanılan Değişkenlerle İlgili Özet Bilgiler

	Değişken	Açıklama	Sembol
Bağımlı Değişkenler	Aktif Karlılığı	Net Kar/Toplam Varlıklar	ROA
	Öz Sermaye Karlılığı	Net Kar/Öz Sermaye	REO
Bağımsız Değişkenler	Toplam Kurumsal Yönetim Notu	%100	TKYN
	Pay Sahipleri	%25	PS
	Kamuyu Aydınlatma ve Şeffaflık	%25	KAS
	Menfaat Sahipleri	%15	MS
	Yönetim Kurulu	%35	YK
Kontrol Değişkenleri	İşletme Büyüklüğü	Toplam Varlıkların Logaritması	BUYUKLUK
	Kaldıraç	İşletmenin Toplam Borcunun Toplam Varlıklara Oranı	KALDIRAC

Çalışmada şirketlerin finansal performansını göstergesi olarak literatürde sıklıkla kullanılan aktif karlılığı (ROA) ve öz sermaye karlılığı (ROE) kullanılmıştır. Çalışmanın bağımsız değişkenleri ise Toplam Kurumsal Yönetim Notu ve bu notun hesaplanmasında ağırlıklarına göre dikkate alınan dört alt başlık belirlenmiştir. Bu şekilde şirketlerin finansal performansı ile kurumsal yönetim alt başlıkları arasındaki ilişkilerin tespit edilmesi amaçlanmıştır. Ayrıca şirketlerin finansal performansını etkilediği düşünülen finansal kaldıraç ve şirket

büyüklüğü de kontrol değişkenleri olarak çalışmaya dâhil edilmiştir. Çalışmada kullanılan değişkenlere ilişkin özet bilgiler Tablo 2’de gösterilmiştir.

Kurumsal Yönetim ve finansal performans arasındaki ilişkiyi tahmin etmek için oluşturulan modeller aşağıdaki gibidir:

$$ROA_{it} = \alpha_{it} + \beta_1 TKYN_{it} + \beta_2 PS_{it} + \beta_3 KAS_{it} + \beta_4 MS_{it} + \beta_5 YK_{it} + \beta_6 KALDIRAC_{it} + \beta_7 BUYUKLUK_{it} + \varepsilon_{it} \quad (\text{Model 1})$$

$$ROE_{it} = \alpha_{it} + \beta_1 TKYN_{it} + \beta_2 PS_{it} + \beta_3 KAS_{it} + \beta_4 MS_{it} + \beta_5 YK_{it} + \beta_6 KALDIRAC_{it} + \beta_7 BUYUKLUK_{it} + \varepsilon_{it} \quad (\text{Model 2})$$

i=1,2,3,...,16, t=1,2,3,...,14

Modellerde bulunan i’ler çalışma kapsamında kurumsal yönetim endeksinde kalıcı olan 16 işletmeyi temsil etmektedir. t’ler ise 2010-2023 yılları arasındaki 14 dönemi temsil etmektedir. α terimi sabit terimi temsil etmekteyken, β bağımsız değişkenlerin katsayıları temsil etmektedir. ε ise hata terimini temsil etmektedir.

Tablo-3: Araştırmada Kullanılan Değişkenlere İlişkin Tanımlayıcı İstatistikler

Değişkenler	ROA	ROE	TKYN	PS	KAS	MS	YK	KALDIRAC	BUYUKLUK
Ortalama	0.10206	0.192408	90.57076	88.83576	93.34754	93.42286	87.5792	0.558965	22.40114
Medyan	0.06234	0.15175	92.415	89.25	93.97	96.01	91.38	0.587603	22.52926
Standart Sapma	0.16729	0.429643	5.36857	6.438469	4.793084	9.327248	8.460458	0.280804	1.788324
Minimum Değer	-0.1455	-4.7107	71.2	57.7	80.4	7.56	60.86	0.093921	17.43422
Maksimum Değer	0.86383	1.5958	97.32	99.77	99.47	99.51	99.58	2.141942	26.62807
Gözlem Sayısı	224	224	224	224	224	224	224	224	224

Tablo 3’de şirketlerin finansal performans göstergesi olarak alınan aktif karlılığı (ROA) ve öz sermaye karlılığı (ROE) değişkenlerinin sırasıyla %10 ve %19 olduğu görülmüş; bu oranların çok yüksek olmadığı; ayrıca standart sapmalarının yıllar itibarıyla ROA’nın ROE’ye göre daha az değişkenlik gösterdiği tespit edilmiştir. Çalışmanın kontrol değişkenlerinden olan kaldıraç oranının ortalamasının 0,55 olması varlıklarının % 55’inin yabancı kaynaklar ile finanse edildiğini göstermektedir. Bu durum borç verenler açısından riskli bir durum olarak görülebilir. Diğer açıklayıcı değişken alan şirket büyüklüğü ortalamasının 22,40 ile yüksek olduğunu ve standart sapmasının 1,78 olması yıllar itibarıyla yüksek değişkenlik gösterdiğini düşündürmektedir. Toplam kurumsal yönetim notunun belirlenmesinde dört alt ana başlık dikkate alınmaktadır. Bu doğrultuda %35 ile Yönetim kurulu ilkesi en yüksek ağırlık oranına sahiptir. Yönetim kurulunu %25 ağırlık ile pay sahipleri ilkesi ve kamuyu aydınlatma ve şeffaflık ilkesi izlemektedir. En düşük ağırlık ise %15 ile menfaat sahipleri ilkesine aittir. Bağımsız değişkenlerin ortalamasına bakıldığında en yüksek değer kamuyu aydınlatma ve şeffaflık (KAS) ve menfaat sahipleri (MS) ilkelerinde olduğu görülmektedir. Menfaat sahipleri ilkesi (MS) değişkeninin diğer bağımsız değişkenlere göre yüksek standart sapma değerine sahip olduğu görülmektedir. Bu durum yıllar itibarıyla çok fazla değişkenlik gösterdiğini göstermektedir.

Tablo-4: Araştırmada Kullanılan Değişkenlere İlişkin Korelasyon Tablosu

Değişkenler	ROA	ROE	TKYN	PS	KAS	MS	YK	KALDIRAC	BUYUKLUK
ROA	1.0000								
ROE	0.3616	1.0000							

TKYN	0.1739	0.2359	1.0000						
PS	0.1055	0.1632	0.8531	1.0000					
KAS	0.1605	0.1770	0.8475	0.6460	1.0000				
MS	0.1916	0.1625	0.7074	0.5720	0.6664	1.0000			
YK	0.1225	0.2335	0.8176	0.5788	0.5599	0.3999	1.0000		
KALDIRAC	-0.4002	-0.2631	0.1202	0.1370	0.0871	0.2066	0.1041	1.0000	
BUYUKLUK	0.0773	0.1905	0.6024	0.4191	0.7187	0.4297	0.4349	0.0948	1.0000

Tablo 4'te yer alan Spearman korelasyon analizi ile değişkenler arasındaki çoklu doğrusal ilişki sorunu değerlendirilmiştir. Korelasyon katsayısının %90'ın üzerinde olması tahmin aşamasında problem yaratabileceği için kritik kabul edilmektedir. Yapılan analizde en yüksek korelasyonun %85,31 olduğu belirlenmiş olup, bu durum değişkenler arasında çoklu doğrusal bağlantı probleminin bulunmadığını göstermektedir (Topaloğlu, 2018: 21).

Model 1 (ROA) İçin Analiz Sonuçları

ROA (Aktif Karlılık) bağımlı değişkeni kullanılarak kurulan modelde öncelikle yatay kesitler arasında bağımlılık olup olmadığı test edilmiştir. Ardından modelde değişen varyans ve otokorelasyon problemlerinin varlığına yönelik analizler gerçekleştirilmiştir. Elde edilen bulgular doğrultusunda, tahminler için en uygun panel veri modeli belirlenerek uygulanmıştır.

Tablo-5: Model 1 (ROA) Yatay Kesit Bağımlılığı Test Sonuçları

Testler	İstatistik	Olasılık Değeri
Breusch-Pagan LM	185.8988	0.0001
Pesaran scaled LM	4.253752	0.0000
Pesaran CD	3.404804	0.0007

H_0 = Yatay kesit bağımlılığı yoktur.

H_1 = Yatay kesit bağımlılığı vardır.

Tablo 5'te, panel veri setinde birimlerin birbirinden bağımsız olup olmadığını belirlemek amacıyla Breusch-Pagan LM (1980), Pesaran Scaled LM ve Pesaran CD testleri uygulanmıştır. Veri setinde örneklem sayısının (N=16) zaman boyutundan (T=14) fazla olması nedeniyle özellikle Pesaran CD testi dikkate alınmıştır. Söz konusu testin olasılık değerinin 0,05'ten düşük çıkması, panelde yatay kesit bağımlılığının bulunduğunu göstermektedir.

Tablo-6: Model 1 (ROA) Tahmin Modeli Test Sonuçları

Test	İstatistik	Olasılık Değeri
Breusch-Pagan (LM) İki yönlü	74.69186	0.0000
Honda İki Yönlü	6.318893	0.0000
Cross-section F	7.646463	0.0000
Hausman test	19.822804	0.0060

Model 1 kapsamında hangi panel veri modelinin kullanılacağına karar verebilmek amacıyla Tablo 6'da dört farklı test gerçekleştirilmiştir. Uygulanan testler sonucunda klasik (havuzlanmış) modelin uygun olmadığı belirlenmiştir. Devamında, sabit etkiler (fixed effects) ve tesadüfi etkiler (random effects) modelleri arasında

tercih yapmak üzere Hausman testi uygulanmıştır. Hausman testinden elde edilen olasılık değeri 0,05'in altında olduğundan, analizler sabit etkili model esas alınarak yürütülmüştür.

Tablo-7: Model 1 (ROA) Sabit Etkiler Modeli İçin Değişen Varyans Test Sonuçları

Yöntem	Değer (chi2)	Olasılık Değeri
Modified Wald test	4760.46	0.0000

H_0 =Değişen varyans yoktur.

H_1 =Değişen varyans vardır.

Sabit etkili (fixed effects) model kapsamında değişen varyans problemi olup olmadığını tespit etmek amacıyla Modifiye Wald testi uygulanmıştır (Güriş, 2018: 75). Tablo 7'ye bakıldığında, testin olasılık değerinin 0,05'in altında olduğu görülmektedir. Bu bulgu, modelde değişen varyansın mevcut olduğunu ortaya koymaktadır.

Tablo-8: Model 1 (ROA) Sabit Etkiler Modeli için Otokorelasyonun Test Sonuçları

Test	İstatistik
Baltagi-Wu LBI	1.4820474
Durbin-Watson	1.2381248

H_0 = Panel otokorelasyon yoktur.

H_1 = Panel otokorelasyon vardır.

Tablo 8'de yer alan Durbin-Watson test istatistiğinin 2 değerinden belirgin şekilde düşük olması, modelde otokorelasyon sorununun varlığına işaret etmektedir. Model 1 kapsamında yapılan analizler sonucunda, otokorelasyonun yanı sıra değişen varyans ve yatay kesit bağımlılığı sorunlarının da mevcut olduğu belirlenmiştir. Bu tür yapısal problemlere karşı sağlam sonuçlar elde edebilmek amacıyla, sabit etkili model çerçevesinde Driscoll-Kraay tahmin yöntemi kullanılmıştır (Güriş, 2018: 96). Driscoll ve Kraay (1998), geliştirdikleri bu yöntemin panel veri analizlerinde söz konusu sorunlara karşı dayanıklı sonuçlar ürettiğini ortaya koymuşlardır.

Tablo-9: Model 1 (ROA) Tahmin Sonuçları

Bağımlı Değişken Yöntem (Fixed-effects regression)

ROA	Regression with Driscoll-Kraay Standard Errors		F (7, 13) = 167,18 Gözlem			
	Sayısı=224		Olasılık Değeri>F= 0,0000			
	Grup Sayısı=16		R squared=0,3501			
Açıklayıcı Değişken	Katsayı	Drisc/Kraay Standart Hata	t-istatistiği	P> t	[95% Güven Aralığı]	
SABİT	0.482	0.369	1.310	0.214	-0.316	1.280
TKYN	-0.036	0.014	-2.610	0.022**	-0.066	-0.006
PS	0.019	0.005	4.160	0.001***	0.009	0.029
KAS	0.003	0.004	0.750	0.464	-0.006	0.012
MS	0.004	0.002	1.990	0.068*	-0.000	0.007
YK	0.011	0.004	2.950	0.011***	0.003	0.019
KALDIRAC	-0.408	0.094	-4.340	0.001***	-0.612	-0.205
BUYUKLUK	-0.009	0.009	-0.930	0.371	-0.029	0.012

***, %1 düzeyinde istatistiksel olarak anlamlı olduğunu göstermektedir.

**, %5 düzeyinde istatistiksel olarak anlamlı olduğunu göstermektedir.

*, %10 düzeyinde istatistiksel olarak anlamlı olduğunu göstermektedir.

Tablo 9'da Model 1 kapsamında aktif kârlılık (ROA) bağımlı değişkenine ilişkin tahmin sonuçları sunulmaktadır. Elde edilen bulgulara göre modelin F istatistiği %99 güven düzeyinde anlamlıdır. Bağımsız değişkenler, modeldeki bağımlı değişkenin yaklaşık %35,01'lik kısmını açıklamaktadır (R-squared). Analiz sonuçları, ROA ile toplam kurumsal yönetim notu (TKYN) arasında negatif ve istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki bulunduğunu göstermektedir. Buna karşılık, aktif kârlılık ile pay sahipleri ilkesi (PS), menfaat sahipleri ilkesi (MS) ve yönetim kurulu ilkesi (YK) notları arasında pozitif ve anlamlı ilişkiler tespit edilmiştir. Diğer yandan, kamuyu aydınlatma ve şeffaflık ilkesi (KAS) ile ROA arasında istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki gözlenmemiştir. Kontrol değişkenleri açısından değerlendirildiğinde, kaldıraç oranı ile aktif kârlılık arasında negatif ve anlamlı bir ilişki varken; işletme büyüklüğü ile ROA arasında anlamlı bir ilişkiye ulaşılamamıştır.

Model 2 (ROE) İçin Analiz Sonuçları

Öz sermaye kârlılığı (ROE) bağımlı değişkeni ile oluşturulan model kapsamında ilk olarak panelde yatay kesit bağımlılığı bulunup bulunmadığını belirlemek amacıyla çeşitli testler uygulanmıştır. Ardından modelin yapısal geçerliliğini değerlendirebilmek için değişen varyans ve otokorelasyon sorunlarına yönelik testler gerçekleştirilmiştir. Elde edilen bulgular doğrultusunda, en uygun panel veri modeli belirlenerek tahmin süreci bu modele göre yürütülmüştür.

Tablo-10: Model 2 (ROE) Yatay Kesit Bağımlılığı Test Sonuçları

Testler	İstatistik	Olasılık Değeri
Breusch-Pagan LM	230.5398	0.0000
Pesaran scaled LM	7.135313	0.0000
Pesaran CD	6.863882	0.0000

H_0 = Yatay kesit bağımlılığı yoktur.

H_1 = Yatay kesit bağımlılığı vardır.

Tablo 10'da, panel veri setinde birimlerin birbirinden bağımsız olup olmadığını belirlemek amacıyla Breusch-Pagan LM (1980), Pesaran Scaled LM ve Pesaran CD testleri uygulanmıştır. Veri setinde örneklem büyüklüğü

(N=16) zaman boyutundan (T=14) daha fazla olduğu için analizlerde özellikle Pesaran CD testi tercih edilmiştir. Bu testten elde edilen olasılık değerinin 0,05'in altında olması, panelde yatay kesitler arasında bağımlılık bulunduğu yönündeki hipotezin kabul edilmesine neden olmuştur.

Tablo-11: Model 2 (ROE) Tahmin Modeli Test Sonuçları

Test	İstatistik	Olasılık Değeri
Breusch-Pagan (LM)	6.924226	0.0085
Honda İki	2.538525	0.0056
Cross-section F	2.631750	0.0012
Hausman test	10.520202	0.1610

Model 2 kapsamında hangi panel veri modelinin tahmin için uygun olduğunu belirlemek amacıyla tablo 11'de dört farklı test gerçekleştirilmiştir. Elde edilen bulgular doğrultusunda klasik (havuzlanmış) modelin geçerliliği reddedilmiştir. Ardından sabit etkiler (fixed effects) ve tesadüfi etkiler (random effects) modelleri arasında seçim yapmak amacıyla Hausman testi uygulanmıştır. Hausman testine ait olasılık değerinin 0,05'ten büyük olması nedeniyle model tahminleri tesadüfi etkiler modeli ile yürütülmüştür.

Tablo-12: Model 2 (ROE) Tesadüfi Etkiler Modeli İçin Değişen Varyans Test Sonuçları

Levene, Brown ve Forsythe testi			
W_0	4.2947707	df(15, 208)	Pr > F = 0.00000059
W_{50}	2.0346228	df(15, 208)	Pr > F = 0.01448646
W_{10}	2.4024341	df(15, 208)	Pr > F = 0.0031384

H_0 =Değişen varyans yoktur.

H_1 =Değişen varyans vardır.

Tesadüfi etkili (random effects) modelde değişen varyansın varlığını belirlemek amacıyla Levene, Brown ve Forsythe testleri uygulanmıştır (Güriş, 2018: 77). Tablo 12'de yer alan sonuçlar, modelde heteroskedastisite sorununun mevcut olduğunu göstermektedir.

Tablo-13: Model 2 (ROE) Tesadüfi Etkiler Modeli için Otokorelasyonun Test Sonuçları

Test	İstatistik
Düzeltilmiş Lagrange Çarpanı (ALM)	39.09 (0.0000)
Lagrange Çarpanı (LM)	45.53 (0.0000)

H_0 = Panel otokorelasyon yoktur.

H_1 = Panel otokorelasyon vardır.

Model 2'de otokorelasyonun varlığını test etmek amacıyla Tablo 13'te yer alan analizler gerçekleştirilmiştir. Test sonuçları, modelde otokorelasyon sorununun bulunduğunu ortaya koymuştur. Ayrıca, Model 2 için yapılan diğer testler neticesinde otokorelasyon, değişen varyans ve yatay kesit bağımlılığı gibi sorunların mevcut olduğu tespit edilmiştir. Bu tür problemlere karşı sağlam tahminler elde etmek amacıyla, sabit etkili modellerde olduğu gibi tesadüfi etkili modellerde de Driscoll-Kraay tahmin yöntemi tercih edilebilir (Güriş, 2018: 96). Driscoll ve Kraay (1998), panel veri analizlerinde bu tür sorunlara dayanıklı bir yöntem geliştirmişlerdir.

Tablo-14: Model 2 (ROE) Tahmin Sonuçları

Bağımlı Değişken Yöntem (Random-effects GLS regression)						
ROE	Regression with Driscoll-Kraay Standard Errors			Wald chi2(11)=144.34		
	Gözlem Sayısı=224			Prob > chi2=0.0000		
	Grup Sayısı=16			R squared=0.1605		
Açıklayıcı Değişken	Katsayı	Drisc/Kraay Standart Hata	t-istatistiği	P> t	[95% Güven Aralığı]	
SABİT	-0.656	0.300	-2.190	0.047**	-1.303	-0.009
TKYN	-0.014	0.051	-0.270	0.791	-0.123	0.096
PS	0.006	0.021	0.270	0.789	-0.041	0.052
KAS	-0.011	0.012	-0.870	0.399	-0.038	0.016
MS	0.006	0.004	1.420	0.180	-0.003	0.015
YK	0.014	0.011	1.290	0.219	-0.010	0.039
KALDIRAC	-0.579	0.155	-3.730	0.003***	-0.914	-0.243
BUYUKLUK	0.048	0.040	1.190	0.257	-0.039	0.135

***, %1 düzeyinde istatistiksel olarak anlamlı olduğunu göstermektedir.

**, %5 düzeyinde istatistiksel olarak anlamlı olduğunu göstermektedir.

*, %10 düzeyinde istatistiksel olarak anlamlı olduğunu göstermektedir.

Tablo 14, aktif kârlılık (ROE) bağımlı değişkeni kullanılarak oluşturulan Model 2'nin tahmin sonuçlarını sunmaktadır. Modelin Wald istatistiği, %99 güven düzeyinde anlamlı bulunmuştur. Bağımsız değişkenler, bağımlı değişkendeki varyansın %16,05'ini (R-kare) açıklamaktadır. Analiz sonucunda, ROE ile toplam kurumsal yönetim notları arasında istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki tespit edilmemiştir. Ancak kontrol değişkenlerinden, işletmenin borçluluğunu ifade eden kaldıraç oranı ile öz sermaye kârlılığı arasında negatif ve anlamlı bir ilişki gözlemlenmiştir.

SONUÇ

Bu çalışmada 2010-2023 yılları arasında BIST Kurumsal Yönetim Endeksi'nde işlem görme özelliğini koruyan finansal olmayan 16 işletmenin finansal performansları ile kurumsal yönetim notları arasındaki ilişkinin tespit edilmesi amaçlanmıştır. Bu amaçla literatürde yaygın bir şekilde kullanılan aktif kârlılığı ve özsermaye kârlılığı değişkenleri finansal performans göstergesi olarak, toplam kurumsal yönetim notu ve bu notun belirlenmesinde alt puanlar olan yönetim kurulu, kamuyu aydınlatma ve şeffaflık, pay sahipleri ve menfaat sahipleri notu bağımsız değişken olarak ve borçlanma oranı ile işletme büyüklüğü ise kontrol değişkeni olarak kullanılmıştır. Çalışmanın birinci modeli olan aktif kârlılığı bağımlı değişkeni incelendiğinde toplam kurumsal yönetim notu (TKYN) arasında negatif ve anlamlı bir ilişki olduğu gözlemlenmiştir. İncelenen dönemde toplam kurumsal yönetim puanının artması ile birlikte aktif kârlılığının düştüğü gözlemlenmektedir. Buna karşın aktif kârlılığı ile pay sahipleri ilkesi notu (PS), menfaat sahipleri ilkesi notu (MS) ve yönetim kurulu ilkesi notu (YK) arasında pozitif ve istatistiksel olarak anlamlı ilişkiler gözlemlenmiştir. Tek başına pay sahipleri, menfaat sahipleri ve yönetim kurulu değişkenlerine ait değerlerin artması ile birlikte aktif kârlılığının da arttığı görülmektedir. Kamuyu aydınlatma ve şeffaflık ilkesi notu (KAS) ile aktif kârlılığı (ROA) arasında anlamlı ilişki tespit edilmemiştir. Borçlanma oranının artması ise aktif kârlılığını azaltan bir etki yaratmaktadır. İkinci Model olan ROE bağımlı değişkeni ile toplam kurumsal yönetim notları arasında ise anlamlı bir ilişki gözlemlenmemiştir. Kontrol değişkenlerinden işletmenin borç yapısını temsil eden kaldıraç oranı ile özkaynak kârlılığı arasında negatif ve anlamlı bir ilişki gözlemlenmiştir.

KAYNAKLAR

- Alabdullah, T. T. Y., Ahmed, E. R., ve Kanaan-Jebna, A. (2022). Corporate Governance System and Firm Financial Performance. *Acta Scientific Computer Sciences Volume*, 4(6:97-103
- Al-ahdal, W. M., Alsamhi, M. H., Tabash, M. I. ve Farhan, N.H.S. (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 (101083). <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2019.101083>.
- Alptürk, Y. ve Söker, F. (2024). Kurumsal Yönetim Notları Hisse Senedi Getirilerini Etkiler Mi? Fourier Tabanlı Testler ile BIST XKURY Endeksinden Kanıtlar. *Alanya Akademik Bakış*, 8(3), 823-839. <https://doi.org/10.29023/alanyaakademik.1470372>
- Anh, P.D. and Anh, H.T.P. (2020), Does Corporate Governance Structure Matter for Firm Financial Performance? A System GMM Panel Analysis for Vietnam, *Journal of International Economics*, 20 (1): 1-17, doi: 10.38203/jiem.020.1.0001.
- Arslan, Ş. ve Saygılı, E. (2022). Kurumsal Yönetim ve Finansal Performans İlişkisi: Uluslararası Literatür Taraması (2000-2019). *Muhasebe Bilim Dünyası Dergisi*, 24(3), 641-676. <https://doi.org/10.31460/mbdd.970884>
- Cengiz, S. ve Karabayır, M. E. (2022). Kurumsal Yönetim ile Finansal Performans İlişkisi: Türkiye’de Ampirik Bir Araştırma. *Journal of Accounting and Taxation Studies*, 15(2), 321-348. <https://doi.org/10.29067/muvu.1053921>
- Çağlar Bektaş, N., ve Kırkbeşoğlu, E. (2020). Kurumsal Yönetim Endeksinde Bulunmanın Hisse Senedi Getirisine Etkisi: BİST Finans Sektörü Örneği. *Başkent Üniversitesi Ticari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 4(1), 28-42.
- Çekici, E. M. ve Babacan, Ş. F. (2022). Gri İlişkisel Analiz ile Kurumsal Yönetim ve Finansal Performans Karşılaştırması: Borsa İstanbul’da Bir Uygulama. *Marmara Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi*, 44(1), 221-238. <https://doi.org/10.14780/muiibd.1135582>
- Driscoll, J. C., ve Kraay, A. C. (1998). Consistent Covariance Matrix Estimation with Spatially Dependent Panel Data. *Review of Economics and Statistics*, 80(4), 549-560.
- Gompers, P., Ishii, J., & Metrick, A. (2003). Corporate Governance and Equity Prices. *The Quarterly Journal of Economics*, 118(1), 107-156.
- Güngör, B. ve Güney, G. (2019). Kurumsal Yönetim Performansının Hisse Senedi Getirileri ile İlişkisi: Türkiye Örneği. *Atatürk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 23(1), 37-66.
- Gürış, Selahattin ve Diğerleri (2018), *Uygulamalı Panel Veri Ekonometrisi*, 1. Baskı, İstanbul: Der Yayınları.
- G20/OECD Principles of Corporate Governance, 2023
- Karabaş, S. ve Sayar, A.R.Z. (2023) Sermaye Piyasası Kurulu’nun Kurumsal Yönetim Tebliği Çerçevesinde Uyumlası Zorunlu Kurumsal Yönetim İlkelerinin Uygulanabilirliği: Türkiye Tarım Kredi Kooperatifleri Örneği, *Muhasebe ve Denetime Bakış*, 23(69): 169-182. <https://doi.org/10.55322/mdbakis.1201378>
- Karakılıç, A. B. ve Vuran, B. (2019). Kurumsal Yönetim Uygulamalarının Firma Değerine Etkisi: Türkiye Uygulaması. *Muhasebe Enstitüsü Dergisi* (60), 9-19. <https://doi.org/10.26650/MED.2019476390>.
- Kyere, M. and Ausloos, M. (2021), Corporate Governance and Firms Financial Performance in The United Kingdom , *International Journal of Finance and Economics*, 26 (2): 1871-1885, doi: 10.1002/ijfe.1883.
- Kurt, A. ve Elagöz, İ. (2022). Kurumsal Yönetim ve Finansal Performans İlişkisi: Borsa İstanbul Kurumsal Yönetim Endeksinde Yer Alan Şirketlerde Bir Uygulama, *International Journal of Disciplines Economics & Administrative Sciences Studies*, 8 (41), 330-344.
- Shahwan, T.M. (2015), The Effects of Corporate Governance on Financial Performance and Financial Distress: Evidence from Egypt, *Corporate Governance*, 15(5): 641-662. <https://doi.org/10.1108/CG-11-2014-0140>
- Soylu, B. ve Ayanoğlu, Y. (2022). Finansal ve Finansal Olmayan Performans ile Kurumsal Yönetim Arasındaki İlişkinin İncelenmesi: Kurumsal Yönetim Endeksindeki İşletmeler Üzerine Bir Uygulama. *Muhasebe Bilim Dünyası Dergisi*, 24 (MODAVICA Özel Sayısı), 202-227. <https://doi.org/10.31460/mbdd.1065876>
- Sönmez, A. R. (2023). Kurumsal Yönetim Derecelendirme Puanının Finansal Performans Üzerine Etkisi: Türkiye Örneği. *Stratejik Yönetim Araştırmaları Dergisi*, 6(1), 21-34. <https://doi.org/10.54993/syad.1242008>
- Tezel, Ö., Yumuk Günay, G. (2023), Kurumsal Yönetim Uygulamaları: Ülkeler Özelinde Bir Sistematik Literatür Taraması, *Trakya Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi* (25) Özel Sayı:85-106 DOI: 10.26468/trakyasobed.1220049.
- Topaloğlu, E. E. (2018). Bankalarda finansal Kırılganlığı Etkileyen Faktörlerin Panel Veri Analizi İle Belirlenmesi. *Eskişehir Osmangazi Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi*, 13(1), 15-38.
- Tufan, H. ve İlhan, E. (2021), Kurumsal Yönetim İlkelerinin Finansal Performansa Etkisi: Panel Veri Analizi, *Mersin Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 4(2), 41-57.
- Tükenmez, N. M., Gençyürek, A. G. ve Karakelleoğlu, M. İ. (2017). Kurumsal Yönetim Derecelendirme Notlarının Şirketlerin Finansal Performansı Üzerindeki Etkisi. *Ege Stratejik Araştırmalar Dergisi*, 8(1), 1-18.

- Paul Gompers, Joy Ishii, Andrew Metrick Corporate Governance and Equity Prices *The Quarterly Journal of Economics*, Volume 118, Issue 1, February 2003, Pages 107–156, <https://doi.org/10.1162/00335530360535162>
- Yavuz, S., ve Sönmez, A. R. (2023). CRITIC-MABAC ve ENTROPİ-MABAC Yöntemleri ile Finansal Performans Değerlendirmesi: BIST Kurumsal Yönetim Endeksi Üzerine Bir Araştırma. *EKEV Akademi Dergisi* (94), 278-300. <https://doi.org/10.17753/sosekev.1215740>
- Yenisu, E. ve Türkoğlu, D. (2023). Kurumsal Yönetim ve Finansal Performans İlişkisi: BIST Şirketleri Üzerine Bir Uygulama. *Balıkesir Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 26(49), 219-239. <https://doi.org/10.31795/baunsobed.1222847>
- Zeytinoğlu, E. ve Önder, Ş. (2023). Covid-19 Pandemisinin Kurumsal Yönetim ve Finansal Performans Üzerindeki Etkisi: BIST 100 Endeksinde Bir Uygulama. *The Journal of International Scientific Researches*, 8(1), 95-106. <https://doi.org/10.23834/isrjournal.1213566>