



Firmaların Kurumsal Yönetim Notunu Etkileyen Unsurlar: BİST 100 Örneği¹

Dilek Coşkun Erdoğan*

Şırnak Üniversitesi

İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi

orcid.org/ 0000-0002-0160-2594

Öz

Kurumsal yönetim uygulamalarının her geçen gün önem kazanması ve giderek bu uygulamaların zorunlu hale gelmesi şirketleri daha güvenilir kurumlar haline getirmektedir. Türkiye’de şirketlerin kurumsal yönetim ilkelerine uyumu zorunlu olmasına karşın, kurumsal yönetim ilkelerine uyumun ölçülmesi zorunlu bir faaliyet değildir. Bu çalışma, kurumsal yönetim uygulamaları ile ilintili olan bazı unsurların ve bazı performans ölçütlerinin kurumsal yönetim notu üzerindeki etkisini incelemektedir. Performans ölçütleri olarak özsermaye karlılığı (ROE) ve piyasa değeri/defter değeri oranı kullanılırken; kurumsal yönetim unsurları olarak denetim komitesi üye sayısı ve bağımsız üye sayısı, kurumsal yönetim komitesi üye sayısı ve bağımsız üye sayısı ve riskin erken saptanması komitesi üye sayısı kullanılmıştır. Çalışma Tobit regresyon modeli ile analiz edilmiştir. Çalışmaya 2007-2013 yılları arasında BİST-100’de sürekli faaliyet gösteren firmalar dahil edilmiştir. Analiz sonuçlarına göre, Türkiye’de faaliyet gösteren söz konusu şirketlerin kurumsal yönetim notları ile finansal performansları arasında bir ilişki tespit edilememiştir. Buna karşın, kurumsal yönetim komitelerinin bazı özelliklerinin kurumsal yönetim notu üzerinde pozitif etkisi olduğu belirlenmiştir.

Anahtar Kelimeler: Kurumsal Yönetim, Kurumsal Yönetim Notu, Firma Performansı, Kurumsal Yönetim Derecelendirme, BİST 100.

The Elements Affecting Corporate Governance Scores of Firms: BIST 100 Example

Abstract

The importance of corporate governance practices and the fact that these applications become increasingly necessary make companies more reliable institutions. Although compliance with corporate governance principles are compulsory in Turkey measurement of corporate governance scores is not mandatory. This study examines the effects of some elements related to corporate governance practices and some performance measures on the corporate governance rating. While return on equity (ROE) and market value/book value are used as performance criteria, the number of audit committee members and independent members, the number of corporate governance members and independent members, and the number of early detection of risk committee members are used as corporate governance factors. The study is analyzed with Tobit regression model. The data set is balanced data set from BIST 100 firms in the period of 2007-2013. As a result, no relationship can be found between corporate governance scores and financial performance of firms in Turkey. However, it is determined that some of the characteristics of corporate committees have positive effects on firms' financial performance.

Keywords: Corporate Governance, Corporate Governance Score, Firm Performance, Corporate Governance Rating, BIST 100.

¹ Bu çalışma 2015 yılında Süleyman Demirel Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü tarafından kabul edilen doktora tezinden üretilmiştir.

*Yazışma adresi. Email: dilekcoskun_86@hotmail.com

1. Giriş

Kurumsal yönetim, organizasyonun ilk günlerinden beri var olan ve günümüzde ilkelere dönüşmüş (Davies, 2006: 3); yönetim kurulu, şirketin yönetimi, hissedarları ve diğer paydaşları arasındaki ilişkileri içeren; yapısında, kurumun hedefleri, hedeflere ulaşma aracı ve performans izleme sistemleri olan bir kavramdır. Kurumsal yönetim, kurumun gerçek sahibi ve hissedarlar adına ilkelerin belirlenmesi ve pay sahiplerinin haklarının yönetilmesi olarak ifade edilebilmektedir. Kaliteli bir kurumsal yönetim yapısı, kurumların yıllık raporlarının açıklanmasında yatırımcıları dikkate alarak, onların raporları anlamasını kolaylaştırmaktadır. Dolayısıyla bu şekilde yatırımcıların işletmeler ile ilgili olan kararlarında doğru ve güvenilir bilgiler sağlamış olmaktadır (Bhasin, 2012: 10).

Kurumsal yönetim temsil ve işlem maliyeti gibi iki sorundan ötürü ortaya çıkmaktadır (Hart, 1995: 678). Adam Smith yıllar önce yayınlamış olduğu "Ulusların Zenginliği" adlı kitabında, anonim şirketlerdeki yönetim ve mülkiyetin ayrılması konularından bahsetmiştir. Adam Smith'e göre işletmelerde etkin bir mekanizmanın oluşabilmesi yöneticiler ile firma sahipleri arasındaki çıkar çatışmalarının çözülmesine bağlıdır. Aynı zamanda modern akademik literatürde kurumsal yönetim, firmadaki yöneticiler yerine pay sahiplerinin menfaatlerinin ön plana çıkarıldığı bir sistem olarak açıklanmaktadır (Bai vd.; 2003: 4-5).

Bu bağlamda anonim ortaklıkların kuralına uygun bir şekilde yönetilmesi kurumsal yönetim olarak açıklanabilmektedir. Kuralına uygun yönetimden kasıt ise kişiye kaim olmayan, anonim şirketin pay ekseninde örgütlenen ve anonim ortaklık menfaati olarak adlandırılan durumdur. Aynı zamanda bu sistem kendi mülkiyetlerini kontrol edenlerin bireysel menfaat ve inisiyatif etkilerinden bağımsız olarak çeşitli menfaat gruplarının meşru menfaatlerini gözetme özelliğine de sahiptir (Deloitte-TKYD, 2007: 3).

Kurumsal yönetimin ortaya çıkışı Amerika'da 1930'lı yıllarda başlayan ekonomik buhranla olmuştur ve bunu 1970'li yıllardaki petrol krizi ve şirket yolsuzlukları izlemiştir. Yine 1980'li yılların sonunda İngiltere'de yaşanan iflaslar kurumsal yönetim alanında çalışmaların başlamasına zemin hazırlamıştır (www.icdenetimmerkezi.com, 12.11.2014). Daha sonra özellikle 1990'lı yıllarda bireysel ve kurumsal yatırımcılar, hissedarlar, yöneticiler ve finansal piyasalar ile finansla ilgilenenler için kurumsal yönetim önemli bir kavram haline gelmiştir (Gürbüz ve Erginçan, 2004: 5). 1997-1998 Doğu Asya finansal krizi ile ise kurumsal yönetim tüm dikkatleri üzerine çekmiştir (Oman, 2001: 12).

1990'lı yıllarda kurumsal yönetim yapısının oluşmasında etkili olan olayları şu şekilde sıralamak mümkündür. Bu olaylar (Aysan, 2007: 75):

- Demir Perde'nin kalkması, 1989,
- Berlin Duvarı'nın yıkılması, 1989,
- Dünya ticaretinin bloklanması, AB, Çin, ABD, NAFTA,
- Özelleştirme akımı, 1985-2000,

- Ekonomilerin liberalleşmesi, kapitalizmin yaygınlaşması,
- Küreselleşmenin hızlanması,
- Özel kesim işletmelerinin önem kazanması,
- 1997-1998 Uzak-Doğu'dan çıkan Dünya Ekonomik Bunalımı,
- Bunalım içinde ortaya çıkan yolsuzluklar,
- Ve büyük iflasların şokları şeklindedir.

Bu gelişmeler doğrultusunda dünyada kurumsal yönetim ile ilgili yapılan çalışmaları aşağıdaki gibi sıralayabiliriz. (icdenetimmerkezi, 12.14.2014):

- 1992 yılı Cadbury Raporu'nun yayınlanması,
- 1995 yılında Greenbury Raporu'nun yayınlanması,
- 1998 yılında Hampel Raporu'nun yayınlanması,
- 1999 yılında OECD Kurumsal Yönetim İlkeleri'nin yayınlanması,
- 2002 yılında Sarbanes-Oxley Yasası'nın yayınlanması,
- 2003 Higgs Raporunun yayınlanması,
- 2003 Birleşik Kod'un yayınlanması,
- 2004 yılında OECD Kurumsal Yönetim İlkeleri'nin güncellenerek geliştirilmesi,
- 2014 yılında OECD Kurumsal Yönetim İlkeleri'nin güncellenmesi.

Kurumsal yönetimin Türkiye'deki gelişimine bakıldığında, ilk çalışmaların 1956 yılındaki Türk Ticaret Kanunu ile başladığı anlaşılmaktadır. Uzun bir aranın ardından 1981 yılında Sermaye Piyasası Kanunu çıkarılmıştır. 1999 yılında ise, Kurumsal Yönetim Uygulamaları ile ilgili önemli bir adım atılmış ve OECD Kurumsal Yönetim İlkeleri yayınlanmıştır. Daha sonra 2002 yılında TÜSİAD tarafından "Kurumsal Yönetimde En İyi Uygulama Kodu: Yönetim Kurulunun Yapısı ve İşleyişi" adlı tebliğ yayınlanmıştır. Bunu takiben 2003 yılında SPK (Sermaye Piyasası Kurulu), Sermaye Piyasasında Bağımsız Denetim Hakkında Tebliği yayınlamıştır. Bunun ardından ise, SPK Kurumsal Yönetim İlkeleri ile Sermaye Piyasasında Derecelendirme Faaliyeti ve Derecelendirme Kuruluşlarına İlişkin Esaslar Tebliği'ni yayınlamıştır. 2004 yılında OECD Kurumsal Yönetim İlkelerini revize etmiştir. SPK ise, 2005 yılında SPK Kurumsal Yönetim İlkeleri'ni güncellemiş ve yine bu yılda BİST Kurumsal Yönetim Endeksi oluşturma faaliyetlerine başlamıştır. 2007 yılında da BİST Kurumsal Yönetim Endeksi (XKURY) hesaplamalarına başlamış ve SPK daha sonra 2011 tarihli ve 28081 sayılı 2.mükerrer Resmi Gazete'de yayımlanan Seri: IV, No: 54 sayılı Kurumsal Yönetim İlkelerinin Belirlenmesine Ve Uygulanmasına İlişkin Tebliğ yayınlamış ve bunu 2012 de 3 ve 2013'de 2 tebliğ izlemiştir.

Son olarak da 30.12.2012 tarihli ve 28513 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanarak yürürlüğe giren, 6362 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu'na (SPKn) uyum kapsamında hazırlanan, II-17.1sayılı "Kurumsal Yönetim Tebliği" 3 Ocak 2014 tarih ve 28871 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanarak yürürlüğe girmiştir (spk.gov.tr, 08.04.2014).

Dünya'da yapılagelen çalışmalar doğrultusunda Türkiye'de SPK tarafından kurumsal yönetim ilkeleri oluşturulurken Borsa İstanbul (BİST), SPK'nın oluşturduğu söz konusu kurumsal yönetim ilkelerini uygulamayı destekleme, en önemlisi doğru ve kaliteli kurumsal yönetim uygulamalarını oluşturarak sermaye piyasasının gelişimine

katkı sağlama ve yatırımcıları daha iyi bilgilendirme amacıyla kurumsal yönetim ilkelerine uyumu derecelendirmiştir (Dağlı, Ayaydın ve Eyüpoğlu, 2009: 22).

Kurumsal yönetim ilkelerinin her geçen gün öneminin artması, ilkelerin uygulanma durumunu belirleyecek kuruluşlara ve farklı işletmelerin kurumsal yönetim uygulamaları arasında karşılaştırma yapılmasına olanak sağlaması dolayısıyla "Kurumsal Yönetim Derecelendirmesi" kavramına standart bir ölçüt olarak gereksinim duyulmuştur. İşletmenin mali durumunun değil, yönetim kalitesinin sorgulanması ve ortakların haklarının korunduğu bir sistem olması açısından geleneksel kredi derecelendirme faaliyetinden farklı olan kurumsal yönetim derecelendirmesi; niceliksel değil niteliksel esasların baz alındığı bir mekanizmadır. Kurumsal yönetim kavramının daha çok davranış biçimleriyle açıklanması bunun sebebi olarak görülmektedir (Sakarya, Kutukız ve Ülker, 2012: 238).

İşletmelerin SPK tarafından yayımlanan Kurumsal Yönetim İlkeleri'ne ne derece uyduklarının ortaya çıkarılması açısından derecelendirme kuruluşlarının bağımsız, adil ve tarafsız bir şekilde işletmeleri değerlendirmesi ve sınıflandırması, Kurumsal Yönetim İlkelerine uyum derecelendirmesi olarak açıklanmaktadır (spk.gov.tr, 08.01.2015).

Bu derecelendirme işleminde işletmelere 1 ile 10 arasında not verilmekte ve not verilirken pay sahipleri, kamuyu aydınlatma ve şeffaflık, menfaat sahipleri ve yönetim kurulu ile tüm ilkelerin uyumuna bakılmaktadır (spk.gov.tr, 08.01.2015). Ancak derecelendirme şirketleri notları yayınlama aşamasında derecelendirme notlarını 100'lük sisteme çevirmektedir.

Kurumsal derecelendirme notu; kamuyu aydınlatma faaliyetlerinin, menfaat sahipleri ile olan ilişkilerin, kurumların hissedar haklarına verdikleri önemin ve yönetim kurullarının genel kredibilitesi ile ilgili olan bir beyandır (saharating.com, 08.01.2015).

Derecelendirme Metodolojisi

Kurumsal yönetim değerlendirmesi dünya literatürüne bakıldığında dört temel ana ilke üzerinden yapılmaktadır. Bunlar (saharating.com, 08.01.2015):

- *Adillik*: İşletmede kontrolü elinde bulunduran ve işletmeyi yöneten pay sahiplerinin oluşturabileceği yolsuzlukların önlenmesi ve tüm pay sahiplerine eşit davranılmasıdır.
- *Şeffaflık*: Kamuoyunun işletme ile ilgili bilgilere istediği zaman, doğru ve net bir şekilde ulaşabilmesi durumudur.
- *Hesap Verebilirlik*: İşletmenin yöneticilerinin ve kontrolü elinde bulunduranların faaliyetleri ile ilgili açıklama yapılabilmesi için uygun bir sistemin oluşturulmasıdır.
- *Sorumluluk*: İşletme faaliyetlerinin sağlıklı bir şekilde işleyebilmesi açısından, işletmedeki paydaşların ve işletme yöneticileri arasındaki ilişkilerde yasaların olması ve bu yasalara bağlılık durumudur.

Derecelendirme faaliyeti, açıklanan ilkeler ile 4 ana kriter üzerinden yapılmaktadır. Bunlar (tkyd.org, 03.07.2014) :

- Pay sahipleri (%25 ağırlık ile)
- Kamuyu aydınlatma ve şeffaflık (%25 ağırlık ile),
- Menfaat sahipleri (%15 ağırlık ile),
- Yönetim Kurulu (%35 ağırlık ile)

Söz konusu tüm ilkelerin uyumu pay sahipleri, kamuyu aydınlatma ve şeffaflık, menfaat sahipleri ve yönetim kurulu kriterleri üzerinden ana bölümler şeklinde ve ayrı ayrı olmak üzere 1 ile 10 arasında not verilmektedir. 10 en güçlü değer olarak ifade edilirken, 1 en zayıf not anlamına gelmektedir (saharating.com, 03.07.2014). Şirketlerin BİST Kurumsal Yönetim Endeksinde yer alabilmesi için kurumsal yönetim ilkelerine uyum notunun 10 üzerinden en az 7, her bir ana başlık itibariyle 10 üzerinden en az 6,5 olması şartı gereklidir (borsaistanbul.com, 14.09.2014).

Uyum notlarının anlamı ise şu şekildedir (saharating.com, 03.07.2014);

Tablo 1. Uyum Notlarının Anlamı

Not	Anlamı
9-10	İşletme SPK'nın hazırlamış olduğu Kurumsal Yönetim İlkeleri'ne tamamıyla uyum sağlamıştır.
7-8	İşletme Kurumsal Yönetim İlkeleri'ne büyük ölçüde uyum sağlamıştır.
6	İşletme Kurumsal Yönetim İlkeleri'ne orta derecede uyum göstermektedir.
4-5	İşletme Kurumsal Yönetim İlkeleri'ne en alt seviyede uyum göstermektedir.
<4	İşletme SPK Kurumsal Yönetim İlkeleri'ne hiç uyum sağlamamıştır.

Kaynak: saharating.com, 05.07.2014.

Notların verilme işlemi derecelendirme şirketleri tarafından yapılmaktadır ve bu işlemi yapan şirketler tabloda görüldüğü şekildedir.

Tablo 2. Derecelendirme Faaliyetiyle İlgili Kuruluşlar

Kurumsal Yönetim İlkelerine Uyum Derecelendirmesi	Türkiye'de Kurulan ve SPK Tarafından Yetkilendirilen Kuruluşlar
	SAHA Kurumsal Yönetim ve Kredi Derecelendirme A.Ş. (saharating.com)
	Kobirate Uluslararası Kredi Derecelendirme ve Kurumsal Yönetim Hizmetleri A.Ş. (kobirate.com.tr)
	JCR Avrasya Derecelendirme A.Ş. (jcravrsyarating.com)

Kaynak: spk.gov.tr, 12.11.2017.

Tabloda yer alan kuruluşlar, ülkemizde şirketlerin kurumsal yönetim ilkelerine olan uyumunu ölçmekte ve değerlendirmektedir. Ülkemizde kurulan ve SPK'nın yetkilendirdiği kuruluşlar, JCR Avrasya Derecelendirme A.Ş., Kobirate Uluslararası Kredi Derecelendirme ve Kurumsal Yönetim Hizmetleri A.Ş. ve SAHA Kurumsal Yönetim ve Kredi Derecelendirme A.Ş.'dir.

Bu çalışmada, 2007-2013 yılları arasında BİST-100'de faaliyet gösteren ve kurumsal yönetim endeksine dahil olan işletmeler baz alınarak, kurumsal yönetim notu ile belirlenen bazı değişkenler arasında bir ilişkinin olup olmadığı araştırılmıştır.

Çalışmada sınırlı bağımlı değişkenin varlığı söz konusu olduğu için bağımsız ve kontrol değişkenlerle bağımlı değişken arasındaki ilişkiyi ölçmek için Tobit modeli kullanılmıştır. Adı geçen değişkenler ile kurumsal yönetim notu arasında bir ilişkinin olup olmadığı kullanılan Tobit modeli ile analiz edilmiştir.

2. Literatür Taraması

Black, Jang ve Kim (2003), 2001 yılını esas alarak Kore Hisse Senedi Piyasası kurumsal yönetim endeksinin işletme değerine olan etkisini incelemişler ve kurumsal yönetim endeksinin firma değerinde bir etkisinin olmadığını belirlemişlerdir. Gompers, Ishii ve Metrick (2003), ABD'de faaliyet gösteren 1500 firmanın dahil edildiği 24 değişkenli bir kurumsal yönetim endeksi oluşturarak, bu endeks ile kurumsal performans arasındaki ilişkiyi incelemişlerdir. Analiz sonuçlarına göre, kurumsal yönetim düzeyi yüksek olan şirketlerin firma değerlerinin de yüksek olduğu anlaşılmıştır.

Gürbüz ve Ergincan (2004), İMKB-30 şirketlerini dahil ederek Esas Sözleşme Endeksi ve aynı zamanda işletmeye dışarıdan gelen yatırımcılara açıklık derecesini ölçmek için Ortaklık Endeksi oluşturmuşlardır. Bu iki endeks paralelinde de Kurumsal Yönetim Endeksinin ortaya çıkarmışlardır. Bu endeks ile araştırmaya katılan işletmelerin performansları ile kurumsal yönetim arasındaki ilişkiyi incelemişler ve bu ilişkinin pozitif olduğu sonucuna varmışlardır.

Koç, Yalın ve Yavuz (2004) İMKB'de yer alan tekstil ve gıda sektörü için bir endeks oluşturmuş ve kurumsal yönetim ile söz konusu şirket performansları arasındaki ilişkiyi incelemişlerdir. Sonuçlara göre, gıda sektöründe kurumsal yönetimin şirket performansı üzerindeki açıklayıcılık etkisi %29 iken, tekstil sektöründe bu oran %8 olarak belirlenmiştir.

Chiang (2005), kurumsal yönetim ile firmaların performansları arasında bir ilişkinin olup olmadığını Tayvan'daki Yüksek Teknoloji Sanayinde incelemiş ve söz konusu ilişkinin varlığını saptamıştır. Bunun yanı sıra bilgi şeffaflığının şirket performansında en önemli unsurlardan biri olduğunu belirlemiştir.

Klein vd. (2005), kurumsal yönetim ile firma performansı arasında bir ilişkinin var olup olmadığını belirlemek için Kanada'da faaliyet gösteren ve kurumsal yönetim endeksine dahil olan 263 firmayı incelemiş ve kurumsal yönetim endeksine dahil olmanın firma performansını etkilemediğini ortaya çıkarmıştır. Buna karşın, genel itibarıyla kurumsal yönetimin firma performansı için önem arz ettiği belirlenmiştir.

Gruszczynski (2006), kurumsal yönetim düzeyi ile firma performansı arasındaki ilişkiyi Polonya'da incelemiştir. Elde edilen analiz sonuçlarına göre, kurumsal yönetim endeksinde işlem gören şirketlerin kurumsal yönetim uygulamaları ile firma performansları arasında güçlü bir ilişkinin olmadığı anlaşılmıştır.

Kim ve Yoon (2007), işletme performansı ile kurumsal yönetim arasındaki ilişkiyi Kore’de araştırmışlar ve denetim komitesinin varlığının firma performansına bir etkisinin olmadığı ancak, dışarıdan gelen yöneticilerin yönetim kurulunda aldığı rolün firma karlılığında pozitif bir etki yarattığı sonucuna ulaşmışlardır. Çarıkcı, Kalaycı ve Gök (2009), kurumsal yönetim süreci ile işletme performansı arasındaki ilişkiyi İMKB Kurumsal Yönetim Endeksi ve İMKB 100 Endeksinin getiri ve getiri değişkenliğini ARCH-GARCH modelleriyle analiz etmişlerdir. Elde edilen analiz sonuçlarına göre, Kurumsal Yönetim Endeksi volatilitésinin İMKB 100 Endeksine göre daha yüksek olduğu ve daha büyük risk taşıdığını ileri sürmüşlerdir. Ayrıca, Kurumsal Yönetim Endeksinin İMKB 100 endeksine göre daha büyük negatif getiriye sahip olduğunu saptamışlardır.

Karamustafa, Varıcı ve Er (2009), yılında Türkiye’de kurumsal yönetim endeksinde yer alan şirketlerin endeks öncesindeki ve endeks sonrasındaki performans durumlarına bakmışlar ve söz konusu firmaların endekse girmeden önceki beş çeyrek dönem ile endekse girdikten sonraki 2 çeyrek dönemde gösterdikleri performansı sekiz farklı oran yardımı ile analiz etmişlerdir. Elde edilen analiz sonuçlarına göre, aktif devir hızı, aktif karlılık ve öz sermaye karlılığının endeks öncesi ve sonrası açısından anlamlı farklılaşma gösteren oranlar olduğunu tespit etmişlerdir.

Dağlı, Ayaydın ve Eyüpoğlu (2010), 2007 Eylül-2009 Kasım dönemini kapsayan çalışmalarında İMKB Kurumsal Yönetim Endeksinin risk-getiri açısından analiz ederken, Sharpe, Treynor ve Jensen performans ölçütlerini kullanmışlardır. Analiz sonuçlarına göre, işletmelerin kurumsal yönetim endeksine dahil olmalarının onlara ek bir kazanç sağlamadığı anlaşılmıştır.

Büyükşalvarcı ve Abdioğlu (2010), kurumsal yönetim endeksine dahil olan imalat sektöründeki şirketler ile kurumsal yönetim endeksine dahil olmayan Sınai endeksinde işlem gören şirketler arasında bazı finansal göstergeler yardımı ile anlamlı bir fark olup olmadığını araştırmışlardır. Sonuçlarda kurumsal yönetim endeksine dahil olan işletmelerin daha fazla yabancı kaynağa yöneldikleri ortaya çıkmış ve endeks kapsamındaki işletmelere ait öz kaynak devir hızının endeks dışındaki işletmelere göre daha yüksek olduğu belirlenmiştir.

Şengür ve Püskül (2011), İMKB Kurumsal Yönetim Endeksinde yer alan 24 adet firmanın 2009 verilerinin yer aldığı çalışmalarında, kurumsal yönetim ile firma performansı arasındaki ilişkiyi incelemişlerdir. Çalışmada, yönetim kurulu yapısı ile işletme performansı arasındaki ilişki belirlenmek istenmiştir. Analiz sonuçlarına göre, denetim komitesi ve kurumsal yönetim komitesi olmak üzere iki komiteye sahip olan işletmelerin hisse senedi getirilerinin daha yüksek olduğu belirlenmiştir.

Dalğar ve Çelik (2011), imalat sektöründe faaliyet gösteren şirketlerin kurumsal yönetim endeksine dahil olmadan (2006) ve endekse dahil olduktan sonraki (2009) dönemlerdeki finansal oranlarını aynı sektör ortalamaları ile karşılaştırılarak analiz etmişlerdir. Elde edilen analiz sonuçlarına göre, faaliyet ve karlılık oranlarının endekse girildikten sonraki dönemde aynı sektör ortalamalarına göre daha iyi bir performans sergilediği saptanmıştır.

Kılıç (2011), işletmelerin kurumsal yönetim endeksine girmesinin hisse senedi fiyatlarına olan etkisini incelemiştir. Çalışmaya dahil edilen 28 işletmenin CAPM modeli yardımı ile, endekse dahil olduktan sonraki 5 günlük süreçte sağladığı getiriler belirlenmiştir. Sonuçlara göre, Türkiye’de Kurumsal Yönetim anlayışı taşıyan işletmelerin sadece %60’nun ilk birkaç gün yatırımcısına pozitif getiri sağladığı ve bu etkinin birkaç günden sonra giderek azaldığı anlaşılmıştır.

Velnampy (2013), yapmış olduğu çalışmada, firma performansı ile kurumsal yönetim arasındaki ilişkiyi 2007-2011 dönemini ele alarak analiz etmiştir. Analiz sonuçlarına göre, yönetim kurulu yapısı, yönetim kurulu komitesi, yönetim kurulu toplantısı, yönetim kurulu büyüklüğü, icrada görevli olmayan bağımsız yöneticiler gibi kurumsal yönetim belirleyicileri ile işletme performansı arasında bir ilişkinin olmadığı belirlenmiştir.

Korent, Dundekand and Calopa (2014), Hırvat Kurumsal Yönetim Endeksi’ni baz alarak kurumsal yönetim uygulamaları ile firma performansı arasında bir ilişkinin olup olmadığını ortaya çıkarmak istemişler ve elde ettikleri analiz sonuçlarına göre, kurumsal yönetimin şirket performansının açıklanmasında önemli bir etken olduğunu belirlemişlerdir.

3. Kurumsal Yönetim Notunu Etkileyen Unsurlar

3.1. Araştırmanın Amacı, Kapsamı ve Yöntemi

Araştırmanın amacı, kurumsal yönetim notunu hesaplatan şirketlerin derecelendirme şirketleri tarafından verilen notlarının hangi unsurlar tarafından etkilendiğinin ortaya çıkarılmasıdır. Literatürdeki birçok çalışmaya bakılarak belirlenen unsurlar; öz sermaye karlılığı, piyasa değeri-defter değeri, kurumsal yönetim komitesi üye sayısı, kurumsal yönetim komitesi bağımsız üye sayısı, denetim komitesi üye sayısı, denetim komitesi bağımsız üye sayısı ve riskin erken saptanması komitesi üye sayısı şeklindedir. Ayrıca kontrol değişkenleri olarak da firma büyüklüğü ve finansal kaldıraç düzeyi analize dahil edilmiştir. Bu söz konusu değişkenlerdeki değişimin işletmelerin kurumsal yönetim notlarının değiştirip değiştirmediği araştırmanın konusunu oluşturmaktadır.

Araştırma 2007-2013 dönemini ve BİST-100’de sürekli faaliyet gösteren işletmeleri kapsamaktadır. Araştırma verileri yıl sonu mali tablolarından ve faaliyet raporlarından elde edilerek analize dahil edilmiştir. Veriler içerisinde kayıp veri bulunmamakla birlikte, verilerin BİST-100’de sürekli faaliyet gösteren işletmeleri kapsamı dolayısıyla dengeli bir veri seti ile analiz gerçekleştirilmiştir.

Çalışmada Tobit regresyon analizi kullanılmıştır. Sansürlü regresyon modelleri olarak bilinen Tobit modeller, genellikle bağımlı değişkenin sağdan ya da soldan sansürlü olduğu durumlar için kullanılan lineer ilişkileri ölçmede kullanılan bir analizdir. Sağ ya da sol sansürlü ifadesi, belli bir alt ve üst limit olduğu durumları ifade etmektedir (ats.ucla.edu/stat/r/dae/tobit.htm).

Tobin (1958) söz konusu modeli şu şekilde açıklamaktadır:

W'nin sınırlı bir bağımlı değişken olduğunu ve alt limitinin ise L olduğunu varsayalım. Buradaki limit ana kütledeki tüm hane halkı için aynı olmayabilir. Y'nin ise (X1, X2,...,Xm) gibi bağımsız değişkenlerin bir kombinasyonu olduğunu varsayalım ve W'ye dair aşağıdaki gibi bir hipotez oluşturulsun:

$$Y = \beta_0 + \beta_1 X_1 + \beta_2 X_2 + \dots + \beta_m X_m, \quad (1)$$

Hane halkının W ile ilgili davranışları, sahip oldukları farklı X'ler göz önüne alındığında ve alt limit olan L tam olarak dikkate alınmadığında farklılaşacaktır. Diğer farklılıklar ise tesadüfi olacaktır ve normal dağılan e (sıfır ortalamaya sahip bir tesadüfi değişken) ile temsil edilecektir.

Bu durumda hane halkı davranışı şu şekilde olacağı varsayılmaktadır:

$$\begin{aligned} W &= L & (Y - e < L), \\ W &= Y - e & (Y - e \geq L), \end{aligned}$$

P(x)'in her bir x için toplam birim normal dağılım fonksiyonunun toplam değeri olduğunu varsaydığımızda; Q(x) = 1 - P(x) olsun; Z(x) her bir x fonksiyonunun birim normal dağılım yoğunluk değeri olduğu varsayalım. Bu durumda W-L aşağıda gösterildiği gibi e'nin dağılımından oluşmuş olabilir:

$$P_r(W = L | Y, L) = P_r(\epsilon > Y - L) = Q\{(Y - L)/\sigma\}, \quad (2)$$

$$P_r(W > x \geq L | Y) = Pr(Y - \epsilon > x) = Pr(Y - x) = P\{(Y - x)/\sigma\},$$

Sonuç olarak, W için toplam yoğunluk fonksiyonu, verilen her bir Y ve L için:

$$F(L; Y, L) = 0 \quad (x < L), \quad (3)$$

$$F(L; Y, L) = Q\{(Y - L)/\sigma\},$$

$$F(x; Y, L) = Q\{(Y - x)/\sigma\}, \quad (x > L),$$

İlgili olasılık yoğunluk fonksiyonu şu şekildedir:

$$f(x; Y, L) = \frac{1}{\sigma} Z\{(Y - x)/\sigma\}, \quad (x > L) \quad (4)$$

Verilen Y ve L değerleri için W'nin beklenen değeri:

$$E(W; Y, L)$$

$$= LQ\{(Y - L)/\sigma\} + \int_L^{\infty} \frac{x}{\sigma} Z\{(Y - x)/\sigma\} dx, \quad (5)$$

$$LQ\{(Y - L)/\sigma\} + Y \int_{-\infty}^{(Y-L)/\sigma} Z(x) dx + \sigma \int_{-\infty}^{(Y-L)/\sigma} -xZ(x) dx, \quad (6)$$

$$-xZ(x) = Z'(x) = dZ(x)/dx, \text{ olduğu için;}$$

$$E(W; Y, L) = LQ\{(Y - L)/\sigma\} + YP\{(Y - L)/\sigma\} + \sigma Z\{(Y - L)/\sigma\}, \quad (7)$$

3.2. Araştırmanın Hipotezleri

Kurumsal yönetim notu üzerinde etkili olan unsurların tespiti amacına dayanan bu çalışmada, özellikle kurumsal yönetim endeksine dahil olan firmaların, kurumsal yönetim notları ile firma finansal performansları arasında bir ilişkinin olup olmadığı

araştırılmaktadır. Bunun yanı sıra yönetim kurulu bünyesinde bulunan komitelerin (denetim komitesi üye ve bağımsız üye sayısı, kurumsal yönetim komitesi üye ve bağımsız üye sayısı, riskin erken saptanması komitesi üye sayısı) yapısının kurumsal yönetim notu üzerinde rakamsal bir etkisinin olup olmadığı ortaya çıkarılmaya çalışılmıştır. Bu bağlamda, bağımsız ve kontrol değişkenlerin kurumsal yönetim notu üzerinde bir etkisinin olup olmadığını araştıran alternatif hipotez şu şekildedir.

- **H₁:** İlgili bağımsız ve kontrol değişkenlerin kurumsal yönetim notu üzerinde etkisi vardır.

3.3. Araştırmanın Bulguları

Tablo 3'te kurumsal yönetim endeksine dahil olan 110 gözlemin tanımlayıcı istatistikleri yer almaktadır. Tablodan da görüldüğü üzere araştırmaya dahil olan şirketlerin kurumsal yönetim not ortalamaları yaklaşık 86'dır. Bu dağılıma ilişkin standart sapma ise 4.44 olarak belirlenmiştir. Ayrıca kurumsal yönetim notlarına ilişkin yüzdesel dağılımların en küçük ve en yüksek puanları aşağıdaki tabloda yer aldığı gibidir.

Tablo 3. Kurumsal Yönetim Notlarının Tanımlayıcı İstatistikleri

	Yüzdeler	En Küçük		
1%	76.76	75.56		
5%	78	76.76		
10%	79.94	77.05	Gözlem	110
25%	83.21	77.1	Ağırlık Toplamı	110
50%	86.65		Ortalama	86.32746
		En Yüksek	Std. Sapma	4.440018
75%	90.25	93.3		
90%	91.89	93.3637	Varyans	19.71376
95%	92.8	93.3637	Çarpıklık	-0.38827
99%	93.3637	93.3637	Basıklık	2.376014

Tobit analizinde hem lojit hem de probit analizleri kullanılmaktadır. Bu çalışmada probit analizi kullanılmıştır. Aşağıdaki Tablo 4'de, tüm veri setinin dahil edildiği modeldeki firmaların kurumsal yönetim notları ile değişkenler arası ilişki yer almaktadır.

Tablo 4. Tesadüfi Etkiler Tobit Regresyon Analiz Sonuçları

Bağımsız Değişkenler	Katsayı	Standart Sapma	Z	P>z	%95 Güven Düzeyi	
Öz sermaye Karlılığı	-12.82898	34.7029	-0.37	0.712	-80.84541	55.18745
Piyasa Değeri/Defter Değeri	-6.500519	5.576199	-1.17	0.244	-17.42967	4.42863
Kurumsal Yönetim Komitesi Üye Sayısı	7.857628	3.70033	2.12	0.034**	0.6051132	15.11014
Kurumsal Yönetim Komitesi Bağımsız Üye Sayısı	2.744709	10.24238	0.27	0.789	-17.32999	22.81941
Denetim Komitesi Üye Sayısı	10.15566	10.51679	0.97	0.334	-10.45687	30.7682
Denetim Komitesi Bağımsız Üye Sayısı	14.92218	6.216635	2.4	0.016**	2.737801	27.10656
Riskin Erken Saptanması Komitesi Üye Sayısı	1.81447	2.768287	0.66	0.512	-3.611272	7.240211
Finansal Kaldıraç Oranı	-88.17502	44.64307	-1.98	0.048**	-175.6738	-0.67622
Aktif Büyüklük (log)	76.16363	21.65121	3.52	0.000***	33.72804	118.5992
Sabit Terim	-811.0527	203.3372	-3.99	0.000***	-1209.586	-412.519
/sigma_u	135.3779	23.0749	5.87	0.000	90.15187	180.6038
/sigma_e	41.30678	3.319373	12.44	0.000	34.80093	47.81264
Rho	0.9148298	0.0290053			0.8428698	0.958709
Wald chi2(9)	75.22					
Prob> chi2	0.000					

*p <0,1; ** p<0,05; *** p<0,01

Tesadüfi Etkiler Tobit Regresyon analiz sonuçlarının yer aldığı Tablo 3.2.'nin açıklaması şu şekildedir:

- Kurumsal yönetim notu ile öz sermaye karlılığı ve piyasa değeri/defter değeri oranları arasında istatistiksel bir ilişki bulunamamıştır. Yani her iki değişkenin de kurumsal yönetim skoru üzerinde bir etkisi söz konusu değildir.
- Kurumsal yönetim notu ile kurumsal yönetim komitesi bağımsız üye sayısı, denetim komitesi üye sayısı ve riskin erken saptanması komitesi üye sayısı arasında istatistiksel bir ilişki yoktur.
- Kurumsal yönetim komitesi üye sayısı ve denetim komitesi bağımsız üye sayısı artışına bağlı olarak istatistiksel olarak anlamlı bir şekilde kurumsal yönetim notunun da arttığı anlaşılmıştır.
- Finansal kaldıraç düzeyi yüksek olan şirketlerin düşük olan işletmelere oranla daha düşük kurumsal yönetim notuna sahip oldukları saptanmıştır.
- Firmaların aktif büyüklüğünün artması istatistiksel olarak anlamlı bir şekilde kurumsal yönetim notunda da artışı getirmektedir.

Marjinal etkiler, bağımsız değişkenlerdeki bir birimlik değişime karşı bağımlı değişkendeki etkiyi gösteren etkilerdir. Çalışmadaki marjinal etkiler modeline göre yapılan analizden elde edilen analiz sonuçları tablo 5'deki gibidir.

Tablo 5. Tobit Analiz Sonuçlarının Marjinal Etkileri

Bağımsız Değişkenler	dy/dx	Standart Hatalar	z	P>z	%95 Güven Düzeyi	
Öz sermaye Karlılığı	-3.57833	9.693043	-0.37	0.712	-22.5764	15.41968
Piyasa Değeri/Defter Değeri	-1.81316	1.577661	-1.15	0.25	-4.90532	1.278997
Kurumsal Yönetim Komitesi Üye Sayısı	2.191694	1.066053	2.06	0.04**	0.102268	4.28112
Kurumsal Yönetim Komitesi Bağımsız Üye Sayısı	0.76557	2.854717	0.27	0.789	-4.82957	6.360712
Denetim Komitesi Üye Sayısı	2.832675	2.973804	0.95	0.341	-2.99587	8.661224
Denetim Komitesi Bağımsız Üye Sayısı	4.162179	1.845737	2.26	0.024**	0.544601	7.779759
Riskin Erken Saptanması Komitesi Üye Sayısı	0.506102	0.777222	0.65	0.515	-1.01723	2.02943
Finansal Kaldıraç Oranı	-24.5943	13.203	-1.86	0.062*	-50.4717	1.283129
Aktif Büyüklük (log)	21.24399	7.453752	2.85	0.004***	6.634905	35.85307

*p <0,1; ** p<0,05; *** p<0,01

Tobit analiz sonuçlarının marjinal etkilerinin yer aldığı Tablo 5 şu şekilde ifade edilebilir:

- Kurumsal yönetim komitesi üye sayısının her bir birimlik artışında kurumsal yönetim notunda yaklaşık 2.19' luk bir artış gerçekleşmektedir.
- Denetim komitesi bağımsız üye sayısının her bir birimlik artışı, firmaların kurumsal yönetim notunda yaklaşık 4.16' lık bir artışa neden olmaktadır.
- Finansal kaldıraç oranının bir birim daha yüksek olması, firmaların kurumsal yönetim notunu yaklaşık 24.5 daha az gerçekleştirmektedir.
- Aktif büyüklüğü bir birim daha büyük olan işletmelerin olmayanlara kıyasla kurumsal yönetim notu yaklaşık 21.24'lük bir artış göstermektedir.

Çalışmada tobit regresyon analizinin ikinci kısmında kurumsal yönetim endeksine dahil olan firmaların analizi yapılmıştır. Bundan dolayı sadece kesikli (truncated) gözlemler analize dahil edilmiştir. Bu modeldeki kesikli ile kastedilen, sadece kurumsal yönetim endeksine dahil edilen işletmelerin var olduğu bir modelin kurulmuş olmasıdır. Modelin sonuçları aşağıdaki Tablo 6'da gösterildiği gibidir.

Tablo 6. Kesikli (Truncated) Tobit Regresyon Analiz Sonuçları

Bağımsız Değişkenler	Katsayı	Stn. Hatalar	z	P>z	%95 Güven Düzeyi	
Öz sermaye Karlılığı	1.633833	2.535137	0.64	0.519	-3.334943	6.60261
Piyasa Değeri/Defter Değeri	0.46542	0.389909	1.19	0.233	-0.2987879	1.229629
Kurumsal Yönetim Komitesi Üye Sayısı	0.385126	0.213629	1.8	0.071*	-0.0335797	0.803832
Kurumsal Yönetim Komitesi Bağımsız Üye Sayısı	0.532859	0.617495	0.86	0.388	-0.6774087	1.743127
Denetim Komitesi Üye Sayısı	1.462569	0.570226	2.56	0.010***	0.3449465	2.580192
Denetim Komitesi Bağımsız Üye Sayısı	1.88862	0.433072	4.36	0.000***	1.039814	2.737427
Riskin Erken Saptanması Komitesi Üye Sayısı	0.507875	0.164978	3.08	0.002***	0.1845238	0.8312257
Finansal Kaldıraç Oranı	0.463614	1.756633	0.26	0.792	-2.979324	3.906552
Aktif Büyüklük (log)	1.76589	0.654075	2.7	0.007***	0.483926	3.047854
Sabit Terim	60.50476	5.80602	10.42	0.000***	49.12517	71.88435
/sigma	3.026612	0.204054	14.83	0.000***	2.626673	3.426551
Wald chi2(9)	=	124.58				
Prob> chi2	=	0.000				

*p <0,1; ** p<0,05; *** p<0,01

Kesikli (Truncated) Tobit Regresyon analiz sonuçlarının yer aldığı Tablo 6 şu şekilde açıklanabilir:

- Bu modelde de hem öz sermaye karlılığının hem de piyasa değeri/defter değeri oranının kurumsal yönetim notu üzerinde herhangi bir etkisinin olmadığı saptanmıştır. Aynı zamanda arada istatistiksel anlamlı bir ilişki de söz konusu değildir.
- Kurumsal yönetim komitesi bağımsız üye sayısının kurumsal yönetim notu üzerinde bir etkisinin olmadığı anlaşılmıştır.
- Kurumsal yönetim notu üzerinde pozitif etkileri olan değişkenler ise, kurumsal yönetim komitesi üye sayısı, denetim komitesi üye sayısı, denetim komitesi bağımsız üye sayısı ve riskin erken saptanması komitesi üye sayısıdır. Söz konusu değişkenler kurumsal yönetim notunu pozitif yönde etkilemektedir.
- Kurumsal yönetim notu ile finansal kaldıraç düzeyi arasında herhangi bir ilişki saptanmamıştır.
- Firmaların aktif büyüklüğü artışına bağlı olarak kurumsal yönetim notlarının da arttığı tespit edilmiştir.

Kesikli (truncated) regresyon modelindeki marjinal etkilere bakıldığında ise elde edilen sonuçlar Tablo 7'de şu şekilde yorumlanmaktadır.

Tablo 7. Kesikli (Truncated) Tobit Regresyon Modeli Marjinal Etkileri

Bağımsız Değişkenler	dy/dx	Standart Hatalar	Z	P>z	%95 Güven Düzeyi	
Öz sermaye Karlılığı	1.633833	2.535137	0.64	0.519	-3.334943	6.60261
Piyasa Değeri/Defter Değeri	0.4654204	0.3899094	1.19	0.233	-0.2987879	1.229629
Kurumsal Yönetim Komitesi Üye Sayısı	0.3851261	0.2136294	1.8	0.071*	-0.0335797	0.803832
Kurumsal Yönetim Komitesi Bağımsız Üye Sayısı	0.5328594	0.617495	0.86	0.388	-0.6774087	1.743127
Denetim Komitesi Üye Sayısı	1.462569	0.5702262	2.56	0.010***	0.3449465	2.580192
Denetim Komitesi Bağımsız Üye Sayısı	1.88862	0.4330723	4.36	0.000***	1.039814	2.737427
Riskin Erken Saptanması Komitesi Üye Sayı	0.5078748	0.164978	3.08	0.002***	0.1845238	0.8312257
Finansal Kaldıraç Oranı	0.4636142	1.756633	0.26	0.792	-2.979324	3.906552
Aktif Büyüklük (log)	1.76589	0.6540753	2.7	0.007***	0.483926	3.047854

*p <0,1; ** p<0,05; *** p<0,01

Tablo 7'de yer alan Kesikli (truncated) Modelden elde edilen analiz sonuçları şu şekilde ifade edilebilir:

- Kurumsal yönetim komitesi üye sayısının her bir birim artışında kurumsal yönetim notunda yaklaşık olarak 0.38'lik bir artış görülmektedir.
- Denetim komitesi üye sayısındaki her bir birimlik artış kurumsal yönetim notunda yaklaşık olarak 1.46 oranında bir artışa neden olmaktadır.
- Denetim komitesi bağımsız üye sayısının bir birimlik artışı kurumsal yönetim notunu yaklaşık 1.88 oranında artırmaktadır.
- Riskin erken saptanması komitesinin her bir birim artışında kurumsal yönetim notu yaklaşık olarak 0.50 oranında artmaktadır.
- Aktif büyüklüğün bir birimlik artışı kurumsal yönetim notunda yaklaşık olarak 1.76'lık bir artışa neden olmaktadır.

4. Sonuç

Dünya'daki finansal skandallar neticesinde oldukça önemli hale gelen kurumsal yönetim, her geçen gün bu skandalların sayısının artması ile birçok ülkede uygulanmaya başlanan bir sistem olmuştur. Kurumsal yönetimin kurum içinde rutin bir denetim getirmesi, firmaları daha güvenilir kılmıştır. Dünya'daki gelişmeler ile birlikte Türkiye'de de kurumsal yönetim alanında çalışmalar başlatılmış ve 2002 yılında kurumsal yönetim ilkeleri yayınlanmıştır. Daha sonra SPK'nın yayınlamış olduğu birçok tebliğ ile kurumsal yönetim ilkelerine uyum zorunlu hale getirilmiştir. Ülkemizde kurumsal yönetim ile ilgili olan en önemli gelişmelerden biri de 2007 yılında firmaların kurumsal yönetim notlarının hesaplanmaya başlanmasıdır. 2007 yılından itibaren isteyen her firma kurumsal yönetim ilkelerine uyum derecesini ölçtürebilmektedir. Derecelendirme şirketleri tarafından belirlenen kurumsal yönetim notları, şirketleri daha güvenilir hale getirmiştir.

Bu çalışmada, kurumsal yönetim notu hesaplanmış olan firmaların notlarının artması ya da azalması durumuna etkili olan unsurlar ortaya çıkarılmaya çalışılmıştır. Çalışmada kurumsal yönetim ile ilintili bağımsız ve kontrol değişkenler belirlenmiş ve bunların kurumsal yönetim notu üzerinde bir etkisinin olup olmadığı belirlenmeye çalışılmıştır. Bu analiz için sınırlı bağımlı değişken modeli olan Tobit regresyon modeli kullanılmıştır. Bu analizde hem kurumsal yönetim endeksine dahil olan ve olmayan tüm firmaların dahil olduğu sansürlü model hem de sadece kurumsal yönetim endeksine dahil olan firmaların dahil edildiği kesikli model kullanılmış olup, bağımsız ve kontrol değişkenlerinin kurumsal yönetim notu üzerindeki etkileri incelenmiştir.

Elde edilen analiz sonuçlarına göre, kurumsal yönetim endeksine dahil olan ve olmayan firmaların yer aldığı sansürlü modelde ve sadece kurumsal yönetim endeksine dahil olan firmaların yer aldığı kesikli modelde, kurumsal yönetim notu ile firmaların finansal performansları arasında bir ilişkinin olmadığı ortaya çıkmıştır. Yönetim performansının en önemli belirleyicilerinden biri olan öz sermaye karlılığının artması işletmelerin kurumsal yönetim notunu artırmadığı belirlenmiştir. Ayrıca yine şirket değerlemesinde kullanılan en önemli oranlardan biri olan piyasa değeri/defter değerinin artması söz konusu şirketlerin kurumsal yönetim notunu artırmamaktadır. Bu bağlamda; daha yüksek öz sermaye karlılığı ve/veya piyasa değeri/defter değeri oranlarının daha yüksek endeks notuna sahip olma anlamına gelmediği anlaşılmaktadır. Ancak kurumsal yönetim unsurlarından sayılan bazı komitelerin üye sayılarının artması kurumsal yönetim notunu pozitif yönde etkilediği görülmüştür. Kurumsal yönetim endeksine dahil olan ve olmayan işletmelerin dahil olduğu modelde kurumsal yönetim komitesi üye sayısının ve denetim komitesi bağımsız üye sayısının artması kurumsal yönetim notunu artırdığı görülmüştür. Sadece kurumsal yönetim endeksine dahil olan şirketlerin ele alındığı modelde ise; kurumsal yönetim komitesi üye sayısı, denetim komitesi üye sayısı, denetim komitesi bağımsız üye sayısı ve riskin erken saptanması komitesi üye sayısı kurumsal yönetim notunu pozitif yönde etkilemektedir.

Sonuç olarak bu çalışmada, işletmelerin kurumsal yönetim endeksine dahil olmaları ya da olmamaları durumu fark etmeksizin kurumsal yönetim notlarının finansal performans oranlarından etkilenmediği belirlenmiştir. Yani işletmelerin yüksek finansal performans göstermeleri yüksek kurumsal yönetim notuna sahip olabilecekleri anlamına gelmemektedir.

Gelecekte kurumsal yönetim endeksine dahil olan firmaların yer aldığı modeller üzerinde daha fazla çalışılacağı düşünülmektedir. Böylece gelecek yıllarda daha büyük veri setleri ile ve kurumsal yönetim notunu etkileyebilecek farklı değişkenlerle çalışılarak modeller tekrarlanabilir ya da farklı model ve analiz teknikleri ile sonuçlar incelenebilir.

Kaynakça

- Aysan, M. A. (2007). *Kurumsal Yönetim ve Risk*. İstanbul: Elif Ofset
- Bai, C., Liu, Q., Lu, J. Z., Songand, F. M. and Zhang, J. (2002). Corporate Governance and Firm Valuations in China, *Social Science Research Network*, 1-35.
- Bhasin, M. L. (2012). Voluntary Corporate Governance Disclosures: Evidence From a Developing Country, *Far East Journal of Psychology and Business*, 9(2): 10-31.
- Black, B., Jang, H. and Kim, W. (2006). Does Corporate Governance Affect Firm Value?: Evidence From Korea, 08.06.2014 tarihinde <http://www.haas.berkeley.edu/groups/finance/black.pdf> adresinden erişildi.
- Büyüksalvarcı, A. ve Abdioğlu, H. (2010). İMKB Kurumsal yönetim Endeksinde İşlem Gören Şirketlerin Finansal ve Finansal Olmayan Belirleyicileri: İMKB İmalat Sektöründe Bir Uygulama, *Muhasebe Öğretim Üyeleri Bilim ve Dayanışma Vakfı (MÖDAV)*, 3: 119-143.
- Chiang, H. and Chia, F. (2005). An Empirical Study of Corporate Governance and Corporate Performance. *The Journal of American Academ of Business*, 6(1): 95-101.
- Çarıkcı, İ. H., Kalaycı, Ş. ve Gök, İ. Y. (2009). Kurumsal Yönetim-Şirket Performansı İlişkisi: İMKB Kurumsal Yönetim Endeksi Üzerine Ampirik Bir Çalışma, *Alanya İşletme Fakültesi Dergisi*, 1(1): 51-72.
- Dağlı, H., Ayaydın, H. ve Eyüpoğlu K. (2010). Kurumsal Yönetim Endeksi Performans Değerlendirmesi: Türkiye Örneği, *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, 48: 18-31.
- Dalğar, H. ve Çelik, İ. (2011). Kurumsal Yönetimin İşletmelerin Finansal Yapısına Etkileri: İMKB Kurumsal Yönetim Endeksi (XKURY) Üzerine Bir İnceleme, *Finans Politik ve Ekonomik Yorumlar*, 48(557): 99-110.
- Davies, A. (2006). *Best Practice in Corporate Governance: Building Reputation and Sustainable Success*, Gower Publishing Limited.
- Deloitte (2007). *Kurumsal Yönetimin Anonim Ortaklıklarda Yansımaları*. İstanbul: Türkiye Kurumsal Yönetim Derneği Deloitte Ortak Yayını, Kurumsal Yönetim Serisi, 1-20.
- Gompers, P., Ishiil, J. and Metrick, A., (2003). Corporate Governance and Equity Prices, *The Quarterly Journal of Economics*, 118(1): 107- 155.
- Gruszczynski, M., (2006). Corporate Governance and Financial Performance of Companies in Poland. *International Advances in Economic Research*, 12: 251-259.
- Gürbüz, A. O. ve Ergincan, Y. (2004). *Kurumsal Yönetim Türkiye'deki Durumu ve Geliştirilmesine Yönelik Öneriler*, İstanbul: Literatür Yayıncılık.
- Hart, O. (1995). Corporate Governance: Some Theory and Implications, *The Economic Journal*, 105 (430): 678-689.
- Karamustafa, O., İ. Varıcı, ve B. Er, (2009). Kurumsal Yönetim ve Firma Performansı: İMKB Kurumsal Yönetim Endeksi Kapsamındaki Firmalar Üzerinde Bir Uygulama, *Kocaeli Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 17(1): 100-119.
- Kılıç, S. (2011). İMKB Kurumsal yönetim Endeksine Dahil Olan Şirketlerin Getiri Performanslarının Ölçülmesi, *Finans Politik ve Ekonomik Yorumlar*, 48 (552): 45-58.

- Kim, H. J. and Yoon, S. S. (2007). Corporate Governance and Firm Performance In Korea, *Malaysian Accounting Review*, 6(2): 1-17.
- Klein, P., Shapiro, D. M. and Young, J. (2005). Corporate Governance, Family Ownership and Firm Value: The Canadian Evidence, *Corporate Governance: An International Review*, 13(6): 769-784.
- Koç, İ. Ö, Yalın, P. ve Yavuz, N. (2004). AB'ye Entegrasyon Sürecinde Kurumsal Yönetim ve Öncü İki Sektör Üzerine Uygulama, Geleneksel Finans Sempozyumu, Marmara Üniversitesi, Bankacılık ve Sigortacılık Enstitüsü & Bankacılık ve Sigortacılık Yüksekokulu. İstanbul.
- Korent, D., Dundek, I. and Calopa, M. K. (2014). Corporate Governance Practices and Firm Performance Measured by Croatia Corporate Governance Index (CCGI), *Economic Research*, 27(1): 222-231.
- Oman, C. (2001). Corporate Governance and National Development, *OECD Technical Papers*, No. 180.
- Sakarya, Ş., Kutukız, D. ve Ülker, Y. (2012). Küresel Finansal Krizler Sonrası Kurumsal Yönetim Alanındaki Gelişmeler: İMKB Kurumsal Yönetim Endeksi (İMKB XKURY) Bazında Bir İnceleme, *Turgut Özal Uluslararası Ekonomi ve Siyaset Kongresi II*, Malatya.
- Şengür, E. D. ve Özbek Püskül, A. S. (2011). İMKB Kurumsal Yönetim Endeksindeki Şirketlerin Yönetim Kurulu Yapısı ve İşletme Performansının Değerlendirilmesi, *Dumlupınar Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, 31: 33-50.
- Tobin, J. (1958). Estimation For Relationships With Limited Dependent Variables, *Econometrica*, 26 (1): 24-36.
- Velnamby, T. (2013). Corporate Governance and Firm Performance: A Study of Srilankan Manufacturing Companies, *Journal of Economics and Sustainable Development*, 4(3): 228-236.
- www.spk.gov.tr, (07.09.2017) (22.12.2017)
- www.saharating.com, (12.11.2014)
- www.tkyd.org, (02.03.2015)
- www.borsaistanbul.com , (08.09.2015)
- http://www.ats.ucla.edu/stat/r/dae/tobit.htm, (04.07.2015)