

KURUMSAL YÖNETİM UYGULAMALARININ GETİRİ OYNAKLIĞI ÜZERİNE ETKİSİ: BORSA İSTANBUL'DA BİR ARAŞTIRMA¹

DOI NO: 10.5578/jeas.9801

HAKAN BAYRAKTAROĞLU* İSMAİL ÇELİK**

ÖZ

Hisse senedi yatırımcıları, gelişmekte olan ülkelerde faaliyette olan işletmelere yatırım yapmadan önce finansal performans kadar işletmelerde benimsenen kurumsal yönetim uygulamalarının kalitesini de araştırmaktadır. İşletmelerin finansal/finansal olmayan bilgilerini şeffaf şekilde kamuoyunda paylaşma ihtiyacı hisse senedi yatırımcıları açısından güven telkin etmekte bu sebeple kurumsallaşma sürecine ilişkin adımlar atan işletmelerin hisse senetlerine bakış açısını olumlu yönde etkilemektedir. Bu doğrultuda yapılan çalışmanın amacı, Türkiye Sermaye Piyasalarında kurumsal yönetim uygulamalarının Borsa İstanbul istikrarı üzerinde etkinliğe sahip olup olmadığını ortaya koymaktır. Bu amaçla 31.08.2007 ile 27.05.2014 tarih aralığındaki 1. ve 2. Seans günlük verilerle gerçekleştirilen analizlerde volatilité modelleri kullanılmıştır. GARCH Modeli sonuçları, BİST-100 Endeksi ve BİST-30 Endeksi için kurumsal yönetim uygulamalarının, getiri volatilitesi (oynaklığı) üzerinde negatif yönlü etkiye sahip olduğunu göstermektedir.

Anahtar Kelimeler: Kurumsal Yönetim, Volatilité, Hisse Senedi Piyasası
Jel Sınıflandırması: G10, G34

97

THE EFFECTS OF CORPORATE GOVERNANCE INDEX ON RETURN VOLATILITY: AN APPLICATION IN ISTANBUL STOCK EXCHANGE

ABSTRACT

The financiers of stock investigate adopted quality of corporate governance applications as much as financial performance before they invest to the enterprises in developing countries. The need of sharing enterprises' financial or non-financial information with public opinion builds trust in the aspect of the financiers of stock and thus it affects the viewpoint of enterprises in the process of institutionalization to the stock positively the aim of this study is to determine whether the corporate governance practices in Turkey's Capital Markets have effects on the stability of Istanbul Stock Exchange or not. For this purpose, the date range 27/05/2014 to 08/31/2007 with data held on the 1st and 2nd sessions daily volatility models has been used in the analysis. The results of GARCH model shows that both BIST-100 Index and BIST-30 Index of corporate governance practices has a negative effect on the return volatility.

Keywords: Corporate Governance, Volatility, Stok Market
Jel Classification: G10, G34

¹ Bu çalışma Süleyman Demirel Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İşletme Anabilim Dalında, 8/8/2014 te kabul edilen

"Kurumsal Yönetim Endeksinin Getiri Volatilitesine Etkisi: Borsa İstanbul'da Bir Uygulama", başlıklı doktora tezinin gözden geçirilmiş halidir.

* Öğr. Gör. Dr., Mehmet Akif Ersoy Üniversitesi Muhasebe-Finansman, e-mail: hakanbayraktaroglu@mehmetakif.edu.tr

** Yard. Doç. Dr., Mehmet Akif Ersoy Üniversitesi Muhasebe-Finansman, e-mail: ismailcelik@mehmetakif.edu.tr

GİRİŞ

Son on yılda, rekabet gücünün artmasıyla ilgili olarak, kurumsal yönetim kavramının önemi hissedilir düzeylere ulaşmıştır. Ortaya çıkan uluslararası finansal krizlerin ve şirketlerle ilgili skandalların önemli sebepleri arasında kamunun ve özel sektörün kurumsal yönetim politikalarının yetersiz kaldığının sayılıyor olması, bu kavramın önemini daha da arttırmıştır. Gelişmiş ülkeler, uluslararası finans kuruluşları, bu konuya büyük önem vermeye başlamışlardır. Hisse senedi yatırımcıları gelişmekte olan ülkelere veya bu ülkelerde faaliyette olan işletmelere yatırım yapmadan veya kredi tahsis etmeden önce, finansal performans kadar önemli buldukları kurumsal yönetim uygulamalarının kalitesini de araştırır duruma gelmişlerdir.

Kurumsal yönetim uygulamalarının şirketler, ülkeler ve kurumlar açısından birçok faydasının olduğu aşikârdır. Bu faydalardan en önemli olanları ise; işletmenin performansının artması, sermaye ve düşük maliyetli finansal kaynaklara kolay ulaşılması, kaynakların verimli kullanılması, şirket imajına ve ülke imajına olumlu yansımaları, yatırımcıların korunmasını sağlama, işletmenin iç denetimini sağlama, çıkar çatışmalarının önlenmesi ve sürdürülebilirliğin sağlanmasıdır.

Ülkelerarasındaki entegrasyon düzeyindeki artış, hisse senedi piyasalarında portföy oluşturma çabalarını güçleştirmiştir. Hisse senedi yatırımcısının portföy çeşitlendirme sürecinde risk yönetimi konusunda göstermiş olduğu hassasiyet, işletmelerin kurumsallaşma çabalarını üst düzeye çıkarmıştır. Özellikle kamuoyu ile işletmelerin finansal/finansal olmayan bilgilerini şeffaf şekilde paylaşma ihtiyacı hisse senedi yatırımcısı ve piyasa oyuncuları açısından güven telkin etmekte bu sebeple kurumsallaşma sürecine ilişkin adımlar atan işletmelerin hisse senetlerine bakış açısını olumlu yönde etkilemektedir. Sermaye piyasaları bünyesinde, kurumsal yönetim uygulamalarını gerçekleştiren işletmelerin dâhil olduğu endekslerin oluşturulma çabası ise borsalarda işlem yapmayı düşünen kurumsal ve bireysel yatırımcılar açısından piyasadaki güven algısını ayrıca etkilemektedir.

Özellikle gelişmekte olan ülkelerdeki finansal sistemlerin iç açıcı olmaması, işletmelerin özkaynak ile finansman yerine borçla finansmana yönelmelerine sebep olmaktadır ki, bu süreç özellikle gelişmekte olan ülkelerde hisse

senedi piyasalarının daha az gelişmiş ve oynaklık düzeyi yüksek mekanizmalar olmasına sebep olmaktadır.

İşletmelerce benimsenen kurumsal yönetim uygulamalarının şirket hisse senetlerinin getirilerinde meydana gelebilecek olası oynaklıkları azaltıcı bir güven faktörü olup olmadığı yönünde kanıtlar elde etmeyi amaçlayarak gerçekleştirilen çalışmada öncelikle kurumsal yönetim uygulamaları hakkında bilgi verilerek söz konusu uygulamaların ve hisse senedi yatırımcısı açısından özellikle portföy çeşitlendirme sürecinde risk yönetimi açısından sağlamış olduğu faydalara değinilecektir. Çalışmanın ilerleyen bölümlerinde sırasıyla kurumsal yönetim uygulamalarının işletmelerin finansal performansına ve hisse senedi getirilerine etkilerini içeren literatür taraması, araştırmanın metodolojisi ve araştırma sonuçlarına yer verilecektir.

1. KURUMSAL YÖNETİM UYGULAMALARINA İLİŞKİN TEORİK ÇERÇEVE

Kurumsal yönetim "Corporate Governance" kavramı son çeyrek asırda önemi gittikçe artan bir anlayıştır. Kavram açısından bakıldığında kurumsal yönetim, ortaklık yönetiminde, eşitlik, şeffaflık, hesap verilebilirlik ve sorumluluk ilkelerini kabul ederek ortaklığın en başarılı şekilde yönetilmesi için menfaat sahiplerini belirleyen ve yöneticiler tarafından onlar arasında en uygun bir dengenin oluşturulmasını ortaklığın başarısı için hedef olarak koyan modern bir yönetim uygulamasıdır (DAL, 2008: 389). OECD'ye göre kurumsal yönetim, ekonomik etkinlik ve büyümenin geliştirilmesiyle birlikte yatırımcı güveninin artırılması yönünden önemli bir unsurdur. Kurumsal yönetim, bir şirketin yönetimi, yönetim kurulu, pay sahipleri ve diğer bütün menfaat sahipleri arasındaki ilişkiler bütünüdür. Dünya Bankası'na göre kurumsal yönetim, bir kurumun beşeri ve finansal sermayeyi çekmesine, nitelikli faaliyetine ve içinde bulunduğu sosyal yapının moral değerlerine saygı gösterirken uzun vadede hissedarlarının ekonomik değer oluşturmaya imkân oluşturan her türlü yasa, yönetmelik, düzenleme ve uygulamalarını ifade etmektedir.

Kurumsal yönetim ilkeleri, tabiatı gereği var olan yasal düzenlemelerin devamlı bir adım önünde bulunmaktadır. Öte yandan yasaların doğal olarak toplumun genelini kapsamaması ve bazı özel hallerde detaylı düzenlemelere yer

vermemesi, şirketlerin en iyi kurumsal yönetim uygulamalarına yönelmesini negatif olarak etkilemektedir. Kurumsal yönetim ilkeleri ise yasalar ile en iyi uygulamalar arasındaki farkları gidermeye çalışmaktadır (DOĞU, 2003: 2).

Kurumsal yönetim kavramının önem kazanmasındaki temel etkenlerden biri de şirket yönetimlerinde yaşanan suiistimaller ile bunun neticesinde ortaya çıkan finansal başarısızlıklardır. Enron, Worldcom, Xerox, Global Crossing şirket skandallarının ortak özelliği bahsi geçen şirketlerin kurumsal yönetimin uygulamalarını yerine getirmedeki yetersizlikleri olarak gösterilmektedir. Bu şirketlerin yönetim başarısızlıkları, sadece söz konusu şirketleri etkilemekle kalmamış aynı zamanda, bu şirketlerin faaliyet gösterdikleri ülke ekonomilerini de etkilemiştir (TÜM, 2013: 96-97).

Toplumun hepsinin faydasını dikkate alarak faaliyet gösteren işletmelerin, buldukları topluma ve çevreye karşı sorumluluklarını yerine getirmeyen şirketlerden daha avantajlı bir pozisyona geldikleri görülmektedir. Menfaat kazanımı açısından sadece hissedarları düşünen işletme tarzı, tüm paydaşlara karşı sorumlu işletme tarzına dönüşmektedir. İşletmelerin etik anlayışının, çevre ve kültürel normların farkında olmasının işletmelerin imajı ve uzun süreli performanslarına etkisinin pozitif olduğu bilinmektedir (ÖZİLHAN, 2002: 7).

Kurumsal yönetim uygulamalarının gelişim gösterdiği süreç, yönetim kurulunun hisse senedi yatırımcılarının menfaatlerine nasıl iyi hizmet edebileceği bakış açısından bütün menfaat sahiplerinin ihtiyaç ve çıkarlarının nasıl en iyi şekilde giderilebileceği bakışına doğru dönüşmüştür. Kurumsal yönetim uygulamalarını inceleyen yazında son dönemde özellikle normatif, düzenleyici yönü ağır basan çözümler üretmek yerine, işletme performansındaki yükselişi esas alan ve esnek, işletme içi yapılanmalar takip edilmektedir (ULUKAN, 2004: 214-215).

Kurumsal yönetim uygulamaları borsada işlem gören işletmelerin hisse senedi fiyatının artmasına ve sermayenin daha kolay elde edilmesine yardımcı olmaktadır. Küresel yatırımcılar kurumsal yönetim ilkelerini iyi uygulamayan işletmelerin hisselerini tercih etmede ve borç vermede daha negatif davranmaktadırlar. Bu bağlamda şeffaflık, bağımsız üyeler ve ayrı bir denetim komitesi önemlidir. Uluslararası yatırım yapan bazı işletmeler bu özellikleri taşımayan işletmelere yatırım yapmakta ciddi şüpheler yaşamaktadırlar (MCGEE, 2009: 3).

Kurumsal yatırımcıların sermaye piyasasındaki ağırlığının yükselmesi durumunda sermaye piyasasında ve özellikle borsa İstanbul hisse senetleri piyasasındaki aşırı dalgalanmaların giderek azalması beklenmektedir. Yatırımcıların, hisse senedi piyasasındaki belirsizlikten ve fiyatlardaki normalin üzerindeki değişimden koruyan kurumsal yönetim çalışmaları küçük tasarruf sahiplerinin birikimlerini sermaye piyasasına kazandırmaktadır (DEMİR ve KOCABIYIK, 2008: 183).

Kurumsal yönetim uygulamalarının halka açık şirketler özelinde kendisini gösterdiği BİST Kurumsal Yönetim Endeksi (XKURY), kurumsal yönetim ilkelerini uygulayan borsadaki işletmelerin dâhil edildiği endekstir. Kurumsal Yönetim endeksinin temel gayesi, payları Borsa İstanbul pazarlarında (Gözültü Pazarı ve C Listesi hariç) işlem gören ve kurumsal yönetim ilkelerinin uygulamalarına uyum notu 10 üzerinden en az 7, her bir ana başlık itibarıyla 10 üzerinden en az 6,5 olan işletmelerin fiyat ve getiri performansının ölçülmesidir. Kurumsal Yönetim İlkelerine uyum notu, SPK tarafından seçilmiş derecelendirme kuruluşları listesinde girmeye hak kazanmış derecelendirme kuruluşlarınca, işletmenin bütün kurumsal yönetim ilkelerine uyumuyla alakalı yapılan değerlendirme neticesinde verilmektedir. Kurumsal Yönetim Endeksi'nin hesaplanmasına 31.08.2007 tarihinde başlanmıştır. Bu tarihte endeksin başlangıç değeri 48.082,17'dir¹.

31.08.2007 tarihinde yalnızca 5 şirket ile hesaplanmaya başlanan XKURY'da yer alan şirket sayısının Mayıs 2014'te 47 şirkete ulaştığı görülmektedir.

2. LİTERATÜR YAZINI

Kurumsal yönetim uygulamaları sonucunda teoride iddia edilen husus, kurumsal yönetim ile işletme performansı arasında ilişkinin pozitif olduğudur. Farklı ülkelerde yapılan pek çok ampirik çalışmalarla kurumsal yönetim ile işletme performansı arasındaki ilişki açıklanmaya çalışılmıştır. Kurumsal yönetim endeksinde yer almanın işletmelerin performansı üzerine etkisini araştıran çalışmalar farklı sonuçlar ortaya koymuştur. Literatürde, şirketlerde kurumsal yönetim uygulamaları ile işletme performansı arasındaki ilişkiyi tespit etmek için çeşitli çalışmalar yapılmıştır.

¹ Borsa İstanbul, Kurumsal Yönetim Endeksinin resmi web sitesinden alınmıştır.

Ülkemizde yapılan kurumsal yönetim uygulamaları ile işletme performansı arasındaki ilişkiyle ilgili çalışmalar incelendiğinde genellikle işletme performansı ve iyi kurumsal yönetim uygulamaları arasında pozitif ilişkiye rastlanılmakla beraber bunun yanında negatif ilişkiye ulaşan çalışmalar da bulunmaktadır.

Aksu ve Köseadağ (2006), şirket performansı ve iyi kurumsal yönetim uygulamaları arasındaki ilişkiyi ortaya koymaya çalıştıkları çalışmada olumlu sonuçlar elde etmişlerdir. Daha çok kamuyu aydınlatma açısından inceledikleri kurumsal yönetim uygulamalarının vekâlet maliyetlerini düşürmede önemli bir unsura sahip olduğunu ve kaynak dağılımında etkinliği sağlayıcı rolü olduğunu vurgulamışlardır. Varılan sonuçlar ise kamuyu aydınlatma düzeyi yüksek olan firmaların performans göstergelerinin de iyi olduğu şeklindedir (AKSU ve KÖSEDAĞ, 2006: 277-296).

Karamustafa vd. (2009), yapmış oldukları çalışmada kurumsal yönetim endeksinde bulunan firmaların endekse girmeden önce ve girdikten sonraki performanslarının inceledikleridir. Çalışma sonucunda aktif devir hızı, aktif karlılığı ve öz sermaye karlılığı açısından analize tabi tutulan işletmeler özelinde endeks kapsamı, öncesi ve sonrası için anlamlı farklılıklar ortaya çıkmıştır. Bu durumda varılan sonuca göre BİST kurumsal yönetim endeksi kapsamındaki firmaların performanslarında endekse giriş sonrası kısmen de olsa artış görüldüğü sonucu desteklenmiştir (KARAMUSTAFA ve İDRİS, Diğ., 2009: 100-119).

Çarıkçı vd. (2009), yapmış oldukları çalışmada, şirket performansı ve kurumsal yönetim uygulamaları arasındaki ilişkinin negatif olduğu sonucuna ulaşmışlardır. BİST-100 ile kurumsal yönetim endeksi hisse senedi getirilerinin karşılaştırıldığı çalışmada her iki endeks için de negatif getirinin var olduğu ortaya konulmuştur. Fakat Kurumsal Yönetim Endeksi'nin daha fazla negatif getiriye sahip olduğu neticesine varılmıştır. Netice olarak getiri bazında incelendiğinde kurumsal yönetim endeksinin performansının daha iyi olmadığı şeklinde bir sonuç elde edilmiştir (ÇARIKÇI ve KALAYCI, Diğ., 2009: 51-72).

Karayel ve Gök (2009), yaptıkları çalışmada, kurumsal yönetim uygulamalarının şirket performansı üzerindeki etkisini ölçmek için 2009 yılında XKURY'de işlem gören 9 şirketin endekse girmeden 5 çeyrek dönem öncesi ve endekse girdikten 4 çeyrek dönem sonraki hisse başına kar, varlık kârlılığı ve fiyat kazanç

oranlarını analiz etmişlerdir. Analiz neticesine göre; kurumsal yönetim uygulamaları ile finansal performans arasında bir ilişki bulunmadığı tespit edilmiştir (KARAYEL ve GÖK, 2009: 9-28).

Sakarya (2011), yaptığı çalışmada ise BİST Kurumsal Yönetim Endeksi'nde işlem gören şirketlerden 2009 yılında, 11 şirketi kapsayacak şekilde olay çalışması yöntemi kullanmıştır. Yapılmış olan çalışmada başarılı kurumsal yönetim derecelendirme notunun ilanı ile hisse senedi getirisinin pozitif bir ilişkisinin bulunduğu, olay öncesi ve sonrasında endekste bulunan işletmelerin hisse senetlerinde normalin çok üzerinde getirilerin olabileceği sonucuna ulaşılmıştır (SAKARYA, 2011: 147-162).

Dalğar ve Çelik (2011), yaptıkları çalışmada, Kurumsal Yönetim Endeksi (XKURY) kapsamında bulunan imalat sektörü işletmelerinin endekse girmeden önceki (2006) ve endekse girdikten sonraki (2009) dönemlerle ilgili finansal oranlarını, içinde buldukları sektörün ortalamaları ile karşılaştırmışlardır. Elde edilen araştırma sonuçlarına göre, işletmelerin faaliyet ve karlılık oranları yönünden endekse girdikten sonra sektör ortalamalarına göre daha iyi performans ortaya koydukları tespit edilmiştir (DALĞAR ve ÇELİK, 2011: 99-111).

Acar vd. (2013), yaptıkları çalışmada, "olay çalışması" yöntemini kullanarak, Kurumsal Yönetim Endeksi'nde (XKURY) işlem gören şirketlerin endekste yer almalarıyla birlikte hisse senetlerinde normalüstü getiri elde edilip edilmediği incelenmiştir. Sonuçlara göre kurumsal yönetim endeksinde işlem görmeye başlayan şirketlerin hisse senedi fiyatlarında anormal getiriler gözlemlenmemiştir. Bu sonucun piyasanın yarı formda etkin olduğu yönünde yorum yapmayı da mümkün kıldığı vurgulanmıştır. Ayrıca endekste işlem gören şirketlerin endekse girmeden önce piyasa değeri/defter değeri ve dönem net karı/toplam aktif oranlarında anlamlı pozitif değişimler tespit edilmiştir (ACAR ve TEMİZ, Diğ., 2013: 130-124).

Kurumsal yönetim uygulamalarına ilişkin uluslararası literatürde bulunan çalışmalar ise aşağıda sunulmuştur.

Mitton (2001), yaptığı çalışmada, kurumsal yönetim uygulamalarının ülkelerarası farklılıklarını incelemiştir. Yapmış olduğu çalışmada (1997-1998) yıllarında ortaya çıkan Doğu Asya krizinde Kore, Malezya, Endonezya, Filipinler ve Tayland'da faaliyet gösteren toplam 398

şirketten oluşan bir örnekleme incelemiştir. Çalışmanın sonucunda kurumsal yönetim uygulamalarının etkin bir biçimde yürütülmesinin şirketlerin finansal performansını olumlu biçimde etkilediği ve bu etkinliğin şirket değerini artırdığı tespit edilmiştir (MITTON, 2001: 5-50).

Min ve Prather (2001), yapmış oldukları çalışmada kurumsal yönetimin kamuyu aydınlatma ve şeffaflık ilkeleri bağlamında NYSE ve NASDAQ'a kayıtlı şirketlerin yaptıkları Uluslararası Ortak Girişim (Joint Venture) duyurularının, duyuruyu yapan şirketin hisse senedi değerleri üzerinde oluşturduğu etkiyi araştırmışlardır. Yapılan çalışma sonucunda, ortak girişim duyurularının genellikle hisse senedi fiyatları üzerinde pozitif etki yaptığı görülmüştür. Yüksek Tobin Q oranı ve düşük serbest nakit akışları olan şirketler için bu etkinin daha yüksek bir oranda çıktığı sonucuna ayrıca ulaşılmıştır (MIN ve PRATHER, 2001: 267-283).

Bai vd. (2002), bazı soruların cevabını aradıkları çalışmalarında, Çin'de kurumsal yönetim sorunlarını incelemeyi amaçlamışlardır. Çin'in Shanghai ve Shenzen borsalarına kayıtlı şirketleri kapsayan çalışmaları sonucunda, kurumsal olarak daha başarılı yönetilen şirketlerin daha yüksek borsa değerlerine ulaştığını tespit etmişlerdir. Çinli yatırımcılar yönetim standartlarının kalitesinin yükselmesi sonucunda önemli bir prim ödemeye isteklidirler. Yatırımcıların, kullanılan değerlendirme ölçüsüne bağlı olarak %41-%67 arasında değişen oranlardaki bölümü, başarılı yönetilen şirketler için %20'ye varan ek bir prim ödeyebilirler (BAI and LIU, Diğ., 2002: 1-45).

Gompers vd. (2003), yaptıkları çalışmada, Amerika Birleşik Devleti'ndeki 1500 şirketin kurumsal yönetim yapısı ile finansal performansı arasındaki ilişkiyi araştırmıştır. Kurumsal yönetim kalitesini ortaya koyan en önemli unsur, yöneticiler ve şirket ortakları arasındaki güç dengesidir. Bu konuyla ilgili analiz yapabilmek için kurumsal yönetim ile ilgili yirmi dört madde içeren bir endeks oluşturulmuş ve finansal performans ölçütleri olarak borsa hâsılatı ve şirket değeri değişkenleri kullanılmıştır. Borsa hâsılatı olarak hisse senedi getiri oranları, şirket değeri olarak ise Tobin Q oranı değişkenlerini kullandıkları çalışmalarının neticesinde ise kurumsal yönetim ile borsa hâsılatı ve şirket değeri ilişkisinin pozitif olduğu sonucuna varmışlardır (GOMPERS and ISHII, Diğ., 2003: 107-155).

Chiang (2005), yaptığı çalışmada kurumsal yönetim ile şirket performansı arasındaki ilişkinin yönü araştırmıştır. Çalışmada ulaşılan sonuç ise; kurumsal yönetim ile işletme performansı arasında ilişkinin pozitif olduğu yönündedir. Yapılan çalışmada özellikle şeffaflığın şirket performansının önemli belirleyicilerinden biri olduğu sonucuna ulaşılmıştır (CHIANG, 2005: 95).

Cheng (2008), yapmış olduğu çalışmasında kurumsal yönetim unsurlarından olan yönetim kurulu ile şirket performansı arasındaki ilişkiyi incelemiştir. Çalışmada (1996-2004) yılları arasında Yatırımcı Sorumluluk Araştırma Merkezi (Investor Responsibility Research Center)'da bilgileri bulunan 1.252 şirkete ait veriler kullanılmıştır. Bu çalışmada, büyük yönetim kurulları bulunan şirketlerde düşük şirket performansı ortaya çıktığına dair neticelere varılmıştır. Sonuçlar yönetim kurulunun büyüklüğü ile aylık hisse senedi getirileri, aktif karlılığı, Tobin Q oranı, büyüme ve Ar-Ge harcamaları arasında negatif ilişki bulunduğunu göstermektedir. Büyük şirketlerde fikir birliğine varmak zaman alacağı için, büyük yönetim kurulu kararları oldukça az gerçekleşmektedir. Bundan ötürü şirket performansı olumsuz etkilenmektedir (CHENG, 2008: 157-176).

Alexakis vd. (2006), yaptıkları çalışmalarında Atina Menkul Kıymetler Borsası'na kote 30 şirketten oluşan bir örnek için şirketlerin ortalama getirileri ve fiyat oynaklıkları (volatilité) arasında ilişki ölçülmeye çalışılmıştır. Borsa getirileri ile fiyat oynaklığında istatistiksel olarak önemli bir değişiklik bulunup bulunmadığını tespit etmek üzere ortalama ve varyans eşitlik testleri uygulanmıştır. Çalışmada kurumsal yönetim ve fiyat oynaklığı arasında bir ilişki olduğuna dair bulgular sunmaktadır. Çalışmada, volatilitenin azalmasının en önemli sebebi olarak, kurumsal yönetim uygulamalarının yasal olarak uygulanmaya konulması tespit edilmiştir (ALEXAKIS and BALIOS, Diğ., 2006: 673-684).

Chen vd. (2010), yaptıkları çalışmalarında şirketlerin dış finansman ihtiyaçlarının kurumsal yönetim kalitelerinin derecelerini artırıcı bir etki oluşturduğunu vurgulamışlardır. Bu etkilerin sonucunda hissedarların servetinde artış meydana geleceğini, bu durumun şirketin yatırım çeşitliliğini artıracığını ve böylelikle fon arz eden kesimden kolaylıkla ve az maliyetli bir şekilde dış finansman ihtiyacının karşılanabileceğini tespit etmişlerdir. Kurumsal yönetim uygulamaları iyi olan şirketlerin piyasa

likiditelerinin daha iyi olması muhtemeldir. Aynı şekilde bu şirketler için sermaye maliyetleri de oldukça düşüktür. Yapılan çalışmayla; dış finansmana ihtiyaç duyan şirketlerin bilgi asimetrisinden kaynaklanan maliyetleri düşürmek için kurumsal yönetim uygulamalarının kalitesini artırmaya çalıştıkları ortaya konulmuştur. Çalışmalarının sonucunda, dış finansman ihtiyaçları ile kurumsal yönetim kalitesi üzerinde pozitif bir ilişki olduğu ile ilgili bulgular sunulmuştur (CHEN and CHUNG, Diğ., 2010: 234-249).

3. ARAŞTIRMANIN DİZAYNI

3.1. Araştırmanın Amacı

Bu çalışmada Kurumsal Yönetim Endeksinin Borsa İstanbul istikrarına katkı sağlayıp sağlamadığı araştırılacaktır. Çalışmanın en önemli amaçları arasında, küçük yatırımcıların sermaye piyasalarındaki istikrarsızlıktan kaynaklanan risklerini azaltmak olan kurumsal yönetim uygulamalarının Türkiye sermaye piyasalarındaki performansının ölçülmeye çalışılması yer almaktadır.

3.2. Araştırmanın Veri Seti ve Metodolojisi

Araştırmada kullanılan veriler, 31 Ağustos 2007 ile 27 Mayıs 2014 dönemi arasındaki zaman dilimini kapsayan BİST Kurumsal Yönetim Endeksi, BİST-100 ve BİST-30 Endekslerindeki hisse senedi kapanış fiyatlarından oluşmaktadır. Belirlenen tarihler arasında BİST-100 Endeksi, BİST-30 Endeksi, Kurumsal Yönetim Endeksi (XKURY) veri setleri için Borsa İstanbul elektronik veri dağıtım sisteminden yararlanılmıştır. Araştırmaya konu olan fiyat serilerinin günlük ve aynı karaktere sahip olması sebebiyle hem 1. hem de 2. seans fiyatları analize dâhil edilmiş ve her bir fiyat serisi için 3369 veri analizlerde kullanılmıştır.

Veriler analiz edilmeden önce her birinin günlük logaritmik getirileri, $LN(P_t/P_{t-1})$ formülü yardımıyla hesaplanmıştır.

Durağanlık; zaman serisi verilerinin sabit bir ortalama etrafında dalgalandığı ve dalgalanmanın varyansının özellikle zaman boyunca sabit kaldığı, serinin değerlerinin belli bir değere yaklaşmasını ya da beklenen değeri etrafında dalgalandığını ifade etmektedir (SEVÜKTEKİN ve NARGELEÇEKENLER, 2007: 229). Serilerin araştırılmasında durağanlık fevkalade önemli bir konu olduğundan seriler üzerinden herhangi bir analiz yapılmadan önce serilerin durağanlıklarının test edilmesi gere-

kir. Serilerin durağanlığının test edilmesinde kullanılan yöntemlerden biri birim kök testleridir. Bu testler, serilerin durağanlığının ölçümünde oldukça sık kullanılırlar. Araştırmalarda kullanılan zaman serilerinin birim kök içermesi, durağan olmadıklarını göstermektedir (ÇELİK, 2012: 69).

Serilerin durağan olmaması durumunda modellerde sahte regresyon olgusunun ortaya çıkması ve ayrıca varyansın sabit olmaması nedeniyle sonuçların güvenilirliği kuşku hale gelir. Bu nedenlerden dolayı, serilerin durağanlığının test edilmesi ve durağan değilse farkları alınarak durağan hale getirildikten sonra modelin tahmin edilmesi gerekmektedir. Bu çalışmada, serilerin durağanlığı literatürde en yaygın bir şekilde kullanılan Genişletilmiş Dickey Fuller (ADF) testi ile araştırılmıştır (HATIRLI ve AKTAŞ, diğ., 2008: 141).

Zaman serileri ile çalışılan araştırmalarda geleneksel En Küçük Kareler yöntemi ile çalışılmasının analiz sonuçlarının güvenilirliği konusunda zafiyetler gösterdiği görülmektedir. Zira söz konusu model sonuçlarına ilişkin gerçekleştirilen tanısal test sonuçlarında modelden elde edilen hata terimlerinde değişen varyans problemi gözlenebilmektedir. Bu sebeple, rassal yürüyüş hipotezine aykırı bir karaktere sahip, yani önceki verilerle çoklu bağlantı problemi yaşayan veri setleriyle çalışılması durumunda öngörülerin daha isabetli olmasına katkı sağlayan ARCH ve türevi volatilité modelleri ile çalışması gerekmektedir.

Engle (1982) tarafından bulunan ve Bollerslev (1986) tarafından geliştirilmiş GARCH (p,q)

modeli; $\sigma_t^2 = \alpha_0 + \sum_{i=1}^q \alpha_i \varepsilon_{t-i}^2 + \sum_{i=1}^p \beta_i \sigma_{t-i}^2$ şek-

linde formüle edilir. GARCH(1,1) ise

$$\sigma_t^2 = \alpha_0 + \sum_{i=1}^q \alpha_i \varepsilon_{t-i}^2 + \sum_{i=1}^p \beta_i \sigma_{t-i}^2 \quad \text{şeklinde}$$

kurulmaktadır. GARCH (p,q) modelinde, gecikmeli hata terimlerinin karelerine ($\varepsilon_{t-1}^2, \varepsilon_{t-2}^2, \dots, \varepsilon_{t-q}^2$) ilave olarak ARCH modelinden farklı olarak koşullu varyans terimlerinin gecikmeli değerleri ($\sigma_{t-1}^2, \sigma_{t-2}^2, \dots, \sigma_{t-p}^2$) de bulunmaktadır. Modelin anlamlılığı $q > 0$, $p > 0$; $\alpha_0 > 0$, $\alpha_i > 0$ ve $\beta_i > 0$ şartının sağlanması ve $\alpha_i + \beta_i < 1$ olması gerekmektedir (SATCHELL and KNIGHT, 2007: 47). Modelde

yer alan α_i , bir önceki dönemde meydana gelen bilgi şoklarının t zamandaki oynaklığa etkisini ifade etmekteyken, β_i katsayısı ise söz konusu şok etkisinin direnci hakkında bilgi vermekte kullanılır.

Çalışmada, veri setlerine ilişkin gerekli durağanlık süreçleri incelendikten sonra Bollerslev (1986) tarafından geliştirilen GARCH (p,q) modeli çalıştırılacaktır.

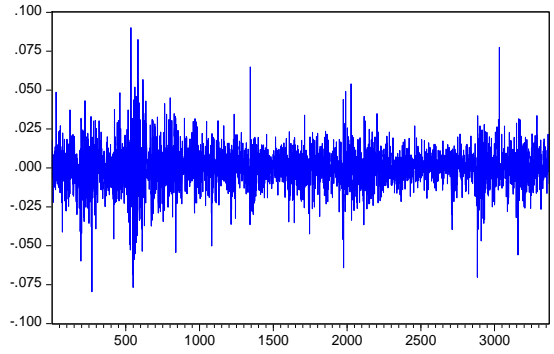
3.3. Araştırmanın Hipotezi

Kurumsal yönetim uygulamalarının Borsa İstanbul getiri oynaklığı üzerindeki olumlu/olumsuz etkisi ölçülmeye çalışılan araştırmada "kurumsal yönetim uygulamalarının Borsa İstanbul getiri oynaklığına etkisi yoktur" hipotezi bir takım alt hipotezler eşliğinde sınanmıştır.

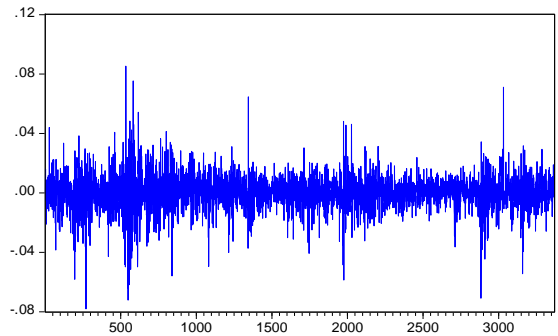
3.4. Araştırma Sonuçları ve Değerlendirilmesi

Araştırmanın uygulama kısmına geçilmeden önce, söz konusu veri setinin birim kök içerip içermediğinin test edilmesi gerekmektedir. Aşağıda zaman yolu grafikleri sunulan değişkenlere ait Genişletilmiş Dickey Fuller birim kök test sonuçları hem sabitli hem de sabitli&trendli olarak Tablo 1 eşliğinde sunulmuştur.

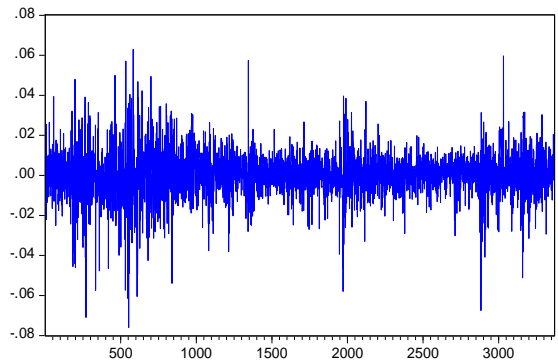
Şekil 1. BİST- 30 Getiri Serisi Zaman Yolu Grafikleri



Şekil 2. BİST- 100 Getiri Serisi Zaman Yolu Grafikleri



Şekil 3. XKURY Getiri Serisi Zaman Yolu Grafikleri



Tablo 1: Getiri Serilerinin Genişletilmiş Dickey Fuller (ADF) Birim Kök Test Sonuçları

Getiri Serileri	t-istatistiği	Olasılık	Getiri Serileri	t-istatistiği	Olasılık
XU100	-5.296.941	0,0001*	XU100	-5.296.705	0,0000*
XU030	-5.307.941	0,0001*	XU030	-5.307.648	0,0000*
XKURY	-5.398.533	0,0001*	XKURY	-5.399.071	0,0000*
ADF Test İstatistikleri (Sabitli)	-3.432104 (%1)		ADF Test İstatistikleri (Sabitli&Trendli)	-3.960765 (%1)	
	-2.862200 (%5)			-3.411140 (%5)	
	-2.567165 (%10)			-3.127397 (%10)	

* % 1 anlamlılığı ifade etmektedir.

Tablo 1 sonuçlarına göre tüm getiri serileri için hem sabitli hem de sabitli&trendli birim kök test sonuçları, "getiri serilerinde birim kök vardır" hipotezinin reddedilmesine sebep olmuştur. Bu sonuç, getiri serilerinin birim kök içer-

mediği yani durağan bir yapıya sahip olduğu şeklinde yorumlanmalıdır.

Getiri serilerinin birim kök içermediklerine ilişkin kanıtlar elde edildikten sonra her bir veri seti için fiyat artış/azalışlarının fiyat ar-

alış/azalışlarını takip edip etmediklerinin yani veri setlerinde ARCH etkisinin var olup olmadığının incelenmesi gerekmektedir. Bu sebeple her bir getiri serisinin kendi gecikmeli değerleri ile regresyon modelleri tahmin edilmiş ve regresyon denklemlerinden elde edilen hata terimlerinde değişen varyans probleminin olup olmadığı ARCH-LM testi ile sınanmıştır. Her bir getiri serisi için en uygun AIC ve SIC değerlerine sahip ARMA model sonuçları Tablo 2'de ayrıntısı ile sunulmuştur.

Her bir getiri serisi için tahmini yapılan koşullu ortalama denkleminde AR ve MA terimleri istatistikî olarak anlamlı ve $AR < 1$ ve $MA < 1$ şartlarını sağlamaktadır. Kurulan regresyon modellerinde elde edilen hata terimlerinde herhangi bir değişen varyans probleminin olup olmadığına ilişkin ARCH-LM test sonuçlarına göre her iki getiri serisinde de olasılık değerinin 0,05'den küçük olduğu yani değişen varyans probleminin ortaya çıktığı görülmektedir.

Tablo 2 Getiri Serilerinin En Uygun ARMA Modelinin Tespitine İlişkin Regresyon Sonuçları

Bağımlı Değişkenler	XU100	XU030
Modeller	ARMA (2,0)	ARMA(1,1)
Parametreler		
C	0.000129	0.000127
ϕ_1	0.093991*	-0.272842***
ϕ_2	-0.036587**	-
θ_1	-	0.365339**
R ²	0.009552	0.009264
Adj. R ²	0.008963	0.008675
AIC	-5.939.754	-5.798.712
SIC	-5.934.299	-5.793.259
LogLikelihood	10002.58	9.768.032
F Olasılığı	0.000000	0.000000
ARCH-LM	0,000000	0,000000
* = % 1 anlamlılık ** = % 5 anlamlılık *** = % 10 anlamlılık		

Getiri serilerindeki ARCH etkisinin varlığı kanıtlandıktan sonra, her bir getiri serisi için

GARCH(1,1) modeli ile tahminler yapılmış ve sonrasında kurumsal yönetim değişkeni GARCH modelinin varyans denkleminde açıklayıcı değişken olarak ilave edilerek kurumsal yönetim endeksindeki değişimin hem XU100 hem de XU030 getiri oynaklığı üzerinde etkisinin olup olmadığı araştırılmaya çalışılmıştır.

Tablo 3'de sunulan XU100 ARMA(2,0) GARCH(1,1) ve XU030 ARMA(1,1) GARCH(1,1) sonuçlarına göre bilgi şoklarının etkisini ifade eden $ARCH(\alpha_1)$ teriminin katsayısı sırasıyla 0.062344 ve 0.054042 ayrıca şokun kalıcılığının ($GARCH(\beta_1)$) ise ulusal 100 endeksi için 0.925597, ulusal 30 endeksi içinse 0.936139 olduğu tespit edilmiştir. Kurulan modellere ilişkin tanısal test sonuçlarına göre model artıklarının otokorelasyon içermediği ve değişen varyans probleminin gözlenmediği kanıtlanmış ve Tablo 3'ün alt kısmında sunulmuştur.

Tablo 3 Getiri Serilerine İlişkin ARMA GARCH(1,1) Tahmin Sonuçları

Bağımlı Değişkenler	XU100	XU030
Modeller	ARMA(2,0)	ARMA(1,1)
Parametreler	GARCH(1,1)	GARCH(1,1)
Ortalama Denklemi		
C	0.000631*	0.000561*
ϕ_1	0.082068*	-0.368367**
ϕ_2	-0.052099*	-
θ_1	-	0.455253*
Varyans Denklemi		
α_0	0,00000191*	0,00000175*
α_1	0.062344*	0.054042*
β_1	0.925597*	0.936139*
R ²	0.007607	0.008216
Adj. R ²	0.007017	0.007627
AIC	-6.200.628	-6.039.742
SIC	-6.187.901	-6.027.018
LogLikelihood	10445.76	10177.93
Q(12)	0.215	0.378
ARCH-LM	0.6356	0.9131

Kurumsal yönetim uygulamalarının her bir getiri oynaklığı üzerinde istatistiki olarak anlamlı bir etkisinin olup olmadığını test etmek için söz konusu modellerin varyans denklemlerine XKURY açıklayıcı değişken olarak ilave edilmiş ve model tekrar çalıştırılmıştır. Sonuçları ayrıntılı şekilde Tablo 4'de sunulan modellerde XKURY değişkeninin getiri oynaklıklarını azaltıcı ve istatistiki olarak anlamlı etkiye sahip olduğu kanıtlanmıştır. XKURY değişkeni varyans denkleminde açıklayıcı değişken olarak ilave edilmeden önce şokların ulusal 100 getiri oynaklığı üzerinde etkisi 0,06 düzeyindeyken XKURY'nin modele ilave edilmesiyle şok etkisi (α_1 0,054 düzeyine gerilemiştir. Ayrıca XKURY değişkeninin katsayısı -0,006 ve istatistiki olarak anlamlıdır. Ulusal 30 endeksi için oluşturulan model sonuçları da XU100 sonuçlarıyla örtüşmektedir. Oluşturulan modellerden elde edilen hata terimlerinde herhangi bir otokorelasyon ya da değişen varyans problemi olup olmadığı ayrıca araştırılmış, Tablo 4'ün alt kısmında sunulmuştur. Hem Q(12) hem de ARCH-LM test sonuçları, "model artıklarında otokorelasyon yoktur" ve "değişen varyansa sahip değildir" şeklinde kurulan alt hipotezlerin reddedilemediğini göstermektedir zira hem Q hem de ARCH-LM test olasılık değerleri 0,05'den büyüktür.

105

Söz konusu test sonuçları model artıklarında herhangi bir şekilde otokorelasyon problemi

olmadığını ve hata terimlerinin değişen varyansa sahip olmadığını göstermektedir.

Tablo 4 XKURY Serisinin Varyans Denklemine İlave Edildiği ARMA GARCH(1,1) Model Sonuçları

Bağımlı Değişkenler	XU100	XU030
Modeller	ARMA(2,0)	ARMA(1,1) GARCH(1,1)
Parametreler	GARCH(1,1)	
Ortalama Denklemi		
C	0.000802*	0.000711*
ϕ_1	0.083918*	-0.359292**
ϕ_2	-0.052553*	-
θ_1	-	0.447657*
Varyans Denklemi		
α_0	0,00000260*	0,00000253*
α_1	0.054203*	0.047568*
β_1	0.928230*	0.937599*
XKURY	-0.000613*	-0.000630*
R ²	0.006432	0.007490
Adj. R ²	0.005841	0.006900
AIC	-6.214.335	-6.051.498
SIC	-6.199.790	-6.036.957
LogLikelihood	10469.83	10198.72
Q(12)	0.211	0.363
ARCH-LM	0.8702	0.9185

Ulaşılan sonuçlar kurumsal yönetim uygulamalarının hem ulusal 100 hem de 30 endekslerindeki getiri oynaklığını azaltıcı bir açıklayıcı değişken olarak kullanılabilirliğini göstermektedir

.SONUÇ

Yatırımcıların, dünyanın farklı borsalarında hisse senedi satın alma kararlarında, hisse senedinin fiyatı kadar o işletmenin kurumsal yönetim uygulamalarını da dikkate aldıkları görülmektedir. Bu durum, dolaylı yoldan işletmelerin finansal kaynak teminini, ortakları ile olan ilişkilerini etkilemektedir. Gerçekte olması gereken ise; inandırıcılık, güven oluşturmak ve bu güveni sürdürülebilmektir. Çünkü hedef kitleler tarafından algılanacak işletme imajı, günümüzün rekabet ortamı düşünüldüğünde işletmelerin geleceğine yön verecek çok önemli bir unsurdur.

Kurumsal yönetimin işletme performansını artırmasının yararlı neticelerden bir tanesi de; hisse senedi fiyatının artması ve sermayenin daha kolay elde edilmesine yardımcı olmasıdır. Küresel yatırımcılar kurumsal yönetim ilkelerini iyi uygulamayan işletmelerin hisselerini tercih etmede ve borç vermede daha negatif davranmaktadırlar. Bu bağlamda şeffaflık, bağımsız üyeler ve ayrı bir denetim komitesi önemlidir. Uluslararası yatırım yapan bazı işletmeler bu özellikleri taşımayan borsalara yatırım yapmakta ciddi şüpheler yaşamaktadırlar.

Kurumsal yönetim uygulamalarının başarılı olması şirketlere düşük sermaye maliyeti, finansman imkânları ile likidite artışı, krizlerden fazla etkilenmeme ve sermaye piyasasından dışlanmama gibi yararlar sağlar. Bununla birlikte ülke yönünden ise ülke imajının iyileşmesi, sermayenin yurt dışına çıkışının engellenmesi, yabancı sermaye yatırımlarının artması, ekonominin ve sermaye piyasalarının rekabet gücünün artması, krizlerden daha az zarar görülmesi, kaynakların daha etkin kullanılması, refahın arttırılması ve sürdürülmesi gibi imkânları sağlayabilmektedir.

Kurumsal yatırımcıların sermaye piyasasındaki ağırlığının yükselmesi durumunda sermaye piyasasında ve özellikle BİST-100 hisse senetleri piyasasındaki aşırı dalgalanmaların giderek azalması beklenmektedir. Yatırımcıların, hisse senedi piyasasındaki belirsizlikten ve fiyatlardaki normalin üzerindeki değişimden koruyan kurumsal yönetim çalışmaları küçük tasarruf sahiplerinin birikimlerini sermaye piyasasına kazandırmaktadır.

31.08.2007 ile 27.05.2014 tarih aralığındaki verilerle gerçekleştirilen bu çalışmada analiz

dönemi için Kurumsal Yönetim uygulamalarının XU100 ve XU030 Endekslerine ait getiri oynaklığını azaltmakta bir gösterge olarak kullanılıp kullanılmayacağına ilişkin kanıtlar araştırılmıştır. Borsada işlem gören şirketlerin kurumsallaşma düzeyleri arttıkça borsa için bir istikrar etkinliği oluşturması ARCH tipi volatilité modelleri kullanılarak cevaplanmaya çalışılmıştır. Gerçekleştirilen analizler neticesi, XKURY, kurulan GARCH modellerinin varyans denklemlerine açıklayıcı bir değişken olarak ilave edildiğinde hem ulusal 100 hem de ulusal 30 endekslerindeki getiri oynaklığını azaltıcı ve istatistiki olarak anlamlı bir etkiye sahip olduğu analiz dönemi için kanıtlanmıştır. Her iki endeksin getiri oynaklıklarına ilişkin model sonuçları, kurumsal yönetim endeksinin modele ilave edilmesi durumunda şok etkisinin azaldığını göstermektedir. Ayrıca modellere ilişkin tanısal test sonuçları da kurulan modellerin bir bütün olarak ne otokorelasyon ne de değişen varyans problemi içermediğini ayrıca gösterilmiştir. Bu doğrultuda çalışmanın temel hipotezi olan "Kurumsal yönetim uygulamalarının Borsa İstanbul getiri volatilitesi üzerine etkisi yoktur", hipotezi uygulama sonucunda reddedilmiştir. Kurumsal yönetim uygulamalarının borsa istikrarı üzerinde çok az da olsa (-0,0006) getiri oynaklığını azaltıcı etkisinin var olduğu yani kurumsal yönetim uygulamalarının ulusal 100 ve 30 endekslerindeki getiri oynaklığını azaltmakta açıklayıcı bir faktör olarak kullanılabileceği analizler sonucunda kanıtlanmıştır.

Her ne kadar araştırmada amaçlanan kurumsal yönetim uygulamalarının borsa istikrarı üzerindeki etkilerini ölçmekse de literatürde kurumsal yönetim uygulamalarının şirket performansı üzerinde olumlu etkileri olduğunu ortaya koyan Aksu ve Köseadağ (2006), Karamustafa v.d. (2009), Dalğar ve Çelik (2011), Acar v.d. (2013), Mitton (2001), Bai v.d. (2002), Gompers v.d. (2003), Chiang (2005), Alexakis v.d. (2006) çalışmalarında elde edilen sonuçlarla paralellik göstermekteyken, Çarıkçı, Kalaycı ve Gök'ün (2009) yaptığı çalışmadan farklılıklar göstermektedir. Söz konusu farklılığın sebebi çalışmaların yapıldığı zaman dilimlerinin farklılığı ve kurumsal yönetim endeksinin kapsamındaki firma sayısının azlığıyla açıklanabilir

KAYNAKÇA

ACAR, Merve ve TEMİZ, Hüseyin ve KARAN B. Mehmet (2013). "BİST (Borsa İstanbul) Kurumsal Yönetim Endeksinde (XKURY) Yer Alan Şirketlerin Getiri ve Performans Analizi: Olay Çalışması Örneği", 17. Finans Sempozyumu, 23-26 Ekim, Muğla, ss. 130-124.

AKAR, Cüneyt (2006). "Volatilitenin Negatif ve Pozitif Şoklara Asimetrik Tepkisi: TAR-GARCH Modeli Kullanılarak Türkiye Verilerinden Yeni Bir Kanıt", İMKB Dergisi, Cilt: 9, Sayı:36.

AKSU, Mine, KÖSEDAĞ, Arman (2006). "Transparency&Disclosure Scores and Their Determinants in the İstanbul Stock Exchange", Corporate Governance: An International Review, 14 (4), ss. 277-296.

ALEXAKIS, A. Christos, BALIOS, D., PAPAGELIS, G., XANTHAKIS, M (2006). "An Empirical Investigation of Corporate Governance: The case of Greece", Managerial Finance, Cilt: XXXII, No: 8, pp. 673-684.

BAI, Chong-En, LIU, Qiao, LU, Zhou, SONG, M. Frank, ZHANG, Junxi (2002). "Corporate Governance and Firm Valuations in China", University of Hong Kong -School of Economics and Finance, Kasım, pp. 1-45.

BORSA İSTANBUL. "Kurumsal Yönetim Endeksi", <http://borsaistanbul.com/endeksler/BİST-pay-endeksleri/kurumsal-yonetim-endeksi>, 12.02.2014.

BOZKURT, Hilal (2007). **Zaman Serileri Analizi**, Ekin Kitabevi, Bursa.

CHIANG, Hsiang-Tsai (2005). "An Empirical Study of Corporate Governance and Corporate Performance", The Journal of American Academy of Business, Cambridge, March, 6, 1.

CHENG, Shijun (2008). "Board size and the Variability of Corporate Performance", Journal of Financial Economics, Volume: 87, Issue: 1, January, pp. 157-176.

CHEN, W. Peng, CHUNG, Huimin, HSU, T. Ling, WU, Soushan (2010). "External Financing Needs, Corporate Governance, and Firm Value", Corporate Governance: An International Review, 18 (3), pp.234-249.

ÇABUK, Altan, H., ÖZMEN, Mehmet, KÖKCEN Arzu (2011). "Koşullu Varyans Modelleri: İMKB Serileri Üzerine Bir Uygulama", Çukurova Üniversitesi, İ.İ.B.F. Dergisi, Cilt:15, Sayı:2, Aralık.

ÇARIKÇI, H. İlker, KALAYCI, Şeref, GÖK Y. İbrahim (2009). "Kurumsal Yönetim – Şirket Performansı İlişkisi: BİST Kurumsal Yönetim Endeksi Üzerine Ampirik Çalışma", Alanya İşletme Fakültesi Dergisi, 1 (1), ss. 51-72.

ÇELİK, İsmail (2012). **Vadeli İşlem Piyasasında Fiyat Keşfi - İzmir Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsasında Ampirik Bir Uygulama**, Türkiye Bankalar Birliği, Yayın No: 283, İstanbul.

DAL, Seniha (2008). "Türk Ticaret Kanunu (TTK) Tasarısı Işığında Aile Şirketlerinde Kurumsal Yönetim", 3. Aile İşletmeleri Kongresi, İstanbul Kültür Üniversitesi Yayınları, Yayın No: 78, 18-19 Nisan, İstanbul.

DALĞAR, Hüseyin, ÇELİK, İsmail (2011). "Kurumsal Yönetimin İşletmelerin Finansal Yapısına Etkileri: İMKB Kurumsal Yönetim Endeksi Üzerine Bir İnceleme", Finans Politik ve Ekonomik Yorumlar, 48 (557), ss. 99-111.

DEMİR, Yusuf, KOCABIYIK, Turan (2008). "Türkiye'de Kurumsal Yatırımcılar ve Kurumsal Yatırımcıların Portföy Oluştururken Gösterdikleri Davranış Şekillerine İlişkin Bir Araştırma", Marmara Üniversitesi, İ.İ.B.F. Dergisi, Cilt:24, Sayı:1.

DOĞU, Murat (2003). "Kurumsal Yönetim Düzenlemeleri", Sermaye Piyasası Kurulu Meslek Personeli Derneği Dergisi, Sayı: 8, Temmuz-Ağustos.

GAMPERS, A. Paul, ISHII, L. Joy, METRICK Andrew (2003). "Corporate Governance and Equity Prices", Quarterly Journal of Economics, 118 (1), pp. 107-155.

HATIRLI, A. Selim, AKTAŞ, R. Ali, ÖZTÜRK Erdoğan (2008). "Fındık Piyasasında Fiyat Geçirgenliğinin Analizi", Akdeniz Üniversitesi Ziraat Fakültesi Dergisi, 21, 1.

HANSEN, R. Peter, LUNDE, Asger (2005). "A Forecast Comparison of Volatility Models: Does anything Beat a GARCH (1, 1) ?", Journal of Applied Econometrics, 20 (7), pp. 873-889.

KARAYEL, Mete, GÖK Y. İbrahim (2009). "Kurumsal Yönetim- Performans İlişkisi: İMKB Kurumsal Yönetim Endeksine Kayıtlı Halka Açık Şirketlerde Bir Araştırma", Akademik Fener Dergisi, Sayı:12, ss. 9-28.

KARAMUSTAFA, Osman, İDRİS Varıcı, ER Bünyamin (2009). "Kurumsal Yönetim ve Firma Performansı: BİST Kurumsal Yönetim Endeksi Kapsamındaki Firmalar Üzerine Bir Uygulama", Kocaeli Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi, 1 (17), ss.100-119.

MCGEE, W. Robert (2009). **Corporate Governance In Developing Economies: Country Studies Of Africa, Asia and Latin America**, Springer.

MITTON, Todd (2001). "A Cross-Firm Analysis of Corporate Governance On East-Asian Crisis", Journal Of Financial Economics, May., ss. 5-50.

MIN, Hoon, Jae, PRATHER J. Larry (2001). "Tobin's Q, Agency Conflicts, and Differential Wealth Effects of International Joint Ventures", Global Finance Journal, Sayı:12, ss. 267-283.

OECD. "Principles of Corporate Governance", Paris, April, <http://www.oecd.org/dataoecd/32/18/31557724.pdf>, 11.01. 2014.

ÖZİLHAN, Tuncay (2002). "Özel Sektörün İhtiyacı: Kurumsal Yönetim", Görüş Dergisi, Mart.

SAKARYA, Şakir (2011). "BİST Kurumsal Yönetim Endeksi Kapsamındaki Şirketlerin Kurumsal Yönetim Değerlendirme Notu ve Hisse Senedi Getirileri Arasındaki İlişkinin Olay Çalışması (Eventstudy) Yöntemi İle Analizi", ZKÜ, Sosyal Bilimler Dergisi, 7 (13), ss. 147-162.

SATCHELL, Stephen, KNIGHT, John (2007). **Forecasting Volatility in the Financial Markets**, Elsevier Ltd., USA.

SEVÜKTEKİN, Mustafa, NARGELEÇEKENLER Mehmet (2007). **Ekonometrik Zaman Serileri Analizi, Eviews Uygulamalı**, Nobel Yayın Dağıtım, Ankara.

TARI, Recep (2008). **Ekonometri**, Avcı Ofset, İstanbul.

108 TÜLİN, Atakan (2009). "İstanbul Menkul Kıymetler Borsasında Değişkenliğin (Volatilitenin) ARCH-GARCH Yöntemleri ile Modellenmesi", İstanbul Üniversitesi, İşletme Fakültesi, İşletme İktisadi Enstitüsü Yönetim Dergisi, Sayı: 62, Şubat.

TÜM, Kayahan (2013). "Kurumsal Yönetim, İç Denetim ve İç Denetimin Kalitesi: Kalite Güvence ve Geliřtirme Programı", Çukurova Üniversitesi, İ.İ.B.F. Dergisi, Cilt:17, Sayı:2, Aralık.

TÜSİAD (2002). "Kurumsal Yönetim En İyi Uygulama Kodu: Yönetim Kurulunun Yapısı ve İşleyişi", http://www.tusiad.org.tr/_rsc/shared/file/kurumsalyonetim.pdf, 14.01.2014.

ULUKAN, Cemil (2004). "Aile İşletmeleri Kurumsal Yönetim İçin Ne Kadar Hazır? Eskişehir'de Faaliyet Gösteren Aile İşletmeleri Üzerine Bir Araştırma", 1. Aile İşletmeleri Kongresi, İstanbul Kültür Üniversitesi, İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi, Aile İşletmeleri ve Giriřimcilik Araştırma Merkezi, 17-18 Nisan, İstanbul.