

Bölüm 49

KURUMSAL YÖNETİM UYGULAMALARININ FİNANSAL PERFORMANS ÜZERİNDEKİ ETKİLERİ

Arif SALDANLI - İstanbul Üniversitesi

GİRİŞ

Kurumsal Yönetim kavramsal olarak ilk kez 1990 lı yıllarda literatürde yer almasına rağmen ortaya çıkışı çok daha eski yıllara dayanmaktadır. Bilindiği gibi iktisat biliminin başlangıç noktası Adam Smith’ in 1776 yılında kısaca “Milletlerin Zenginliği” adıyla bilinen eserinin yayımlanması olarak gösterilmektedir. Adam Smith iktisat biliminin temellerini attığı bu kitapta mülkiyet ve kontrol yapılarının birbirinden ayrılmasının, asil ve vekil arasında ortaya çıkacak anlaşmazlıkların çözümü için etkin organizasyonlar yapılması gerektiğini ileri sürmüştür. Adam Smith yöneticileri kendi harcamaları ve firma harcamaları arasında farklı hassasiyete sahip olacaklarının ve bunu engellemenin çok zor olduğunu ifade etmiştir. (Smith, 1776) Adam Smith’ in öne sürdüğü bu anlayış birçok Kurumsal Yönetim sisteminin temelinde yer alan Hissedar Hakları ve Yönetim Kurulu başlıkları ile oldukça benzerlik göstermektedir.

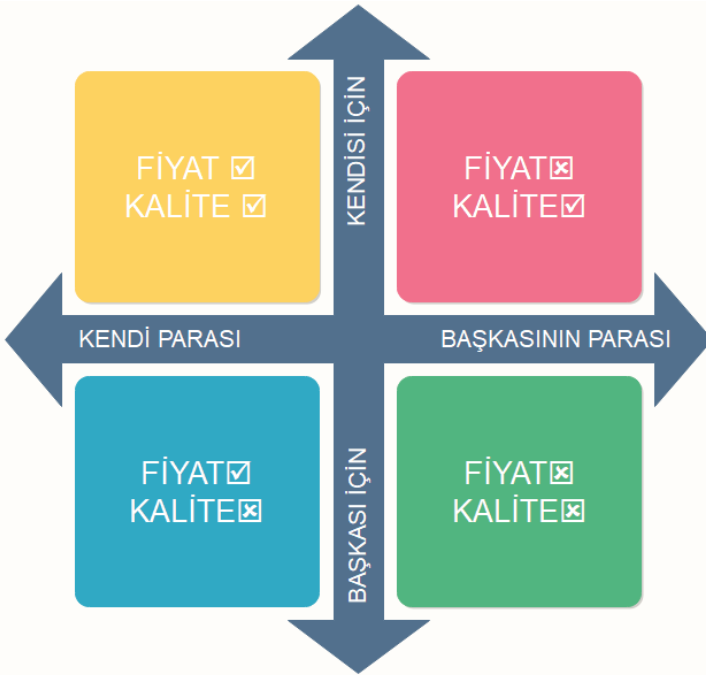
1932 yılında Berle ve Means tarafından yayımlanan “Modern Kurumlar ve Özel Mülkiyet” isimli kitapta mülkiyet ve yönetimin ayrıldığı halka açık firmalarda hissedarların kendi çıkarları doğrultusunda hareket edecekleri konusunda yönetim kurullarına güvendikleri ifade edilmiştir. Ancak zaman içerisinde gelirin artmasıyla ortaya çıkan ekonomik güç dolayısı ile yönetimin

* Bu çalışma Arif SALDANLI tarafından hazırlanan “Kurumsal Yönetimin Firma Değer ve Performansına Etkisi, İMKB 100 Üzerine bir Uygulama” başlıklı tezden yararlanılarak yapılmıştır.

baskınlığının artabileceğini ve hissedarların etkinliğinin ortadan kaybolabileceğini ileri sürülmüştür (Berle & Means, 1932, s. 66-72). Çalışmada Kurumsal Yönetim anlayışına benzer şekilde asil vekil problemini ele alındığı görülmektedir.

1976 yılında Jensen ve Meckling yaptıkları çalışmada Berle ve Means tarafından ileri sürülen teoriyi geliştirerek Vekâlet teorisini ortaya atmışlardır. Teorinin temelinde asiller tarafından görevlendirilen vekillerin, asillerin menfaati ve firma çıkarlarını aynı anda gözetebilmesi için teşvik edici anlaşmalara ihtiyaç duyulduğu vurgulanmaktadır. (Jensen & Meckling, 1976, s. 305-360)

Monetarist İktisadın kurucusu Milton Friedman tarafından geliştirilen Friedman Matrisinde kişilerin parayı kendileri için ya da başkaları için harcamalarının, kendi paralarını ya da başkalarının paralarını harcamalarının, yapacakları tercihlerde fiyat ve kalite ekseninde değişiklik gösterdiğini ileri sürmüştür. (Friedman & Friedman, 1980, s. 38--70) Friedman matrisinin çıkış noktası kamu yöneticilerinin bireysel harcamalarında kaynak israfına gidebileceği varsayımı yatmaktadır.



Şekil 1. Friedman Matrisi (Para Harcamanın 4 Yolu) (Friedman & Friedman, 1980)

Ortaya çıkarılan matrisi Kurumsal Yönetim anlamında ele aldığımızda firma yöneticilerinin, kişisel çıkarı için alacakları karar ve yapacakları harcamalarda fiyat – kalite dengesinin kalite lehine doğru yönelebileceği, Firmanın aleyhine bile olsa fiyat unsurunun göz önünde bulundurulmayacağı düşünülebilir. Bu durum özellikle firma-

nın temel hedefi olarak öne çıkan değer maksimizasyonu ve varlığının sürdürülmesi konusunda olumsuzluklara neden olabilir. Örneğin firma yöneticisi alacak olduğu prim, zam, terfi vb gibi kısa vadeli hedefleri gözeterek orta ve uzun vadede firmanın daha fazla fayda sağlayabileceği yatırımlar yerine daha düşük verime sahip kısa vadeli yatırımları tercih edebilir.

Modern anlamda Kurumsal Yönetim kavramı ise ilk kez 1 Aralık 1992 tarihinde yayımlanan Cadbury Komitesi Raporunda yer almıştır. Cadbury komitesi 1991 yılı Mayıs ayında Londra Menkul Kıymetler Borsası ve Kurumsal Yönetimin mali yönlerini ele almak üzere oluşturulan muhasebeciler ve finans uzmanlarından oluşmaktadır. Komitenin oluşturulma nedeni temel olarak muhasebe standartlarının çok sıkı olmaması, yöneticilerin işlerinde kontrolleri gözden geçirmelerini sağlamak için açık bir düzenlemenin bulunmaması ve hem firmalar hem de denetçiler için rekabet gücünü zorlaştıran rekabet baskısının giderek artması gösterilebilir. (Cadbury Committee, 1992, s. 53-54)

17 Temmuz 1995 tarihinde aynı zamanda Marks&Spencer Plc. Şirketinin yönetim kurulu başkanı olarak görev yapan Richard Greenburry başkanlığında oluşturulan Greenburry Komitesi tarafından oluşturulan rapor ise Kurumsal Yönetimin gelişimi açısından bir diğer önemli adım olarak görülebilir. Greenburry Raporunda kamu kesimi ve hissedarların, yöneticilerin ücret seviyeleri hakkındaki belirsizliklerden doğan endişelerini ortadan kaldırmayı amaçlandığı ifade edilmiştir. Raporun ana teması olarak hesap verebilirlik, sorumluluk, tam açıklama, yönetim ve hissedar faydalarında düzenleme ve gelişmiş firma performansı olarak belirlenmiştir (Greenburry Committee, 1995, s. 53-57). Komitenin raporunun temel sonucu olarak icracı olmayan yöneticilerden oluşan ücret komitelerinin, icra görevi olan müdürlerin tazminat ve ücret seviyelerinin belirlenmesinden sorumlu olması, idare tarafından ödeme paketlerinin tam olarak açıklanması ve hissedarlardan onay alınması gerektiği tespit edilmiştir. Ücretlendirmenin performansa dayalı olması gerekliliği ve özellikle üst düzey yöneticileri ücretleri konusunda bir kısıtlama bulunmasının gerekliliğini vurgulanmıştır.(University of Cambridge Judge Business School, 2018).

Ocak 1998 de Cadbury ve Greenbury komitesinin önerileri gözden geçirmek üzere Hampel Komitesi toplanmıştır. Komite sonuç raporunda Kurumsal yönetim ilkelerini ortaya koyarak firmalar üzerinde uygulanabilir ilkelerin geliştirilmesi için firmaya özgü koşulların dikkate alınması gerekliliğini ortaya koymuştur (Hampel Committee, 1998, s. 57). 1998 yılında ayrıca “Yönetişim İlkeleri ve Uygulama Kuralları” isimli bir sonuç raporu komite tarafından yayımlanmıştır.

Kurumsal Yönetim kavramının tarihsel gelişimi içerisinde en önemli gelişmenin Ekonomik Kalkınma ve İşbirliği Örgütü (OECD) tarafından 1999 yılında Kurumsal Yönetim ilkelerinin yayımlanması gösterilebilir. OECD tarafından bu ilkeler daha sonra 2004 yılında güncellenerek tekrar yayımlanmıştır. Bu ilkeler temel olarak tavsiye niteliğinde olup, herhangi bir yaptırımı bulunmamaktadır. İlkelerin temel pren-

sibi “Uy, Uymuyorsan Açıkla” olarak ifade edilebilir. Ayrıca ülkeler arası siyasal, bürokratik, hukuksal vb. farklılıklar nedeni ile tek tür Kurumsal Yönetim uygulamalarının tüm ülkelere fayda sağlayamayacağı bunun yerine her ülkeye özgü olarak değişikliklerin yapılabileceği vurgulanmıştır. Bu kapsamda

- Hissedarların Hakları
- Hissedarların Adil Muamele Görmesi
- Kurumsal Yönetimde Çıkar Sahiplerinin Rolü
- Kamuoyuna Açıklama Yapma ve Şeffaflık
- Yönetim Kurulunun Sorumlulukları

olmak üzere 5 ana bölümde 12 alt kategoride ilkeler belirlenmiştir (OECD, 2004, s. 9).

Türkiye açısından Kurumsal Yönetim kavramının gelişim sürecine bakıldığında ilk çalışma olarak OECD Kurumsal Yönetim ilkelerine paralel olarak Sermaye Piyasası Kurulu (SPK) tarafından 2003 yılında yayımlanan Kurumsal Yönetim ilkeleri öne çıkmaktadır. OECD Kurumsal Yönetim ilkelerinin yayımlanmasını takiben global ve uluslararası firmalar ile uyum sağlanması ve önemli bir kısıt haline gelen finansman imkanlarının kısıtlanmaması için bu ilkelerin hazırlanması ciddi bir ihtiyaç haline gelmiştir. İlkeler Sermaye Piyasası Kurulu tarafından 2005 yılında yeni ekleme ve düzenlemeler ile güncellenmiştir. OECD ve SPK tarafından belirlenen Kurumsal Yönetim İlkeleri büyük oranda benzerlikler göstermektedir. Ancak OECD ilkelerinde de belirtildiği üzere ülkeye özgü yasal ve ekonomik düzenlemeler çerçevesinde bazı farklılıklar içermektedir. Sermaye Piyasası Kurulu tarafından yayımlanan Kurumsal Yönetim İlkeleri

- Pay Sahipleri
- Kamuyu Aydınlatma ve Şeffaflık
- Menfaat Sahipleri
- Yönetim Kurulu

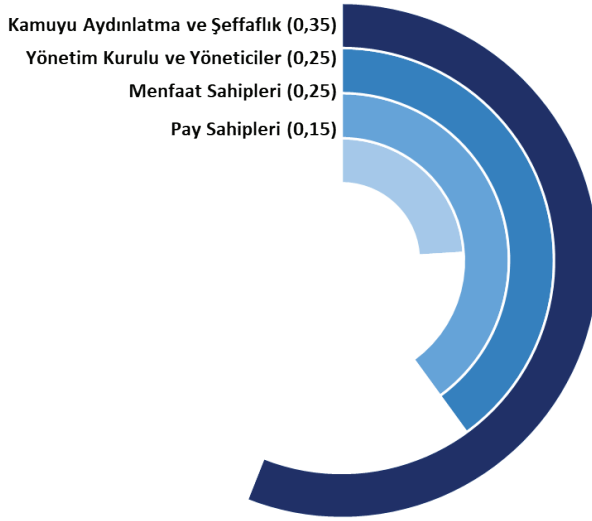
olmak üzere 4 ana bölümde 27 kategoride ilkeler belirlenmiştir (Sermaye Piyasası Kurulu, 2005).

Ayrıca Borsa İstanbul bünyesinde 31.08.2007 tarihi itibarı ile Kurumsal Yönetim İlkelerine uyum notu 10 üzerinden 7 ve her bir alt kategori için 10 üzerinden en az 6,5 olan işletmelerin yer aldığı Kurumsal Yönetim Endeksi oluşturulmuştur. Derecelendirme faaliyeti ise 12 Temmuz 2007 tarihli resmi gazetede yayımlanan “Sermaye Piyasasında Derecelendirme Faaliyeti ve Derecelendirme Kuruluşlarına İlişkin Esaslar Tebliği” Madde 6- da

“(1) Kurumsal yönetim ilkelerine uyum derecelendirmesi, işletmelerin Kurulca yayımlanan Kurumsal Yönetim İlkelerine uyumlarının derecelendirme kuruluşları tarafından bağımsız, tarafsız ve adil olarak değerlendirilmesi ve sınıflandırılması faaliyetidir.

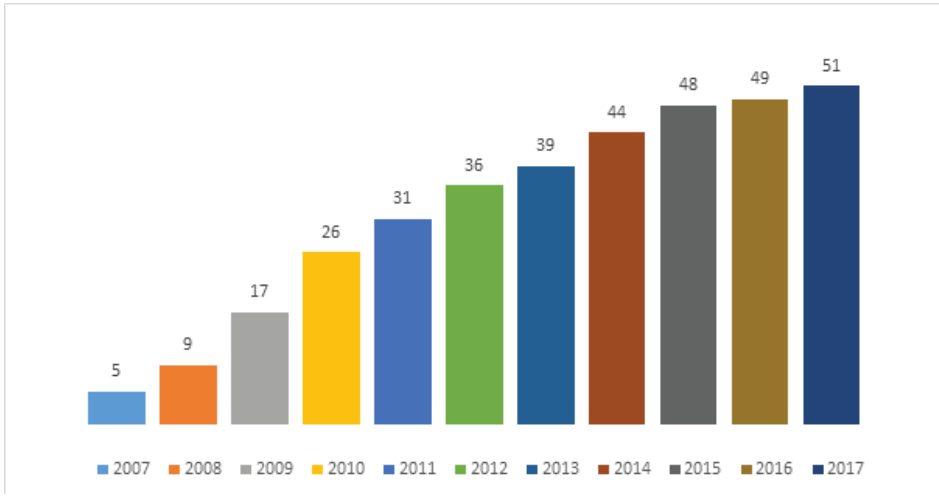
(2) Kurumsal yönetim ilkelerine uyum derecelendirmesinde bir bütün olarak tüm ilkelere uyum ile pay sahipleri, kamuyu aydınlatma ve şeffaflık, menfaat sahipleri ve yönetim kurulu ana bölümleri itibarıyla ayrı ayrı olmak üzere, 1 ile 10 arasında not verilir. Bu değerler arasında kalan (iki haneye kadar) küsuratlı notlar, tama iblağ edilmeksizin kamuya açıklanır.”

şeklinde ifade edilmektedir. Her bir kategori için 1 en düşük 10 ise en yüksek puanı temsil etmektedir. Nihai Kurumsal Yönetim derecelendirme notunun oluşturulması için ağırlıklı ortalama yöntemi kullanılmaktadır. Aşağıda yer alan Şekil 2 de Kurumsal Yönetim kategorileri için belirlenen ağırlık katsayısı yer almaktadır.



Şekil 2. Kurumsal Yönetim Derecelendirme Skoru Kategori Ağırlıkları

BİST Kurumsal Yönetim endeksinde 2007 yıl itibari ile 7 işletme yer alırken Temmuz 2018 itibari ile bu sayı 51 e ulaşmıştır. Grafik 1 de görüldüğü üzere endekste yer alan firma sayısındaki artışın ivmesinin giderek azaldığını söylemek mümkündür.



Grafik 1. Yılları İtibari İle Kurumsal Yönetim Endeksinde Yer Alan Firma Sayısı

Kurumsal Yönetim Endeksinde yer alan hisselerin toplam piyasa değerleri 62.025.449.047 USD olup halka açık piyasa değeri toplamı ise 20.410.743.758 USD dir. Borsa İstanbul Ulusal Tüm Endekste yer alan hisselerin toplam piyasa değeri ise 158.742.634.732 USD, halka açık piyasa değeri toplamı ise 48.953.569.188 USD düzeyindedir.



Grafiklerden de görülebileceği üzere Kurumsal Yönetim endeksinde yer alan hisseler toplam hisse sayısının yaklaşık % 15' ini oluşturmalarına rağmen toplam piyasa değerinin yaklaşık %39'u ve halka açık piyasa değerinin ise % 42' lik kısmını temsil etmektedir.

Amaç

Literatür incelendiğinde Kurumsal Yönetim uygulamaları ile firma değeri ya da firma performansı arasındaki ilişkiyi araştırıldığı birçok çalışmaya rastlamak mümkündür. Çalışmalarda kullanılan araştırma yöntemleri veri setine ve çalışmanın yapıldığı ülkeye bağlı olarak oldukça farklılıklar içermekle birlikte; temel olarak Kurumsal Yönetim uygulamalarına sahip olmanın firma değer ve performansı üzerindeki etki-

lerinin araştırıldığı çalışmalar ve Kurumsal Yönetim uyum skorları ile firma değer ve performansı arasındaki ilişkinin analiz edildiği çalışmalar şeklinde bir sınıflandırma yapmak mümkündür.

Drobetz, Schillhofer ve Zimmerman'ın Almanya Borsasında işlem gören firmaların Kurumsal Yönetim derecelendirme skorları ile firma değeri arasındaki ilişkiyi analiz ettikleri çalışmada değişkenler arasında pozitif korelasyonun varlığını tespit etmişlerdir. Ayrıca çalışmada elde edilen bir diğer önemli bulgu ise daha yüksek Kurumsal Yönetim Skoruna sahip firmaları tercih eden yatırımcıların, daha düşük kurumsal yönetim derecelendirme skoruna sahip firmaları tercih eden yatırımcılara kıyasla yaklaşık % 12 oranında daha yüksek getiri sağladıklarıdır. (Drobetz, Schillhofer, & Zimmerman, 2003, s. 31-32)

Judge, Naoumova ve Koutzevol tarafından yönetim yapısı ile firma performansı arasındaki ilişkinin analiz edildiği çalışmada ise Kurumsal Yönetim anlayışının gelişmesinin Rusya özelinde firmaların performansının güçlenmesi için gerekli olabileceği sonucuna ulaşılmıştır (Judge, Naoumova, & Koutzevol, 2003, s. 393).

Mashayekhi ve Bazaz tarafından yapılan çalışma kapsamında 2005-2006 yılları arasında Tahran Menkul Kıymetler Borsasında işlem gören firmaların Kurumsal Yönetim uyum skorlarının firma performansı üzerindeki rolünün tespiti amaçlanmıştır. Elde edilen regresyon sonuçlarına göre Kurumsal Yönetim bileşenlerinden yönetim kurulu büyüklüğünün, firma performansı üzerinde negatif yönde bir etkiye sahip olduğu, dış yönetim mekanizmalarının varlığının ise performansı pozitif yönde etkilediği ifade edilmiştir. Diğer kurumsal yönetim bileşenleri için ise performans üzerinde anlamlı bir etki tespit edilememiştir (Mashayekhi & Bazaz, 2008, s. 167).

Kajola yaptığı çalışmada Kurumsal Yönetim uygulamaları ile Özkaynak karlılığı ve kar marjı arasındaki ilişkiyi Nijerya Borsasında işlem gören 20 firmanın 2000-2006 yılları arasındaki verileri kullanarak Panel veri ve OLS yöntemi ile değerlendirmiştir. Elde edilen sonuçlara göre yönetim kurulu bileşimi ve yönetim kurulu ile bağımlı değişkenler arasında anlamlı ilişki mevcut iken yönetim kurulu büyüklüğü ve denetim komitesi ile bağımlı değişkenler arasında anlamlı bir ilişki tespit edilememiştir (Kajola, 2008, s. 24).

Karamustafa, Varıcı ve Er tarafından Borsa İstanbul üzerine yapılan çalışmada 2008-2009 yılları için Kurumsal Yönetim endeksinde yer alan firmaların, endekse dâhil olmalarından önce ve sonraki finansal performanslarını karşılaştırmışlardır. Elde edilen bulgulara göre Aktif Devir Hızı, Aktif Karlılığı ve Özsermaye karlılığı göstergelerinde anlamlı farklar oluştuğunu ortaya koymuşlardır (Karamustafa, Varıcı, & Er, 2009, s. 116).

Sakarya tarafından yapılan çalışmada 2009 yılı için Kurumsal Yönetim Endeksinde dâhil olan firmaların Kurumsal Yönetim derecelendirme skoru ile hisse senedi getirileri arasındaki ilişkiyi olay çalışması yöntemini kullanarak analiz etmiştir.

Çalışmada elde edilen sonuçlara göre Hisse senedi getirilerinin, Kurumsal Yönetim derecelendirme skoru ile pozitif ilişki içerisinde olduğu ifade edilmiştir (Sakarya, 2011, s. 159).

Ersoy, Bayrakdaroğlu, ve Şamiloğlu yaptıkları çalışmada Panel Lojistik Regresyon Modelini kullanarak Borsa İstanbul'da İşlem gören 51 firma için 1998-2007 yılları arsası firma performansı ile Kurumsal Yönetim uygulamaları arasındaki ilişki analiz edilmiştir. Elde edilen sonuçlara göre yabancı sahipliğinin artmasının firma performansı üzerinde olumlu fakat hisse senedi getirileri üzerinde olumsuz etkiye sahip olduğu tespit edilmiştir (Ersoy, Bayrakdaroğlu, & Şamiloğlu, 2011, s. 80).

Eyüboğlu tarafından Borsa İstanbul üzerine yapılan çalışmada Kurumsal Yönetim Endeksi kapsamında yer alan hisse senetlerinin aylık getiri oranlarının endekse dâhil olmalarının istatistiksel açıdan anlamlı bir fark yaratmadığı sonucuna ulaşılmıştır. (Eyüboğlu, 2011, s. 55)

Ege, Topaloğlu ve Özyamanoğlu 2009-2011 yılları için Kurumsal Yönetim Derecelendirme skorları ile firmaların finansal performanslarını analiz etmişlerdir. Analize konu olan 18 firmanın, TOPSİS yöntemi ile elde edilen finansal performans puanları ile Kurumsal Yönetim derecelendirme skorları arasında ilgili yıllar için istatistiki olarak anlamlı ilişkiye sahip olmadığı sonucuna ulaşmışlardır (Ege, Topaloğlu, & Özyamanoğlu, 2013, s. 114).

Yenice ve Dölen yaptıkları çalışmada Borsa İstanbul Kurumsal Yönetim Endeksinde yer alan firmaların 2017-2011 yılları arası Kurumsal Yönetim derecelendirme Skorları ile ilgili hisse senetlerinin ilişkisi araştırılmıştır. Bu kapsamda endekse dâhil olma tarihinden önceki ve sonraki 30 günlük dönem için yapılan analizde Kurumsal Yönetim derecelendirme skorlarının hisse değerine pozitif yönde etki ettiği sonucuna ulaşılmıştır (Yenice & Dölen, 2013, s. 211).

Kula ve Baykut Borsa İstanbul'da işlem gören 14 adet bankanın Kurumsal Yönetim endeksine dâhil olmalarının performans üzerindeki etkilerini panel veri analizi yöntemini kullanarak incelemişlerdir. Elde edilen bulgulara göre Kurumsal Yönetim endeksinde yer almanın piyasa değeri üzerinde anlamlı bir etkisinin bulunmadığı sonucuna ulaşılmıştır (Kula & Baykut, 2013, s. 132).

Velnampy Sri-Lanka'da 2007-2011 yılları arasında 28 imalat sanayi firmasının Yönetim kurulu yapısı, yönetim kurulu, yönetim kurulu ve yönetim kurulu üyeleri dâhil yönetim kurulu büyüklüğü, bağımsız icracı olmayan direktörler ve icracı olmayan direktörleri ile Özkaynak karlılığı ve Aktif Karlılığı arasındaki ilişkiyi araştırmıştır. Çalışmada regresyon modeli sonucunda kurumsal yönetişimin belirleyicilerinin, kurumun performans ölçümleriyle ilişkili olmadığı sonucuna ulaşılmıştır (Velnampy, 2013, s. 233).

Durak ve Taşkın Borsa İstanbul'da yer alan İmalat sektörü firmalarının performansları üzerinde Kurumsal Yönetim uygulamalarının etkilerini araştırmışlardır. Bu amaçla 2005-2011 yılları arsıdna firmalara ilişkin etkinlik ve verimlilik değerleri

Veri Zarflama Analizi ile elde edilmiştir. Daha sonra etkinlik değerleri ile kurumsal yönetim uygulamaları arasında ki ilişki sınırlı regresyon yöntemi ile analiz edilmiştir. Çalışmanın bulgularına göre ikinci büyük ortağın sahiplik oranının firmanın performansı üzerinde genelde pozitif yansıması olduğunu ancak birleşik liderlik ve yönetim kurulu büyüklüğünün ise negatif yönde etki yarattığı sonucuna ulaşılmıştır (Gürol & Taşkın, 2014, s. 29).

Akdoğan ve Boyacıoğlu tarafından 2008 yılı için Borsa İstanbul’da işlem gören hisse senetlerinin finansal performansları ile Kurumsal Yönetim Derecelendirme skorları arasındaki ilişki araştırılmıştır. Çalışma sonucunda işletmelerin Kurumsal Yönetim ilkelerinin uygulama düzeyi ile varlık getiri oranı ve özkaynak getiri oranları arasında istatistiki olarak anlamlı ve pozitif bir ilişki tespit edilmiştir (Akdoğan & Boyacıoğlu, 2014, s. 206).

Karakoç, Tayyar ve Genç tarafından yapılan çalışmada 2007 yılı itibari ile Kurumsal Yönetim Endeksinde yer alan 5 firmanın 2007-2014 yılları arasında göstermiş olduğu finansal performansları ile Kurumsal Yönetim derecelendirme skorları arasındaki ilişki Gri İlişkisel Analiz Yöntemi kullanılarak incelenmiştir. Elde edilen sonuçlara göre ilgili firmalar için Kurumsal Yönetim Derecelendirme Skorları ile finansal Performans arasında anlamlı bir ilişki tespit edilememiştir (Karakoç, Tayyar, & Genç, 2016, s. 1335).

Genel olarak değerlendirildiğinde uygulanan yöntemlerin farklılaşması, veri setinin farklı dönemleri kapsamaması, seçilen değişkenlerin türü gibi faktörlerin çalışmalarda Kurumsal Yönetim bileşenlerinin bağımlı değişkenler üzerindeki açıklama gücü üzerinde oldukça farklılaşmaya yol açtığı ifade edilebilir. Çalışmanın temel amacı Kurumsal Yönetim Endeksinde işlem görmeye başlayan firmaların finansal performans göstergelerinde anlamlı bir farklılığın oluşup oluşmadığının tespit edilmesidir.

Yöntem

Bu çalışmada incelenen firmaların Kurumsal Yönetim endeksine dâhil olmasıyla finansal oranlarında istatistiksel olarak anlamlı bir fark olup olmadığını araştırmak amacıyla hipotez testi uygulanmıştır. Bilindiği üzere hipotez testleri; parametrik ve parametrik olmayan hipotez testleri olmak üzere iki başlık altında incelenmektedir. Parametrik hipotez testlerinin uygulanabilmesi için sağlanması gereken varsayımlar bulunmaktadır. Bu varsayımlar, verinin özellikleri ve gözlem sayısı ile ilgilidir. Bu çalışmada ele alınan firmaların finansal oranlarının Kurumsal Yönetim endeksine dâhil olmadan önceki ve sonraki değerleri arasında fark olup olmadığı sınanacağından parametrik testlerden biri olan eşlenik örneklerde t testinin uygulanması gerekmektedir. Çünkü aynı birimler aynı değişken açısından farklı iki zamanda ölçülmüştür. Ancak verinin özellikleri dikkate alındığında parametrik test varsayımlarının sağlanmadığı saptanmıştır. Bunun için eşlenik örneklerde t testinin parametrik olmayan karşılığı olan Wilcoxon eşleştirilmiş iki örnek testi kullanılmıştır. Bu testin temel hipotezi, iki eş arasında fark olmadığını göstermektedir. (Israel, 2008)

Veri Toplama Araçları ve Süreci

Çalışma kapsamında Kurumsal Yönetim endeksine dâhil olan firmaların Endekse dâhil olmalarından önceki yılsonu ve dâhil olmalarını izleyen yılsonu finansal tabloları üzerinden elde edilen finansal göstergeleri arasında istatistiksel olarak anlamlı bir farkın varlığı araştırılmıştır. Çalışmaya 2007-2016 yılları arasında Borsa İstanbul Kurumsal Yönetim Endeksinde yer alan ve verilerinde devamlılık bulunan, Finansal Kurumlar ve Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları dışında kalan 29 firma dâhil edilmiştir. Çalışmada incelenen firmalar ve firmaların borsa işlem kodları alfabetik olarak Tablo 1’de sunulmuştur.

Tablo 1. Çalışmada Kullanılan Firma Listesi

İşlem Kodu	Firma Adı	İşlem Kodu	Firma Adı
AEFES	Anadolu Efes Biracılık ve Malt Sanayi A.Ş.	OTKAR	Otokar Otomotiv ve Savunma Sanayi A.Ş.
AKSA	Aksa Akrilik Kimya Sanayi A.Ş.	PETUN	Pınar Entegre Et ve Un Sanayi A.Ş.
ARCLK	Arçelik A.Ş.	PGSUS	Pegasus Hava Taşımacılığı A.Ş.
ASELS	Aselsan Elektronik Sanayi ve Ticaret A.Ş.	PINSU	Pınar Su Sanayi ve Ticaret A.Ş.
AYGZ	Aygaz A.Ş.	PNSUT	Pınar Süt Mamülleri A.Ş.
COLLA	Coca Cola İçecek A.Ş.	PRKME	Park Elektrik Üretim Madencilik Sanayi ve Ticaret A.Ş.
DOAS	Doğuş Otomotiv Servis ve Ticaret A.Ş.	SISE	Türkiye Şişe ve Cam Fabrikaları A.Ş.
DOHOL	Doğan Şirketler Grubu A.Ş.	TAVHL	TAV Havalimanları Holding A.Ş.
EREGL	Ereğli Demir ve Çelik Fabrikaları T.A.Ş.	TOASO	Tofaş Türk Otomobil Fabrikası A.Ş.
HURGZ	Hürriyet Gazetecilik ve Matbaacılık A.Ş.	TRCAS	Turcas Petrol A.Ş.
IHEVA	İhlas Ev Aletleri İmalat Sanayi ve Ticaret A.Ş.	TTKOM	Türk Telekomünikasyon A.Ş.
IHLAS	İhlas Holding A.Ş.	TTRAK	Türk Traktör ve Ziraat Makineleri A.Ş.
IZOCM	İzocam Ticaret ve Sanayi A.Ş.	TUPRS	Türkiye Petrol Rafinerileri A.Ş.
LOGO	Logo Yazılım Sanayi ve Ticaret A.Ş.	VESTL	Vestel Elektronik Sanayi ve Ticaret A.Ş.
MGROS	Migros Ticaret A.Ş.		

Analiz kapsamında firmaların internet sayfalarından Kurumsal Yönetim endek-sine dâhil oldukları tarih itibari ile bir önceki yılsonu ve bir sonraki yılsonu finansal tabloları elde edilmiştir. Elde edilen finansal tablolar ve diğer veriler aracılığı ile 21 adet finansal oran hesaplanmıştır. Analizde kullanılan oranlar Tablo 2’ de yer almak-tadır.

Tablo 2. Çalışmada Kullanılan Değişkenler

Aktif Büyüme Hızı	Net Kar Büyüme Hızı
Aktif Devir Hızı	Net Satışlar Büyüme Hızı
Aktif Karlılık Oranı	Özsermaye / Aktif Oranı
Alacak Devir Hızı	Özsermaye / Maddi Duran Varlıklar
Cari Oran	Özsermaye Büyüme Hızı
Esas Faaliyet Kar Marjı Oranı	Özsermaye Karlılığı Oranı
Fiyat / Nakit Akış Oranı	Piyasa Değeri
Fiyat /Kazanç Oranı	Piyasa Değeri / Defter Değeri Oranı
Hisse Başına Kar	Piyasa Değeri / Net Satış Oranı
Kısa Vade Borç / Aktif Oranı	Stok Devir Hızı
Kısa Vade Finansal Borç / Kısa Vade Borç Ora-nı	

Veriler

Araştırmada elde edilen veriler SPSS programından yararlanılarak analiz edilmiş-tir. Analizde kullanılan oranlara ilişkin dağılımlar ve tanımlayıcı istatistikler Tablo 3 de gösterilmektedir. Araştırmada Wilcoxon Eşleştirilmiş İki örnek Testi kullanılmış-tır.

Tablo 3. Değişkenlere Ait Tanımlayıcı İstatistikler

	N	Range	Minimum	Maximum	Mean	Std. De- viation	Variance
	Statistic	Statistic	Statistic	Statistic	Statistic	Std. Error	Statistic
Aktif Büyüme Hızı	58,00	98,03	-10,03	88,00	17,52	2,68	20,44
Aktif Devir Hızı	58,00	3,11	0,09	3,20	1,02	0,08	0,65
Aktif Karlılık	58,00	41,68	-10,81	30,87	7,11	0,96	7,29

Alacak Devir Hızı	58,00	172,83	1,41	174,24	14,13	3,87	29,46	868,15
Cari Oran	58,00	10,98	0,61	11,59	2,29	0,27	2,05	4,19
Esas Faaliyet Karlılığı	58,00	94,67	0,64	95,31	26,21	2,41	18,37	337,47
Fiyat / Nakit Akış	58,00	197,80	0,00	197,80	21,29	4,37	33,27	1106,86
Fiyat /Kazanç	58,00	68,80	0,00	68,80	9,77	1,27	9,71	94,23
Hisse Başına Kar	58,00	5,18	0,00	5,18	0,72	0,12	0,92	0,84
Kısa Vade Borç / Aktif	58,00	68,38	1,62	70,00	28,10	1,96	14,91	222,39
K.V.Fin. Borç / K.V.B.	58,00	79,44	0,00	79,44	24,11	2,75	20,94	438,34
Net Kar Büyüme Hızı	58,00	1407,96	-96,57	1311,39	89,67	37,40	284,81	81116,99
Net Satışlar Büyüme	58,00	140,09	-78,51	61,58	12,78	2,76	21,01	441,45
Özsermaye / Aktif	58,00	100,99	-52,05	48,94	13,35	1,99	15,18	230,50
Özsermaye / M.D.V	58,00	88,62	8,95	97,57	52,07	2,83	21,59	465,96
Özsermaye Büyüme	58,00	293,25	-43,26	249,99	16,57	4,89	37,27	1389,12
Özsermaye Karlılığı	58,00	133,97	0,19	134,16	7,08	2,84	21,63	467,72
Piyasa D. / Defter D.	58,00	16,12	0,20	16,32	2,06	0,30	2,26	5,09
Piyasa D. / Net Satış	58,00	6,03	0,00	6,03	1,80	0,16	1,21	1,47
Stok Devir Hızı	58,00	848,42	1,89	850,31	49,92	20,00	152,34	23207,27

Tartışma ve Yorum

Uygulama aşamasında Kurumsal Yönetim endeksine dâhil olan firmaların, Endekse alınmalarını izleyen dönem sonu itibari ile finansal göstergelerinde bir önceki yılsonuna göre istatistiksel olarak anlamlı bir fark olup olmadığı araştırılmıştır. Bu amaçla yapılan Wilcoxon Eşleştirilmiş İki örnek Testi sonuçları aşağıda yer alan Tablo 4, Tablo 5 ve Tablo 6’da özetlenmiştir.

Tablo 4. Wilcoxon Eşleştirilmiş İki Örnek Testi Sonuçları 1

Değişken	Aktif Büyüme Hızı	Net kar Büyüme Hızı	Net Satış Büyüme Hızı	Özsermaye Büyüme Hızı	Fiyat / Nakit Akış Oranı	Fiyat Kazanç Oranı	Piyasa Değeri/Net Satış Oranı
Test İstatistiğinin Olasılık Değeri	0,469	0,096	0,163	0,787	0,567	0,038	0,023

Tablo 5. Wilcoxon Eşleştirilmiş İki Örnek Testi Sonuçları 2

Değişken	Piyasa Değeri	HisseBaşına Kar	Stok Devir Hızı	Alacak Devir Hızı	Aktif Devir Hızı	KVB / Aktif	K. V.Fin. Giderleri/KVB
Test İstatistiğinin Olasılık Değeri	0,033	0,733	0,150	0,524	0,039	0,230	0,130

Tablo 6. Wilcoxon Eşleştirilmiş İki Örnek Testi Sonuçları 3

Değişken	Özsermaye/Aktif Oranı	Özsermaye/ M.D.V Oranı	Aktif karlılığı	Özkaynak Karlılığı	Esas faaliyet Kar Marjı	Cari Oran	Piyasa Değeri/Defter Değeri
Test İstatistiğinin Olasılık Değeri	0,163	0,446	0,370	0,689	0,538	0,509	0,779

Tablolarda görülebileceği üzere Kurumsal Yönetim endeksine dâhil olan firmaların Fiyat Kazanç Oranları, Piyasa Değeri / Defter Değeri Oranları, Aktif Devir Hızı ve Piyasa Değerlerinin arttığı 0,05 anlamlılık düzeyinde istatistiksel olarak ifade edilebilir.

Analize konu olan firmaların bilanço büyüklükleri ve sektörel koşullarının farklı olmasına karşın özellikle Borsa Performansını gösteren oranlarda ortaya çıkan anlamlı artış önemlidir. Fiyat Kazanç oranı hisse senedi yatırımcılarının 1 birimlik kar karşılığında kaç birim fiyat ödemeye razı olduklarını göstermektedir. Kurumsal Yönetim Endeksine dâhil olan firmalarda bu oranın yükselmesi yatırımcıların Kurumsal Yönetim Endeksine dâhil olan firmaların daha iyi bir yönetim sürecine sahip olacakları ve dolayısı ile firmanın başarısızlığa düşme riskinin azalacağı varsayımından hareketle daha yüksek değerlemelerinden kaynaklanabilir. Ayrıca Kurumsal Yönetim anlayışının yerleştiği firmaların ilerleyen dönemlerde büyüme potansiyelinin aratacağı beklentisi bugünkü hisse fiyatlarını ve piyasa değerini arttırıcı yönde etki yaptığı şekilden bir değerlendirme yapmak mümkündür. İşletmelerin Faaliyetlerinin etkinlik seviyesini ölçmede kullanılan en önemli kriterlerden biri olan aktif Devir Hızı ise 1 Birimlik Aktif karşılığında kaç birimlik net satış yaratıldığını göstermektedir. Bu oranda meydana gelen anlamlı artış Kurumsal Yönetim endeksinde yer alan firmaların faaliyetlerini daha etkin bir şekilde gerçekleştirmeye başladığı şeklinde değerlendirilebilir.

SONUÇ VE ÖNERİLER

Kurumsal Yönetim kavramının ülkemizde ortaya çıkışını takip eden yıllarda giderek yükselen bir bilinirliğe sahip olduğu söylenebilir. Ancak bu süreç içerisinde son yıllarda bir yavaşlama olduğu gözlemlenmektedir. Bu durumun başlıca nedenleri arasında Kurumsal Yönetim Uygulamalarına sahip olabilecek potansiyel halka açık firma sayısının azalması, kanuni düzenlemelerin iyi Kurumsal Yönetim Uygulamalarına sahip işletmeleri yeterince teşvik edici hale getirilmesi, geleneksel yönetim şeklini benimseyen firmaların dönüşmek istememesi olmak üzere birçok sebep sayılabilir. Literatürde yer alan çalışmalarda iyi Kurumsal Yönetim uygulamalarına sahip olan firmaların finansal performanslarının, Kurumsal Yönetim uygulamalarına başarısız olan ya da hiç uygulamayan firmalara kıyasla daha yüksek olduğu görülmektedir. Ancak iyi Kurumsal Yönetim Uygulamalarına sahip olmanın sonucu olarak mı performansın yükseldiği yoksa performansı yüksek olan firmaların mı Kurumsal Yönetim uygulamalarına ağırlık verdiği konusunda bir fikir birliği sağlanamamıştır. Neden-Sonuç ilişkisinin yönü tartışılmakla beraber farklı ülkelerde, farklı yöntemler kullanılarak, farklı yıllar için yapılan çalışmaların genelinde iyi Kurumsal Yönetim uygulamalarına sahip olmanın firmanın amaçlarına ulaşması ve değerini arttırması için gerekli olduğu ifade edilmiştir. Ülkemiz açısından ele alındığında halka açık firmaların sadece % 15' lik kısmının Kurumsal Yönetim Endeksinde yer alabildiği

görülmektedir. Kurumsal Yönetim endeksinde yer alan firmaların Borsa İstanbul'da yer alan tüm firmaların piyasa değerinin yaklaşık olarak %42'sini oluşturması oldukça önemli bir göstergedir. Bu durum genellikle piyasa değeri yüksek olan firmaların Kurumsal Yönetim uygulamalarına önem verdiği ancak görece daha küçük ve piyasa değeri daha az olan firmalarda Kurumsal Yönetim anlayışının yeterince yaygınlaşmadığı şeklinde değerlendirilebilir. Bu noktada asıl Kurumsal Yönetim uygulamalarına ihtiyaç duyan bu firmalarında Kurumsal Yönetime ağırlık verebilmeleri için gerekli yasal düzenlemelerin yapılması ve sağlanacak teşviklerin arttırılması gerekmektedir.

KAYNAKÇA

- Akdoğan, Y. E., & Boyacıoğlu, M. A. (2014). The Effect Of Corporate Governance On Firm Performance: A Case Of Turkey. *International Journal of Critical Accounting*, 6(2), 187-210.
- Berle, A., & Means, G. (1932). *The Modern Corporation and Private Property*. Routhledge.
- Cadbury Committe. (1992). *Report of The Committe on The Financial Aspects of Corporate Governance*. London: Burgess Science Press.
- Drobetz, W., Schillhofer, A., & Zimmerman, H. (2003). *Corporate Governance and Expected Stock Returns: Evidence from Germany*. ECGI - Finance Working Paper(11).
- Ege, İ., Topaloğlu, E. E., & Özyamanoğlu, M. (2013). Finansal Performans İle Kurumsal Yönetim Notları Arasındaki İlişki: BIST Üzerine Bir Uygulama. *Akademik Araştırmalar ve Çalışmalar Dergisi*, 100-117.
- Ersoy, E., Bayrakdaroğlu, A., & Şamiloğlu, F. (2011). Türkiye'de Kurumsal Yönetim ve Firma Performansı (Tobin-Q ve Anormal Getiri) Arasındaki İlişkinin Analizi. *Finans Politik & Ekonomik Yorumlar*(48), 71-83.
- Eyüboğlu, K. (2011). Kurumsal Yönetimin Hisse Senedi Getirileri Üzerindeki Etkisi: İmkb Kurumsal Yönetim Endeksindeki Şirketler Açısından Bir Değerlendirme. *Karadeniz Teknik Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 55-69.
- Friedman, M., & Friedman, R. D. (1980). *Free to Choose: A Personal Statement*. Houghton Mifflin Harcourt.
- Greenbury Committe. (1995). *Directors Remuneration*. London.
- Gürol, D., & Taşkın, F. (2014). Kurumsal Yönetim Uygulamalarının İşletme Performansı Üzerindeki Etkileri: Bist Üretim Şirketleri Üzerinde Bir Uygulama. *Mali Çözüm*, 29-54.
- Hampel Committee. (1998). *Committee on Corporate Governance Final Report*. London: Gee Publishing Ltd.
- Israel, D. (2008). *Data Analysis in Business Research: A Step by Step Nonparametric Approach*. Sage Publications.
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). The theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure Theory of the Firm. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305-360.

- Judge, W. Q., Naoumova, I., & Koutzevol, N. (2003). Corporate Governance And Firm Performance İn Russia: An Empirical Study. *Journal of World Business*, 38(4), 385-396.
- Kajola, S. (2008). Corporate Governance and Firm Performance: The Case of Nigerian Listed Firms. *European Journal of Economics, Finance and Administrative Sciences*, 14, 16-28.
- Karakoç, M., Tayyar, N., & Genç, E. (2016). Gri İlişkisel Analiz Yöntemiyle Kurumsal Yönetim Endeksinde Yer Alan Şirketlerin Finansal Performanslarının Ölçümü ve Kurumsal Derecelendirme Notları İlişkisi. *Elektronik Sosyal Bilimler Dergisi*, 15(59), 1327-1338.
- Karamustafa, O., Varıcı, İ., & Er, B. (2009). Kurumsal Yönetim ve Firma Performansı: İMKB Kurumsal Yönetim Endeksi Kapsamındaki Firmalar Üzerinde Bir Uygulama. *Kocaeli Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 1(17), 100-119.
- Kula, V., & Baykut, E. (2013). Kurumsal Yönetim Endeksinde Yer Almanın Mevduat Bankalarının Performansına Etkisi: BIST Örneği. *Sosyal Bilimler Dergisi*, 15(2), 121-136.
- Mashayekhi, B., & Bazaz, M. (2008). Corporate Governance and Firm Performance in Iran. *Journal of Contemporary Accounting & Economics*, 4(2), 156-172.
- OECD. (2004). OECD Principles of Corporate Governance 2004. Publishing, and Organisation for Economic Co-operation and Development Staff.
- Sakarya, Ş. (2011). İMKB Kurumsal Yönetim Endeksi Kapsamındaki Şirketlerin Kurumsal Yönetim Derecelendirme Notu ve Hisse Senedi Getirileri Arasındaki İlişkinin Olay Çalışması (Event Study) Yöntemi İle Analizi. *Uluslararası Yönetim İktisat ve İşletme Dergisi*, 7(13), 147-161.
- Sermaye Piyasası Kurulu. (2005). Kurumsal Yönetim İlkeleri. Ankara: Sermaye Piyasası Kurulu Yayınları.
- Smith, A. (1776). *An Inquiry Into The Nature and Causes of The Wealth of Nations: Volume One*. London.
- University of Cambridge Judge Business School. (2018). Further Corporate Governance Reports. University of Cambridge: <http://cadbury.cjbs.archios.info/report/further-reports> adresinden alındı
- Velnampy, T. (2013). Corporate Governance and Firm Performance: A Study of Sri Lankan Manufacturing Companies. *Journal of Economics and Sustainable Development*(4), 228-236.
- Yenice, S., & Dölen, T. (2013). İmkb'De İşlem Gören Firmaların Kurumsal Yönetim İlkelerine Uyumunun Firma Değeri Üzerindeki Etkisi. *Uluslararası Yönetim İktisat ve İşletme Dergisi*, 199-214.