

Kurumsal yönetim ve finansal performans ilişkisi: BIST şirketleri üzerine bir uygulama The relationship of corporate governance and financial performance: An analysis on BIST companies

Gönderim Tarihi / Received: 22.12.2022

Kabul Tarihi / Accepted: 26.05.2023

Doi: [10.31795/baunsobed.1222847](https://doi.org/10.31795/baunsobed.1222847)

Ersin YENİSU**1
Diler TÜRKÖĞLU²

ÖZ: Kurumsal yönetim işletme yönetimlerinde profesyonelliği teşvik eden önemli bir yaklaşımdır. Bununla birlikte kurumsal yönetim sadece uygulanan işletmenin yönetsel yapı ve işleyişini değil aynı zamanda bir ülkedeki yönetim kültürünü de geliştirmektedir. Dolayısıyla kurumsal yönetimi farklı boyutlarıyla inceleyen çalışmalara ihtiyaç vardır. Nitekim bu çalışmada da kurumsal yönetim uygulamalarının işletmelerin finansal başarısı üzerinde etkisi var mıdır sorusu araştırılmıştır. Çalışmanın amacı kurumsal yönetim ve finansal performans konularını kavramsal düzeyde özetlemek ve ampirik bir uygulamayla kurumsal yönetim ve finansal performans ilişkisini açıklayan literatüre yeni kanıtlar sunmaktır. Bu amaç doğrultusunda BIST'te faaliyet gösteren 30'u kurumsal yönetim endeksinde dâhil, 30'u endekse dâhil olmayan toplam 60 şirketin 2017-2019 verileri kullanılmıştır. Analiz sonucunda elde edilen bulgular şöyledir: Aktif karlılık (ROA), öz kaynak karlılığı (ROE), Tobin's Q oranı ve piyasa değeri/defter değeri oranı (PD/DD) değişkenlerinde gruplar arası anlamlı bir farklılık yoktur. Fiyat kazanç oranı (F/K) açısından ise kurumsal yönetime dahil olan 30 şirket lehine anlamlı bir farklılık vardır. Kaldıraç (LEV) oranı açısından ise endekse dâhil olanlar yani birinci grup lehine ortalamalar arasında anlamlı bir farklılık bulunmaktadır. Sonuç olarak bulgulara göre kurumsal yönetim endeksinde yer almak finansal başarıyı arttırmamaktadır. Fakat kurumsal yönetim anlayışını işletmelerin organizasyon kültürüne doğrudan ve dolaylı katkılarda bulunduğu ve işletmelerin kredibilitelerini arttırdığı gözden kaçmamalıdır.

Anahtar Kelimeler: Kurumsal yönetim, Finansal performans, Mann Whitney u testi, Bağımsız iki örneklem t testi

ABSTRACT: Corporate governance is an important approach that promotes professionalism in business management. However, corporate governance not only improves the administrative structure and functioning of the enterprise, but also improves the management culture in a country. Therefore, there is a need for studies examining corporate governance from different dimensions. As a matter of fact, in this study, the question of whether corporate governance practices have an effect on the financial success of businesses has been examined. The aim of the study is to summarize the issues of corporate governance and financial performance at a conceptual level and to present new evidence to the literature explaining the relationship between corporate governance and financial performance with an empirical application. For this purpose, 2017-2019 data of 60 companies operating in BIST, 30 of which are included in the corporate governance index and 30 of which are not in the index, were used. The findings obtained as a result of the analysis are as follows: There is no significant difference between the groups in the return on assets (ROA), return on equity (ROE), Tobin's Q ratio and market value book value (PD/DD) ratio variables. In terms of price-earnings ratio (P/E), there is a significant difference in favor of the second group. In terms of leverage (LEV) ratio, there is a significant difference between the averages included in the index in favor of the first group. As a result, according to the findings, being included in the corporate governance index does not increase financial success. However, it should not be overlooked that the corporate governance approach contributes directly and indirectly to the organizational culture of the enterprises and increases their credibility.

Keywords: Corporate governance, Financial performance, Mann Whitney u-test, Independent two-sample t-test

** Sorumlu Yazar / Corresponding Author

¹ Doktora Öğrencisi, Nevşehir Hacı Bektaş Veli Üniversitesi, SBE İşletme Anabilim dalı, ersinyenisu@gmail.com
<https://orcid.org/0000-0002-0235-4270>

² Dr., diler.turkoglu@samsun.edu.tr, <https://orcid.org/0000-0001-5247-1590>

EXTENDED ABSTRACT

Literature review

Management thought and practices have undergone an absolute transformation as time has progressed, in accordance with the change or evolution in other social areas. As a matter of fact, current approaches to management visibly affect practitioners today. It can even be concluded that since managerial approaches are an interdisciplinary field, they were first affected by developments in other fields. However, it can be argued that countries with a solid management culture are closer to success in social and economic life by better using their resources. In short, as an important contribution to the traditional management approach, the corporate governance approach is a value-creating philosophy both for companies from a micro point of view and for the management culture of a country from a macro point of view. According to management scientists, corporate governance is one of the most contemporary management trends for businesses. With the corporate management approach, arbitrary practices in the organization are terminated and management activities can be carried out according to rules or principles. On the other hand, the corporate governance approach, which consists of unique principles, is a strong guide for organizations. More importantly, it can be said that the corporate governance approach is one of the most modern management ideas for businesses in terms of adapting to rapidly changing environmental conditions.

Corporate governance has a very important place in national and international literature. In studies conducted on Turkey, where the effect of corporate governance on firm performance is investigated, different results have generally been obtained within the constraints and assuming that all other variables are considered constant. When the international literature is examined, significant results can not be reached in the Saudi Arabia, France, Egypt, Jordan, Oman and Tunisia indices. Studies on the variety of variables, applicability of corporate governance principles, current competitive environment, changes in economic conjuncture, anomalies etc. may lead to different results. Finally, as a small contribution to the literature, this study deals with the relationship between corporate governance and firm performance from a broad perspective and aims to present an up-to-date assessment by testing the impact of corporate governance practices on the firm's financial performance.

Methodology

In applied studies in the field of social sciences, hypotheses that make the research problem concrete are first established and these hypotheses are tested based on predefined confidence intervals. To make the subject more concrete, for example, the methods used to test whether there is a difference between the means of two samples are divided into two as parametric methods and non-parametric methods. If the sample is normally distributed, parametric methods are used, and if it is not normally distributed, non-parametric methods are used. As a matter of fact, in the Independent Two Samples t-Test, which is one of the parametric methods, it is assumed that the groups compared are normally distributed. However, it is necessary to make a different interpretation according to whether the variances of the groups in question are equal or homogeneous or not. In the literature, the "Levene" test is generally used to determine whether the variances are equal (Altunışık et al., 2007: 177). However, in cases where the variances are not equal or the homogeneity assumption of the variances is invalid, the t-Test can be used again (Büyüköztürk et al., 2011: 160).

The non-parametric equivalent of the two-sample t-test for which the normal distribution assumption is valid, in other words, the non-normal distribution is the Mann-Whitney U Test. In the test in question, the differences between the groups are investigated by comparing the medians reached by ranking the group members, not the group averages (Demirgil, 2014: 99). Normality tests are important because one of the primary conditions for the application of the statistical technique chosen in most of the studies is the normality assumption of the distribution. The most frequently used ones are the Kolmogorov-Smirnov test with their skewness and kurtosis rates (Ak, 2014: 73; Eroğlu, 2014: 212). If the skewness and kurtosis ratios of the distribution take values between -1 and +1, there are strong indications that the distribution is suitable for the normal distribution. In the Kolmogorov-Smirnov test, when the calculated probability value is less than 0.05, it is accepted that the examined distribution provides the assumption

of normality (Otrar, 2017). As a result, in order to find out whether a distribution is suitable for a normal distribution, first of all, skewness and kurtosis values are checked. Then tests such as Kolmogorov-Smirnov can be applied.

Findings and discussion

According to the findings, there is no significant relationship between being included in the corporate governance index, or in other words, adhering to corporate governance principles and the financial performance of companies. When the national literature is examined, Karamustafa et al. (2009) and Ünlü et al. (2017) could not detect a relationship between corporate governance and firm performance; Yenice and Dölen (2013), Akdoğan and Boyacıoğlu (2014), Cengiz (2016), Gurarda et al. (2016), Alper and Aydoğan (2017), Özçelik and Gürsakal (2018), Kahveci and Wolfs (2019), and Konak and Özkahveci (2021) obtained statistically significant results. When the international literature is examined, while there is no significant relationship in terms of these variables in underdeveloped or developing countries, positive findings have been reached in terms of the said relationship in developed western countries. On the other hand, the difference in financial leverage ratios can be interpreted as indicating that inclusion in the index increases the level of borrowing or increases the credibility of the enterprise.

Results and recommendations

The corporate governance approach should not be interpreted solely in terms of numbers or statistical findings. The said approach should be evaluated as an understanding that raises the quality of management at the enterprise or country level as a whole. As a matter of fact, it should be noted that in addition to the invisible or immeasurable benefits of corporate governance, it also increases the credibility of companies as a practical result for the national and international business world.

In future research, the relationship between corporate governance ratings and financial performance can be investigated. In this way, whether there is a relationship between the quality of corporate governance and financial performance indicators can be measured with current data. Again, the volatility spread in domestic or foreign corporate governance indices can be analyzed with ARCH/GARCH type models and contribute to the literature.

Giriş

Yönetim düşüncesi ve uygulamaları zaman ilerledikçe diğer toplumsal alanlardaki değişim ya da evrimleşmeye uygun olarak mutlak bir dönüşüme uğramıştır. Nitekim günümüzde yönetimde güncel yaklaşımlar gözle görülür bir şekilde uygulamacıları etkilemektedir. Hatta yönetsel yaklaşımların disiplinler arası bir alan olması sebebiyle diğer alanlardaki gelişmelerden ilk olarak etkilendiği sonucuna da varılabilir. Bununla birlikte yönetim kültürü sağlam temellere dayanan ülkelerin kaynaklarını daha iyi kullanmak suretiyle sosyal ve ekonomik hayatta başarıya daha yakın oldukları ileri sürülebilir. Kısacası geleneksel yönetim anlayışına önemli bir katkı olarak kurumsal yönetim yaklaşımı hem mikro açıdan şirketler hem de makro açıdan bir ülkedeki yönetim kültürü açısından değer yaratıcı bir felsefedir. Yönetim bilimciler göre kurumsal yönetim işletmeler için en çağdaş yönetim akımlarından biridir. Kurumsal yönetim anlayışı ile örgütteki keyfi uygulamalara son verilip kurallara ya da ilkelere göre yönetim faaliyeti gerçekleştirilebilmektedir. Diğer taraftan kendine has ilkelerden oluşan kurumsal yönetim anlayışı organizasyonlar için güçlü bir kılavuzdur. Daha da önemlisi kurumsal yönetim yaklaşımının işletmeler için hızla değişen çevresel koşullara uyum açısından en modern yönetim düşüncelerinden biri olduğu söylenebilir.

Kurumsal yönetim literatürde çok farklı yönleriyle ele alınarak incelenmiştir. Nitekim bu çalışmayı ortaya çıkaran temel motivasyon yabancı literatürde sıklıkla inceleme konusu yapılmış olan kurumsal yönetim ile finansal performans ilişkisini Türkiye örneği üzerinden yeniden değerlendirmektir. Bununla birlikte çalışma ampirik bir uygulamayla yeni bulgular ya da kanıtlar ortaya koyması açısından literatüre katkıda bulunabilir. Dolayısıyla çalışmanın amacı hem kurumsal yönetim ile finansal performans konularını teorik düzeyde gözden geçirmek hem de kurumsal yönetim uygulamalarının işletmelerin finansal performanslarını arttırdığını BIST şirketleri üzerinden test etmektir. Nitekim söz konusu uygulamayla kurumsal yönetim ile finansal performans ilişkisini inceleyen literatürdeki boşluğun doldurulması adına yeni ampirik bulguların/kanıtların elde edilebilmesi mümkün olabilecektir.

Bu çalışmanın literatürdeki benzerlerinden temel farkı şüphesiz ki bir uygulama örneği içermesidir. Elbette ki analizler sonucunda belki küçük ama yeni kanıtların elde edilebilmesi açısından ampirik çalışmalar kıymetlidir. Nihayetinde sonuca giderken gözlemci faktörünün önemli bir etki taşıdığı sosyal bilimlerde nesnellik hiç de kolay bir düşünce ya da davranış değildir. Öyle ki matematiğin bilime kattığı nesnellik açık bir şekilde sosyal bilimlere de sirayet etmiştir. Diğer bir deyişle matematiksel ya da istatistiksel yöntemlere dayanan nicel araştırmalar en az nitel araştırmalar kadar dikkate değerdir. Kısacası bu çalışma hem kavramsal ya da teorik açıklamalara yer vermesi hem de istatistiksel bir analiz içermesi bakımından ilgili literatüre küçük de olsa bir katkı sunabilir.

Çalışmanın izleyen bölümünde kurumsal yönetim ve finansal performans konuları genel hatlarıyla teorik ya da kavramsal düzeyde açıklanmaya çalışılacaktır. Üçüncü bölümde ise kurumsal yönetim ve finansal performans ilişkisini inceleyen yerli ve yabancı literatürden örnekler sunulacaktır. Çalışmanın bir sonraki bölümü olan dördüncü bölümde ise kurumsal yönetim ve finansal performans ilişkisini açıklayabilmek için BIST şirketleri üzerine ampirik bir uygulama yapılacaktır. Metodolojinin ve uygulama adımlarının sistematik olarak açıklanmaya çalışıldığı bu bölümde paylaşılan bilgiler araştırmacılar için yol gösterici olabilir.

Literatür taraması

İşletmeler değişen çevre koşullarına uyum sağlayabildikleri ölçüde varlıklarını sürdürebilmektedirler. Nitekim insanoğlu geçtiğimiz yüzyılda ekonomik ve toplumsal açıdan köklü değişimler yaşamıştır. Bu değişim süreçleri muhakkak ki işletmelerin yönetim anlayışlarına da yansımıştır. Kurumsal Yönetim (*Corporate Governance*) yaklaşımı işletmelerde yönetim uygulamalarındaki değişim akımlarından en göze çarpanlarından biridir. Literatürde çok farklı açılardan ele alındığı görülen kurumsal yönetim finansal performansa ya da firma performansına etkisi boyutuyla da incelenmektedir. Bu bölümde kurumsal yönetim ve finansal performans konuları kavramsal düzeyde açıklanmaya çalışılacaktır.

Kurumsal yönetim

Kurumsal yönetim en genel tanımıyla “kurallara dayalı şirket yönetimi”dir (Aktan, 2013: 157). Bu tanımda vurgulanan unsur günümüzün büyük işletmeleri olan şirketlerin yönetiminde şirket sahip ya da sahiplerinin takdiri (keyfi) kararları değil örgütün kabul etmiş olduğu kuralların esas alınmasıdır.

Kurumsal yönetimde söz konusu kurallar bağlayıcı olabileceği gibi sivil toplum örgütleri gibi organizasyonların önerdiği tavsiye niteliğinde kurallar şeklinde de olabilir.

Kurumsal yönetim uygulamalarının tarihi şüphesiz ki daha eskiye dayanmakla birlikte bu alanda temel çerçeveyi oluşturan ilkeler ilk olarak 1999 yılında “*Ekonomik İşbirliği ve Kalkınma Teşkilatı (OECD)*” tarafından yayımlanmıştır. Söz konusu rapora göre kurumsal yönetimin amacı ekonomik etkinliği, sürdürülebilir büyümeyi ve finansal istikrarı sağlamaktır. Nitekim OECD’nin 2016 yılında revize ederek yayımladığı kurumsal yönetim ilkeleri bu amacı gerçekleştirmek için politikacılara hukuki, düzenleyici ve kurumsal çerçeveyi geliştirmek üzere yardımcı olmaktadır (OECD, 2016: 9). OECD’nin kurumsal yönetim ilkelerini yayımlamasından sonra birçok ülkenin sermaye piyasası kurulları kendi ülkelerine ait koşulları da dikkate alarak kurumsal yönetim ilkelerini açıklamışlardır. Nitekim Türkiye de bu ülkelerden biridir. Nihayetinde Türkiye kurumsal yönetim yaklaşımı mevzuatının ilk oluşturulduğu ülkelerden biridir.

Kurumsal yönetim birçok açıdan geleneksel yönetim anlayışından ayrılmaktadır. Tablo 1’de söz konusu karşılaştırma özetlenmeye çalışılmıştır.

Tablo 1: Geleneksel yönetim ile kurumsal yönetim ilkelerinin karşılaştırılması

Kriter	Geleneksel Yönetim	Kurumsal Yönetim
Şeffaflık	Firma sahibi sadece gerekli gördüğü bilgileri kamuoyuna açıklar.	Hangi bilgilerin açıklanacağı kurallara bağlanmıştır.
Hesap Verebilirlik	Patronun hesap verme yükümlülüğü yoktur ve işletmedeki herkesten hesap sorabilir.	Şirket yöneticisi paydaşlara hesap verme yükümlülüğündedir ve her istediğinde çalışanlardan hesap soramaz.
Sorumluluk	İşyeri sahibinin ya da yöneticilerin hukuki sorumlulukları açıkça tanımlanmamıştır.	Paydaşlara karşı üst yönetim doğrudan sorumludur.
Adillik/Eşitlik	Patron ve yöneticiler çalışanlar ve hissedarlar dâhil işletmeyle ilgili tüm taraflara karşı çoğu zaman takdiri (keyfi) davranmaktadırlar.	Üst yönetim tüm paydaşlara eşit ve adil davranmaktadır.
Güç ve Otorite	Tüm yetkiler şirket sahibinde toplanmıştır. Yönetimde kuvvetler birliği esastır.	Yetki ve sorumluluk dağılımı yapılmıştır. Yönetimde kuvvetler ayrılığı geçerlidir.
Bağımsızlık	İşletmenin yönetim ve denetim organları şirket sahibi tarafından takdiri esasa dayalı olarak belirlenir ve daima şirket sahibine bağlıdır.	Yönetim kurulu, denetim komitesi, icra kurulu başkanı vs. gibi yönetim organlarının seçimi ile çalışma usulleri birbirlerinden ve şirket sahibinden bağımsızdır.
Liderlik Yaklaşımı	Lider (patron) genellikle kararları sorgulanamayan ve kendi başına karar alan otokratik bir liderdir.	Lider ya da üst yönetim genellikle daha katılımcı karar verme yaklaşımını benimsemiş diğer bir deyişle daha demokratiktir.

Kaynak: Aktan (2013), Soysal (2015) ve Kanca (2020)’den yararlanılarak geliştirilmiştir.

Tablo 1’deki bilgiler genel olarak özetlenirse geleneksel yönetim anlayışında şirket sahibinin takdiri kararlarının ön planda olduğu, kurumsal yönetim anlayışında ise kurallara dayalı ve daha çağdaş bir yaklaşımın uygulandığı söylenebilir.

Kurumsal yönetimin uygulanabilmesi için muhakkak ki birtakım yol gösterici kılavuzlara ihtiyaç vardır. Söz konusu kılavuzların yönetim literatüründeki adı ise “ilkeler”dir. İlkeler bir yaklaşıma ilişkin genel

çerçeveyi çizen ve düşüncelerin somutlaşmasını sağlayan idealize edilmiş kurallardır. Diğer bir ifadeyle kurumsal yönetim ilkelerinin uygulanması genellikle zorunlu değil tavsiye niteliğindedir.

OECD'nin 1999'da yayımladığı Kurumsal Yönetim İlkeleri (KYİ) ve kısaca açıklamaları şöyledir (OECD, 1999).

- **Adillik/Eşitlik:** Adillik ilkesine göre üst yönetim işlem ve kararlarında tüm hak sahiplerinin menfaatini gözeterek hareket etmelidir. Bu ilkeye göre yönetim organları en küçük pay sahiplerine, çalışanlarına ve diğer tüm paydaşlara karşı adil ve tarafsız bir muamele göstermelidir.

- **Şeffaflık:** Şeffaflık ilkesi işletme yönetiminin kamuoyunu sıyr niteliğinde olan bilgiler hariç doğru, açık, güvenilir, eksiksiz ve tam zamanında bilgilendirmesinin gereğini vurgulamaktadır. Buna ek olarak söz konusu ilkeye göre yetkili organlar uluslararası muhasebe ilkelerine göre paydaşları bilgilendirmelidirler.

- **Hesap Verebilirlik:** Bu ilkeye göre üst yönetimin ya da yönetim kurulunun tüm paydaşlara karşı hesap verme sorumluluğu ve yükümlülüğü vardır. Diğer bir ifadeyle hesap verebilirlik ilkesine göre işletme ile ilgili tüm çıkar grupları açısından şirketin yönetim organlarının tamamı denetlenebilir olmalıdır.

- **Sorumluluk:** Sorumluluk ilkesi işlemenin yönetim kadrolarının aldıkları kararlarda sorumluluk sahibi olmalarını ve işletme yönetiminin toplumsal değerlere bağlı olarak kanun ve diğer ilgili mevzuata uygun faaliyette bulunmaları gereğini açıklamaktadır.

Diğer taraftan OECD'nin 1999'da açıkladığı ve evrensel kabul edilen kurumsal yönetim ilkelerinden sonra Türkiye'de SPK ilk olarak 2003 yılında yerel koşulları da gözeterek ilkeleri yayımlamış ve günümüze kadar güncellemeleri sürdürerek aşağıdaki kurumsal yönetim ilkelerini açıklamıştır (SPK, 2014).

- Pay Sahipleri (OECD "Adillik/Eşitlik ilkesi" karşılığı)
- Kamuyu Aydınlatma ve Şeffaflık (OECD "Şeffaflık ilkesi" karşılığı)
- Menfaat Sahipleri (OECD "Hesap Verebilirlik ilkesi" karşılığı)
- Yönetim Kurulu (OECD "Sorumluluk ilkesi" karşılığı)

Kurumsal yönetim açısından bir diğer önemli konu "derecelendirme" konusudur. Kurumsal yönetimi benimsemiş olan şirketlerin hangi ölçüde kurumsal yönetim ilkelerine uyum gösterdiği derecelendirme (*rating*) faaliyetleri ile belirlenmektedir. Türkiye'de SPK tarafından yetkilendirilen derecelendirme kuruluşları (Saha, DRC, Kobirate, İstanbul Uluslararası Derecelendirme, JCR Avrasya) sözleşme yapılan şirketlere her yıl ya da yıl içinde birer derecelendirme notu vermektedir. BIST'te işlem gören ve derecelendirme notu 70'in üzerinde olan şirketler ise Borsa İstanbul bünyesindeki "BIST Kurumsal Yönetim Endeksi"ne dâhil edilmektedir. Türkiye'de söz konusu endeks ilk olarak 2007 yılında hesaplanmaya başlanmıştır. Değinildiği üzere endekse dâhil olmada ya da endeksten çıkarılmada SPK'nın yetkilendirdiği derecelendirme kuruluşlarının biri tarafından verilen kurumsal yönetim uyum derecelendirme notu dikkate alınmaktadır. Bununla birlikte BIST Kurumsal Yönetim Endeksi'nde bu çalışmanın yapılmış olduğu tarih itibarıyla 60 şirket işlem görmektedir. (kap.org.tr, 12.12.2022). Diğer taraftan derecelendirme faaliyetlerinin halka arzı gerçekleşmemiş ya da borsaya kote olmamış organizasyonlarda (anonim şirketler, finansal kuruluşlar, dernekler, vakıflar vs.) yapıldığı da ayrıca dikkate alınmalıdır.

Küreselleşmenin sonucu olarak artık her işletme uluslararası bir rekabet içindedir. Nitekim işletmeler doğrudan sınır ötesi mal ya da hizmet alım satımı yapmasalar bile finansal piyasaların da küreselleşmesiyle fon alış verişi açısından uluslararası piyasalarla ilişkilidirler. Kurumsal yönetim ilkeleri marka yönetimi ve küresel piyasalara açılmak için önemli bir kılavuzdur. Bununla birlikte günümüzde kalite anlayışı işletmeler, kamu kurumları ve sivil toplum örgütleri dâhil tüm organizasyonlar tarafından dikkatle takip edilmektedir. Bilindiği üzere işletmeler organizasyon, çevre,

güvenlik vs. konularında uluslararası geçerliliğe sahip kalite sertifikaları almak için yarışmaktadırlar. Bu noktada kurumsal yönetim ya da yüksek bir kurumsal yönetim derecelendirme notunun aslında bir anlamda yönetim kalitesinin tasdiki olduğu ileri sürülebilir. Diğer bir deyişle kurumsal yönetimin başarısı örgütteki yönetim uygulamalarının en modern şekilde sürdürüldüğünü açıklar niteliktedir. Nihayetinde yönetimde daha güncel bir anlayışın benimsenmesi için kurumsal yönetime dâhil olan işletme sayısı artırılmalıdır. Literatürdeki tüm ekonomik/finansal inceleme ve değerlendirmeler bir yana kurumsal yönetim muhakkak ki birey hakları, örgütsel kültür ve çağdaş değerler açısından yenilikçi bir vizyon sunmaktadır. Bu görünmeyen ya da doğrudan ölçülemeyen kazanımlarından dolayı kurumsal yönetim anlayışı yaygınlaştırılmalıdır. Nitekim gelecekte de bu yaklaşım tarzının önemli derecede kabul göreceği beklenilmektedir.

Finansal performans

İşletmeler karlarını yükseltebilmek ve büyümede istikrarı sağlayabilmek için finansal performanslarını sürekli değerlendirmektedirler. Nitekim fonların temin edilme ve kullanılma kararlarını içeren finansal yönetimin temel amaçlarından biri de finansal performansın değerlendirilmesidir (Sarıoğlu ve Erol, 2014: 7-9). Firmaların performans ölçümü, kullanılan kaynaklar aracılığıyla elde edilen ürün ve hizmetler ile hedefler dâhilindeki elde edilecek neticenin takibi nedeniyle sistematik olarak veri toplanması, verilerin analizi ve raporlanması şeklinde tanımlanabilir (Konak ve Ayan Civelek, 2021: 3113). Dolayısıyla esas amacı firma değerini ve hissedarların servetini maksimize etmek olan işletmelerin performansını etkileyen ölçütlerin analizi yatırımcılar ve finansal yöneticiler için büyük önem arz etmektedir. Bu bağlamda firma performansının belirlenmesi ile ilgili çalışmalara literatürde sıkça rastlanılmaktadır (Olokoyo, 2013; Kale, 2014; Chadha ve Sharma, 2015; Bennouri vd. 2018; Oğuzhan ve Güner, 2018).

Firma performansının belirlenmesinde muhasebe temelli, piyasa temelli ya da değer temelli performans kriterleri kullanılmaktadır. Muhasebe temelli performans kriterleri muhasebe faaliyetleri sonucu oluşan kârın, incelenmek istenen değere oranlanmasıyla elde edilen ölçütler olarak tanımlanabilir (Şenol ve Ulutaş, 2018: 86). Firma değeri, hisse başına kar, aktif karlılığı, öz kaynak karlılığı, nakit akışı, temettü oranı ve defter değeri muhasebe temelli performans ölçütlerine örnek olarak verilebilir. Bir diğer performans ölçütü ise piyasa temelli ölçütlerdir. Piyasa temelli ölçütlerde finansal tablolarda yer alan bilgilerin yanı sıra piyasa performansı da esas alınmaktadır. Söz konusu ölçütler olarak Fiyat/Kazanç oranı, Piyasa Değeri/Defter Değeri oranı ve Tobin's Q oranına literatürde sıkça rastlanılmaktadır.

Diğer taraftan Aktif Karlılık (ROA), bir şirketin varlıklarından sağladığı getiriyi finansal kaldıraç ve şirketin vergi yükümlülüğünü dikkate alarak ölçen bir firma performans göstergesidir (Cornett vd., 2016: 57). ROA bir firmanın finansal durumu, karlılık performansı ve beklentileri ile ilgili tahminler hakkında bilgi veren bir performans ölçütüdür (Jewell ve Mankin, 2011: 81). Benzer şekilde yatırımcının amacının kar elde etmek olduğu varsayıldığında, elde edilen karla, firmaya sağlanan sermaye arasındaki ilişkinin belirlenmesi bağlamında firma performansının değerlendirilmesinde Öz Sermaye Karlılığı (ROE) anlamlı bir gösterge olarak nitelendirilmektedir (Akgüç, 1998: 63). ROE, firmanın bir birimlik öz sermayesinden elde ettiği karı göstermekle birlikte net kârın yanı sıra firmaya ait finansal kaldıraç oranından da etkilenmektedir. Nitekim yüksek öz sermaye karlılığı firma performansı için olumlu olarak değerlendirilmektedir. Ancak söz konusu performans kaldıraç kullanımından kaynaklanıyorsa bu durum firmanın riskinin de arttığına işaret etmektedir (Cornett vd. 2016: 57-58). Bu doğrultuda firma performansının ölçülmesinde, finanslamanın da büyük öneme sahip olması, borç oranlarının da önem arz etmesine neden olmaktadır.

Bununla beraber işletmelerin mali yapısı hakkında önemli derecede bilgi veren bir parametre olarak kabul edilen "Finansal Kaldıraç" (LEV - Leverage) bir işletmenin ihtiyaç duyduğu fonları borçlanarak karşılamasına imkân vermektedir. Aynı zamanda borçlanarak elde edilen fonlara ödenen faizin işletmenin karlılığından düşük olması, finansal kaldıraçın olumlu etkisinden yararlanarak daha fazla hisse başına kar elde edilmesine olanak sağlamaktadır. Bir başka ifadeyle finansal kaldıraç oranı işletme finansmanında yabancı kaynaklardan yararlanma derecesini gözler önüne sermektedir (Aydın vd. 2017: 104-105; Ercan ve Ban, 2018: 43).

Piyasa temelli finansal performans ölçütlerinden biri olan “Fiyat Kazanç Oranı” (F/K) ise ihraç edilen hisse senedinin, o hisse senedinden edinilen kârın kaç misline satıldığını göstermektedir. Bir başka ifadeyle yatırımcıların hisse senedine, hisse başına kârın kaç katı ödeme yapmaya istekli olduklarını ölçmekte kullanılan bir performans oranıdır. Dolayısıyla F/K değerinin yüksek olması firmanın büyüme ve temettü oranında artış beklentisi nedeniyle istenen bir durumdur. Kısacası F/K oranıyla beklenen getiri arasında yakın bağlantı bulunmaktadır (Korkmaz ve Ceylan, 2017: 368; Sayılğan, 2019: 182). Ancak piyasa anomalisi olarak değerlendirilen F/K oranı anomalisinde, etkin olduğu varsayılan bir piyasanın aksine F/K oranı düşük portföylerin getirilerinin, F/K oranı yüksek olan portföylere kıyasla yüksek olması zayıf formda bir piyasa anomalisi olarak literatürde değerlendirilmektedir. Diğer taraftan Basu (1977) ve Basu (1983) birbirini izleyen çalışmalarında F/K oranının firma performansına etkisini incelerken F/K oranı anomalisi etkisine rastlamış ve F/K oranı düşük olan firmaların, yüksek F/K oranına sahip firmalardan fazla getiri elde ettiğini tespit etmiştir. Yazar, analizi 1983 yılındaki çalışmasında yinelemesine rağmen sonuçlarda bir değişikliğe rastlamamıştır.

İşletmenin piyasa değerinin işletmenin öz sermayesinin kat misli olduğunu ifade eden Piyasa Değeri/Defter Değeri (PD/DD) oranının büyümesi, hisse senedinde değer artışının meydana geldiği şeklinde yorumlanabilmektedir. Söz konusu oranın 1’den büyük olması beklenmekle birlikte sektör ortalamalarının karşılaştırılmasının da firma değerinin belirlenmesinde büyük önemi vardır (Ercan ve Ban, 2018: 51).

Diğer yandan James Tobin tarafından 1969 yılında hesaplanmaya başlayıp etkin kaynak kullanımını ifade eden Tobin’s Q oranı, büyüme fırsatları ile etkin yönetim anlayışının bir göstergesi olarak yorumlanmakta ve bir firmanın yatırım veya büyüme fırsatlarını temsil ettiği varsayılmaktadır. Bununla birlikte kaynaklarını etkin kullanan bir firma için Tobin’s Q oranı ile gelecekteki işletme performansı arasında pozitif bir ilişkinin olması gerektiği vurgulanmaktadır. Ayrıca Tobin’s Q oranı firmanın varlıklarının yerine koyma maliyetine ilişkin finansal taleplerin piyasa değeri olarak tanımlanmaktadır. Tobin’s Q oranının firmaya ait kıt kaynakların etkin kullandığını göstergesi olarak 1’den büyük olması beklenmektedir (Canbaş vd., 2004: 57-58; Panaretou, 2014: 1164; Fu vd., 2016: 2-3).

Literatürde kurumsal yönetim ile firmanın finansal performans arasındaki etkileşimini araştıran, genellikle de uygulamalı analiz içeren çok sayıda çalışma yapılmıştır. Söz konusu araştırmalarda kurumsal yönetim değişkeni olarak kurumsal yönetim endeksinde yer alma ya da kurumsal yönetim derecelendirme notları dikkate alınmıştır. Finansal performans değişkeni olarak ise yakın ilişkisi nedeniyle firma değeri, firma performansı ya da finansal performans kavramları kullanılmıştır. Nihayetinde kurumsal yönetim ile firmanın finansal performans ilişkisini araştıran ulusal ve uluslararası literatürden örnekler Tablo 2’de özetlenmeye çalışılmıştır.

Tablo 2. Kurumsal yönetim ile finansal performans ilişkisini araştıran ulusal ve uluslararası literatürden örnekler

Yazar (Tarih)	Ülke	Yöntem	Dönem	Sonuç/Bulgular
Drobetz vd. (2003)	Almanya	Zaman Serisi Analizi	1998-2002	Kurumsal yönetimin firma performansına pozitif etkisi tespit edilmiştir.
Klein vd. (2005)	Kanada	Regresyon	2005	Kurumsal Yönetim Endeksi ile firma performansı (kaldıraç düzeyi, Tobin’s Q oranı) arasında anlamlı ve negatif yönde bir ilişkinin varlığına ait bulgular elde edilmiştir.

Shaheen ve Nishat (2005)	Pakistan	Regresyon	2014	Tobin's Q haricinde tüm firma performans ölçümlerinin Kurumsal Yönetim Puanı ile beklenen pozitif ilişki bulguları elde edilmiştir.
Silva ve Leal (2005)	Brezilya	Panel Veri Analizi	1998-2002	Bulgular Tobin's Q oranı ile kurumsal yönetim uygulamaları arasında pozitif yönde anlamlı bir ilişkinin varlığına işaret etmektedir
Black vd. (2006)	Rusya	Zaman Serisi Analizi	1999-2005	Yönetişim ve piyasa değeri arasında ekonomik açıdan önemli ve pozitif yönde anlamlı bulgular elde edilmiştir.
Wei'an ve Yuejun (2007)	Çin	Analitik Hiyerarşik Süreç	2002-2003	Kurumsal yönetimin firma kârlılığına, faaliyet etkinliğine ve büyüme kabiliyetinin geliştirilmesine pozitif etkileri olduğu sonucuna ulaşılmıştır.
Omran vd. (2008)	Mısır, Ürdün, Umman, Tunus	Panel Veri Analizi	2000-2002	Kurumsal Yönetimin sahiplik yapısı açısından firmaların performansına önemli derecede etkisinin olmadığına dair sonular elde edilmiştir.
Karamustafa vd. (2009)	Türkiye	T -Testi	2007	Kurumsal Yönetim Endeksi kapsamında öz sermaye kârlılığı, aktif kârlılık ve aktif devir hızı değişkenleri için anlamlı; firmanın cari oranı, finansal kaldıraç, borç oranı, faaliyet kar marjı ve net kâr marjı göstergeleri açısından istatistiksel olarak anlamsız sonuçlara ulaşılmıştır.
Sakarya (2011)	Türkiye	Olay Çalışması	2009	İyi kurumsal yönetim derecelendirme notunun ilanı ile hisse senedi getirisi arasında pozitif bir ilişkinin olduğu bulgulanmıştır.
Varshney vd. 2012	Hindistan	Panel Veri Analizi	2002/4-2009/11	Kurumsal yönetim değişkeni ile firma performansı ile arasında pozitif yönde ve anlamlı bir ilişki tespit edilmiştir.
Aggarwal (2013)	Hindistan	Regresyon, Korelasyon, T-T esti ve F-Testi	2010/11-2011/12	Yönetişim derecelendirmelerinin kurumsal finansal performans üzerinde pozitif yönde etkisinin varlığı tespit edilmiştir.

Yenice ve Dölen (2013)	Türkiye	Wilcoxon İşaretli Sıra Sayıları Testi ve Bağımlı Örneklem t-Testi	2007 - 2011	Kurumsal yönetim derecelendirme notları ile hisse senedi fiyatları arasında anlamlı bir ilişki olduğu tespit edilmiştir.
Akdoğan ve Boyacıoğlu (2014)	Türkiye	Regresyon	01.01.2008 - 31.12.2008	Firmaların kurumsal yönetim uygulamaları ile aktif karlılığı arasında pozitif bir ilişkiye ulaşılmıştır.
Mizuno (2014)	Fransa	Regresyon	2005-2010	Kurumsal yönetimin kalitesini arttıran kurumsal yatırımcıların hisse sahipliği değişimleri ile firma performansı arasında herhangi bir ilişkiye rastlanmamıştır.
Javaid ve Saboor (2015)	Pakistan	Panel Veri Analizi	2009-2013	Kurumsal Yönetim Endeksi ile firma performansının anlamlı ve pozitif yönde bir ilişkiye sahip olduğuna dair sonuçlara ulaşılmıştır.
Shahwan (2015)	Mısır	Altman Z Skoru	2008	Kurumsal yönetim (KY) ile finansal performans arasında anlamlı bir ilişki tespit edilememiştir. Ancak KY uygulamaları ile finansal performans ilişkisinin anlamlı ve negatif yönde olduğuna dair bulgular elde edilmiştir.
Cengiz (2016)	Türkiye	T-Testi	2012	Kurumsal Yönetim Endeksinde yer alan şirketlerin, endekslenmeyen şirketlere göre istatistiksel olarak önemli ölçüde daha yüksek aktif karlılığına, net kar marjına ve öz kaynak karlılığına sahip olduğu bulgularına ulaşılmıştır.
Gurarda vd. (2016)	Türkiye	Regresyon	2008-2012	Aile sahipliğinin kurumsal yönetim puanlarında negatif; yabancı mülkiyetinin ise pozitif olduğu bulgularına ulaşılmıştır.
Malik ve Makhdoom (2016)	A.B.D.	Panel Veri Analizi	2005-2012	Kurumsal yönetim uygulamalarının uygulanmasının, Fortune Global 500 Şirketlerinde ağırlıklı olarak olumlu yönde olmak üzere, firma performansı ile bağlantılı olduğu yönünde sonuçlar elde edilmiştir.
Alper ve Aydoğan (2017)	Türkiye	Sistem Genelleştirilmiş	2007-2015	Kurumsal yönetim notlarının ROA ve Tobin's Q oranına etkisinin

		Momentler Metodu		pozitif ve anlamlı olduğu sonuçlara yansımaktadır.
Buallay vd. (2017)	Suudi Arabistan	Regresyon	2012-2014	Suudi Borsasında işlem gören şirketlerde kurumsal yönetimin benimsenmesinin firmanın operasyonel ve finansal performansı açısından önemli düzeyde etki yaratmadığı sonucuna ulaşılmıştır.
Sakarya (2017)	Türkiye	Olay Çalışması	2011-2015	Kurumsal yönetim derecelendirme notunun duyurusu ile hisse senedi getirileri arasında pozitif bir ilişkinin olmadığı tespit edilmiştir.
Ünlü vd. (2017)	Türkiye	TOPSİS	2014	BİST 30 bünyesinde yer alan hisselerin Kurumsal Yönetim Endeksi'ne dahil olmasının ya da endeksten çıkarılmasının finansal performanslarına herhangi bir etkisinin olmadığı tespit edilmiştir..
Arora ve Bodhanwala (2018)	Hindistan	Panel Veri Analizi	2009–2014	Kurumsal Yönetim Endeksi hisse başına kazanç dışında kalan diğer performans değerlerinde olumlu etki göstermektedir.
Balagobei (2018)	Sri Lanka	Regresyon	2010-2015	Kurumsal yönetimin Sri Lanka'da halka açık şirketlerin firma performansı üzerinde önemli bir etkisi varken, diğer bazı değişkenlerin çok az etkisi vardır.
Kaur ve Vij (2018)	Hindistan	Mann-Whitney U Testi ve Regresyon	2014	Kurumsal Yönetim Endeksi'ne kote olmuş bankaların aktif getirisi, Tobin's Q oranı ve Ekonomik Katma Değer (EVA) ile ölçülen finansal performans ölçütü ile önemli ve pozitif bir şekilde ilişkilidir.
Özçelik ve Gürsakar (2018)	Türkiye	Panel Veri Analizi	2011-2016	Sonuçlar, kurumsal yönetim düzeyinin piyasa/defter oranı, öz kaynak karlılığı ve kaldıraç üzerinde anlamlı ve pozitif yönde bir etkisinin olduğuna işaret etmektedir.
Kahveci ve Wolfs (2019)	Türkiye	Regresyon	2014-2015	Kurumsal Yönetim Endeksi'nde yer alan firmaların sahiplik yapıları ile firmanın finansal performansı

				arasında pozitif yönde ve anlamlı ilişki tespit edilmiştir.
Mertzanis vd. (2019)	MENA Ülkeleri	Regresyon	2007-2017	Sonuçlar, kurumsal yönetim ve firmanın finansal performansı arasındaki ilişkinin firma performansı için kullanılan ölçüte bağlı olduğunu göstermektedir.
Sadiq vd. (2020)	Malezya	Regresyon	2011-2019	Çevresel, sosyal ve yönetim gücünün Kurumsal Yönetim Endeksi'nde yer alan firmaların değerini artırdığı tespit edilmiştir.
Farooq vd. (2021)	Pakistan	İki Aşamalı En Küçük Kareler	2010-2018	Kurumsal Yönetişim muhasebe getirisi ve piyasa endeksleri (Tobin's Q) üzerinde olumlu bir etkiye sahiptir.
Konak ve Özkahveci (2021)	Türkiye	Dinamik Panel Veri Analizi	2013-2018	Kurumsal Yönetim Endeksi'ne dâhil olan şirketlerin, kadın yönetici yoğunluğu göz önüne alındığında, firma performansı ile ilişkisi olumlu yönde tespit edilmiştir.

Tablo 2'den de görüldüğü üzere kurumsal yönetim ulusal ve uluslararası yazında oldukça önemli bir yer tutmaktadır. Kurumsal yönetimin firma performansına etkisinin araştırıldığı Türkiye üzerine yapılan çalışmalarda, kısıtlar dâhilinde ve diğer tüm değişkenler sabit sayıldığı varsayımıyla genellikle farklı sonuçlar elde edilmiştir. Uluslararası yazın incelendiğinde ise Suudi Arabistan, Fransa, Mısır, Ürdün, Umman, Tunus endekslerinde anlamlı sonuçlara ulaşılamamıştır. Değişkenlerin çeşitliliği, kurumsal yönetim ilkelerinin uygulanabilirliği, mevcut rekabet ortamı, ekonomik konjonktürde meydana gelen değişimler, anomaliler vs. yapılan çalışmalarda farklı sonuçlar elde edilmesine neden olabilmektedir. Nihayetinde literatüre küçük bir katkı olarak bu çalışma kurumsal yönetim ve firma performansı ilişkisi konusunu geniş bir perspektiften ele almakta ve kurumsal yönetim uygulamalarının işletmelerin finansal performansları üzerindeki etkisini Borsa İstanbul'a kote olmuş şirketler açısından test ederek güncel bir değerlendirme sunmayı amaçlamaktadır.

Yöntem

Sosyal bilimler alanındaki uygulamalı çalışmalarda öncelikle araştırma problemini somut hale getiren hipotezler kurulur ve bu hipotezler önceden tanımlanmış güven aralıklarına bağlı olarak test edilir. Konuyu daha da somutlaştırmak gerekirse örneğin iki örneklemin ortalamaları arasında fark olup olmadığını test etmek için kullanılan yöntemler parametrik yöntemler ve parametrik olmayan yöntemler olarak ikiye ayrılır. İncelenen örneklem normal dağılıyorsa parametrik yöntemler, normal dağılmıyorsa parametrik olmayan yöntemler kullanılır. Nitekim parametrik yöntemlerden olan Bağımsız İki Örneklem t Testi'nde karşılaştırılan grupların normal dağıldığı varsayılır. Bununla birlikte söz konusu grupların varyanslarının eşit ya da homojen olmasına ya da olmamasına göre farklı bir yorumlamanın yapılması gereklidir. Literatürde varyansların eşit olup olmadığının tespit edilmesi için genellikle "Levene" testi kullanılmaktadır (Altunışık vd., 2007: 177). Bununla beraber varyansların eşit olmadığı ya da varyansların homojenliği varsayımının geçersiz olduğu durumlarda yine t Testi kullanılabilir (Büyüköztürk vd., 2011: 160).

Normal dağılım varsayımının geçerli olduğu bağımsız iki örnek t testinin parametrik olmayan diğer bir ifadeyle normal dağılıma uymayan karşılığı ise Mann-Whitney U Testi'dir. Söz konusu teste grup ortalamaları değil grup elemanlarının sıralanmasıyla ulaşılan medyanlar karşılaştırılarak gruplar arası

farklılıklar araştırılır (Demirgil, 2014: 99). Araştırmaların birçoğunda seçilen istatistik tekniğinin uygulanabilmesi için öncelikli koşullardan biri dağılımın normallik varsayımını sağlaması olduğu için normallik testleri önemlidir. Bunlardan en sık kullanılanları çarpıklık ve basıklık oranlarının yanı sıra Kolmogorov-Smirnov testidir (Eroğlu, 2014: 212; Ak, 2014: 73). Dağılımın çarpıklık ve basıklık oranları -1 ile +1 arasında bir değer alıyorsa söz konusu dağılımın normal dağılıma uygun olduğu yönünde güçlü belirtiler vardır. Kolmogorov-Smirnov testinde ise hesaplanan olasılık değeri 0,05'ten küçük olduğu zaman incelenen dağılımın normallik varsayımını sağladığı kabul edilir (Otrar, 2017). Sonuç olarak, bir dağılımın normal dağılıp dağılmadığını öğrenmek amacıyla öncelikle çarpıklık ve basıklık katsayılarına bakılır. Daha sonra ise Kolmogorov-Smirnov gibi testlere başvurulabilir.

Bulgular ve tartışma

Uygulamalı çalışmalarda genellikle ilk olarak araştırma hipotezleri belirlenir. Bu çalışmada test edilecek hipotezler şöyledir.

H₁: Kurumsal yönetim endeksine dâhil olan işletmeler ile söz konusu endekse dâhil olmayan işletmelerin aktif karlılıkları (ROA) arasında anlamlı bir farklılık vardır.

H₂: Kurumsal yönetim endeksine dâhil olan işletmeler ile söz konusu endekse dâhil olmayan işletmelerin öz kaynak karlılıkları (ROE) arasında anlamlı bir farklılık vardır.

H₃: Kurumsal yönetim endeksine dâhil olan işletmeler ile söz konusu endekse dâhil olmayan işletmelerin fiyat kazanç oranları (F/K) arasında anlamlı bir farklılık vardır.

H₄: Kurumsal yönetim endeksine dâhil olan işletmeler ile söz konusu endekse dâhil olmayan işletmelerin piyasa değeri / defter değeri oranları (PD/DD) arasında anlamlı bir farklılık vardır.

H₅: Kurumsal yönetim endeksine dâhil olan işletmeler ile söz konusu endekse dâhil olmayan işletmelerin Tobin'in Q oranları (Tobin's Q) arasında anlamlı bir farklılık vardır.

H₆: Kurumsal yönetim endeksine dâhil olan işletmeler ile söz konusu endekse dâhil olmayan işletmelerin finansal kaldıraç oranları (LEV) arasında anlamlı bir farklılık vardır.

Yukarıdaki hipotezlerle genel olarak kurumsal yönetim endeksine dâhil olmanın finansal açıdan değer arttırıcı olup olmadığı test edilecektir.

Analizde kullanılan veriler 2017-2019 yıllık değerleridir. Söz konusu dönemin alt sınırı olarak 2017'nin belirlenmesinin sebebi kurumsal yönetim endeksine dâhil olan şirket sayısının en yüksek sayıda analize dâhil edilme isteğidir. Üst sınır olarak ise 2019'un seçilme sebebi COVID-19 pandemisinin finansal göstergelerde yarattığı olağandışı etkileri gidermektir. Nitekim bu aralıkta BIST Kurumsal Yönetim Endeksi'ne kote olmuş 30 firma tespit edilmiş yine kontrol grubu olarak BIST'te faaliyet gösteren endeks dışında ve endekstekilere benzer nitelikte 30 işletmenin verileri analize dâhil edilmiştir. Bununla birlikte finansal oranlar ve göstergeler açısından mali nitelikteki kurumların belirgin ölçüde farklılaşmalarından dolayı seçilen şirketlerin tamamının finansal kurumlar dışında olmaları tercih edilmiştir. Veriler "Datastream" veri tabanından ve "Kamuyu Aydınlatma Platformu (KAP)"ndan temin edilmiştir. Analizlerde "Excel" ve "SPSS" paket programlarından yararlanılmıştır.

Analize dâhil edilen değişkenlerin tanımlamaları Tablo 3'te, örnekleme dâhil edilen şirketlerin listesi ise Tablo 4'te sunulmuştur.

Tablo 3: Değişkenlerin tanımlanması

Kısaltma	Formül	N	Dönem	Veri Kaynağı	Açıklama
ROA	Net Kar/Toplam Varlıklar	180	2017-2019	Datastream	Aktif Karlılığı: Varlıkların kar yarabilme gücünü açıklar. Yüksek olması arzu edilir.

ROE	Net Kar/Öz Kaynaklar	180	2017-2019	Datastream	Öz Sermaye Karlılığı: Öz sermayenin kar yaratabilme gücünü ölçer. Yüksek olması tercih edilir.
F/K	Hisse Senedi Fiyatı/Hisse Başına Kar	139	2017-2019	Datastream	Fiyat Kazanç Oranı: Yatırımcıların elde etmeyi amaçladığı bir birimlik kazanç için ne kadar bedel ödemeye razı olduklarını gösterir. Bu oranın yatırımcılar açısından düşük olması, işletmeler açısından ise yüksek olması tercih edilir.
PD/DD	Şirketin Borsa Değeri/Öz Sermaye	180	2017-2019	Datastream	Piyasa Değeri Defter Değeri: Piyasa temelli finansal performans ölçüsüdür. Yüksek olması tercih edilir.
Tobin's Q	(Piyasa Değeri+Toplam Borç)/Toplam Varlıklar	180	2017-2019	Datastream	Tobin'in Q Oranı: Varlıkların yerine koyma maliyetini açıklar. 1'den büyük olması tercih edilir.
LEV	Toplam Borçlar/Toplam Aktifler	180	2017-2019	Datastream	Finansal Kaldıraç: Borç kullanma düzeyini belirler. Sektöre göre ortalama bir düzeyde olması beklenir.

Değişkenlerin tanımlanması yapıldıktan sonra analizde kullanılan şirketler hakkında bilgi verilecektir. Kurumsal yönetim endeksine dâhil olan şirketler ile söz konusu endekse dâhil olmayan şirketlerin finansal göstergeleri arasında anlamlı bir farklılık olup olmadığının incelenmeye çalışıldığı çalışmada finansal verileri analiz edilen şirketler karşılaştırmalı olarak Tablo 4'te sunulmuştur. Söz konusu örnekleme ilk grup 2017-2019 yılları arasında endekste yer alan 30 şirketten oluşmaktadır. Kontrol grubu olan ikinci gruptaki 30 şirket ise endekste yer almayan ve ilk gruptaki şirketlere benzer işletmelerden oluşmaktadır.

Tablo 4: Uygulama örneklemine dâhil edilen şirketler

	Kurumsal Yönetim Endeksine Dâhil Olan	Kurumsal Yönetim Endeksine Dâhil Olmayan
1	AG ANADOLU GRUBU HOLDİNG	ALARKO HOLDİNG
2	AKSA AKRİLİK KİMYA SANAYİİ	MARSHALL BOYA VE VERNİK SAN.
3	ARÇELİK	ALARKO CARRIER SAN. VE TİC.
4	ASELSAN ELEKTRONİK SAN. VE TİC.	ARENA BİLGİSAYAR SAN. VE TİC.
5	AYGAZ	PETKİM
6	COCA-COLA	KRİSTAL KOLA
7	DOĞUŞ OTOMOTİV SERVİS VE TİC.	SANKO PAZARLAMA İTHALAT İHRACAT
8	DOĞAN ŞİRKETLER GRUBU HOLDİNG	HACI ÖMER SABANCI HOLDİNG
9	ENKA İNŞAAT VE SANAYİ	YEŞİL YAPI ENDÜSTRİSİ
10	EREĞLİ DEMİR VE ÇELİK	İSKENDERUN DEMİR VE ÇELİK
11	HÜRRİYET GAZETECİLİK	İHLAS GAZETECİLİK
12	İHLAS EV ALETLERİ İMA. SAN. VE TİC.	EMEK ELEKTRİK ENDÜSTRİSİ
13	İHLAS HOLDİNG	KOÇ HOLDİNG

14	MİGROS	BİM
15	OTOKAR OTOMOTİV VE SAV. SAN.	FORD OTOMOTİV SAN.
16	PINAR ENTEGRE ET VE UN SAN.	ULUSOY UN SAN. VE TİC.
17	PEGASUS	TÜRK HAVA YOLLARI
18	PINAR SU VE İÇECEK SAN. VE TİC.	MERKO GIDA SAN. VE TİC.
19	PINAR SÜT MAMULLERİ SANAYİİ	KEREVİTAŞ GIDA SAN.
20	PARK ELKTR. ÜRE. MAD. SAN. VE TİC.	ALTINYAĞ MAD. VE ENRJ YAT. S. VE T.
21	TÜRK PRYSMIAN KABLO VE SİSTEM.	GERSAN ELEKTRİK SAN. VE TİC.
22	TÜRKİYE ŞİŞE VE CAM	VERUSA HOLDİNG
23	TAT GIDA SAN.	TUKAS GIDA SAN. VE TİC.
24	TAV HAVALİMANLARI HOLDİNG	TEKFEN HOLDİNG
25	TOFAŞ TÜRK OTOMOBİL FABRİKASI	KARSAN OTOMOTİV SAN. VE TİC.
26	TURCAS PETROL	MARKA YATIRIM HOLDİNG
27	TÜPRAŞ	ALKİM ALKALİ KİMYA
28	TÜRK TELEKOM	TURKCELL
29	TÜRK TRAKTÖR VE ZİRAAT MAK.	TÜMOSAN MOTOR VE TRAKTÖR SAN.
30	VESTEL ELEKTRONİK SAN. VE TİC.	ULUSOY ELEKTRİK İMA. TAAH. VE TİC.

Tanımlayıcı istatistikler incelenen dağılımdaki genel eğilimleri yansıtmaktadırlar. Tablo 5'te analizde kullanılan değişkenlerin grup farklılığı dikkate alınmış tanımlayıcı istatistiklerine yer verilmiştir.

Tablo 5: Tanımlayıcı istatistikler

	Grup	N	Ortalama	Std. Sap.	Std. Hata Ort.
ROA	1. Kurumsal yönetim endeksine dâhil olan şirketler	90	8,61	11,99	1,26
	2. Kurumsal yönetim endeksine dâhil olmayan şirketler	90	6,87	10,39	1,09
ROE	1. Kurumsal yönetim endeksine dâhil olan şirketler	90	12,07	28,98	3,05
	2. Kurumsal yönetim endeksine dâhil olmayan şirketler	90	5,65	37,91	3,99
F/K	1. Kurumsal yönetim endeksine dâhil olan şirketler	74	13,84	15,38	1,79
	2. Kurumsal yönetim endeksine dâhil olmayan şirketler	65	26,20	41,22	5,11
PD/DD	1. Kurumsal yönetim endeksine dâhil olan şirketler	90	1,83	1,86	0,19
	2. Kurumsal yönetim endeksine dâhil olmayan şirketler	90	2,21	2,02	0,21
Tobin's Q	1. Kurumsal yönetim endeksine dâhil olan şirketler	90	0,81	0,26	0,027
	2. Kurumsal yönetim endeksine dâhil olmayan şirketler	90	0,79	0,28	0,029

LEV	1. Kurumsal yönetim endeksine dâhil olan şirketler	90	140,1	261,75	27,59
LEV	2. Kurumsal yönetim endeksine dâhil olmayan şirketler	90	81,5	101,62	10,71

ROA: Aktif Karlılık, **ROE:** Öz Sermaye Karlılığı, **F/K:** Fiyat/Kazanç Oranı, **PD/DD:** Piyasa Değeri/Defter Değeri Oranı, **LEV:** Finansal Kaldıraç

Tablo 5'e göre değişkenlerden aktif karlılık (ROA), öz sermaye karlılığı (ROE), piyasa değeri/defter değeri (PD/DD), Tobin's Q oranı ve finansal kaldıraç (LEV) değişkenlerinde incelenen döneme ilişkin eksik veri olmadığı görülmektedir. Fiyat kazanç (F/K) değişkeninde ise zarar açıklayan şirketlerin söz konusu değerinin negatif olması ve negatif F/K oranı olamayacağı için eksi katsayılı veriler çıkarılarak birinci grupta 74 ikinci grupta 65 veri olduğu anlaşılmaktadır. Ortalamalara bakıldığında ise kaldıraç oranının ikinci gruba göre daha yüksek olduğu, Tobin Q oranı, ROA ve PD/DD ortalamaları açısından ise grupların birbirine yakın olduğu, ROE ortalamalarının birinci grupta daha yüksek olduğu ve F/K ortalamaları açısından da ikinci grubun birinci gruba göre daha yüksek olduğu görülmektedir. Nitekim grupların ortalamalarına bakıldığında ROA açısından gruplar arası bir farklılık olmadığı, ROE açısından birinci grup lehine farklılık olduğu, F/K açısından ikinci grup lehine farklılık olduğu, PD/DD açısından gruplar arası bir farklılık olmadığı, yine Tobin's Q açısından gruplar arası bir farklılık olmadığı ve kaldıraç açısından ise birinci grup lehine önemli bir farklılık olduğu gözlenmektedir. Nihayetinde bu kısımda ulaşılan sonuçlar çalışmanın analiz bölümünde tekrar değerlendirilecektir.

Değişkenlerin tanımlayıcı istatistikleri verildikten sonra değişken setlerinin her birinin parametrik olup olmadığı incelenmelidir. Nitekim literatürde parametrik olan dağılımlar ile parametrik olmayan dağılımlar için farklı analiz yöntemleri kullanılmaktadır. Analizde kullanılan finansal göstergelerin parametrik olup olmadığının tespit edilebilmesi için Tablo 6 düzenlenmiştir.

Tablo 6: Değişkenlerin normallik sınamaları

	ROA	ROE	F/K	PD/DD	Tobin's Q	LEV
N	180	180	139	180	180	180
Ortalama	7,74	8,86	19,62	2,02	0,80	110,82
Çarpıklık	2,5	-3,2	4,49	2,5	-0,13	8,1
Basıklık	20,5	21,2	23,07	7,8	-0,12	86,9
Kolmogorov-Smirnov Z	0,129	0,185	0,286	0,206	0,050	0,290
p	0,000*	0,000*	0,000*	0,000*	0,200	0,000*

ROA: Aktif Karlılık, **ROE:** Öz Sermaye Karlılığı, **F/K:** Fiyat/Kazanç Oranı, **PD/DD:** Piyasa Değeri/Defter Değeri Oranı, **LEV:** Finansal Kaldıraç; * % 99 güven aralığında anlamlı.

Tablo 6'daki çarpıklık ve basıklık değerlerine bakıldığında Tobin's Q oranı hariç diğer değişkenlerin tamamının -1 ve +1 değerleri arasında olmadıkları için normal dağılmadığı görülmektedir. Söz konusu istatistiklere göre Tobin's Q değişkenin parametrik olduğu diğer değişkenlerin ise parametrik olmadığı ileri sürülebilir. Diğer taraftan bir dağılımın normallik varsayımına bağlı olarak parametrik ya da parametrik olmadığı ölçülmesi için kullanılacak bir diğer test Kolmogorov-Smirnov Z testidir. Söz konusu teste ait olasılık (p) değeri 0,05'ten küçük ise dağılımın parametrik olmadığı, 0,05'ten büyükse dağılımın parametrik olduğu tespit edilir. Buna göre Tobin Q değişkenine ait olasılık değeri (0,200) 0,05'ten büyük olduğu için söz konusu değişken parametrik, diğer değişkenlere ait olasılık değerleri 0,05'ten küçük olduğu için değinilen değişkenler parametrik değildirler. Görüldüğü üzere çarpıklık/basıklık değerleri ile Kolmogorov-Smirnov Z testi sonuçları aynı doğrultudadır. Sonuç olarak Tobin's Q değişkeni normal dağılıma uygun yani parametriktir. Diğer finansal değişkenler (ROA, ROE, F/K, PD/DD ve LEV) ise normal dağılıma uygun değildirler yani parametrik değildirler.

Kurumsal yönetim endeksinde işlem görmenin firmalara finansal açıdan bir getiri sağlayıp sağlamadığının incelendiği bu çalışmada finansal göstergelerin tanımlayıcı istatistikleri ile normallik sınamaları açıklandıktan sonra grup ortalamaları arasındaki farklılıklar incelenecektir. Analizlerde,

parametrik değişken (Tobin's Q) için bağımsız iki örneklem t testi ve parametrik olmayan diğer değişkenler için ise (ROA, ROE, F/K, PD/DD ve LEV) Mann-Whitney U Testi kullanılacaktır.

Tablo 7: Bağımsız iki örneklem t testi

	Levene'in Varyansların Eşitliği Testi		Ortalamaların Eşitliği İçin t-Testi			
	F	Sig.	t	df	Sig. (2-uçlu)	
Tobin's Q	Eşit varyans	0,52	0,820	0,515	178	0,607
	Eşit olmayan varyans			0,515	177,238	0,607

Tablo 7'deki Tobin's Q değişkeni için yapılan "Levene" testine göre söz konusu analizde olasılık değeri ($p=0,820$) $0,05$ 'ten büyük olduğu için ilgili değişken homojen bir niteliğe sahiptir. Bu doğrultuda Tobin's Q değişkeni için eşit varyans durumu söz konusudur. Tablo 7'deki verilere göre ortalamaların eşitliği konusunda olasılık değeri ($p=0,607$) $0,05$ 'ten büyük olduğu için Tobin's Q değişkeni açısından gruplar arası (Grup 1: Kurumsal yönetim endeksine dâhil olan şirketler, Grup 2: Kurumsal yönetim endeksine dâhil olmayan şirketler) farklılık bulunmamaktadır.

Parametrik bir dağılıma sahip olan Tobin's Q değişkeni "Bağımsız İki Örneklem t Testi" ile test edildikten sonra Tablo 8'de parametrik olmayan değişkenler (ROA, ROE, F/K, PD/DD ve LEV) için Mann-Whitney U Testi yapılmıştır.

Tablo 8: Mann-Whitney u testi sonuçları

	ROA	ROE	F/K	PD/DD	LEV
Mann-Whitney U	3709,5	3673	1927,5	3576,5	3244
Wilcoxon W	7804,5	7768	4702,5	7671,5	7339
Z	-,974	-1,079	-2,016	-1,355	-2,306
p	,330	,281	,044*	,176	,021*

ROA: Aktif Karlılığı, **ROE:** Öz Sermaye Karlılığı, **F/K:** Fiyat/ Kazanç Oranı, **PD/DD:** Piyasa Değeri/Defter Değeri Oranı, **LEV:** Finansal Kaldıraç; * % 95 güven aralığında anlamlı.

Mann-Whitney U Testi sonuçlarına göre olasılık (p) değeri $0,05$ 'ten büyük olduğu için ROA, ROE ve PD/DD değişkenlerinde kurumsal yönetim endeksine dâhil olup olmama açısından anlamlı bir farklılık bulunmadığı söylenebilmektedir. F/K ve LEV değişkenleri açısından ise olasılık değerlerinin $0,05$ 'ten küçük olması nedeniyle kurumsal yönetim endeksine dâhil olma ile endekse dâhil olamama açısından anlamlı bir farklılık vardır. Bu iki değişken açısından nihai değerlendirmenin yapılabilmesi için Tablo 5'teki grup ortalamalarına bakılmalıdır. Buna göre Finansal Kaldıraç (LEV) değişkeninde birinci grup ortalaması ikinci grup ortalamasından dikkate değer şekilde daha büyüktür. Kısacası kurumsal yönetim endeksine dâhil olmak daha fazla borçlanabilmeyi sağlamaktadır yorumu yapılabilir. Yine fiyat kazanç oranı (F/K) açısından ise ikinci grubun ortalaması birinci gruptan yüksektir. Elde edilen bu bulgu kurumsal yönetim endeksine dâhil olmayan şirketler açısından yatırımcıların bir birimlik kazanç için daha fazla ödeme yapmaya hazır oldukları şeklinde yorumlanabilir. Diğer bir yaklaşımla kurumsal yönetim endeksindeki firmalarda fiyatlamada daha düşüktür şeklinde yorumlanabilir.

Sonuç ve öneriler

Kurumsal yönetim işletmelerde yönetim anlayışının gelişmesini sağlayabilecek bir ilkeler setidir. Dünyada özellikle doksanlı yıllardan sonra Türkiye'de ise iki binli yıllardan sonra yaygınlığı ve kabul edilebilirliği artmış olan kurumsal yönetim çağdaş bir yönetim anlayışıdır. Söz konusu ilkesel yaklaşım sadece temelde ekonomik gaye güden işletmeler için değil kamu kurumları, sivil toplum örgütleri ve yönetim faaliyetinin olduğu her türlü organizasyona uyarlanabilir bir özelliğe sahiptir. Nitekim Türkiye'de kurumsal yönetim uyum derecelendirmesi yaptıran örgütler içerisinde halka açık

işletmelerin yanı sıra çok sayıda halka açık olmayan dernek, vakıf, eğitim kurumu, finansal kuruluş, kamu iştirakleri vs. bulunmaktadır. Dolayısıyla kurumsal yönetim anlayışı birçok organizasyonda yapı ve işleyiş açısından dikkate değerdir. Kurumsal yönetim anlayışının içselleştirilebilmesi için öncelikle evrensel nitelikli ilkeler olan şeffaflık, hesap verebilirlik, adillik/eşitlik ve sorumluluk kavramlarının gereği yerine getirilmelidir. Bilindiği üzere hemen her ülke OECD'nin açıkladığı bu ilkeleri referans alarak kendi yerel koşullarına uygun ilkeler seti açıklamışlardır. Bu ülkelerden biri olan Türkiye'de de kurumsal yönetim yaklaşımı mevzuat açısından birçok ülkeye göre çok erken tanımlanmıştır. Nitekim Türkiye'de SPK 2003 yılında "*Yerel Kurumsal Yönetim İlkelerini*" açıkladıktan sonra BİST bünyesinde 2007 yılı itibarıyla "Kurumsal Yönetim Endeksi" işlem görmeye başlamıştır. Bu çalışmada söz konusu endekse dâhil olan şirketlerin endekse dâhil olmayan şirketlere nazaran finansal performanslarının yüksek olup olmadığı ölçülmeye çalışılmıştır.

Finansal performans ölçümü iş dünyası için sıklıkla başvurulan bir değerlendirme yöntemidir. Literatürde finansal performansı ölçmek için muhasebe temelli (aktif karlılık, öz sermaye karlılığı vd.), piyasa temelli (Tobin's Q oranı, piyasa değeri/defter değeri oranı, fiyat/kazanç oranı vd.) ve değer temelli (pazar katma değer, ekonomik katma değer vd.) yöntemler kullanılmaktadır. Bu çalışmanın uygulama kısmında bu değişkenlerden ilk beşi kullanılmıştır. Bununla birlikte bu oranlara ek olarak analizlere endekse dâhil olan ya da olmayan gruplar arası borç kullanma düzeylerinde farklılık olup olmadığını incelemek üzere finansal kaldıraç derecesi de dâhil edilmiştir. Elde edilen bulgulara göre; aktif karlılık (ROA), öz sermaye karlılığı (ROE), piyasa değeri/defter değeri oranı (PD/DD) ve Tobin'S Q oranının ortalama düzeylerinin kurumsal yönetim endeksine dâhil olan firmalar ile kurumsal yönetim endeksine dâhil olmayan firmalar arasında anlamlı bir farklılığın olmadığı tespit edilmiştir. Fiyat/kazanç oranları (F/K) açısından ise ikinci grup yani kontrol grubu lehine anlamlı bir farklılık olduğu gözlemlenmiştir. Buna ek olarak finansal kaldıraç oranları (LEV) açısından ise birinci grubun lehine ortalamalarda anlamlı bir farklılığın olduğu bulgusuna ulaşılmıştır.

Bu çalışmada ulaşılan bulgulara göre kurumsal yönetim endeksine dâhil olma ya da başka bir deyişle kurumsal yönetim ilkelerine bağlı kalma ile firmanın finansal performansları arasında istatistiksel olarak anlamlı bir ilişkinin olmadığı söylenebilmektedir. Ulusal yazın incelendiğinde Karamustafa vd. (2009) ve Ünlü vd. (2017) kurumsal yönetimle firma performansı arasında bir ilişkiye rastlamamışken; Yenice ve Dölen (2013), Akdoğan ve Boyacıoğlu (2014), Cengiz (2016), Gurarda vd. (2016), Alper ve Aydoğan (2017), Özçelik ve Gürsakal (2018), Kahveci ve Wolfs (2019) ve Konak ve Özkahveci (2021) istatistiksel açıdan anlamlı sonuçlar elde etmişlerdir. Bu farklılıkların sebebinin az gelişmiş ya da gelişmekte olan ülkelerde kurumsal alt yapının henüz oluşmaması ve bu nedenle eldeki verilerin analizinde özel koşulların etkisinin var olmasıdır denilebilir. Diğer bir ifadeyle az gelişmiş ülkelerde ampirik analizler yüksek kontrol altında, diğer koşullar sabitlenerek, yapılırsa ancak tutarlı sonuçlara ulaşılabilir. Bu kapsamda nicel ve nitel analizlerin aynı anda yani beraber yapılması az gelişmiş ve gelişmekte olan ülkeler için faydalı olabilir. Uluslararası literatür incelendiğinde ise daha ziyade az gelişmiş ya da gelişmekte olan ülkelerde söz konusu değişkenler açısından anlamlı bir ilişki yok iken, gelişmiş batı ülkelerinde söz konusu ilişki açısından pozitif yönlü bulgulara ulaşılmıştır. Diğer taraftan finansal kaldıraç oranlarındaki farklılık ise endekse dâhil olmanın borç kullanma düzeyini de arttırdığı ya da işletmenin kredibilitesini yükselttiği şeklinde yorumlanabilir.

Gelecek araştırmalarda kurumsal yönetim derecelendirme notlarının, firmaların finansal performansına etkisinin olup olmadığı araştırılabilir. Bu sayede kurumsal yönetimin kalitesi ile finansal performans göstergeleri arasındaki olası ilişki güncel verilerle ölçülebilir. Yine yerli ya da yabancı kurumsal yönetim endekslerindeki volatilité yayılımı ARCH/GARCH tipi modellerle analiz edilerek literatüre katkıda bulunulabilir.

Sonuç olarak kurumsal yönetim yaklaşımı sadece rakamlara ya da istatistiksel bulgulara göre yorumlanmamalıdır. Söz konusu yaklaşım bir bütün olarak işletme ya da ülke düzeyinde yönetim kalitesini yükselten bir anlayış olarak değerlendirilmelidir. Nitekim kurumsal yönetimin görünmeyen ya da ölçülemeyen yararlarının yanı sıra ulusal ve uluslararası iş dünyası açısından pratik bir sonuç olarak şirketlerin kredibilitesini de arttırdığı dikkatlerden kaçmamalıdır.

Kaynakça

- Aggarwal, P. (2013). Impact of corporate governance on corporate financial performance. *IOSR Journal of Business and Management*, 13(3), 1-5.
- Ak, B. (2014). *Parametrik hipotez testleri. SPSS uygulamalı çok değişkenli istatistik teknikleri*. Asil Yayın Dağıtım.
- Akdoğan, Y. E. ve 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.
- Akgüç, Ö. (1998). *Finansal yönetim*. Muhasebe Enstitüsü Yayınları.
- Aktan, Ç. C. (2013). Kurumsal şirket yönetimi. *Organizasyon ve Yönetim Bilimleri Dergisi*, 5(1), 150-191.
- Alper, D. ve Aydoğan, E. (2017). Kurumsal yönetim firma performansı ilişkisinin dinamik bir modelle tahmini. *Journal of Accounting and Taxation Studies*, 10(1), 91-106.
- Altunışık, R., Coşkun, R., Bayraktaroğlu, S. ve Yıldırım, E. (2007). *Sosyal bilimlerde araştırma yöntemleri SPSS uygulamalı*. Sakarya Yayıncılık.
- Arora, A. ve Bodhanwala, S. (2018). Relationship between corporate governance index and firm performance: Indian evidence. *Global Business Review*, 19(3), 675-689.
- Aydın, N., Başar, M. ve Coşkun, M. (2017). *Finansal yönetim*. Detay Yayıncılık.
- Balagobei, S. (2018). Corporate governance and firm performance: Empirical evidence from emerging market. *Asian Economic and Financial Review*, 8(12), 1415-1421.
- Basu, S. (1977). Investment performance of common stock in relation to their price-earnings ratios: A test of the efficient market hypothesis. *Journal of Finance*, 32, 663-682.
- Basu, S. (1983). The relationship between earnings' yield, market value and return for NYSE common stocks: Further evidence. *Journal of Financial Economics*, 12(1), 129-156.
- Bennouri, M., Chtioui, T., Nagati, H., ve Nekhili, M. (2018). Female board directorship and firm performance: What really matters?. *Journal of Banking and Finance*, 88, 267-291.
- Black, B. S., Love, I. ve Rachinsky, A. (2006). Corporate governance indices and firms' market values: Time series evidence from Russia. *Emerging Markets Review*, 7(4), 361-379.
- Buallay, A., Hamdan, A. ve Zureigat, Q. (2017). Corporate governance and firm performance: Evidence from Saudi Arabia. *Australasian Accounting, Business and Finance Journal*, 11(1), 78-98.
- Büyüköztürk, Ş., Çokluk, Ö. ve Köklü, N. (2011). *Sosyal bilimler için istatistik*. Pegem Akademi Yayıncılık.
- Canbaş, S., Doğanlı, H. ve Düzakın, H. (2004). Tobin Q oranı ve günümüzde işletme kararları açısından önemi. *Çukurova Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 13(2), 57-74.
- Cengiz, H. (2016). Corporate governance and firm profitability: Evidence from Turkey. *International Journal of Trade, Economics and Finance*, 7(6), 229.
- Chadha, S. ve Sharma, A. K. (2015). Capital structure and firm performance: Empirical evidence from India. *Vision*, 19(4), 295-302.
- Cornett, M. M., Adair, T. A. ve Nofsinger, J. (2016). *Finans*. Nobel Yayınevi.
- Demirgil, H. (2014). *Parametrik olmayan (non-parametric) hipotez testleri. SPSS uygulamalı çok değişkenli istatistik teknikleri*. Asil Yayın Dağıtım.
- Drobtz, W., Schillhofer, A. ve Zimmermann, H. (2003). Corporate governance and firm performance: Evidence from Germany. Unpublished working paper, University of Basel, Basel, Switzerland, <https://www.cofar.uni-mainz.de/dgf2003/paper/paper146.pdf>, Erişim Tarihi: 16.12.2022.
- Ercan, M. ve Ban, Ü. (2018). *Değere dayalı işletme finansmanı ve finansal yönetim*. Gazi Kitabevi.
- Eroğlu, A. (2014). *Çok değişkenli istatistik tekniklerin varsayımları, SPSS uygulamalı çok değişkenli istatistik teknikleri*, Asil Yayın Dağıtım.
- Farooq, M., Noor, A. ve Ali, S. (2021). Corporate governance and firm performance: Empirical evidence from Pakistan. *Corporate Governance*, 22(1), 42-66.
- Fu, L., Singhal, R. ve Parkash, M. (2016). Tobin's q ratio and firm performance. *International Research Journal of Applied Finance*, 7(4), 1-10.
- Gurarda, S., Ozsoz, E. ve Ates, A. (2016). Corporate governance rating and ownership structure in the case of Turkey. *International Journal of Financial Studies*, 4, 1-16.

- Javaid, F. ve Saboor, A. (2015). Impact of corporate governance index on firm performance: Evidence from Pakistani manufacturing sector. *Journal of Public Administration and Governance*, 5(2), 1-21.
- Jewell, J. J. ve Mankin, J. A. (2011). What is your ROA? An investigation of the many formulas for calculating return on assets. *Academy of Educational Leadership Journal*, 15, 79-91.
- Kahveci, E. ve Wolfs, B. (2019). Family business, firm efficiency and corporate governance relation: The case of corporate governance index firms in Turkey. *Academy of Strategic Management Journal*, 18(1), 1-12.
- Kale, A. A. (2014). The impact of financial leverage on firm performance: The case of non financial firms in Kenya [Doktora tezi], University of Nairobi.
- Kanca, M. A. (2020). İç kontrol sistemi ile kurumsal yönetim ilkelerinin finansal performansa etkisi. [Doktora tezi], Avrasya Üniversitesi.
- KAP (2022). Kamu aydınlatma platformu BIST endeksleri, <https://www.kap.org.tr/tr/Endeksler/>, Erişim Tarihi: 16.12.2022.
- Karamustafa, O., Varıcı, İ. ve Er, B. (2009). Kurumsal yönetim ve firma performansı: İMKB kurumsal yönetim endeksi kapsamındaki firmalar üzerinde bir uygulama. *Kocaeli Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, 17, 100-119.
- Kaur, M. ve Vij, M. (2018). Corporate governance index and firm performance: Empirical evidence from Indian banking. *Afro-Asian Journal of Finance and Accounting*, 8(2), 190-207.
- Klein, P., Shapiro, D. ve Young, J. (2005). Corporate governance, family ownership and firm value: The Canadian evidence. *Corporate Governance: An International Review*, 13(6), 769-784.
- Konak, F. ve Ayan Civelek, S. (2021). Veri zarflama analizi ve TOPSİS yöntemi ile finansal performans değerlendirmesi: BIST teknoloji endeksi uygulaması. *İnsan ve Toplum Bilimleri Araştırmaları Dergisi*, 10(4), 3110-3131. DOI: 10.15869/itobiad.863596.
- Konak, F. ve Özkahveci, E. (2021). Yönetim kademesindeki kadınların firma performansına etkisi: BIST kurumsal yönetim endeksi. *Kastamonu Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 23(2), 6-23.
- Korkmaz, T. ve Ceylan, A. (2017). *Sermaye piyasası ve menkul değerler analizi*. Ekin Yayınevi.
- Malik, M. S. ve Makhdoom, D. D. (2016). Does corporate governance beget firm performance in fortune global 500 companies? *Corporate Governance*, 16(4), 747-764.
- Mertzanis, C., Basuony, M. A. ve Mohamed, E. K. (2019). Social institutions, corporate governance and firm-performance in the MENA region. *Research in International Business and Finance*, 48, 75-96.
- Mizuno, M. (2014). Corporate governance, institutional investors, and firm performance in France. *Journal of Business and Finance*, 2(1), 33-46.
- OECD (1999). *Principles of corporate governance*. <https://www.oecd.org/>, Erişim Tarihi: 16.12.2022.
- OECD (2016). *G20/OECD kurumsal yönetim ilkeleri*. <https://www.oecd.org/>, Erişim Tarihi: 16.12.2022.
- Oğuzhan, E. C. E. ve Güner, M. (2018). Kurumsal yönetim uygulamaları ile firma piyasa performansı ve firma finansal performansı arasındaki ilişkinin analizi: BIST'te bir uygulama. *Türkiye Sosyal Araştırmalar Dergisi*, 22(4), 745-782.
- Olokoyo, F. O. (2013). Capital structure and corporate performance of Nigerian quoted firms: A panel data approach. *African Development Review*, 25(3), 358-369.
- Omran, M. M., Bolbol, A. ve Fatheldin, A. (2008). Corporate governance and firm performance in Arab equity markets: Does ownership concentration matter? *International Review of Law and Economics*, 28(1), 32-45.
- Otrar, M. (2017). Dağılımların normalliği ve normalliğin test edilmesi, <https://mustafaotrar.net/istatistik/dagilimlarin-normalligi-ve-normaligin-test-edilmesi/> Erişim Tarihi: 16.12.2022.
- Özçelik, F. ve Gürsakar, S. (2018). Corporate governance and firm performance: Evidence from Borsa İstanbul (BIST). *Current Debates in Finance ve Econometrics*, 45-54.
- Panaretou, A. (2014). Corporate risk management and firm value: Evidence from the UK market. *The European Journal of Finance*, 20(12), 1161-1186.

- Sadiq, M., Singh, J., Raza, M. ve Mohamad, S. (2020). The impact of environmental, social and governance index on firm value: Evidence from Malaysia. *International Journal of Energy Economics and Policy*. 10(5), 555-562.
- Sakarya, Ş. (2011). İMKB kurumsal yönetim endeksi kapsamındaki şirketlerin kurumsal yönetim derecelendirme notu ve hisse senedi getirileri arasındaki ilişkinin olay çalışması (event study) yöntemi ile analizi. *Zonguldak Karaelmas Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, 7(13), 147-162.
- Sakarya, Ş., Yazgan, K. F. ve Yıldırım, H. H. (2017). Kurumsal yönetim derecelendirmesinin hisse senedi performansına etkisi: BİST kurumsal yönetim endeksi üzerine bir inceleme. *Sosyal ve Beşeri Bilimler Araştırmaları Dergisi*, 18(40), 55-76.
- Sariaslan, H. ve Erol, C. (2014). *Finansal yönetim - kavramlar, kurumlar ve ilkeler*. Siyasal Kitabevi.
- Sayılgan, G. (2019). *Soru ve yanıtlarıyla işletme finansmanı*. Siyasal Kitabevi.
- Shaheen, R. ve Nishat, M. (2005). Corporate governance and firm performance: An exploratory analysis. *In Conference of Lahore School of Management Sciences*, Lahoreda.
- Shahwan, T. M. (2015). The effects of corporate governance on financial performance and financial distress: Evidence from Egypt. *Corporate Governance*. 15(5), 641-662.
- Silva, A. L. C. ve Leal, R. P. C. (2005). Corporate governance index, firm valuation and performance in Brazil. *Revista Brasileira de Finanças*, 3(1), 1-18.
- Soysal, M. A. (2015). Kurumsal yönetim uygulamalarının finansal performansa etkileri Türkiye uygulaması. [Doktora tezi], Kadir Has Üniversitesi.
- SPK (2014). *Kurumsal yönetim tebliği*. <https://www.resmigazete.gov.tr/>, Erişim Tarihi: 16.12.2022.
- Şenol, Z. ve Ulutaş, A. (2018). Muhasebe temelli performans ölçümleri ile piyasa temelli performans ölçümlerinin CRITIC ve ARAS yöntemleriyle değerlendirilmesi. *Finans Politik ve Ekonomik Yorumlar*, 641, 983-1002.
- Ünlü, U., Yalçın, N. ve Yağlı, İ. (2017). Kurumsal yönetim ve firma performansı: TOPSİS yöntemi ile BIST 30 firmaları üzerine bir uygulama. *Dokuz Eylül Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 19(1), 63-81.
- Varshney, P., Kaul, V. K. ve Vasal, V. K. (2012). Corporate governance index and firm performance: Empirical evidence from India. *Available at SSRN* <https://ssrn.com/abstract=2103462>, 1-35.
- Wei'an, L. ve Yuejun, T. (2007). An evaluation of corporate governance evaluation, governance index (CGI NK) and performance: Evidence from Chinese listed companies in 2003. *Frontiers of Business Research in China*, 1(1), 1-18.
- Yenice, S. ve Dölen, T. (2013). İMKB'de işlem gören firmaların kurumsal yönetim ilkelerine uyumunun firma değeri üzerindeki etkisi. *Uluslararası Yönetim İktisat ve İşletme Dergisi*, 9(19), 199-213.

Etik kurul onayı

Bu çalışmanın anket, mülakat, odak grup çalışması, gözlem, deney, görüşme teknikleri kullanılarak katılımcılardan veri toplanmasını gerektiren nitel ya da nicel yaklaşım bulundurmduğundan etik kurul izni gerektirmeyen çalışmalar arasında yer aldığını beyan ederiz.

Araştırmacıların katkı oranı beyanı

Yazarlar çalışmaya eşit oranda katkı sağlamıştır.

Çıkar çatışması beyanı

Bu çalışmada herhangi bir potansiyel çıkar çatışması bulunmamaktadır.