



THE EFFECT OF CORPORATE GOVERNANCE ON PROFITABILITY: A RESEARCH ON COMPANIES WITHIN THE SCOPE OF BORSA ISTANBUL CORPORATE GOVERNANCE INDEX

Gülgün ERKAN*

*Dr. Öğr. Üyesi, Çanakkale Onsekiz Mart Üniversitesi, İ.İ.B.F., İşletme Bölümü,
erkangulgun@comu.edu.tr, ORCID ID: 0000-0001-7108-131X

Received Date: 15.01.2023 Revised Date: 02.03.2023 Accepted Date: 11.03.2023

Copyright © 2023 Gülgün ERKAN. This is an open access article distributed under the Eurasian Academy of Sciences License, which permits unrestricted use, distribution, and reproduction in any medium, provided the original work is properly cited.

ABSTRACT

The aim of this study is to investigate whether the degree of compliance with corporate governance principles has a significant effect on the profitability of companies. The scope of the research consists of 23 companies that are included in the BIST Corporate Governance Index (CGI), whose data can be accessed uninterruptedly between 2013 and 2022 and which are outside of financial institutions. Independent variables in the study, corporate governance rating score, shareholders rating score, public disclosure and transparency rating score, stakeholders rating score and board of directors rating score. Return on assets was taken as the dependent variable. Panel data analysis was used as a method in the research. According to the analysis results; it has been determined that all independent variables have a positive and significant effect on the return on assets. It has been concluded that as the degree of compliance of the companies with the corporate governance principles increases, the return on assets will also increase.

Keywords: Corporate Governance, Business Profitability, Panel Data Analysis

KURUMSAL YÖNETİMİN KARLILIK ÜZERİNE ETKİSİ: BORSA İSTANBUL KURUMSAL YÖNETİM ENDEKSİ KAPSAMINDAKİ ŞİRKETLERDE BİR ARAŞTIRMA

ÖZET

Bu çalışmanın amacı, kurumsal yönetim ilkelerine uyum derecesi puanlarının firmaların kârlılıkları üzerinde anlamlı bir etkisinin olup olmadığını araştırmaktır. Araştırma kapsamını, BİST Kurumsal Yönetim Endeksi (XKURY)'nde yer alan 2013-2022 yılları arasında kesintisiz olarak verilerine ulaşılabilen ve finansal kurumlar dışında kalan 23 firma oluşturmaktadır. Çalışmada bağımsız değişkenler; kurumsal yönetim derecelendirme puanı, pay sahipleri derecelendirme puanı, kamuyu aydınlatma ve şeffaflık derecelendirme puanı, menfaat sahipleri derecelendirme puanı ve yönetim kurulu derecelendirme puanıdır. Bağımlı değişken olarak ise aktif kârlılığı alınmıştır. Araştırmada yöntem olarak panel veri analizi kullanılmıştır. Analiz sonuçlarına göre, tüm bağımsız değişkenlerin aktif kârlılığı üzerinde pozitif yönlü ve anlamlı etkili olduğu belirlenmiştir. Firmaların kurumsal yönetim ilkelerine uyum derecesi arttıkça aktif kârlılığının da artacağı sonucuna ulaşılmıştır.

Anahtar Kelimeler: Kurumsal Yönetim, İşletme Kârlılığı, Panel Veri Analizi



1. GİRİŞ

Dünya genelinde küreselleşme olgusu ve artan rekabet, yaşanan finansal krizler ve şirket skandalları kurumsal yönetim kavramının gelişiminde önemli rol almıştır. Kurumsal yönetim, kavram olarak 1990'lı yılların başlarında uluslararası organizasyonlar, iş dünyası ve akademik çevreler tarafından bir yönetim felsefesi olarak kabul görmüştür (Aktan, 2006:1). Kurumsal yönetim, uzun vadede şirketin değerini arttırmak amacıyla tüm menfaat sahiplerinin (paydaşlarının) haklarını korumayı ve şirketin devamlılığını uzlaşma ile sağlamayı hedefleyen bir yönetim anlayışıdır. Bu bağlamda, kurumsal yönetim hem şirketteki menfaat çatışmalarını önler hem de yöneticilerin ve çalışanların verimli çalışmalarını sağlayacak önlemlerin alınmasını sağlayarak şirketin operasyonel risk düzeyinin düşmesine yardımcı olur. (Dağlı vd., 2010:19).

Kurumsal yönetime yönelik uluslararası alanda 1998 yılından itibaren çalışmalar yapılmaya başlanmıştır. Bu konuda 1999 yılında Ekonomik İşbirliği ve Kalkınma Örgütü (OECD) tarafından devlet ve şirketlerin yönetiminde uyulması gereken kurumsal yönetim ilkeleri yayımlanmıştır. Bu doğrultuda başta OECD ülkeleri olmak üzere birçok ülke yasalarını gözden geçirerek, uygulamalarını bu ilkeler çerçevesinde gerçekleştirmeye başlamıştır (Kalmış, 2010:128). Ülkemizde ise OECD'nin yayımladığı kurumsal yönetim ilkeleri temel alınarak 2003 yılında Sermaye Piyasası Kurulu (SPK) tarafından kurumsal yönetim ilkeleri yayımlanmıştır. 2005 yılında da sözkonusu ilkeler revize edilerek Borsa İstanbul (BİST)'de işlem gören şirketlerin faaliyet raporlarında, kurumsal yönetim ilkelerine ilişkin uyum raporlarına yer vermeleri zorunlu hale getirilmiştir. 2499 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu'nda 2011 yılında yapılan değişiklik ile borsada işlem gören şirketlerin kurumsal yönetim ilkelerine uymaları zorunlu hale getirilmiştir.

Kurumsal yönetim ilkelerinin zaman içinde önem kazanması sonucunda, şirketlerin kurumsal yönetim ilkelerine ne ölçüde uyum sağladıklarını belirlemek ve şirketler arasında karşılaştırma yapabilmek amacıyla standart ölçülere ihtiyaç duyulması kurumsal yönetim derecelendirmesi kavramını ortaya çıkarmıştır. Kurumsal yönetim derecelendirmesi, şirketlerin SPK tarafından yayımlanan kurumsal yönetim ilkelerine uyumlarının derecelendirme kuruluşları tarafından bağımsız, tarafsız, adil olarak değerlendirilmesi ve sınıflandırılması faaliyetidir (Düzer, 2020:153). Bu çerçevede, kurumsal yönetim ilkelerini uygulayan şirketlerin performanslarını ölçmek için, 2007 yılında BİST Kurumsal Yönetim Endeksi (XKURY) kurulmuştur. Kurumsal Yönetim Endeksi, hisseleri bu endekste işlem gören ve kurumsal yönetim ilkelerine ait derece notu alan halka açık şirketlerden oluşmaktadır. Kurumsal Yönetim Endeksinin amacı; bu endekste işlem gören ve kurumsal yönetim derecelendirme notu 10 üzerinden en az 7 ve her bir ana başlık için 6,5 olan şirketlere ait fiyat ve getiri performanslarının ölçülmesidir. Bu endekste işlem görmek isteyen şirketler, SPK tarafından yetkilendirilen kuruluşlar tarafından derecelendirilmektedir ve bu kuruluşlar şirketleri derecelendirirken, pay sahipleri (%25), kamuyu aydınlatma ve şeffaflık (%25), menfaat sahipleri (%15) ve yönetim kurulu (%35), olmak üzere dört ana başlık üzerinden değerlendirmektedir (Alagöz ve Erkoçak, 2021:123).



2. LİTERATÜR ARAŞTIRMASI

Firmaların kurumsal yönetim derecelendirme notları ile kârlılıkları arasındaki ilişkiyi inceleyen farklı ülke ve sektörlerde yapılan birçok çalışma bulunmaktadır. Literatür incelendiğinde konu ile ilgili yapılan çalışmalarda kullanılan yöntem ve değişkenlerin çeşitlilik göstermesinden dolayı kurumsal yönetim derecelendirme notları ile kârlılık arasında pozitif yönlü ilişkinin olduğunu saptayan çalışmalar olmakla birlikte negatif yönlü veya ilişkisizliğin olduğunu ortaya koyan çalışmalarda mevcuttur. Bu bağlamda konuya ilişkin literatür özeti kronolojik olarak incelenerek Tablo 1’de sunulmuştur.

Tablo 1: Kurumsal Yönetim Derecelendirme Notu ve Kârlılık İlişkisi Literatür Özeti

Çalışma	Örnek Kütlesi ve Dönemi	Metodoloji ve Değişkenler	Bulgular
Kiel ve Nicholson (2003)	Avustralya’da en büyük halka açık 348 firma 1996-1998	Regresyon analizi; Aktif kârlılığı oranı ve Tobin’s Q oranı, kurumsal yönetim notları.	Firmaların kurumsal yönetim notları ile finansal performansları arasında pozitif yönlü ilişki olduğu tespit edilmiştir. Özellikle yönetim kurulu ilkelerinin firmaların performanslarını pozitif yönde etkilediği sonucuna ulaşılmıştır.
Gupta ve diğerleri (2009)	Kanada’da faaliyet gösteren 158 firma 2002-2005	Panel veri analizi; aktif kârlılığı, Tobin’s Q ve PD/DD oranları, kurumsal yönetim notları.	Çalışmada seçilen finansal oranlar ile firmaların kurumsal yönetim notları arasında ilişki bulunmadığı tespit edilmiştir.
Renders ve diğerleri (2010)	14 Avrupa ülkesinde Fts Eurofirst 300’e dahil firmalar 1999-2003	Panel veri analizi; aktif kârlılığı, özsermaye kârlılığı, Tobin’s Q ve PD/DD oranları, kurumsal yönetim notları.	Örnekleme yer alan firmaların kurumsal derecelendirme notları ile finansal performans göstergeleri arasında pozitif yönlü bir ilişki belirlenmiştir. Kurumsal derecelendirme notu yüksek olan firmaların finansal performanslarının da olumlu olduğu tespit edilmiştir.
Berthelot ve diğerleri (2010)	Kanada Borsası’nda işlem gören 289 firma 2002-2005	Panel veri regresyon analizi; Tobin’s Q oranı, hisse senedi getirisi, kurumsal yönetim notları.	Firmaların kurumsal yönetim notları ile finansal performansları ve hisse senedi getirileri arasında pozitif yönlü bir ilişki olduğu belirlenmiştir.
Kara ve diğerleri (2015)	BİST KYE’nde yer alan firmalar 2006-2012	Panel veri analizi; aktif kârlılığı, özsermaye kârlılığı, satış kârlılığı, net kâr, Tobin’s Q oranı, kaldıraç oranı ve kurumsal yönetim derecelendirme notu.	Kurumsal yönetim derecelendirme notu ile Tobin’s Q oranı ve kaldıraç oranı arasında istatistiki olarak anlamlı ve pozitif yönlü ilişki olduğu tespit edilmiştir. Çalışmada kullanılan diğer oranlarla (aktif aktif kârlılığı, özsermaye kârlılığı, satış kârlılığı, net kâr) kurumsal

4		KURUMSAL YÖNETİMİN KARLILIK ÜZERİNE ETKİSİ: BORSA İSTANBUL KURUMSAL YÖNETİM ENDEKSİ KAPSAMINDAKİ ŞİRKETLERDE BİR ARAŞTIRMA
---	---	---

			yönetim düzeyi arasında istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki bulunamamıştır.
Javaid ve Saboor (2015)	Karachi Borsası'nda işlem gören 58 tekstil firması 2009-2013	Regresyon analizi; aktif ve özsermaye kârlılığı, Tobin's Q oranı, kurumsal yönetim derecelendirme notları.	Çalışmada firmaların kurumsal yönetim derecelendirme notları, sahiplik yapısı, yönetim kurulu ve şeffaflık ilkeleri ile aktif kârlılığı ve özsermaye kârlılığı arasında anlamlı ve pozitif yönlü bir ilişki olduğu belirlenmiştir.
Javaid (2015)	Karachi Borsası'nda işlem gören 58 tekstil firması 2009-2013	Korelasyon ve regresyon analizi; aktif ve özsermaye kârlılığı, Tobin's Q oranı, kurumsal yönetim derecelendirme notları.	Firmaların finansal performansları ile kurumsal yönetim notları arasında anlamlı ve pozitif yönlü bir ilişki olduğu belirlenmiştir. Güçlü kurumsal yönetim uygulamasına sahip firmaların daha yüksek finansman bulma olanaklarına sahip olabilecekleri sonucuna ulaşılmıştır.
Rose (2016)	Kopenhag Borsası'nda işlem gören 155 firma 2010-2015	Regresyon analizi; aktif kârlılığı, özsermaye kârlılığı ve kurumsal yönetim derecelendirme notları.	Çalışmada bağımlı değişken olarak alınan aktif ve özsermaye kârlılık oranları ile firmaların kurumsal yönetim derecelendirme notları arasında anlamlı bir ilişki olduğu belirlenmiştir.
Tükenmez ve diğerleri (2017)	BİST KYE'nde yer alan 15 firma 2009-2014	Panel veri regresyon analizi; aktif kârlılığı, Tobin's Q oranı, şirket büyüklüğü, kaldıraç oranı, şirket yaşı, kurumsal yönetim derecelendirme notları.	Çalışmada firmaların kamuyu aydınlatma ve şeffaflık puanları ile aktif kârlılığı arasında anlamlı ve negatif yönlü bir ilişki olduğu, Tobin's Q değişkeni ile ters yönlü anlamlı bir ilişki olduğu tespit edilmiştir. Pay sahipleri ve menfaat sahipleri puanlarının ise Tobin's Q değişkenine etkisinin pozitif yönlü olduğu belirlenmiştir.
Wahyudin ve Solikhah (2017)	Endonezya Borsası'nda işlem gören 88 firma (2008-2012)	Panel veri analizi; aktif ve özsermaye kârlılığı, fiyat-kazanç oranı, kurumsal yönetim derecelendirme notları.	Analiz sonucunda kurumsal yönetim derecelendirme notlarının firmaların finansal performansını pozitif yönde etkilediği sonucuna ulaşılmıştır.
Arora ve Bodhanwala (2018)	Bombay Borsası'nda işlem gören 407 firma 2009-2014	Panel veri analizi; aktif kârlılığı, mali kârlılık ve hisse başına kazanç oranları, kurumsal yönetim derecelendirme notları.	Örnekleme seçilen firmaların kurumsal yönetim derecelendirme notlarının hisse başına kazanç oranı dışında aktif kârlılığı ve mali kârlılık oranları arasında pozitif yönlü bir ilişki olduğu sonucuna ulaşılmıştır.



Kayalı ve Doğan (2018)	BİST KYE'nde imalat sektöründeki 16 firma 2012-2016	Korelasyon analizi; Altman, Springate, Fulmer ve Zmijewski Modelleri.	Firmaların kurumsal yönetim derecelendirme notları arttıkça finansal başarılarının arttığı ve iflas olasılıklarının azaldığı tespit edilmiştir.
Kurt (2020)	BİST KYE'nde imalat sektöründeki 15 firma 2013-2017	Panel veri analizi; aktif ve özkaynak kârlılığı, kurumsal yönetim ilkeleri uyum derecelendirme puanları.	Firmaların aktif ve özkaynak kârlılık oranları ile kurumsal yönetim derecelendirme puanları arasında eşbütünleşme ilişkisinin olduğu belirlenmiştir.
Yılmaz ve Bedir (2021)	BİST'te işlem gören 12 lokanta ve otel işletmesi 2015-2019	Panel veri analizi; aktif ve faaliyet kârlılığı, fiyat-kazanç oranı, net kâr marjı, Tobin's Q oranı, kaldıraç oranı, SMM/Net Satışlar, kurumsal yönetim derecelendirme notları.	Kurumsal yönetim derecelendirme notlarının firmaların finansal performansı üzerinde anlamlı etkisinin olmadığı belirlenmiştir. Ancak çalışmada otel işletmelerinin kurumsal yönetim derecelendirme notlarının lokanta işletmelerine kıyasla daha yüksek uyum düzeyinde olduğu sonucuna ulaşılmıştır.
Kanca ve diğerleri (2021)	BİST KYE'nde yer alan 41 firma	Korelasyon ve çoklu regresyon analizi; aktif ve özsermaye kârlılığı, hisse senedi değeri, piyasa değeri/defter değeri oranı, kurumsal yönetim ilkeleri uyum derecelendirme puanları.	Kurumsal yönetim faaliyetlerinin, firmaların finansal performansı üzerinde istatistiksel anlamlı etkisi olmadığı sonucuna ulaşılmıştır.
Erener ve Yenice (2022)	BİST KYE'nde yer alan 16 firma 2010-2020	Panel veri analizi; aktif ve özsermaye kârlılığı, kurumsal yönetim ilkeleri uyum derecelendirme puanları.	Çalışmada kamuyu aydınlatma ilkesinin aktif ve özsermaye kârlılığı üzerinde pozitif yönlü, menfaat sahipleri ilkesi ile kurumsal yönetim derecelendirme notu (anonot)'nun aktif ve özsermaye kârlılığı üzerinde negatif yönlü etkisi olduğu belirlenmiştir. Pay sahipleri ilkesinin ve yönetim kurulu ilkesinin ise aktif ve özsermaye kârlılığı üzerinde istatistiksel anlamlı ilişkisi olmadığı tespit edilmiştir.
Elagöz ve Kurt (2022)	BİST KYE'nde imalat sektöründeki 15 firma 2013-2017	Panel veri analizi; aktif ve özkaynak kârlılığı, piyasa değeri/defter değeri, Tobin's Q oranı, firma büyüklüğü, kaldıraç oranı, kurumsal yönetim ilkeleri uyum derecelendirme puanları.	Finansal performansın göstergesi olan bağımlı değişkenler (özkaynak kârlılığı, aktif kârlılığı, Tobin's Q oranı, piyasa değeri/defter değeri) ile diğer tüm bağımsız ve kontrol değişkenleri (pay sahipleri, şeffaflık, menfaat sahipleri, yönetim kurulu, toplam

6		KURUMSAL YÖNETİMİN KARLILIK ÜZERİNE ETKİSİ: BORSA İSTANBUL KURUMSAL YÖNETİM ENDEKSİ KAPSAMINDAKİ ŞİRKETLERDE BİR ARAŞTIRMA
---	---	---

			puan, firma büyüklüğü, kaldıraç oranı) arasında eşbütünleşme ilişkisinin olduğu sonucuna ulaşılmıştır.
Sönmez (2023)	BİST KYE’nde yer alan 30 firma 2015-2021	Dinamik panel veri analizi; aktif kârlılığı, pay sahipleri, kamuyu aydınlatma ve şeffaflık, menfaat sahipleri, yönetim kurulu derecelendirme puanları, işletme büyüklüğü ve kaldıraç oranı.	Çalışmada aktif kârlılığı ile pay sahipleri ve yönetim kurulu derecelendirme puanları arasında negatif yönlü, menfaat sahipleri derecelendirme puanı ile pozitif yönlü, kamuyu aydınlatma ve şeffaflık derecelendirme puanları ile ise arasında ilişki olmadığı belirlenmiştir.

3. EKONOMETRİK ANALİZ

3.1. Çalışmanın Amacı ve Önemi

Günümüzde firmaların sermaye artışına ilişkin ihtiyaçlarının büyük oranda hisse satışı ile karşılanması firmalarda hissedar sayısını da artırmaktadır. Yatırımcılar, tasarruflarını değerlendirecekleri firmaların finansal raporlarının yanısıra finansal ve finansal olmayan bilgilerin kamuya açıklanması, yönetim kurullarının yapısı, hisse sahiplerinin eşitliği ve alınan kararlara katılım düzeyini de dikkate almaktadır. Bu nedenle, firmalar başarılı performanlarını hissedar ve diğer paydaşlarının menfaatlerini gözetebildikleri ölçüde uzun dönemde sürdürülebilirliklerini sağlamaktadır. Bu çerçevede, kurumsal yönetim ilkeleri tüm paydaşların menfaatlerinin dikkate alınarak farklı çıkarların firma stratejilerine yansıtılmasında önemli rol üstlenmektedir.

Bu çalışmanın temel amacı, firmaların kurumsal yönetim ilkelerine uyum derecesi puanlarının kârlılıkları üzerindeki etkilerini belirlemektir. Bu amaç doğrultusunda, çalışmanın örneklemini BİST Kurumsal Yönetim Endeksi (XKURY)’nde yer alan 2013-2022 yılları arasında kesintisiz olarak verilerine ulaşılabilen ve finansal kurumlar dışında kalan 23 firma oluşturmaktadır. Çalışmada, literatürde çok sık kullanılan aktif kârlılığı bağımlı değişken olarak, kurumsal yönetim derecelendirme puanı, pay sahipleri derecelendirme puanı, kamuyu aydınlatma ve şeffaflık derecelendirme puanı, menfaat sahipleri derecelendirme puanı ve yönetim kurulu derecelendirme puanı ise bağımsız değişken olarak alınmıştır.

3.2. Veri ve Örneklem

Çalışmanın örneklemini verisi eksiksiz olarak elde edilen BİST Kurumsal Yönetim Endeksi (XKURY)’nde yer alan 23 şirket oluşturmaktadır. Analizler 2013-2022 dönemini kapsayan yıllık veriler için gerçekleştirilmiştir. Veriler, Kamuyu Aydınlatma Platformu (KAP) veri tabanından ve Türkiye Kurumsal Yönetim Derneği (TKYD)’nin web sayfasından elde edilmiştir. Tablo 2’de örnekleme ele alınan şirketler yer almaktadır.

**Tablo 2: Araştırmanın Örneklemi**

Veri Setini Oluşturan Şirketler	
Anadolu Efes Biracılık ve Malt Sanayi A.Ş.	Pınar Entegre Et ve Un Sanayi A.Ş.
Arçelik A.Ş.	Pegasus Hava Taşımacılığı A.Ş.
Aselsan Elektronik Sanayi ve Ticaret A.Ş.	Pınar Su ve İçecek Sanayi ve Ticaret A.Ş.
Aygaz A.Ş.	Pınar Süt Mamulleri Sanayi A.Ş.
Coco-Cola İçecek A.Ş.	Türk Prysmian Kablo ve Sistemleri A.Ş.
Doğuş Otomotiv Servis ve Ticaret A.Ş.	Park Elektrik Üretim Madencilik San. ve Tic. A.Ş.
Enka İnşaat ve Sanayi A.Ş.	Tofaş Türk Otomobil Fabrikası A.Ş.
Hürriyet Gazetecilik ve Matbaacılık A.Ş.	Turcas Petrol A.Ş.
Ihlas Ev Aletleri İmalat Sanayi ve Ticaret A.Ş.	Türk Telekomünikasyon A.Ş.
Logo Yazılım Sanayi ve Ticaret A.Ş.	Türk Traktör ve Ziraat Makineleri A.Ş.
Otokar Otomotiv ve Savunma Sanayi A.Ş.	Tüpraş-Türkiye Petrol Rafinerileri A.Ş.
	Vestel Elektronik Sanayi ve Ticaret A.Ş.

Araştırmanın değişkenleri; çalışmanın literatür kısmında özetlenen çalışmalar temel alınarak belirlenmiştir. Bu çerçevede 2013-2022 yıllarına ilişkin kârlılık oranlarını temsil eden değişken aktif kârlılığı, kurumsal yönetimi temsil eden değişkenler ise kurumsal yönetim derecelendirme puanı, pay sahipleri derecelendirme puanı, kamuyu aydınlatma ve şeffaflık derecelendirme puanı, menfaat sahipleri derecelendirme puanı ve yönetim kurulu derecelendirme puanıdır.

Tablo 3: Değişkenlerin Tanıtımı

Değişken	Gösterim	Tanımı
Aktif Kârlılığı	AK	Bağımlı değişken
Kurumsal Yönetim Derecelendirme Puanı	KY	Bağımsız değişken
Pay Sahipleri İlkesi Puanı	PS	Bağımsız değişken
Kamuyu Aydınlatma ve Şeffaflık İlkesi Puanı	KA	Bağımsız değişken
Menfaat Sahipleri İlkesi Puanı	MS	Bağımsız değişken
Yönetim Kurulu İlkesi Puanı	YK	Bağımsız değişken

Çalışma 2 aşamadan oluşmaktadır. İlk aşamada kurumsal yönetim derecelendirme puanının aktif kârlılığına etkisine yönelik model, ikinci aşamada pay sahipleri ilkesi puanı, kamuyu aydınlatma ve şeffaflık ilkesi puanı, menfaat sahipleri ilkesi puanı ve yönetim kurulu ilkesi puanının aktif kârlılığına etkisi araştırılmıştır. Çalışmada kullanılacak modeller; i birim, t zaman ve u hata terimini göstermek üzere şu şekilde oluşturulmuştur:

Model 1:

$$AK_{it} = \beta_0 + \beta_1 KY_{it} + u_{it} \quad (1)$$

Model 2:

$$AK_{it} = \beta_0 + \beta_1 PS + \beta_2 KA_{it} + \beta_3 MS_{it} + \beta_4 YK_{it} + u_{it} \quad (2)$$

Model 2, dört bağımsız değişkenden oluştuğu için çoklu doğrusal bağlantı problemi sözkonusu olabilir, bu nedenle VIF değerleri belirlenmiştir.

Tablo 4: Değişkenlere Yönelik VIF Değerleri

Değişken	VIF değeri
Aktif Kârlılığı	2.674
Pay Sahipleri İlkesi Puanı	2.998
Kamuyu Aydınlatma ve Şeffaflık İlkesi Puanı	3.265
Menfaat Sahipleri İlkesi Puanı	1.094
Yönetim Kurulu İlkesi Puanı	1.253

VIF bir bağımsız değişkenin diğer bağımsız değişkenlerle olan ilişkisinin derecesini belirlemek için hesaplanır. VIF 10'a eşit veya daha büyük ise, çoklu doğrusal bağlantı problemi mevcuttur (Albayrak, 2005). Tablo 4'de ele alınan değişkenler için çoklu doğrusal bağlantı problemi olmadığı belirlenmiştir (VIF<10).

Tablo 5: Tanımlayıcı İstatistikler

Değişkenler	Ort	Ss.	Medyan	Maksimum	Minimum	Simetri	Basıklık
AK	6.294	10.606	5.52	99.54	-34.39	3.259	27.722
KY	92.64	3.143	92.905	97.4	78.73	-1.822	4.912
PS	90.699	4.931	90.94	96.59	70.55	-0.822	0.279
KA	94.776	3.779	95.07	99.47	80	-1.467	2.836
MS	95.027	5.784	97.1	99.51	68.43	-2.037	4.56
YK	91.364	3.239	91.965	97.82	78.38	-1.051	1.655

AK değişkeni ortalama değeri 6.294±10.60, KY değişkeni ortalama değeri 92.64±3.143, PS değişkeni ortalama değeri 90.699±4.931, KA değişkeni ortalama değeri 94.776±3.779, MS değişkeni ortalama değeri 95.027±5.784 ve YK değişkeni ortalama değeri 91.364±3.239 olarak belirlenmiştir.

3.3. Metodoloji

Bu çalışmada, kullanılacak veri setinin hem yatay kesit hem de zaman boyutundan oluşması nedeniyle panel veri analizine başvurulmuştur. Ekonometrik analiz gerçekleştirilirken öncelikle serilerin durağanlığının araştırılması gerekmektedir. Ancak, veri setinin zaman boyutu görece kısa olduğu için literatürdeki yaygın görüş paralelinde birim kök araştırması yapılmamış ve seriler düzey değerlerinde analize tabi tutulmuştur. Öncelikle, uygun panel veri modelinin seçimi için F Testi ve Olabilirlik Oranı Testi yapılmış ve uygun modele karar verilmiştir. Daha sonra tahmin edilen model üzerinden değişen varyans, otokorelasyon ve birimler arası korelasyon gibi varsayımları test etmek için, değişen varyans için Levene, Brown ve Forsthe Testi, otokorelasyon için Bhargava,



Franzini ve Narendranathan'ın Durbin-Watson Testi ve Baltagi-Wu Yerel En İyi Değişmez Testi yapılmıştır. Bu testler sonucuna göre ise uygun dirençli tahminci (Arellano, Froot ve Rogers Tahmincisi) kullanılarak nihai regresyon modeli tahmin edilmiştir.

Klasik Modelin Birim ve Zaman Etkilere Göre Test Edilmesi

F testi sonuçlarına göre, birim etkilerin sıfıra eşit olduğu temel hipotezi reddedilmiş; zaman etkilerinin sıfıra eşit olduğu hipotezi ise reddedilememiştir. Buna göre, modelde zaman etkisi olmamakla birlikte birim etki bulunmaktadır ve klasik model uygun değildir.

Tablo 6: F Testi ve Olabilirlik Oranı Test Sonuçları

F Testi	Test İstatistiği ve p Değeri	
	Model 1	Model 2
Birim Etkinin Varlığının Sınanması	134.912 (0.000)	145.784 (0.000)
Zaman Etkinin Varlığının Sınanması	4.389 (0.236)	6.558 (0.196)
Olabilirlik Oranı Testi		
Birim Etkinin Varlığının Sınanması	287.382 (0.000)	296.112 (0.012)
Zaman Etkinin Varlığının Sınanması	1.204 (0.314)	1.104 (0.255)
Birim ve Zaman Etkinin Varlığının Sınanması	416.933 (0.000)	498.672 (0.009)

Olabilirlik oranı test sonuçlarına göre; klasik modelin doğru olduğu temel hipotezi reddedilmektedir. Diğer yandan zaman etkilerinin standart hatalarının sıfıra eşit olduğu temel hipotezi red edilemez. Bu nedenle zaman etki yoktur. Modelde zaman etkisi bulunmamasına karşın birim etki vardır ve klasik model geçerli değildir. İki yönlü modelin geçerliliği için yapılan test sonucuna göre temel hipotez reddedilmiş ve iki yönlü model geçerlidir. Ancak bu birleşik bir test olduğu için zaman veya birim etkiden birinin varlığı halinde bu sonuca ulaşılabilir. Bu nedenle birim ve zaman etkilerine tek tek bakılarak uygun modele karar verilmelidir (Tatoğlu, 2018: 176).

Sonuç olarak, klasik model geçerli değildir. Bununla birlikte gerek sabit gerek tesadüfi etkiler için zaman etkisi de bulunmamaktadır. Modelde sadece birim etkisinin olduğu ve klasik modelin geçerli olmadığı sonucuna varılmıştır.

Klasik modelin geçersizliği ortaya konduktan sonra; birim etkilerin sabit mi tesadüfi mi, olduğunun araştırılması gerekmektedir. Bunun için uygulanması gereken test Hausman testidir. Ancak rassal etkiler modelinde değişen varyans ve otokorelasyon problemleri varsa dirençli Hausman testi uygulanması gerekmektedir. Bu çalışmada kullanılan modelin tahmininde değişen varyans ve otokorelasyon problemlerinin olması nedeniyle dirençli Hausman testi uygulanmış ve sonuçlar tablo 7'de gösterilmiştir.

Tablo 7: Dirençli Hausman Testi Sonucu

	Test İstatistiği	Olasılık Değeri
Model 1	2.673	0.274
Model 2	1.903	0.679

Hausman test sonucuna göre olasılık değeri %5 düzeyinde istatistiksel olarak anlamsız bulunmuştur. Dolayısıyla H_0 hipotezi reddedilememektedir. Bu bağlamda, tesadüfi etkiler tahmincisinin etkin olduğu için geçerli olduğuna karar verilmektedir (Tatoğlu, 2016: 86). Analize tesadüfi etkiler modeli ile devam edilmiştir. Diğer yandan tesadüfi etkiler modelinin varsayımları sağlaması gereklidir.

Tablo 8: Tesadüfi Etkiler Modelinin Varsayım Sınaması Sonuçları

	Test	Test İstatistiği	Olasılık Değeri
Model 1	Levene, Brown ve Forsythe Testi	W0= 5.962	0.000
		W50= 3.664	0.005
		W10= 4.491	0.016
	Otokorelasyon Testi	Durbin-Watson: 1.634	-
		Baltagi-Wu: 0.973	-
Model 2	Levene, Brown ve Forsythe Testi	W0= 6.842	0.000
		W50= 4.908	0.000
		W10= 5.101	0.000
	Otokorelasyon Testi	Durbin-Watson: 1.546	-
		Baltagi-Wu: 0.881	-

Levene, Brown ve Forsythe Testi sonucuna göre; test istatistikleri (W0, W50 ve W10) Snedecor F tablosu ile karşılaştırılarak birimler arası varyansın eşit olduğu şeklinde kurulan sıfır hipotezi reddedilmektedir, değişen varyans problemi vardır. Durbin-Watson ve Baltagi-Wu test istatistiklerinin değerlerinin 2'den oldukça düşük olması, modelde otokorelasyon probleminin olduğunu göstermektedir.

Elde edilen sonuçlara göre modelde otokorelasyon ve değişen varyans sorunları bulunmaktadır. Bu durumda, model otokorelasyon ve değişen varyans sorunlarına karşı dirençli standart hatalar üreten Arellana, Froot ve Rogers Tahmincisi kullanarak tahmin edilmiştir.

**Tablo 9:** Model 1 İçin Arellano, Froot ve Rogers Tahmincisi Sonuçları

Bağımsız Değişken	Katsayılar	Dirençli Standart Hatalar	Z	Olasılık Değeri
KY	0.1025	0.0426	2.4061	0.0000*
Sabit	1.3994	0.6418	2.1803	0.0303*
Wald Chi2: 78.32 Olasılık Değeri: 0.001 R ² =0.219				

Bağımlı değişken: AKTİF KARLILIGI

*0.05 düzeyinde anlamlı değişken

Tablo 9'daki sonuçlara göre; KY değişkeni AK üzerinde anlamlı etkili çıkmıştır ($p < 0.05$). Modelin genel anlamlılığını gösteren Wald istatistiği ise ($0.000 < 0.05$) anlamlı olarak elde edilmiştir. Modelin açıklama gücünü belirten R² değeri %21.9 elde edilmiştir. Aktif kârlılığı üzerinde KY değişkeni pozitif yönlü anlamlı etkili ($\beta = 0.1025$, $p < 0.01$) olarak elde edilmiştir. Kurumsal yönetim derecesi arttıkça aktif kârlılığı artış gösterecektir.

Tablo 10: Model 2 İçin Arellano, Froot ve Rogers Tahmincisi Sonuçları

Bağımsız Değişkenler	Katsayılar	Dirençli Standart Hatalar	Z	Olasılık Değeri
PS	0.0954	0.0371	2.5714	0.0000*
KA	0.0895	0.0194	4.6134	0.0000*
MS	0.0801	0.0252	3.1785	0.0000*
YK	0.0525	0.0183	2.8688	0.0000*
Sabit	1.9283	0.0981	19.6480	0.0000*
Wald Chi2: 91.46 Olasılık Değeri: 0.000 R ² =0.485				

Bağımlı değişken: AKTİF KARLILIGI

*0.05 düzeyinde anlamlı değişken

Tablo 10'daki sonuçlara göre; PS, KA, MS, YK değişkenleri AK üzerinde anlamlı etkili çıkmıştır ($p < 0.05$). Modelin genel anlamlılığını gösteren Wald istatistiği ise ($0.000 < 0.05$) anlamlı olarak elde edilmiştir. Modelin açıklama gücünü belirten R² değeri %48.5 elde edilmiştir. Aktif kârlılığı üzerinde PS değişkeni pozitif yönlü anlamlı etkili ($\beta = 0.0954$, $p < 0.01$), KA değişkeni pozitif yönlü anlamlı etkili ($\beta = 0.0895$, $p < 0.01$), MS değişkeni pozitif yönlü anlamlı etkili ($\beta = 0.0801$, $p < 0.01$) ve YK değişkeni pozitif yönlü anlamlı etkili ($\beta = 0.0525$, $p < 0.01$) olarak elde edilmiştir. Aktif kârlılığı üzerinde en etkili değişkenler PS ve KA olarak belirlenmiştir.

4. SONUÇ

Kurumsal yönetim kavramı, 2000'li yılların başından itibaren yaşanan finansal krizler ve şirket skandalları sonucunda önem kazanmaya başlamıştır. Özellikle ABD'de yaşanan Enron, Xerox ve Worldcom, İtalya'da Parmalat, Hollanda'da Ahold vb. şirket skandallarının muhasebe denetimi ve şirket yönetimindeki aksaklıklardan kaynaklı olması nedeniyle kurumsal yönetim anlayışı ve uygulaması konusunda düzenlemeler yapılmasını gerektirmiştir. Şirketlerde kurumsal yönetim uygulamasının temel amacı, pay sahipleri ve hak sahiplerinin haklarının koruma altına alınmasıdır. Bu çerçevede, kurumsal yönetim şirket yöneticilerinin profesyonel yönetim anlayışı ile şirketin pay sahiplerine olan sorumluluklarının belirlenmesi amacıyla ortaya çıkmıştır. 1999 yılında



OECD tarafından yayımlanan kurumsal yönetim ilkeleri temel alınarak, ülkemizde 2003 yılında SPK tarafından bu konuda tebliğ çıkarılmış ve halka açık şirketler tarafından uygulanmaya başlamıştır. 2007 yılında ise Borsa İstanbul Kurumsal Yönetim Endeksi (XKURY) kurularak, endekste yer alan şirketlerin kurumsal yönetim ilkelerine uyumları derecelendirilmektedir.

Bu çalışmada, BİST Kurumsal Yönetim Endeksi (XKURY)'nde yer alan 2013-2022 yılları arasında kesintisiz olarak verilerine ulaşılabilen ve finansal kurumlar dışında kalan 23 şirketin kurumsal yönetim ilkelerine uyum derecesi puanlarının kârlılık üzerindeki etkisi belirlenmeye çalışılmıştır. Söz konusu şirketlerin finansal tabloları kullanılarak bağımlı değişken olarak alınan aktif kârlılık oranı hesaplanmıştır. Çalışmada bağımsız değişkenler ise, kurumsal yönetim derecelendirme puanı, pay sahipleri derecelendirme puanı, kamuyu aydınlatma ve şeffaflık derecelendirme puanı, menfaat sahipleri derecelendirme puanı ve yönetim kurulu derecelendirme puanıdır.

Bu çalışmada, kullanılacak veri setinin hem yatay kesit hem de zaman boyutundan oluşması nedeniyle panel veri analizine başvurulmuş ve uygun panel veri modelinin seçimi için F Testi ve Olabilirlik Oranı Testi yapılarak uygun modele karar verilmiştir. Daha sonra tahmin edilen model üzerinden değişen varyans, otokorelasyon ve birimler arası korelasyon gibi varsayımları test etmek için, değişen varyans için Levene, Brown ve Forsthe Testi, otokorelasyon için Bhargava, Franzini ve Narendranathan'ın Durbin-Watson Testi ve Baltagi-Wu Yerel En İyi Değişmez Testi yapılmıştır.

Çalışmada 2 model kurulmuştur. Birinci model, bağımsız değişken kurumsal yönetim derecelendirme puanının aktif kârlılığını ne derecede etkilediğinin belirlenmesi için kurulmuştur. İkinci model ise pay sahipleri derecelendirme puanı, kamuyu aydınlatma ve şeffaflık derecelendirme puanı, menfaat sahipleri derecelendirme puanı ve yönetim kurulu derecelendirme puanının aktif kârlılığını ne derecede etkilediğinin tespit edilmesi için kurulmuştur.

Birinci model incelendiğinde, kurumsal yönetim derecelendirme puanı değişkeni aktif kârlılığı üzerinde anlamlı etkili çıkmıştır ($p < 0.05$). Modelin genel anlamlılığını gösteren Wald istatistiği ise ($0.000 < 0.05$) anlamlı olarak elde edilmiştir. Modelin açıklama gücünü belirten R^2 değeri %21.9 olarak elde edilmiştir. Aktif kârlılığı üzerinde kurumsal yönetim derecelendirme puanı değişkeni pozitif yönlü anlamlı etkili ($\beta = 0.1025$, $p < 0.01$) olarak belirlenmiştir. Bu bağlamda, firmaların kurumsal yönetim ilkelerine uyum derecesi arttıkça aktif kârlılığının da artacağı sonucuna ulaşılmıştır.

İkinci model incelendiğinde, pay sahipleri derecelendirme puanı, kamuyu aydınlatma ve şeffaflık derecelendirme puanı, menfaat sahipleri derecelendirme puanı ve yönetim kurulu derecelendirme puanı değişkenleri aktif kârlılığı üzerinde anlamlı etkili çıkmıştır ($p < 0.05$). Modelin genel anlamlılığını gösteren Wald istatistiği ise ($0.000 < 0.05$) anlamlı olarak elde edilmiştir. Modelin açıklama gücünü belirten R^2 değeri %48.5 olarak elde edilmiştir. Aktif kârlılığı üzerinde pay sahipleri derecelendirme puanı değişkeni pozitif yönlü anlamlı etkili ($\beta = 0.0954$, $p < 0.01$), kamuyu aydınlatma ve şeffaflık derecelendirme puanı değişkeni pozitif yönlü anlamlı etkili ($\beta = 0.0895$, $p < 0.01$), menfaat sahipleri derecelendirme puanı değişkeni pozitif yönlü anlamlı etkili ($\beta = 0.0801$, $p < 0.01$) ve yönetim kurulu derecelendirme puanı değişkeni pozitif yönlü anlamlı etkili ($\beta = 0.0525$, $p < 0.01$) olarak belirlenmiştir. Aktif kârlılığı üzerinde en etkili değişkenler ise pay sahipleri derecelendirme puanı ve kamuyu aydınlatma ve şeffaflık derecelendirme puanı olarak belirlenmiştir.



REFERENCES

- Aktan, C. C. (2006). Kurumsal İşletme Yönetimi: İyi İşletme Yönetimi İçin Kurallar ve Kurumlar, SPK Kurumsal Araştırmalar Serisi, No:4 Yayın No:196, Ankara.
- Alagöz, A. & Erkoçak, H. E. (2021). “Kurumsal Yönetim İlkelerine Uyum Dereceleri ile Firma Kârlılığı Arasındaki İlişki: BİST Kurumsal Yönetim Endeksi (XKURY) Bankacılık ve Sanayi Sektöründe Faaliyet Gösteren Firmaların Karşılaştırmalı Analizi”, *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, Sayı:91, 119-144.
- Albayrak, A. S. (2005). “Çoklu Doğrusal Bağlantı Halinde En Küçük Kareler Tekniğinin Alternatifi Yanlı Tahmin Teknikleri ve Bir Uygulama”, *Zonguldak Karaelmas Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, 1(1), 105-126.
- Arora, A. & Bodhanwala, S. (2018). “Relationship Between Corporate Governance Index and Firm Performance: Indian Evidence”, *Global Business Review*, 19(3), 675-689.
- Berthelot, S., Morris, T. & Morrill, C. (2010). “Corporate Governance Rating and Financial Performance: A Canadian Study Corporate Governance”, *The International Journal of Business in Society*, 10(5), 635-646.
- Dağlı, H., Ayaydın, H. & Eyüboğlu, K. (2010). “Kurumsal Yönetim Endeksi Performans Değerlendirmesi: Türkiye Örneği”, *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, Sayı:48, 18-31.
- Düzer, M. (2020). “Kurumsal Yönetim Derecelendirmesi: BIST Kurumsal Yönetim Endeksi’nde Bir İnceleme”, *Afyon Kocatepe Üniversitesi İ.İ.B.F. Dergisi*, 22(2), 149-168.
- Elagöz, İ. & Kurt, A. (2022). “Kurumsal Yönetim ve Finansal Performans İlişkisi: Borsa İstanbul Kurumsal Yönetim Endeksinde Yer Alan Şirketlerde Bir Uygulama”, *International Journal of Disciplines Economics & Administrative Sciences Studies*, 8(41), 330-344.
- Erener, J. & Yenice, Sedat. (2022). “Kurumsal Yönetim İşletmelerinin Finansal Performansları Üzerine Etkisinin Analizi ve BİST Üzerine Bir Uygulama”, *İşletme Araştırmaları Dergisi*, 14(1), 975-990.
- Gupta, P. P., Kennedy, D. B. & Weaver, S. C. (2009). “Corporate Governance and Firm Value: Evidence from Canadian Capital Markets”, *Corporate Ownership & Control*, 6(3), 293-307.
- Kalmış, H. (2010). Örgütlerde Hesapverilebilirlik ve Şeffaflığın Aracı Olarak Performans Muhasebesi, Ankara: Orion Kitabevi.
- Javaid, F., & 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.
- Javaid, F. (2015). “Impact of Corporate Governance Index on Firm Performance: Evidence from Pakistani Manufacturing Sector”, *Journal of Governance and Regulation*, 4(3), 163-174.
- Kanca, S., Çankaya, F. & Dinç, Engin. (2021). “Kurumsal Yönetim Uygulamalarının Finansal Performansa Etkisi: BİST Şirketlerinde Bir Uygulama”, *KTÜ Sosyal Bilimler Enstitüsü Sosyal Bilimler Dergisi*, Yıl:11, Sayı:22, 203-225.



- Kara, E., Erdur, D. A. & Karabıyık, L. (2015). “Effects of Corporate Governance Level on the Financial Performance of Companies: A Research on BIST Corporate Governance Index (XKURY)”, *Ege Academic Review*, 15(2), 265-274.
- Kayalı, N. & Doğan, İ. (2018). “Kurumsal Yönetim Derecelendirme Notu ile İşletmelerin Finansal Başarıları Arasındaki İlişkinin İncelenmesi”, *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, Sayı: 78, 111-123.
- Kiel, G. C. ve Nicholson, G. J. (2003). “Board Composition and Corporate Performance: How The Australian Experience Informs Contrasting Theories of Corporate Governance”, *Corporate Governance: An International Review*, 11(3), 189-205.
- Kurt, A. (2020). “Kurumsal Yönetim Derecelendirme Notlarının Şirketlerin Kârlılık Oranları (Aktif Kârlılığı ve Özkaynak Kârlılığı) Üzerindeki Etkisi”, *Social Mentality and Researcher Thinkers Journal*, 6(37), 1943-1953.
- Renders, A., Gaeremynck, A. & Sercu, P. (2010). “Corporate-Governance Ratings and Company Performance: A Cross-European Study”, *Corporate Governance: An International Review*, 18(2), 87-106.
- Rose, C. (2016). “Firm Performance and Comply or Explain Disclosure in Corporate Governance”, *European Management Journal*, 34(3), 202-222.
- Sönmez, A. R. (2023). “Kurumsal Yönetim Derecelendirme Puanının Finansal Performans Üzerine Etkisi. Türkiye Örneği”, *Stratejik Yönetim Araştırma Dergisi*, 6(1), 21-34.
- Tatoğlu Yerdelen, F. (2016). Panel Veri Analizi, İstanbul: Beta Yayınevi.
- Tatoğlu Yerdelen, F. (2018). İleri Panel Veri Analizi, İstanbul: Beta Yayınevi.
- Tükenmez, M., Gençyürek, A. G. & Karakelleoğlu, M. İ. (2017). “Kurumsal Yönetim Derecelendirme Notlarının Şirketlerin Finansal Performansı Üzerindeki Etkisi”, *Ege Stratejik Araştırmalar Dergisi*, 8(1), 1-18.
- Wahyudin, A., & Solikhah, B. (2017). “Corporate Governance Implementation Rating in Indonesia and Its Effects on Financial Performance”, *Corporate Governance: The International Journal of Business in Society*, 17(2), 250-265.
- Yılmaz, E. & Bedir, K. (2021). “Kurumsal Yönetim Derecelendirme Notlarının Firma Performansı Üzerindeki Etkisi: BİST Lokanta ve Otellel Sektörü Örneği”, *Gümüşhane Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Elektronik Dergisi*, 12(2), 440-455.