

## Kurumsal Yönetim Performansının Hisse Senedi Getirileri ile İlişkisi: Türkiye Örneği (\*)

Bener GÜNGÖR (\*\*)

Güven GÜNEY (\*\*\*)

**Öz:** Tüm ekonomilerde şirketler ticari faaliyetlerine genellikle birer aile şirketi olarak başlarlar. İlk başlarda büyüklüklerine göre pek fazla sorun arz etmeyen bu durum şirketin ilerleyen dönemlerde faaliyet alanını genişletmesiyle tam tersi bir hale bürünebilmektedir. Normal gelişim seyrinde ilerleyen bir aile şirketinin önünde her zaman en önemli dönüm noktası kurumsallaşma olgusunu şirketlerine uygulayabilmeleridir. Bu çalışmada BIST Kurumsal Yönetim Endeksine tabi şirketlerin kurumsal yönetim performanslarıyla hisse senedi getirileri arasındaki ilişki incelenmiştir. Olası ilişki Türkiye’de 2010-2017 dönemi için panel veri analizleriyle test edilmiştir. Panel veri analizleri kapsamında ilk olarak yatay kesit bağımlılığı ve homojenlik testleri uygulanmıştır. Test sonuçları yatay kesit bağımlılığının olmadığını göstermiştir. Daha sonra birinci nesil birim kök testlerine geçilmiştir. Serilerin farkta durağan olmaları sebebiyle Pedroni Eşbütünleşme Testi yapılmıştır. Eşbütünleşik olan seriler için katsayılar FMOLS yöntemiyle tahmin edilmiştir. Söz konusu bir nedenselliğin olup olmadığı ise Panel VECM ile belirlenmiştir. Analiz sonuçları iyi kurumsal yönetimin hisse senedi getirileri üzerinde pozitif ve anlamlı etkisi olduğunu göstermiştir.

**Anahtar Kelimeler:** BIST, Hisse Senedi Getirisi, Kurumsal Yönetim

## Correlation With Stock Return of The Corporate Government Performance

**Abstract:** In all economies, companies usually begin their commercial activities as a family company. This situation, which has not posed problems at first in terms of size, can be reversed by extending the field of activity of the company in the future. Applying the concept of institutionalization to their companies has always been the most important turning point in front of a family company advancing in the course of normal development. In this study, the relationship between corporate governance performance and yield on common stocks of the companies which are associate with the BIST Corporate Governance Index is examined. Possible relationship has been tested with panel data for the 2010-2017 period in Turkey. In the framework of panel data analysis, firstly cross-sectional dependence and homogeneity tests have been applied. The results of tests have showed that no cross-sectional dependence. Then, the first generation unit root tests have been started. Because of being the series stable, the Pedroni Cointegration Test has been performed. The coefficients for the cointegration series are estimated by FMOLS method. The

\*) Bu çalışma Kurumsal Yönetim Performansının Hisse Senedi Getirileri ile İlişkisi başlıklı doktora tezinden türetilmiştir

\*\*) Prof.Dr., Atatürk Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi İşletme Bölümü (e-posta: bgungor@atauni.edu.tr)

\*) Öğr.Gör., Atatürk Üniversitesi Erzurum Meslek Yüksekokulu (e-posta: ggüney@atauni.edu.tr)

*existence of a causality is determined by Panel VECM. The results of the analysis showed that good corporate governance had a positive and significant effect on stock return*

**Keywords:** BIST, Stock Return, Corporate Governance

**Makale Geliş Tarihi:** 15.12.2018

**Makale Kabul Tarihi:** 10.03.2019

## I. Giriş

Günümüz şartlarında faaliyet gösteren şirketler için küresel dünyanın gün geçtikçe zorlaşan rekabet ortamında gerek ulusal gerek uluslararası piyasalarda ayakta kalabilmek ve değişen piyasa şartlarına adapte olabilmek son derece önem arz etmektedir. Gelişen teknolojik olanaklar eski ve basit düzen alışverişi ortadan kaldırmakla kalmayıp şirketleri faaliyetleri dahilinde olan her konu hakkında sürekli bir inovasyona mecbur kılmıştır.

Bu bağlamda şirketlerin kendilerini sürekli geliştirmek ve gelişen piyasa argümanlarına karşı örgütlerini hazırlıklı tutabilmek adına yönetim fonksiyonlarında da birtakım iyileştirmeler yapmaları kaçınılmaz olmuştur. 18.yy'da dünyayı etkisi altına alan sanayileşme sonucu üretim yapan firmalar gerek artan talebi karşılayabilmek gerekse faaliyet alanlarını geliştirmek adına fon ihtiyaçlarını karşılamak için hisse senedi ihracı yapabilecekleri anonim şirketlere dönüşmeye başlamışlardır. Ancak 1930'lu yıllarda tüm dünya ekonomilerini kasıp kavuran ekonomik buhran tüm planları alt üst etmiş, anonim şirketlere dönüşen firmalar bu ekonomik darboğazı aşmak için finansal tablolarında paydaşlarını ve diğer çevrelerini yanıltıcı birtakım gayri ahlaki davranışlar sergilemişlerdir. Bu kötü durum yatırımcı ve fon sağlayıcıların mağdur edilmesine sebebiyet vermiş ve kurumsal yönetime olan ihtiyacı gözler önüne sermiştir. 1930'lardan itibaren gelişmeye başlayan bu yeni yönetim anlayışı birçok altyapı çalışmalarıyla 1980'lere kadar gelmiş, bu yıllarda özellikle İngiltere'de başlayan halka arz faaliyetlerinin de etkisiyle hızla yükselişe geçmiştir. Diğer taraftan bu yıllarda yaşanan büyük şirket krizleri de kurumsal yönetim anlayışının gerekliliğini bir kez daha gözler önüne sermiştir. Kurumsal yönetim anlayışının uluslararası arenadaki en ciddi çalışması 1999 yılında OECD tarafından yapılmış ve kurumsal yönetim ilkeleri tüm dünyaya ilan edilmiştir. Bu yeni yönetim anlayışı ülkemizde de çok çabuk karşılık bulmuş, özellikle TÜSIAD'ın öncülüğünde kurumsal yönetim yaklaşımı üzerine birçok faaliyet yürütülmüştür.

Bu çalışmada kurumsal yönetim performansının hisse senedi getirileri üzerine etkisi incelenmiştir. Araştırma giriş başlığının ardından teorik düzeyde bilgilerin sunulduğu kurumsal çerçeve başlığıyla devam ettirilmiştir. Literatürde yer alan çalışmalardan bir dizi örnekler verilmiş ve daha sonra ekonometrik analiz yapılmıştır. Araştırma sonuç başlığıyla tamamlanmıştır.

## II. Kurumsal Çerçeve

Rekabetin üst düzeye çıktığı küresel ekonomik dünyanın en önemli aktörleri arasında olan şirketler faaliyetleri ile devletten hissedarlara, işçi ve memurlardan diğer paydaşlara

uzanan geniş bir alana olumlu veya olumsuz etki etmektedir. Bu bağlamda şirketlerin nasıl yönetildikleri büyük önem taşımaktadır.

İngilizce de Corporate Governance diye adlandırılan ve Türkçe'ye kurumsal yönetim veya şirket yönetkisi şeklinde çevrilen kurumsal yönetim, şirketleri oluşturan yönetim kurulları, hissedarlar, çalışanlar, şirket üst yönetimi ve diğer menfaat sahipleri arasında kontrol ve dengeyi sağlayan ve bu unsurları çıkarlarını gözetip onları aynı menfaat noktasında toplayan önemli işlevsel bir mekanizmadır (Manisalı Darman, 2009:6).

Kurumsal yönetim kavramının tanımlanması hususunda literatürde oldukça fazla alternatif bulunmaktadır. Yapılan tanımlamalar göz önüne alındığında hepsinde kurumsal yönetime farklı açılardan yaklaşıldığı görülmüştür. İlgili tanımlamalardan bir kısmı dar anlamda kurumsal yönetim ve geniş anlamda kurumsal yönetim olarak iki başlıkla irdelerken, diğer bir kısım ise kurumsal yönetimin öne çıkan bazı özellikleri üzerinden tanımlamaktadır. Dar anlamda kurumsal yönetim şirketlerin nitelikli insan kaynağını ve sermayeyi elde edebilmesine, verimli çalışmasına ve içinde bulunduğu toplumsal değer yargılarına gerekli önemi verip aynı zamanda da paydaşlarına uzun vadede ekonomik katkı sağlamasına olanak tanıyan tüm yönetmelik, kanun, kod ve uygulamalar olarak tarif edilmektedir. Geniş anlamda tanımlama yapanlar kurumsal yönetimi, çağdaş hayatta insanoğlunun birtakım hedef ve amaçlara erişebilmesi amacıyla organize ettiği örgütlerin yönetim bileşenlerinin belli bir sistematığe göre dizayn edilmesi olarak ifade etmektedirler (TÜSİAD, 2002:9).

Kurumsal yönetimin öne çıkan bazı özellikleri üzerinden yapılan tanımlarda ise kurumsal yönetim, şirket faaliyetleri ve yönetiminde taraflara karşı sorumluluklarının bilincinde olarak ilişki içerisinde olduğu her çevrenin hakkını gözetken bu amaçla değerini ve verimliliğini artırmak için önceden planladığı hedefleri tutturarak ve tüm bu işlevleri yasalara uygun ve etik değerler çerçevesinde gerçekleştiren bir sistem olarak ifade edilmektedir.

Yukardaki tanımlardan başka çeşitli kurumlar tarafından yapılan kurumsal yönetim tanımlamaları bulunmaktadır. Ekonomik İşbirliği ve Kalkınma Teşkilatı (Organisation for Economic Co-Operation and Development-OECD) en sade haliyle kurumsal yönetim için şirketlerin yönlendirilip kontrol edildiği sistem tanımını yapmaktadır.

Türk Sanayicileri ve İşadamları Derneği (TÜSİAD)'a göre ise kurumsal yönetim, bir işletmenin paydaşlarına maddi varlık oluşturma olanağı sunan çok çeşitli formel kanun, mevzuat, kodlar ve uygulamaların toplandığı ana başlıktır (TÜSİAD, 2005:).

Kurumsal yönetimle ilgili reformist uygulamaların İngiltere'de 1991 yılında Cadbury komitesinin kurulmasıyla başladığı söylenebilir (Keasey vd. 2005:). Bu oluşum tarafından yine İngiltere'de 1992 yılında kurumsal yönetim uygulamalarını olabilecek en kusursuz haliyle biçimlendirmek ve bu yeni yönetim sistemini tam anlamıyla ortaya çıkarmak için Cadbury Raporu yayınlanmıştır (Solomon ve Solomon, 2004:). Takip eden yıllarda birçok ülkenin katkısıyla kurumsal yönetimle alakalı kodlar ve prensipler şekillendirilmiştir. 2009 yılında Avrupa Kurumsal Yönetim Enstitüsü'nde taranan kurumsal yönetim kod ve ilkesine sahip ülke sayısı 72 olarak belirlenmiştir (European

Corporate Governance Institute-Avrupa Kurumsal Yönetim Enstitüsü, Erişim Tarihi: 11.12.2017 <http://www.ecgi.org>).

Kurumsal yönetim ilkeleri ise milletlerarası sahada ilk defa OECD tarafından 1999 yılında paylaşılan kurumsal yönetim ilkeleri raporu ile ele alınmıştır. Söz konusu çalışma 2004’de güncellenerek yeniden yayınlanmıştır. Raporda paydaş haklarından çıkar sahiplerinin kurumsal yönetim anlayışı içerisindeki rolüne, şeffaflık ve açıklık ilkelerinden etkili kurumsal yönetim için gerekli temellerin sağlanmasına, yönetim kurulunun sorumluluklarından paydaşlara eşitçe davranılmasına uzanan geniş bir başlık silsilesi yer almaktadır (OECD, 2004).

Kurumsal yönetim anlayışı son yıllarda ise OECD, Dünya Bankası ve borsaların etki ve yönlendirmesiyle de birçok gelişmiş ve gelişmekte olan ülkede şirketlerin yönetim ve yönetilme tarzını belirler hale gelmiştir (TÜSİAD, 2002:).

Kurumsal yönetimin Dünyada ve Türkiye’de kaçınılmaz hale gelmesinin tetikleyici unsurları oldukça benzerdir. Gerek gelişmiş ülkelerde gerek gelişmekte olan ülkelerde kurumsal yönetim kavramını gündeme getiren ve uygulanmasını kaçınılmaz kılan faktörün finansal krizler olduğu bilinmektedir. Ayrıca yine kurumsal yönetimi özellikle gelişmekte olan ülkelerde elzem bir unsura dönüştüren diğer bir sebep ise yabancı sermayenin ülkeye girişini sağlamak için gerekli güven ortamının, şeffaflığın ve sürdürülebilirliğin sağlanması zorunluluğudur.

Kurumsal yönetim kavramının küresel ölçekte hızla yayılması Türkiye’de de kısa sürede karşılık bulmuş ve işletmeleri bu yönde çalışma yapmaya yönlendirmiştir. Adillik, şeffaflık ve sürdürülebilirlik ilkeleri üzerine inşa edilen bu yeni yönetim anlayışı, ülkede faal olarak yatırım yapan yabancı sermaye sahiplerinin de etkisiyle tüm reel piyasalarda yer edinmiştir. Ayrıca bankacılık sektörünün revize edilmesi ve ülkeye giren yurt dışı sermaye oranının düşüklüğü de şirketleri ve yasa yapıcıları kurumsal yönetim uygulamaları konusunda yoğunlaşmaya sevk etmiştir (Kurt ve Kayacan, 2005, 349-362). Türkiye’de kurumsal yönetim olgusunun ortaya çıkmasında etkili olan bir diğer faktör globalleşmedir. Globalleşme olgusu gelişmekte olan her ülke gibi Türkiye’de de şirketler üzerinde etkisini göstermiş şirketler rekabetin arttığı pazarlarda ayakta kalabilmek için büyüme eğilimine girmek zorunda kalmışlardır. Doğal olarak bu eğilim beraberinde finansal kaynak bulma zorunluluğuna da beraberinde getirmiştir. Yabancı sermayeyi çekebilmek için gerekli olan koşulları sağlamak ancak etkin bir kurumsal yönetim anlayışının benimsenmesi ile olur gerçeğiyle yüzleşmek zorunda kalan şirketler ve kanun yapıcılar kurumsal yönetimle ilgili reformları biran önce hayata geçirmek için harekete geçmişlerdir (Arıkboğa ve Menteş, 2009: 85-120).

Türkiye 2002 yılında OECD Kurumsal Yönetim İlkeleri esas alınarak TÜSİAD tarafından hazırlanan ve bir başlangıç kabul edilen “Kurumsal Yönetim: En İyi Uygulama Kodu” rehberi yayınlanmıştır. 2003 yılında Sermaye Piyasası Kurulu (SPK) tarafından “Kurumsal Yönetim İlkeleri” ve “Sermaye Piyasalarında Derecelendirme Faaliyeti ve Derecelendirme Kuruluşlarına İlişkin Esaslar Tebliği” (Seri: VIII, No: 40) yayınlanmıştır. 2004 yılında SPK, İstanbul Menkul Kıymetler Borsası (İMKB)’de aktif

olan işletmelerin yatırımcılara sundukları dönemsel faaliyet raporlarında kurumsal yönetim kavramının uygulandığının göstergelerinden olan kurumsal uyum raporlarının da bulunmasını ve bu raporlarına şirketlerin web sayfalarında özellikle yer açarak şeffaf bir şekilde sunulmasını zorunluluk haline getirmiştir. 2005 yılında SPK, OECD Kurumsal Yönetim İlkelerindeki yeni düzenlemelerden dolayı Kurumsal Yönetim İlkelerini revize etmiştir. Yine aynı yıl içerisinde Boston Consulting Group (BCG) ve Türkiye Kurumsal Yönetim Derneği (TKYD) tarafından “Türkiye Kurumsal Yönetim Haritası” araştırma raporu tamamlanarak yayınlanmıştır. 2006 yılında Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurulu (BDDK) tarafından bankaların kurumsal yönetime geçiş süreciyle alakalı olarak “Kurumsal Yönetim İlkeleri Yönetmeliği” yayınlanmıştır. Yine aynı yıl OECD’nin yaptığı “Corporate Governance in Turkey: A Pilot Study adlı çalışmanın sonuçları açıklanmıştır. 2007 yılında SPK tarafından “Sermaye Piyasalarında Derecelendirme Faaliyeti ve Derecelendirme Kuruluşlarına İlişkin Esaslar Tebliği” (Seri: VIII, No: 51) güncellenerek yayınlanmıştır. Yine aynı yıl Borsa İstanbul (BİST) tarafından “Kurumsal Yönetim Endeksi (XKURY)” hesaplanmaya başlanmıştır. 2008 yılında Gesellschaft für Konsumforschung - Tüketici Araştırmaları Topluluğu (GfK) Türkiye ve TKYD işbirliğinde “Kurumsal Yönetim Algı Araştırması Raporu” hazırlanmıştır. 2009 yılında SPK tarafından “Özel Durumların Kamuya Açıklanmasına İlişkin Esaslar Tebliği” yayınlanmıştır. 2011 yılında 6102 sayılı “Türk Ticaret Kanunu” mecliste kabul edildi. İlgili kanunun Resmi Gazeteden yayınlanmasının ardından 1 Temmuz 2012’de 6335 sayılı kanun ile birlikte yürürlüğe girdi. Yine 2011 yılında SPK “Kurumsal Yönetim İlkelerinin Belirlenmesine ve Uygulanmasına İlişkin Tebliğ” (Seri IV, No:54, 56, 57) ve “SPK Kurumsal Yönetim İlkeleri Eki”ni yayınlamıştır (TKYD Broşür [www.tskb.com.tr](http://www.tskb.com.tr)).

Türkiye’de kurumsal yönetim düzeyini sorgulayan en geniş çaplı çalışma ise İMKB Araştırma Müdürlüğü’nce yapılan çalışmadır. 1998-1999 yıllarını içine alan ve aracı kurumlarla birlikte hemen hemen 275 adet borsa firmasını bünyesinde barındıran çalışmada öncelikli olarak kurumsal yönetim ilkeleri hakkında genel bilgiler verilmiş, kurumsal yönetim anlayışının anayasası diyebileceğimiz OECD tarafından hazırlanan, kurumsal yönetim ilkeleri dikkate alınarak oluşturulmuş anketlerin incelenmesi yoluyla İMKB’de aktif olarak işlem gören şirketlerin kurumsal yönetimle ilgili uygulamaları ile piyasa karakteristikleri, piyasadaki ve finansal alandaki performanslarının karşılıklı ilişki incelenmiştir (Varış, vd., 2001, 129-168).

Kurumsal yönetim ile ilgili bir diğer önemli konu kurumsal yönetim ilkeleri olup, OECD kurumsal yönetim ilkelerini dört başlık altında şekillendirmiştir. Bunlar; şeffaflık, adillik, hesap verilebilirlik ve sorumluluk ilkeleridir.

Şeffaflık, paydaşların ve sermaye piyasalarında söz hakkı olan bütün kesimlerin, açık ve net bir şekilde bilgilendirilip aydınlatılmasını hedefleyen bir ilkedir. Ayrıca şeffaflık, şirketlerin rekabet gücünü zayıflatacak ticari sır özelliğinde olan kamudan saklı bilgiler hariç şirketle alakalı finansal ve yönetsel tüm bilgilerin doğru, net, anlaşılacak düzeyde, yorum yapılabilir şekilde ve cüzi bir maliyete katlanarak kolay erişilebilecek bir formda kamuya aktarılmasını sağlar (SPK, 2005:3).

Adillik ilkesi, şirketin tüm yönetsel ve finansal faaliyetlerinde her paydaşa ve diğer tüm menfaat sahiplerine eşit ve adaletle davranılması gerekliliğini ifade etmektedir. Şirketlerin varlıklarını sürdürebilmeleri için adalet karinesinden asla vazgeçmemeleri gerekmektedir. Adalet kavramı sadece mülkiyet hakkı bulunan pay sahiplerine özgü bir kavram değildir, tüm menfaat sahiplerinin hak ve hukuklarının gözetilmesi esas olmalıdır. Aynı zamanda adillik ilkesi kontrolü elinde bulunduran büyük hissedarların ya da yöneticilerin, şirket varlıklarını kötüye kullanması ihtimaline karşı, mülkiyet hakkı olmasına rağmen azınlık pozisyonunda olan pay sahiplerinin haklarının korunmasını da içermektedir (Gregory, 2001).

Hesap verebilirlik kavramı, belirli bir işin iki taraf arasında mutabık kalınmış kurallar ve standartlara göre yapılarak gerçeğe uygun ve adil bir şekilde raporlama zorunluluğu olarak açıklanabilir (OECD, 2002). Hesap verebilirlik ilkesi, paydaşların ve diğer tüm menfaat maliklerinin şirket yönetim kurulunun aldığı kararları, yaptığı faaliyet ve işlemleri sorgulayabilmesini sağlamaktadır.

Yönetim kurulunun sorumluluk alanı oldukça geniş perspektifi yansıtmaktadır. Şirket stratejilerini belirlemek, gruplar arası olabilecek çıkar çatışmalarının önüne geçmek ve şirket performansını etkileyebilecek rekabet durumundaki talepleri makul düzeyde tutarak, paydaşlar için yeteri düzeyde geliri elde etmek ve paydaşların lehine olacak en rantabil tutum ve davranışı sergilemekle yükümlüdür (OECD, 2004:44). Bu çerçevede sorumluluk ilkesi, yönetimin şirket namına ifa ettiği bütün işlerin mevzuata, ana sözleşmeye ve şirket içi düzenlemelere uygun olup olmadığını tespiti ve bu faaliyetlerin denetlenmesini kapsamaktadır (SPK, 2004:3).

Küresel gelişmelere paralel olarak, ülke ekonomilerinin kalkınmasında önemli bir unsurun da sermaye piyasalarına dışarıdan yapılacak yatırımlar olduğu görülerek Türkiye’de de bu yönde bir takım çalışmalar yapılmaya başlanmıştır. Kurumsal yönetim uygulamalarının şirketlerimizce benimsenmesi gerek TÜSİAD’ın gerek SPK’nın gerekse diğer tüm düzenleyici kuruluşların ortak hedefi olup, bu doğrultuda iyi yönetilen şirketlerin, yabancı sermayeyi daha fazla çekeceği, yatırımcı açısından daha değerli görüleceği düşüncesi ile hareket edilmiştir.

TÜSİAD gelişmiş ekonomilerdeki şirketlerin uyguladığı ve global rekabet şartlarında şirketlere büyük avantajlar sağlayan kurumsal yönetim kavramının Türkiye ekonomisinde aktif rol üstlenen şirketlerde de başarıyla uygulanabilmesi için nitelikli çalışmalara imza atan ve bu alanda ilkleri yapan yegane kuruluştur. TÜSİAD’ın bu alandaki öncü çalışmalarının başında OECD Kurumsal Yönetim İlkelerinin 2002’de Türkçe’ye çevirerek yayınlaması gelmektedir. Yine bir diğer önemli çalışma ise Kurumsal Yönetimin En İyi Uygulama Kodu: Yönetim Kurulu’nun Yapısı ve İşleyişi adlı çalışmanın aynı yıl içerisinde yayınlanmasıdır. İlerleyen yıllarda ise kuruluş bu kez OECD Kamu İşletmeleri İçin Kurumsal Yönetim Rehberi’ni Türkçe’ye çevirmiş ve şirketlerin faydalanması için yayınlamıştır (TÜSİAD, 2002).

Daha sonraki yıllarda çalışmalarını artırarak hızlandıran TÜSİAD, yerli şirketlerin küresel ölçekte rekabet şartlarına uyum sağlayabilmeleri maksadıyla temelinde kurumsal

yönetim ilkeleri olan yapısal reformları gerçekleştirebilmesi adına bünyesinde barındırdığı Şirket İşleri Komisyonu çatısı altında Kurumsal Yönetim Çalışma Grubu oluşturarak bir çalışma başlatmıştır. Bu çalışma grubu gelişmiş ve gelişmekte olan ülke ekonomilerinin kurumsal yönetim kodlarını incelemiş, bu kodlar üzerine kafa yormuş, firmalardaki uygulamaları ve hali hazırda yürürlükte bulunan Türk Ticaret Kanunu'nun ilgili hükümlerini birlikte incelemiştir. "Kurumsal Yönetim En İyi Uygulama Kodu: Yönetim Kurulu'nun Yapısı ve İşleyişi" adlı çalışma bu derin çalışmanın sonucu olarak oluşturulmuştur (TÜSİAD, 2002:10-11).

Bunlardan kısaca bahsedecek olursak;

- Yönetim Kurulu, Görev ve Sorumlulukları
- Yönetim Kurulu Üyesi Olabilmenin Şartları
- Yönetim Kurulunun Üyelik Yapısının Ana Unsurları
- Yönetim Kuruluna Yeni Üye Seçimi, Üyelerin Daveti ve Uyumu
- Yönetim Kurulu ve İcra Başkanlarının Görevlerinin Ayrılması
- Yönetim Kurulu Başkanının Üstlendiği Roller
- Yönetim Kurulu Üye Sayısı ve Karar Alma Yapısı
- Yönetim Kurulu Görev Süresi ve Yapması Gereken Toplantılar
- Emeklilik ve Yeniden Seçilme
- Yönetim Kurulu Üyelerinin Ödüllendirilmesi
- Yönetim Kurulu ve İcra Başkanıyla İlgili Performans Değerlendirilmesi
- Yönetim Kurulunun Paydaşlar, Müşteriler, Yatırımcılar ve Basın ile olan ilişkileri
- Yönetim Kurulunda Oluşturulan Komitelerin Sayısı, Yapısı ve Bağımsızlığı

Öte yandan SPK kurumsal yönetimle alakalı ilkelerini ilk defa 2003'de yayınlamış ve 2005 yılında SPK, yerli şirketlerin global piyasalarda artan rekabet şartlarına uyum sağlayabilmesi ve bu yoğun piyasa şartlarında büyüebilmesi için küresel boyutta gerekli olan uyum çalışmalarının yapılması gerektiğinin önemini vurgulamıştır. Şayet bu başarılırsa Türk sermaye piyasaları küresel likitide sisteminin bir parçası olabilecek ve bu sayede uluslararası piyasalardan fon sağlama imkanları genişleyecektir tespiti yapılmıştır.

Faaliyet ve işlemlerinde SPK'nın yayınlandığı Kurumsal Yönetim İlkelerini tatbik eden ve aynı zamanda borsada aktif olan şirketlerin, SPK'ca yetki verilmiş bir derecelendirme kuruluşunun incelemesi sonucu minimum 6,5 seviyesinde bir puan almaları kaydıyla dahil olabilecekleri Kurumsal Yönetim Endeksi oluşturulmuştur (<http://www.denetimnet.net/PrintPage.aspx?pgID=6998>).

İlk olarak 31 Ağustos 2007'de yalnızca 5 şirket için o dönemki adıyla İMKB tarafından işlevsel hale getirilen endeksin amacı derecelendirme kuruluşlarından alması gereken asgari puanı elde etmiş firmaların fiyat ve getiri performanslarını kurumsal yönetim endeksi temel kurallarını baz alarak ölçmektir.

31 Ağustos 2007 tarihinde ilk kez hesaplanan Kurumsal Yönetim Endeksi (XKURY) başlangıç endeksi ise 48.082,17 olarak kayda geçmiştir (<http://www.borsaistanbul.com/endeksler/bist-pay-endeksleri/kurumsal-yonetim-endeksi>).

Endeks hesaplanmaya başlandığında endeks kapsamına dahil olan 5 şirket; Doğan Yayın Holding, Vestel Elektronik, Y&Y Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı, Tofaş ve Türk Traktör'dür. Endeksin aktif hale geldiği 31 Ağustos 2007 tarihinden iki ay sonra Hürriyet Gazetecilik ve Tüpraş şirketleri endekse katılmış ve yılsonuna kadar endekse tabi olan şirket sayısı 7'ye yükselmiştir. Takip eden bir sonraki yılda yani 2008'de endekse Yapı Kredi Bankası, Otokar, Dentaş Ambalaj, Asya Katılım Bankası, Anadolu Efes Biracılık Malt Sanayi A.Ş ve Şekerbank; 2009 yılında Coca Cola İçecek, Vakıf Yatırım Ortaklığı, TAV, TSKB, Arçelik, Petkim, Doğan Şirketler Grubu Holding, Logo, Türk Telekom, Türk Prysmian ve İş Leasing; son olarak 2010 yılı Mart ayında da Turcas Petrol endeks bünyesine dahil olmuş ve endekse tabi halka açık şirket sayısı 25'e yükselmiştir (Türkiye Kurumsal Yönetim Derneği).

2017 yılı sonu itibarıyla BİST Kurumsal Yönetim Endeksi'ne tabi 51 şirket bulunmakta olup bu şirketlerin yanı sıra halka açık olmayan altı şirket ve bir sivil toplum örgütü de kurumsal yönetim derecelendirmesi yaptırmıştır (<http://www.tkyd.org/tr>). BİST Kurumsal Yönetim Endeksi'ne tabi 51 şirket yer almaktadır (TKYD).

### III. Literatür Araştırması

Black (2001), Rusya'da kurumsal yönetim ile firma performansı arasındaki ilişkiyi yönetim derecelendirme endeksi kullanarak regresyon yöntemi ile incelemiştir. Yazar, firmaların gerçek pazar değerleri ile potansiyel pazar değerleri ve kurumsal yönetim dereceleri arasında Pearson Korelasyonu sonucuna göre güçlü bir ilişki belirlemiştir. Ayrıca çalışmada kurumsal yönetim seviyesi düşük firma ile yüksek firma arasında önemli ölçüde değer farkı gözlenmiştir.

La Porta vd. (2002), 1995-1996 yıllarında 27 ülkeden 539 firmayı panel regresyon analiziyle incelemiştir. Çalışmada hissedarların haklarının geniş olduğu firmalarda firma değeri ve karlılığın daha yüksek olduğu tespit edilmiştir.

Gompers vd. (2003) tarafından, 1990 yılında ABD'de 1.500 firmanın hissedar haklarının temsil düzeyi için yönetim endeksi elde edilmiştir. Kurumsal yönetim derecesi düşük şirketlerin hisse senetlerini satıp ve yüksek kurumsal yönetim derecesi olan şirket hisse senetlerini alan yatırımcıların yıllık %8,5 seviyesinde olağandışı getiri sağlayacağı belirlenmiştir.

Bauer vd. (2003), 2000-2001 yılları arasında Avrupa'da FTSE Eurotop 300'de yer alan firmalarda kurumsal yönetim ve hisse senedi getirileri arasındaki ilişkiyi Deminor



Kurumsal Yönetim Derecelendirme verileriyle incelemişlerdir. Net kâr marjı ve özsermaye kârlılığı ile kurumsal yönetim arasında negatif ilişki olduğu tespit edilmiştir.

Brown ve Caylor (2004), ABD’de 2.327 firmanın 2003 yılına ait kurumsal yönetim dereceleme kriterlerini 8 ana başlık ve 51 kritere ait verileriyle yatay kesit analiz yöntemi kullanarak incelemişlerdir. Yazarlar iyi kurumsal yönetim uygulamalarının firmaların karlılığını, piyasa değerlerini ve hisse senedi sahiplerine yapılan kar dağıtımlarını yükselttiği sonucuna ulaşmışlardır.

Da Silva ve Leal (2005) 1998-2002 döneminde Sao Paulo Menkul Kıymetler Borsasında (Bovespa) yer alan 131 firma için panel veri analiziyle daha iyi kurumsal yönetime sahip firmaların aktif karlılık oranının önemli ölçüde daha yüksek olduğunu ve Tobin q değerinin de daha iyi kurumsal yönetim uygulamalarıyla olumlu ilişki içinde olduğu ancak sonuçların istatistiksel olarak anlamlı olmadığını tespit etmiştir.

Zheka (2005), 2000-2002 yıllarında Ukrayna’da 5.000’den fazla halka açık şirkette kurumsal yönetim ve firma performansı arasındaki ilişkiyi en küçük kareler, iki aşamalı en küçük kareler, GMM ve panel regresyon yöntemleriyle incelemiştir. Pay sahiplerinin hakları, bilgi açıklamada şeffaflık, yönetim kurulu bağımsızlığı ve mülkiyet düzenlemeleri gibi faktörlerin yer aldığı endeks oluşturulmuştur. Kurumsal yönetim endeksindeki %1’lik artış firma performansını yarım puanlık artışla olumlu etkilemektedir. Önemli bir başka sonuç yönetim kurulu başkanının bağımsızlığının etkisinin negatif olduğu yönündedir.

Dittmar ve Mahrt-Smith (2007), 1990-2003’te ABD’de 1.952 firmanın kurumsal yönetim performansı ile nakit akışı arasındaki ilişkiyi regresyon yöntemiyle araştırmışlardır. Analiz sonuçları kurumsal yönetim performansı düşük olan firmaların nakit akımlarının iyi kullanılmadığını göstermiştir.

Mashayekhi ve Bazaz (2008), 2005-2006 yıllarında Tahran borsasında işlem gören firmaların kurumsal yönetim endeksinin firma performansı üzerine etkisini EKK metoduyla incelemişlerdir. Analiz sonuçları firma performansını yönetim kurulu büyüklüğü ve yönetim kurulunda yer alan kurumsal yatırımcıların varlığı değişkenlerinin negatif, bağımsız yönetim kurulu üye sayısının pozitif etkilediği, liderlik yapısının ise etkisiz olduğunu göstermiştir.

Cremers ve Ferrell (2009), 1978-2006 dönemi için 1.000 firmanın kurumsal yönetim ile hisse senedi getirileri arasındaki ilişkiyi panel regresyon yöntemiyle belirlemişlerdir. Gompers, Ishii and Metrick (2003) geliştirilen G ve Bebchuk, Cohen, and Ferrell (2009) tarafından geliştirilen E endeksler ile firma değerini ölçmek için Tobin q değeri kullanılmıştır. İyi kurumsal yönetim performansı ile anormal getiriler arasında pozitif ilişki tespit edilmiştir.

Koerniadi vd. (2010) 2004-2008 periyodunda Yeni Zelanda’da 385 gözlem için firma düzeyinde kurumsal yönetim uygulamalarının firmaların hisse senedi getirileri üzerine etkisini kendi oluşturdukları endeks yardımıyla panel regresyon yöntemiyle incelemişlerdir. Özellikle yönetim kurulu yapısının, pay sahiplerinin hakları ve bilgi

açıklamada şeffaflık öğelerinin firma hisse senedi getirileri üzerindeki riski azalttığını tespit etmişlerdir.

Khatab vd. (2011), 2005-2009 yıllarında Karaçi Menkul Kıymetler Borsası'nda yer alan 20 şirketin kurumsal yönetim ve performans ilişkisini panel regresyon analiziyle araştırmışlardır. Tobin Q, aktif karlılık ve özsermaye karlılık oranı ile kurumsal yönetim performansını arasında pozitif ilişki tespit edilmiştir. Ampirik analiz sonuçlarında kurumsal yönetim uygulamaları iyi olan firmaların, kurumsal yönetim uygulamalarına az ya da hiç sahip olmayan firmalara kıyasla daha iyi performans gösterdiği gözlemlenmiştir.

Gua ve Kga (2012), 2010 yılında Sri Lanka Borsasında işlem gören 174 firmanın mevcut kurumsal yönetim mekanizmasının firma performansını etkileyip etkilemediğini çoklu regresyon analizi ile tespit etmişlerdir. Yazarlar yönetim kurulu büyüklüğü ve bağımsız yönetim kurulu üye sayısı, yönetim kurulunda yer alan bağımsız yönetim kurulu üyeleri göstergesi ile finansal performans arasında negatif ilişki olduğunu tespit etmişlerdir. Ayrıca çalışmada firma büyüklüğü ve yönetim kurulu üyelerinin pay sahipliğinin firma performansı üzerine etkisinin önemli olduğu belirlenmiştir.

Aggarwal (2013), 2010-2012 döneminde Hindistan'da S&P CNX Nifty 50 endeksinde bulunan 20 firmanın şirket performansı ile kurumsal yönetim uygulamaları arasında regresyon, korelasyon, f ve t testi sonuçlarına göre pozitif ilişki olduğunu belirlemiştir.

Bahreini ve Zain (2013), 2005-2009 periyodunda Malezya'da bankacılık sektöründeki 30 firmanın kurumsal yönetim uygulamaları ile performanslarının ilişkili olup olmadığını panel regresyon analizi ile tespit etmişlerdir. Bağımlı değişken aktif getiri oranı olup yönetim kurulu boyutu, denetim komitesi büyüklüğü, denetim komitesi toplantı sayısı ile pozitif ilişki görülmüştür. Bağımsız yönetim kurulu üyesi ve bunları komiteye oranı ile negatif korelasyon saptanmıştır. Sonuç olarak iyi kurumsal yönetimle bankalarda başarısızlık ve iflas olasılığının azaltılabileceği ve yatırımların güvenilirliğini ile yatırımcının güvenini arttırılabileceği ifade edilmiştir.

Amba (2014), Bahreyn Borsası'nda kayıtlı 39 şirketin performansı ile kurumsal yönetim uygulamaları arasındaki ilişkiyi 2010-2012 yılları için regresyon analiziyle araştırmıştır. CEO ikiliği, denetim komitesi, icracı olmayan direktörlerin oranı, mülkiyet yapısı, aktif karlılık, kurumsal yatırımcılar, özkaynakların borçlara oranı değişkenleri ele alınmıştır. Kurumsal sahiplik oranının firma performansı üzerinde olumlu etki oluşturduğu görülmüştür.

Dian (2014), 1997-2007 periyodunda Çin'de 676 firmada kurumsal yönetim ve firma performansı arasındaki ilişkiyi sosyolojik bir perspektiften panel regresyon yöntemiyle incelemiştir. Çalışma iyi kurumsal yönetim performansının firma üzerinde olumlu sonuçlar doğurduğu, fakat dünyada tek bir en iyi kurumsal yönetim uygulaması oluşturulabileceğinin mümkün olmadığını ortaya koymuştur.

Tariq vd. (2014), 2007-2012 yıllarında Pakistan'da Lahor Borsası'nda işlem göre 17 bankanın verimliliğiyle kurumsal yönetim performansları arasındaki ilişkiyi panel regresyon analiziyle tahmin etmişlerdir. Verimliliğin ölçülmesinde aktif karlılık ve özsermaye karlılık oranları kullanılmıştır. Yönetim kurulu yapısı ve toplantıları, icracı olmayan direktörlerin sayısı ve banka büyüklüğü bağımsız değişkenler olup, sonuçlar bankaların verimliliği üzerinde kurumsal yönetimin olumlu katkısı olduğunu göstermiştir.

Subramanian (2015), 2010-2012 döneminde Hindistan borsasında işlem gören firmaların kurumsal yönetim uygulamalarıyla kurumsal sahiplik yapısı ve firma performansı arasındaki ilişkiyi çoklu regresyon analizi ile araştırmışlardır. Sonuçlar, kurumsal yönetim ile firma performansı arasında olumlu, kurumsal yönetim ile kurumsal mülkiyet arasında negatif ilişkiye işaret etmiştir.

Mohamed ve Elewa (2016), 2007-2014 yılları arasında Mısır Menkul Kıymetler Borsası'nda halka açılmış 62 şirket için kurumsal yönetimin hisse senedi fiyatları ve ticaret hacmiyle ilişkili olup olmadığını regresyon analizi ile tespit etmişlerdir. Bu amaçla hisse senedi fiyatları bağımlı değişken olarak kullanılmıştır. Bulgular, kurumsal yönetimin firmaların hisse senedi fiyatını etkileyebileceğini, ancak işlem hacmini etkilemediğini göstermiştir.

Rostami vd. (2016), 2006-2012 döneminde Tahran Borsası'nda kote olan 469 şirketin hisse senedi getirisi ve kurumsal yönetim bileşenlerinin etkisini EKK metoduyla araştırmışlardır. Sahiplik yoğunluğu, yönetim kurulu bağımsızlığı CEO ikiliği, CEO görev süresi ve aktif karlılık arasında pozitif ilişki vardır. Öte yandan aktif karlılık ve yönetim kurulu büyüklüğü ile kurumsal sahiplik arasında negatif ilişki mevcuttur. Hisse senedi getirisi ile kurumsal sahiplik, yönetim kurulu bağımsızlığı, CEO dualitesi ve CEO görev süresi ile arasında pozitif; sahiplik yoğunluğu ve yönetim kurulu büyüklüğü ile negatif ilişki içindedir.

Bually vd. (2017), 2012-2014 yıllarında Suudi Menkul Kıymetler Borsasında kote olan 171 şirkette kurumsal yönetim ve firma performansı arasındaki ilişkiyi zaman serisi ve yatay kesit veri analiziyle incelemişlerdir. Firma performansı aktif kârlılığı, özsermaye kârlılığı ve Tobin Q değerleriyle temsil edilmiştir. Sonuçlar, şirketin en büyük hissedarı ve yönetim kurulunun bağımsızlığının finansal performans üzerinde önemli bir etkisi olmadığını göstermiştir. Yönetim kurulunun yapısının ve büyüklüğünün önemli olduğu görülmüştür.

Vu ve Nguyen (2017), 2013-2016 döneminde Singapur'da Singapur Borsasında (SGX) kote olan 137 şirkette kurumsal yönetim ve finansal performans arasındaki ilişkiyi panel regresyon analiziyle tespit etmişlerdir. Firma performansı aktif kârlılığı, özsermaye kârlılığı ve Tobin q dışsal değişkenler olup, CEO ikiliği, yönetim kurulu büyüklüğü, yönetim kurulu bağımsızlığı içsel değişkenlerdir. Bulgular, yönetim kurulu büyüklüğü ile firma performansı arasında ters yönlü bir ilişki olduğunu gösterirken, diğer değişkenlerle finansal performans arasında önemli bir ilişki bulamamıştır.

Arora ve Bodhanwala (2018), 2009–2014 periyodunda Hindistan’da 407 şirkette panel regresyon yöntemiyle kurumsal yönetim endeksi ile firma performansı ilişkisini belirlemişlerdir. Kurumsal yönetim endeksi ile firma performansı arasında güçlü pozitif bir ilişki tespit edilmiştir.

Mansur ve Tangl (2018) tarafından, betimsel analize dayalı olarak Ürdün’de Amman Borsasında kote olan şirketlerin kurumsal yönetim performansı ile finansal yapıları arasındaki ilişki incelenmiştir. Mülkiyet yapısının, borsada işlem gören şirketlerin finansal performansı üzerinde en yüksek etkiye sahip olduğu sonucuna varılmıştır. Araştırma sonucuna göre farklı sektörlerden listelenen şirketlerin finansal performansı, kurumsal yönetim uygulamasından sonra iyileşmiştir.

Meydan ve Basım (2007), kurumsal yönetim ile şirket performansı ilişkisini teorik düzeyde araştırmışlardır. 73 görgül çalışma, yönetim kurulu özellikleri, sahiplik yapısı, yönetim yapısı ve yöneticiler, denetim kurulu, hisse sahibi hakları ve şeffaflık öğeleri altında sınıflandırılarak incelenmiştir. Çalışma sonucunda kurumsal yönetimi uygulayan, şeffaflık ve hisse sahibi hakları ilkelerini benimseyen işletmelerin performanslarının görece yüksek olduğu belirlenmiştir.

Çarıkçı vd. (2009), 31.08.2007 ile 06.11.2009 tarihlerinde kurumsal yönetim ve şirket performansı İMKB Kurumsal Yönetim Endeksi ve İMKB 100 Endeksinin getiri ve getiri volatiliteleri karşılaştırılarak test edilmiş ve kurumsal yönetim ilkelerine uyum gösteren şirketler ile İMKB 100 Endeksinde yer alan şirketlerin performansları endeksler üzerinden ARCH-GARCH modelleriyle karşılaştırılmıştır. Kurumsal yönetim endeksi volatilitésinin, İMKB 100 endeksine göre daha yüksek olduğu kurumsal yönetim endeksinin, İMKB 100 Endeksi’ne göre daha büyük negatif getiriye sahip olduğu kurumsal yönetim ilkelerine uyum ile şirket performansı arasında bir ilişkinin bulunmadığı görülmüştür.

Diñç ve Abdioğlu (2009), 01.04.2008-31.07.2008 tarihlerinde İMKB-100 endekste faaliyet gösteren firmalarda tanımlayıcı istatistikler ve korelasyon analizleriyle muhasebe bilgi sistemi ile kurumsal yönetim anlayışı arasındaki ilişkiyi incelemişlerdir. Sonuçlar istatistikî olarak pozitif yönlü güçlü bir ilişki olduğunu göstermiştir. Ayrıca raporlama, örgüt yapısı, açıklık ve anlaşılabilirlik, veri biriktirme ve işleme ilkeleriyle kurumsal yönetim anlayışı arasında pozitif ilişki tespit edilmiştir.

Karamustafa vd. (2009), kurumsal yönetim endeksinde işlem gören 8 firmanın, kurumsal yönetim endeksine girmeden önceki 5 çeyrek ve kurumsal yönetim endeksine girdikten sonraki 2 çeyrek dönemde sekiz ayrı oranla performansları hesaplanmış endeks kapsamına girmeden önceki dönemlere göre firma performanslarında anlamlı bir değişimin ortaya çıkıp çıkmadığını araştırmışlardır. Daha sonra t test ile yapılan analizde aktif devir hızı, aktif kârlılığı ve özsermaye kârlılığı performans göstergelerinde endeks kapsamı öncesi ve sonrası için anlamlı farklılıklar olmadığı görülmüştür.

Çonkar vd. (2011), 2007-2008 yılları için İMKB’de işlem gören Kurumsal Yönetim Endeksi’nde olan on firmanın kurumsal yönetim ile finansal performansları arasındaki

ilişkiyi TOPSİS yöntemi ile incelemişlerdir. 2007 yılında endekste yer alan bütün firmaların 2008 yılında kurumsal yönetim notları yükselmiştir.

Ersoy vd. (2011) tarafından, 1998-2007 periyodunda İMKB-100 endeksinde yer alan 51 firmada Panel Lojistik Regresyon Modeliyle kurumsal yönetim firma performansı etkisi incelenmiştir. CEO'nun yönetim kurulu üyesi veya yönetim kurulu başkanı olmaması durumu, yönetim kurulu üye sayısının büyüklüğü ve sahiplik yoğunlaşmasının Tobin-q değerini artırırken yönetici sahipliğinin performans arttırmada önemli bir değişken değildir. Öte yandan yabancı sahipliği Tobin-q temelinde firma performansını arttırırken, hisse senedi getirilerini azaltmaktadır.

Sakarya (2012), İMKB'de işlem gören on bir şirkette Olay Çalışması Yöntemi kullanarak iyi kurumsal yönetim derecelendirme notunun ilanı ile hisse senedi getirisi arasındaki ilişkiyi incelemiştir. Sonuçlar, kurumsal yönetim derecelendirme notunun ilanı ile hisse senedi getirisi arasında pozitif ilişki olduğunu, olay öncesi ve sonrasında endeks kapsamındaki şirketlerin hisse senetlerinden anormal getirileri sağlayabileceğini göstermiştir.

Büyüksalvarcı ve Abdioğlu (2012) tarafından yapılan çalışmada, İMKB şirketlerinin kurumsal yönetim uygulamalarının hisse senedi getirileri üzerine etkisi İMKB'de işlem gören şirketler için 2005 yılı öncesi ve sonrası beşer yıllık dönemler itibariyle parametrik (eşleştirilmiş t- testi) ve parametrik olmayan (wilcoxon işaret testi) istatistiksel yöntemlerle incelenmiştir. Araştırma bulguları kurumsal yönetim uygulamalarının hisse senedi getirileri üzerinde istatistiksel açıdan anlamlı farklılık oluşturduğunu göstermiştir.

Gökçen vd. (2012) tarafından, 2010 yılında İMKB Kurumsal Yönetim Endeksindeki 24 işletme ile aynı sürede İMKB 50 Endeksinde bulunan ve birinci gruba dâhil olmayan 29 şirketin yönetim kurulu nitelikleri kıyaslanmıştır. Yönetim kurulu özellikleri açısından İMKB Kurumsal Yönetim ve İMKB 50 Endekslerindeki şirketler arasında önemli farklılıklar tespit edilememiştir. Fakat kurumsal yönetim endeksinde olmanın şirket performans ölçütü olması açısından piyasa değeri yükselişiyle anlamlı ilişkisi olduğu belirlenmiştir.

Ege vd. (2013) tarafından, 2009-2011 yıllarında BIST'te olan 18 şirkette TOPSIS çok kriterli karar verme metoduyla finansal performans puanları ile kurumsal yönetim notları karşılaştırılarak şirketler performansları sıralanmıştır. Analiz sonuçlarına göre şirketlerin finansal performans sıralamaları ile kurumsal yönetim notları esas alınarak oluşturulan endeks sıralamaları aynı yönde değildir. Şirketlerin kurumsal yönetim kalitelerinin finansal performanslarına tam anlamıyla yansımadağı tespit edilmiştir.

Kandır (2013), 2011 yılında Türkiye'de altı bankada kurumsal yönetim derecelendirme notu açıklamasının hisse senedi getirileri üzerindeki etkisini Olay Çalışması Yöntemiyle belirlemiştir. Derecelendirme notu açıklamaları olay günleri olup buna bağlı olarak olay gününün beş gün öncesi ve beş gün sonrası olay penceresini oluşturmuştur. Ampirik sonuçlar kurumsal yönetim derecelendirme notu açıklamalarının hisse senedi getirileri üzerinde önemli etkiye sahip olmadığını göstermiştir.

Yenice ve Dölen (2013), 2007 - 2011 yılları arasında Türkiye’de İMKB Kurumsal Yönetim Endeksi’nde yer alan firmaların borsa değerlerinin, kurumsal yönetim derecelendirme notundan etkilenip etkilenmediğini notların açıklama tarihinden 30 gün önce ve 30 gün sonraki borsa değerlerini esas alarak Wilcoxon İşaretli Sıra Sayıları Testi ve bağımlı örneklem t-testi ile incelemiştir. Sonuç olarak kurumsal yönetim derecelendirme notu ile borsa değerleri arasında anlamlı bir ilişki olduğu ortaya çıkmıştır.

Durak ve Taşkın (2014), 2005- 2011 yıllarında BIST’te işlem gören üretim şirketlerinde VZA- regresyon yöntemiyle verimliliği ve etkinlik değerleriyle kurumsal yönetim uygulamaları ilişkisini araştırmıştır. Sonuçlar ikinci büyük ortağın sahiplik oranının performans üzerinde pozitif etkili olduğunu göstermiştir. Halka açıklık oranının teknik etkinliği artırdığı fakat ölçek etkinliğini azalttığı; birleşik liderlik, yönetim kurulu büyüklüğünün ise şirket performansını negatif etkilediğini göstermiştir.

Kula ve Baykut (2014), 2013 yılı üçüncü çeyrek verileriyle 47 şirketin kurumsal yönetim derecelendirme notu ile piyasa değeri arasında yatay kesit regresyon yönetimi ile ilişki olup olmadığını araştırmışlardır. Bağımsız değişkenler kârlılık, özsermaye büyüklüğü ve sektörel ayırım olup, kurumsal yönetim derecelendirme notları, kârlılık ve sektörel ayırım ile piyasa değeri arasında pozitif; özsermaye büyüklüğü ile negatif anlamlı ilişki tespit edilmiştir.

Acaravcı vd. (2015), BIST İmalât Sanayi Sektöründe faaliyet gösteren 126 firmanın 2005-2011 döneminde panel veri analizine dayalı olarak kurumsal yönetim uygulamalarının şirket performansları üzerindeki etkisini incelemiştir. Şirketlerin aktif kârlılığı, özsermaye kârlılığı ve Tobin q değerleri bağımlı; en büyük hissedarın pay oranı, en büyük üç hissedarın pay oranı, halka açıklık oranı, yönetim kurulu büyüklüğü, kurumsal yatırımcıların sahiplik oranı, genel müdürün yönetim kurulu üyesi olup olmadığı, yönetim kurulu sahiplik oranı, firma büyüklüğü ve kaldıraç oranı bağımsız değişken olarak kullanılmıştır. Sonuçlar şirket performansı ile kurumsal yönetim uygulamaları arasında ilişki olduğunu göstermiştir.

Aksu ve Aydemir (2015), 2009-2014 yıllarında BIST Kurumsal Yönetim Endeksinde (XKURY) kote olan 50 şirketin kurumsal yönetim ilkelerine uyum notu ile hisse senedi getirileri arasındaki ilişki Kolmogorov Smirnov ve Wilcoxon İşaret Testi ve Olay Çalışması ile incelenmiştir. Firmaların kurumsal yönetim notunun ilan edildiği tarihten 10 gün öncesi ve 10 gün sonrası, daha sonra 5 gün öncesi ve 5 gün sonrası hisse senedi 2. seans kapanış fiyatlarının logaritmik getiri ortalamaları hesaplanmıştır. 2009 ve 2014 yıllarında anlamlı farklılıklar varken, 2011, 2012 ve 2013 için bulunamamıştır. 2009 yılında bu fark kurumsal yönetim ilkelerine uyumdan kaynaklanırken 2014 yılı için geçerli değildir.

Bayraktaroğlu ve Çelik (2015), 31.08.2007 ile 27.05.2014 tarihinde Türkiye Sermaye Piyasalarında kurumsal yönetim uygulamalarının Borsa İstanbul istikrarı üzerinde etkinliğe sahip olup olmadığını 1. ve 2. Seans günlük verilerle gerçekleştirilen volatilité modelleriyle incelemiştir. GARCH Modeli sonuçları, BİST-100 Endeksi ve BİST-30

Endeksi için kurumsal yönetim uygulamalarının, getiri oynaklığı üzerinde negatif etkili olduğunu göstermiştir.

Yavuz vd. (2015) tarafından yapılan çalışmada 2012-2013 yıllarında Türkiye'deki BIST kurumsal yönetim endeksindeki 11 şirket için anormal getiri durumunun olup olmadığı oluşturulan hipotezlerle test edilmiştir. Sonuçlar, olay tarihten 10 gün önce ve 10 gün sonra oluşan anormal getirilerin karışık bir yapı sergilediği bazı günler pozitif anormal getiriler, bazı günler negatif anormal getirilerin oluştuğu görülmüştür.

Aytekin ve Sönmez (2016), 2010- 2014 döneminde Türkiye'de BIST'te işlem gören ulaştırma sektöründeki işletmelerin kurumsal yönetim uygulamaları ile işletme performansı arasındaki ilişkiyi panel veri analizi ile araştırmışlardır. Ampirik analizler sonucunda kurumsal yatırımcı payı, yabancı yatırımcı payı ve halka arz oranı ile aktif karlılık arasında ve yönetim kurulu üye sayısı, yabancı yatırımcı payı, nitelikli pay sahipliği oranı ile öz sermaye karlılığı arasında ilişki belirlenmiştir.

Erdoğan ve Öztürk (2016), 2009-2014 BİST kurumsal yönetim endeksinde yer alan 14 firmada finansal performans üzerine kurumsal yönetim endeks puanı etkisini panel veri analiziyle incelenmiştir. Şirketlerin kurumsal yönetim endeks puanının, aktif karlılık ve özsermaye karlılığı üzerine pozitif etkisi varken; cari oran, aktif devir hızı, borç oranı ve işletme büyüklüğünün şirket performansında etkili olmadığı görülmüştür.

Gümüş vd. (2016), 2007-2013 yılları arasında BIST Kurumsal Yönetim Endeksi ile Borsa İstanbul 100 Endeksi arasındaki ilişki firma düzeyinde, kurumsal yönetim endeksinde listelenen on iki firmanın hisse senedi getirileri üzerinde araştırmışlardır. Endeks düzeyindeki ilişki, eşbütünleşme analizi ve firma düzeyindeki ilişki ise birikimli normal dışı getiriler ile hesaplanmıştır. Çalışmada endeks düzeyinde uzun dönemli ilişki tespit edilirken kurumsal yönetim performansının hisse senedi getirisi üzerinde etkili olduğu gözlemlenmiştir.

Atılğan (2017), 2011-2016 periyodunda BIST'te yer alan 293 şirketin yönetim kurulu üye sayısı, bağımsız yönetim kurulu üye oranı ve yönetim kurulunda kadın üye oranı ile finansal performans ilişkisini rasyo analizi ile araştırmıştır. Yönetim kurulu büyüklüğü ile varlık getiri oranı, öz kaynak getiri oranı arasında pozitif yönlü ilişki belirlenmiştir. Bağımsız üye oranı ile varlıkların getiri oranı arasında ise negatif yönlü anlamlı, kadın üye oranı ile satışların getiri oranı arasında negatif yönlü anlamlı ilişkiler ortaya çıkmıştır.

Aydın (2017), 2011-2015 yıllarında BIST Endeksi'ne kayıtlı ve kurumsal yönetim endeksinde olan 24 firmanın kurumsal yönetim politikalarını panel regresyon yöntemiyle incelemiştir. Bağımlı değişken kurumsal yönetim skoru olup, cari oran, özsermaye karlılığı oranı, aktif karlılık oranı, toplam borç/özsermaye oranı ve özsermaye büyüme bağımsız değişkenlerdir. Yönetim skoru ile cari oran arasında negatif; özsermaye karlılığı oranı, aktif karlılık oranı, toplam borç/özsermaye oranı ve özsermaye büyüme oranlarıyla pozitif ilişki olduğunu belirlenmiştir.

Gümüş vd. (2017) 2015 yılında Türkiye ve Kazakistan bankalarında kurumsal yönetim ve finansal performans ilişkisini korelasyon ve t testiyle araştırmışlardır. Kazakistan'daki bankaların finansal performans göstergeleri ile kurumsal yönetim göstergeleri arasında ilişki bulunamamışken, Türkiye'deki bankalarda finansal performans ve kurumsal yönetim göstergeleri arasında pozitif ilişki söz konusudur.

Kavcar ve Gümrah (2017), Kurumsal Yönetim İlkelerine uyum notu 7 ve üzerinde olan ve Borsa İstanbul Kurumsal Yönetim endeksine girmiş 55 firmanın ilk not aldıkları tarih olay günü olup hisse senedi fiyatlarının olaya tepkisini ölçmüşlerdir. Anormal getiriler pazar modeliyle hesaplanmış ve olay gününün 10 gün öncesi ve sonrası için t testiyle istatistiki olarak anlamlı anormal getiriler tespit edilmiştir. İkinci aşamada Wilcoxon İşaret Testi ile ortalama anormal getirilerde anlamlılık tespit edilememiştir. Kurumsal yönetim performansının firma değerini artırmadığı görülmüştür.

Avcı (2018), 2006-2010 yılları arasında BIST-100 endeksinde yer alan 55 şirket için şirket pay sahiplerinin kimlikleri veya çeşitliliklerinin hisse senedi getirisi üzerindeki etkisi panel veri analiziyle incelemiştir. Yapılan analizler sonucunda hisse senedi getirisi ile ortaklık yapısı arasında herhangi istatistiksel bir ilişkinin olmadığı tespit edilmiştir.

Güleç vd. (2018), 31.08.2007-27.10.2017 tarihleri arasında BIST endeksleri ile kurumsal yönetim endeksi (XKURY) arasındaki volatilitate yayılımı ve uzun dönemli ilişkiyi Johansen Eşbütünleşme testi analiz etmişlerdir. En yüksek getiriye XKURY ve en yüksek volatiliteye sahip endeks BİST 30 olup, en yüksek yakınsama hızına sahip değişkenler XKURY ve BİST50'dir. Ayrıca BİST100 XKURY arasında tek yönlü, diğer değişkenler arasında iki yönlü bir nedensellik vardır. Kurumsal yönetim endeksinde olan işletmeler görece daha yüksek getiriye ve daha düşük volatiliteye sahiptir.

Yazın taraması uluslararası veya ulusal nitelik taşımaları açısından ikili bir ayrıma tabi tutularak özetlenmiştir. Literatürden sunulan örnekler amaç, seçilen ülke ya da ülkeler, veri seti, analiz yöntemleri ve sonuçları bakımından incelenmiştir. İlgili çalışmalarda farklı ülke, dönem ve yöntem kullanılmasına rağmen sonuçlar kurumsal yönetimin hisse senedi getirileri üzerinde ele alınan ülke ekonomileri için önemli rol oynadığını ortaya koymaktadır.

#### IV. Ekonometrik Analiz

Küresel ya da ulusal düzeyde yaşanan krizlere ve günümüzde artan rekabet koşullarına uyum sağlamaları açısından şirketlerin iyi yönetimi hayati önem taşımaktadır. İyi kurumsal yönetimin tesis edilmiş olduğu şirketlerde kaynakların etkin kullanımı ve verimli üretim yapısı oluşmaktadır. Şirketlerin başarısı ise ülke ekonomisinin istikrarlı büyümesine katkı sağlamaktadır. Bu çalışmanın amacı Türkiye'de BIST Kurumsal Yönetim Endeksinde yer alan firmaların hisse senedi getirilerinin nasıl etkilendiğinin belirlenmesidir. Bu amaçla ilgili firmalarda hissenedi getirileri ile kurumsal yönetim endeksi değeri arasındaki olası ilişki panel veri analizleriyle araştırılmıştır. Sonuçlar firmaların iyi yönetim uygulamalarının önemini kavramları, politika ve strateji geliştirmeleri açısından literatüre katkı sağlayacaktır.



### A. Araştırmanın Metodolojisi ve Veri Seti

Panel veri analizleriyle tahmin yapılmadan önce bazı testlerin yapılması gerekmektedir. Bu testlerden ilki yatay kesit bağımlılığının (cross-section dependence) kontrolünü sağlayan testlerdir.

Yatay kesit bağımsızlığı paneli oluşturan birimlerden birine gelen şoktan, tüm yatay kesit birimleri aynı düzeyde etkilendikleri ve birinde meydana gelen bir makroekonomik şoktan diğer ülkelerin etkilenmediği varsayımına dayanmaktadır (Mercan, 2014:235). Ayrıca panel birim kök testleri yatay kesit birimlerini birbirinden bağımsız ya da bağımlı olmasına dayalı olarak tercih edilmektedir. Paneli oluşturan yatay kesit birimleri birbirinden bağımsız ise birinci kuşak tersi durumunda ikinci kuşak birim kök testlerinin uygulanması gerekmektedir (Bedir ve Güneş, 2016:14).

Yatay kesit bağımlılığını tespit etmek için kullanılan testler arasında Breusch Pagan (1980) CDLM1 (Lagrange Çarpanı-Lagrange Multiplier (LM) testi, Pesaran 2008 (Bias-adjusted CD (LM adj)), Pesaran (2004) CDLM ve CDLM2 testleri bulunmaktadır. Breusch Pagan (1980) CDLM1 testinde boş hipotez “Yatay kesit bağımlılık yoktur.” şeklinde olup eşitlik (4.2.) ifade edilmektedir (Güloğlu ve İvrendi, 2010:384).

$$CDLM_1 = T \sum_{i=1}^{N-1} \sum_{j=i+1}^N \hat{\rho}_{ij}^2 \quad \frac{N(N-1)}{2} \text{ ve } \chi^2 \quad (1)$$

CDLM<sub>1</sub> testinin sapması düzeltilmiş hali:

$$LM_{adj} = \sqrt{\frac{2}{N(N-1)}} \sum_{i=1}^{N-1} \sum_{j=i+1}^N \frac{(T-k)\hat{\rho}_{ij}^2 - \mu_{Tij}}{v_{Tij}} \sim N(0,1) \quad (2)$$

$\mu_{Tij}$  ortalamayı,  $v_{Tij}$  varyansı göstermektedir. Hipotez testleri;

$H_0$ : Yani yatay kesit bağımlılığı yoktur.  $H_a$ : Yatay kesit bağımlılığı vardır. Şeklindedir (Pesaran vd. 2008:108).

Pesaran (2004) CDLM N(0, 1) ve  $N \rightarrow \infty$  olmak üzere aşağıdaki formülle ifade edilmektedir (Pesaran, 2004:5).

$$CDLM = \sqrt{\frac{2T}{N(N-1)}} \left( \sum_{i=1}^{N-1} \sum_{j=i+1}^N \sqrt{T_{ij} \hat{\rho}_{ij}} \right) \quad (3)$$

Pesaran (2004) CDLM<sub>2</sub> testi ise  $T \rightarrow \infty$ ,  $N \rightarrow \infty$  olup asimptotik olarak normal dağılımlıdır (Pesaran, 2004:5).

$$CDLM_2 = \sqrt{\frac{1}{N(N-1)}} \sum_{i=1}^{N-1} \sum_{j=i+1}^N (T \hat{\rho}_{ij}^2 - 1) \quad (4)$$

Eş bütünleşme testi, katsayı tahmini ve nedensellik testine karar verilmesi için eğim katsayılarının homojen ya da heterojen olup olmadığının tespit edilmesi gereklidir. Eğim

katsayılarının homojenliği Pesaran ve Yamagata (2008) Delta( $\hat{\Delta}$ ) testleriyle elde edilmektedir (Bozkurt vd. 2018:23).

Homojenlik “ $H_0: \beta_i = \beta$  Eğim katsayıları homojendir.  $H_1: \beta_i \neq \beta$  Eğim katsayıları homojen değildir.” hipotezleriyle aşağıdaki eşitlikle hesaplanır (Pesaran, 2008:57).

$$Y_{it} = \alpha_{i+} \beta_i X_{it} + \varepsilon_{it} \quad (5)$$

Test istatistiği  $\hat{\Delta} = \sqrt{N} \left( \frac{N^{-1} \hat{s} - k}{\sqrt{2k}} \right)$   $\tilde{\Delta}$  düzeltilmiş delta test istatistiğini  $\tilde{\Delta}_{adj}$  ise  $\tilde{\Delta} = \sqrt{N} \left( \frac{N^{-1} \hat{s} - E(\hat{Z}_{it})}{\sqrt{\text{Var} \hat{Z}_{it}}} \right)$  şeklindedir. Büyük örneklerde  $\hat{\Delta}$  testi, küçük örneklerde ise  $\tilde{\Delta}_{adj}$  testi kullanılabilir.

Zaman serisi analizlerinde olduğu gibi panel veri analizlerinde de serilerin birim köklü olup olmadığının tespit edilmesi gerekmektedir. Seriler arasında anlamlı bir ilişki görülmesi bile yüksek  $R^2$  sahte regresyona işaret etmektedir. Seriler, konjonktürel dalgalanma, trend ya da mevsimsel etkiden arındırılmalıdır. Böylece olası ilişkinin sahte mi yoksa gerçek mi olduğu belirlenmiş olacaktır (Gujarati ve Porter, 2012:709).

Panel veri analizlerinde serilerdeki birim kök incelemesi birimler arasında korelasyon yoksa, birinci nesil birim kök; korelasyon varsa ikinci nesil birim kök testleriyle gerçekleştirilmektedir.

Birinci kuşak birim kök testlerinden biri Levin, Lin ve Chu (2002) aittir. Test LLC olarak da adlandırılmaktadır. LLC birim kök testi sınırlayıcı normal dağılım göstermektedir. Test zaman trendlerini, bireysel tanımlı kesişimleri dikkate alırken birimler arası hata varyansı ve yüksek sıradan seri korelasyonun serbest değişimine müsaade etmektedir (Levin vd., 2002:4). Testte her bireysel zaman serisinin birim kök içerdiği temel hipotezi, her bireysel zaman serisinin durağan olduğu alternatif hipotezine karşılık model aşağıdaki ile test edilmektedir (Bozoklu ve Yıllancı, 2011:55-56).

$$\Delta y_{i,t} = \alpha_i \beta_i t \theta_t + \rho y_{i,t-1} + \sum_{j=1}^k \phi_k \Delta y_{i,t-j} + u_{i,t} \quad (6)$$

Bir diğer birinci nesil birim kök testi Im, Pesaran ve Shin (IPS) ait olup, birim kök testinde hipotezler  $H_0: \rho_i = 1$  ve  $H_a: \rho_i < 1$  şeklinde olup temel model eşitlik (4.8.) gibidir. Bu testte veriler birleştirilmek yerine tüm birimler için zaman serilerine ayrı birim kök testi uygulanmaktadır (Tatoğlu, 2012:212).

$$\Delta Y_{it} = \rho_i Y_{it-1} + \sum_{l=1}^{p_i} \phi_{il} Y_{it-l} + \mu'_i + u_{it} \quad (7)$$

Son olarak birinci kuşak birim kök testlerinden Fisher ADF ve Philips-Perron birim kök testi yer almaktadır. Fisher testlerinde öncelikle her bir birim için birim kök testi yapılır, ardından elde edilen p değerleri testi oluşturmak için kullanılır. Fisher ADF testi zaman serilerinde klasik ADF testi Fisher PP testi ise zaman serilerinde klasik PP testi geçerlidir. “Tüm birimlerin zaman serileri birim köklüdür.” boş hipotez, “bazı birimlerin

zaman serileri durağanken bazıları değildir.” alternatif hipotezdir. Model aşağıdaki gibidir Tatoğlu, 2012:214-215).

$$Y_{it} = d_{it} + X_{it} + \varepsilon_{it} \quad i=1, \dots, N, \quad t=1, \dots, T \quad (8)$$
$$d_{it} = \beta_{i0} + \beta_{i1}t + \dots + \beta_{imi}t^{mi} \quad X_{it} = a_i X_{it-1} + u_{it}$$

Serilere ait durağanlık araştırmasından sonra değişkenler arasında uzun dönemde ilişkinin olup olmadığı eşbütünleşme testleriyle analiz edilmektedir.

Birim kökten arındırıp serilerin durağanlığını sağlayan fark alma işlemi serilerdeki kalıcı şokların etkilerini yok ederken uzun dönemli etkileri de ortadan kaldırmaktadır (Tarı, 2014:415). Öte yandan seriler aynı dereceden durağan olduğunda aynı olasılık eğilimi gösterdiği hallerde doğrusal birleşimi serileri olasılıklı süreçten kurtarabilir ve sahte regresyon ortadan kalkar. Yani seriler koentegre yani uzun dönemde birbirleriyle ilişkilidirler (Gujarati ve Porter, 2012, 762). Pedroni (1997, 1999, 2000 ve 2004) heterojenliğe izin veren testler geliştirmiştir. Dinamik ve sabit etkilerin panelin kesitleri arasında farklı olmasına izin veren test alternatif hipotez altında eşbütünsel vektörün kesitler arasında farklı olmasına da sağlamaktadır. Pedroni eş-bütünleşme testi birinci kategori içindeki dört testten ilk üçü, parametrik olmayan test olmak üzere 7 test önermektedir. Birinci test varyans oranı tipinde sonraki test PP (rho) istatistiğine, üçüncü istatistik ise PP (t) istatistiğine benzemektedir. Dördüncü (ADF) (t) istatistiğine eş parametrik bir istatistiktir. İkinci kategoride üç testten ilki PP (rho) istatistiği ile diğerleri ise PP (t) ve ADF (t) istatistiklerine benzemektedir (Güvenek ve Alptekin, 2010, 182).

Eşbütünleşmeye ait katsayı tahmini ise Pedroni (2000, 2001) tarafından geliştirilen tam dönüştürülmüş en küçük kareler (Full Modified Ordinary Least Squares- FMOLS) yöntemi aracılığıyla tahmin edilmiştir. FMOLS yöntemi bireysel kesitler arasında önemli ölçüde heterojenliğe izin verirken otokorelasyon ve içsellik problemi nonparametrik yaklaşım yardımıyla aşağıdaki tahminciyle düzetilmektedir (Kök ve Şimşek, 2006: 729):

$$\hat{\beta}_{GFM}^* = N^{-1} \sum_{i=1}^N \beta_{FMi}^* \quad (9)$$

Eşbütünleşme ilişkisi değişkenler arasında nedensellik ilişkinin olduğunu ima etmektedir. Değişkenler eşbütünleşik iseler uzun dönemli nedensellik bir gecikmeli hata düzeltme terimi ile genişletilmiş VAR modeli kullanılarak Hata Düzeltme Modeli (Vector Error Correction Model-VECM) ile tahmin edilebilir. Panel VECM aşağıdaki gibi tahmin edilmektedir (Ağır vd. 2011:453).

$$\Delta \ln Y_{it} = \delta_{1i} + \sum_{p=1}^k \delta_{11ip} \Delta \ln Y_{it-p} + \sum_{p=1}^k \delta_{12ip} \Delta \ln X_{it-p} + \varphi_{1i} \hat{\varepsilon}_{it-1} + v_{1it}$$
$$\Delta \ln X_{it} = \delta_{2i} + \sum_{p=1}^k \delta_{21ip} \Delta \ln X_{it-p} + \sum_{p=1}^k \delta_{22ip} \Delta \ln Y_{it-p} + \varphi_{2i} \hat{\varepsilon}_{it-1} + v_{2it}$$

k optimal gecikme uzunluğunu  $\hat{\varepsilon}_{it}$  Panel FMOLS'deki artık terimleri göstermektedir. Söz konusu modellerle kısa ve uzun dönem için nedensellik ilişkileri elde edilmektedir. Kısa dönem nedensellik ilişkisi Wald Testi ile uzun dönem nedensellik ise hata düzeltme katsayısının ( $\phi$ ) (ECT) test istatistiğinin anlamlılığı ile ifade edilmektedir.

Yukarıdaki sayılan panel veri analizleri 2010-2017 (T=8) dönemi için Yahoo Finance ve TKYD veri tabanından elde edilen veriler için uygulanmıştır. Çalışmada FYT; hissenedi getirisini ve KRMSL ise ilgili firmanın kurumsal yönetim endeks puanını ifade etmektedir. Aşağıda yeralan model yardımıyla FYT ve KRMSL arasındaki ilişkiler incelenmiştir.

$$FYT_{it} = \alpha_1 + \beta_2 KRMSL \quad (10)$$

XKURY'de 51 firma bulunmasına rağmen çalışmada verisine ulaşılabilen 23 firma (N=23) için analiz yapılmıştır. Tablo 1'de paneli oluşturan firmalara yer verilmiştir. Çalışmada Eviews 8 ve Gauss 10 paket programları kullanılmıştır.

**Tablo 1.** Analizde Yeralan Firmalar

Sıra	Şirketler	Kodlar
1	Vestel Elektronik	VESTL
2	Tofaş Türk Otomobil Fabrikası A.Ş.	TOASA
3	Türk Traktör ve Ziraat Makineleri A.Ş.	TTRAK
4	Hürriyet	HURGZ
5	Tüpraş Türkiye Petrol Rafinerileri A.Ş.	TUPRS
6	Otokar Otobüs Karoseri Sanayi A.Ş.	OTKAR
7	Anadolu Efes Biracılık ve Malt Sanayi A.Ş.	AEFES
8	Yapı ve Kredi Bankası A.Ş.	YKBNK
9	Şekerbank	SKBNK
10	Coca Cola İçecek A.Ş.	CCOLA
11	Arçelik A.Ş.	ARCLK
12	TAV Havalimanları Holding A.Ş.	TAVHL
13	Türkiye Sınai Kalkınma Bankası A.Ş.	TSKB
14	Doğan Şirketler Grubu Holding A.Ş.	DOHOL
15	Logo Yazılım Sanayi ve Ticaret A.Ş.	LOGO
16	Türk Telekomünikasyon A.Ş.	TTKOM

17	Türk Prysmian Kablo ve Sistemleri	PRKAB
18	Turcas Petrol A.Ş.	TRCAS
19	Park Elektrik A.Ş.	PRKME
20	Aygaz A.Ş.	AYGAZ
21	Albaraka Türk Katılım Bankası A.Ş.	ALBRK
22	İhlas Holding	IHLAS
23	İhlas Ev Aletleri İmalat Sanayi ve Ticaret A.Ş.	IHEVA

### B. Araştırmanın Sonuçları

Çalışmada ilk olarak yatay kesit bağımlılığı tespiti yapılmıştır.  $N > T$  durumuna uyan Pesaran (2004) CD sonuçları Tablo 2.'de görülmektedir.

**Tablo 2.** Yatay Kesit Bağımlılığı Test Sonuçları

Modelde	Test İstatistiği	Prob
	0.757	0.224
Değişkende	Test İstatistiği	Prob
	0.446	0.328
	0.612	0.270

Tablo 2'de yeralan sonuçlara göre hem model için hem değişkenler için yatay kesit bağımlılığı olmadığı görülmüştür. Bu durumda paneldeki firmalardan birinde oluşan bir şokun diğerini etkilemediği söylenebilir. Ayrıca sonuçlar birinci kuşak birim kök testlerinin kullanılması gerektiğini göstermiştir.

Yatay kesit bağımsızlığından sonra değişkenlerin homojen ya da heterojen olması araştırılmıştır. Çünkü homojenlik ya da heterojenlik uygulanacak birim kök ve eşbütünleşme testlerinin seçiminde etkilidir. Bu amaçla yapılan Delta testi sonuçları Tablo 3 yardımıyla görülmektedir.

**Tablo 3.** Delta Testi Sonuçları

Test	Test İstatistiği	Prob
Delta_tilde	3.698	0.000
Delta_tilde_adj	4.530	0.000

Delta testi sonuçlarına göre eğim katsayılarının homojen olduğu görülmüş ve boş hipotez reddedilmiştir. Böylece analiz boyunca heterojenliğe izin veren testler kullanılmıştır.

Serilerde yatay kesit bağımsızlığı tespit edildiği için I. nesil birim kök testleri yapılmıştır. Sonuçlar Tablo 4.'te verilmiştir. IPS yalnızca yatay kesit bağımsızlığı değil aynı zamanda heterojenliği de dikkate almaktadır. Bu sebeple bu teste göre her iki değişkeninde düzeyde durağan olmadığı görülmektedir. Serilere fark alma işlemi yapılmış ve her iki serisinde farkta durağan olduğu görülmüştür.

**Tablo 4.** Birim Kök Testi Sonuçları

Test	LLC		IPS		ADF - Fisher Chi-square		ADF - Fisher Chi-square	
	Sabitli	Sabitli-Trendli	Sabitli	Sabitli-Trendli	Sabitli	Sabitli-Trendli	Sabitli	Sabitli-Trendli
FYT	0.555	0.164	0.984	0.958	0.253	0.980	0.686	0.620
$\Delta$ FYT	0.688	<b>0.000</b>	0.987	<b>0.007</b>	0.911	<b>0.000</b>	0.686	<b>0.000</b>
KRMSL	0.858	0.585	0.495	0.322	0.672	0.505	0.190	0.150
$\Delta$ KRMSL	0.000	<b>0.066</b>	0.000	<b>0.000</b>	0.000	<b>0.000</b>	0.000	<b>0.000</b>

Serilerin farkta durağan olmaları sebebiyle olası bir eşbütünleşme ilişkisinden hareketle eşbütünleşme testi yapılmış ve sonuçlar Tablo 5'te gösterilmiştir.

**Tablo 5.** Pedroni Eşbütünleşme Testi Sonuçları

Test	İstatistik	Olasılık
Panel v-Statistic	0.346	<b>0.364</b>
Panel rho-Statistic	-2.694	<b>0.003</b>
Panel PP-Statistic	-9.666	<b>0.000</b>
Panel ADF-Statistic	-1.530	<b>0.062</b>
Group rho-Statistic	-1.195	<b>0.884</b>
Group PP-Statistic	-9.823	<b>0.000</b>
Group ADF-Statistic	<b>-4.951</b>	<b>0.000</b>

Pedroni eşbütünleşme testi sonuçlarının göre Panel v ve Group rho istatistikleri dışında tüm testler için eşbütünleşme olduğu görülmektedir. FYT ve KRMSL değişkenleri uzun dönemde birlikte hareket etmektedirler.

Eşbütünleşmeye ait katsayılar, FMOLS sonuçları Tablo 6'da sunulmuştur. Panelde KRMSL değişkenin FYT üzerindeki etkisi pozitif ve %1 anlamlılık düzeyinde istatistiki olarak anlamlıdır. KRMSL değişkeninde meydana gelen bir birimlik artış FYT üzerinde 11.795 birimlik bir artış sağlamaktadır.

**Tablo 6.** FMOLS Tahmin Sonuçları

	Katsayı	Olasılık
Panel	<b>11.795</b>	<b>0.005</b>

Değişkenler arasında eşbütünleşme ilişki nedensellik ilişkisini araştırmasına teşvik etmiş Panel VECM modeli tahmin edilmiştir. Tablo 7’de yer alan sonuçlarına göre kısa dönemde FYT değişkeninden KRMSL değişkenine göre nedensel ilişki bulunmaz iken KRMSL değişkeninden FYT değişkenine %5 anlamlılık düzeyinde tek yönlü nedensel ilişki olduğunu göstermektedir. Yani FYT değişkenin bağımlı olduğu model nedensel ilişki söz konusudur. Kısa dönem nedensel ilişki belirlendikten sonra uzun dönemden nedensel ilişki araştırılmıştır. Sonuçlar yine Tablo 7’de verilmiştir. FYT bağımlı değişken iken ECT ait katsayısı %10’da anlamlı olup, uzun dönemde bu durum KRMSL değişkenin uzun dönemde FYT değişkenin nedeni olduğunu göstermektedir. Fakat tersi söz konusu değildir.

**Tablo 7.** Panel VECM Sonuçları

	Kısa Dönem Nedensellik		Uzun Dönem Nedensellik
	FYT	KRMSL	ECT Prob
FYT	-	10.646 (0.013)	0.071*** [ 4.60439]
KRMSL	2.399 (0.493)	-	3.424

Sonuç olarak BIST kurumsal yönetim endeksinde yer alan 23 firma için iyi kurumsal yönetim hisse senedi getirileri için önemli bir faktör olarak görülmektedir.

## V. Sonuç

Kurumsal yönetim kavramı günümüz piyasa şartlarında şirketler için olmazsa olmaz kural ve kaideleri içeren sistemler bütünüdür. Şirketlerin faaliyetlerini sürekli kılabilmeleri ve gelişim için ihtiyaç duydukları fon ihtiyaçlarını karşılayabilmeleri adına yatırımcılara şeffaf, güvenilir, adil ve ortak akılla yönetilen bir görüntü sergileyebilmeleri gerekmektedir ve bu yüzden şirketlerin kurumsal yönetim anlayışına tabi olmaları elzemdir.

Kurumsal yönetim ilkelerini ve gereklerini tam anlamıyla uygulayan şirketler için bu yönetim anlayışı sadece yatırımcının nazarında her zaman tercih edilen şirket konumunu sağlamakla kalmayıp, aynı zamanda küresel ölçekte boy gösterebilmelerine de olanak sağlamaktadır. Diğer yandan olası finansal krizlerin en az zararla atlatılması adına da bu yeni yönetim anlayışı önemli bir argüman konumundadır.

Çalışmada literatürde yer alan araştırmalar ışığında Türkiye’de BIST’te kote edilen kurumsal yönetim endeksine tabi 23 firma için kurumsal yönetimin hisse senedi getirileri üzerindeki etkisi incelenmiştir. Bu amaçla doğrultusunda 2010-2017 dönemini kapsayan ilgili firmalara ait hisse senedi getirileri (FYT) ve kurumsal yönetim endeksi (KRMSL) arasındaki ilişki N>T durumuna uyan dengeli panel veri analizleriyle araştırılmıştır. İlk olarak yatay kesit bağımlılığı/bağımsızlığı tespit edilmiştir. Yatay kesit bağımsızlığı testleriyle paneli oluşturan birimlerden birine gelen şoktan, tüm yatay kesit birimlerin

aynı düzeyde etkilenip etkilenmedikleri belirlenmiştir. Pesaran (2004) CD test sonuçlarına göre hem modelde hem de değişkende yatay kesit bağımsızlığı söz konusudur. Bu durumda paneldeki firmalardan birinde oluşan bir şokun diğerini etkilemediği söylenebilir. Yatay kesit bağımsızlığının ardından panelde heterojenlik durumu incelenmiştir. Çünkü homojenlik ya da heterojenlik uygulanacak birim kök ve eşbütünleşme testlerinin seçiminde etkilidir. Delta testi sonuçları panel için heterojenliğin geçerliği olduğunu göstermiştir. Panelde yatay kesit bağımsızlığı olması sebebiyle birinci kuşak birim kök testleri kullanılmıştır. Ayrıca panelin heterojen özellik göstermesi bu duruma uyan birinci kuşak birim kök testlerinden IPS testinin dikkate alınmasını ortaya koymuştur. IPS testi serilerin düzeyde değil ancak fark alma işleminin ardından durağan olduğunu göstermiştir. Serilerin I(I) olması panelde eşbütünleşme ilişkisinin araştırılmasını sağlamıştır. Yapılan Pedroni eşbütünleşme testi sonuçları serilerin eşbütünleşik olduğunu göstermiştir. Eşbütünleşme katsayılarının tahmini ise FMOLS katsayı tahmincisi ile yapılmış ve sonuçlar hisse senedi getirileri ile kurumsal yönetim endeksi arasında pozitif yönlü ve istatistiki olarak anlamlı bir ilişki olduğu gözlemlenmiştir. 23 firmadan oluşan panelin 2010-2017 dönemi için kurumsal yönetim endeksindeki 1 birimlik artış hisse senedi getirilerini 11.795 birim artırmaktadır. Değişkenler arasında eşbütünleşme nedensel bağlantı olabileceğini göstermiştir. Bu sebeple Panel VECM modeli tahmin edilmiştir. Panel VECM modeli sonuçlarına göre kısa dönemde FYT değişkeninden KRMSL değişkenine doğru nedensel ilişki bulunmaz iken KRMSL değişkeninden FYT değişkenine %5 anlamlılık düzeyinde tek yönlü nedensellik söz konusudur. Kısa dönem nedensellikten sonra uzun dönemde nedensel ilişki araştırılmıştır. FYT bağımlı değişken iken ECT ait katsayısı %10'da anlamlı olup, uzun dönemde bu durum KRMSL değişkeninin uzun dönemde FYT değişkeninin nedeni olduğunu göstermektedir. Fakat tersi söz konusu değildir.

Sonuç olarak kurumsal yönetim endeksine tabi olan şirketler kurumsal yönetim ilkeleri ışığında oluşturulmuş kriterlere göre derecelendirilmeye tabi tutulmaları sebebiyle yatırımcı ve fon sağlayıcıların gözünde iyi yönetilen şirketler imajına sahip olmaktadırlar. Şeffaflık ilkesini baz alan kurumsal yönetim uygulamaları şirketleri yatırımcı nazarında her zaman olumlu, yatırım yapılabilir pozisyonunda konumlandırmaktadır. İyi kurumsal yönetim endeks puanına sahip şirketler bunun karşılığını hisse senedi getirisi bağlamında mutlaka almaktadırlar. Bu olumlu durum şirketlere finansman sağlamada kolaylık ve faaliyet alanlarını genişletmede gerekli fırsatları sunmaktadır. Ayrıca şirketlerin uluslararası piyasalarda varlıklarını idame ettirmeleri için kurumsal yönetim anlamında iyi yönetilmeleri gerekmektedir.

### Kaynaklar

- Acaravcı Kakilli, S. - Kandir S. Y. - Zelka, A. (2015). "Kurumsal Yönetimin BIST Şirketlerinin Performanslarına Etkisinin Araştırılması". *Niğde Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 8(1), 171-183.
- Aggarwal, P. (2013). "Impact of Corporate Governance on Corporate Financial Performance", *IOSR Journal of Business and Management (IOSR-JBM)*, 13(3), 1-5.



- Aksu, M. ve Aydemir, S. (2015). “Kurumsal Yönetim İlkelerine Uyum Notu İle Hisse Senedi Getirisi İlişkisi: BIST Kurumsal Yönetim Endeksi (XKURY) Üzerine Bir Uygulama”, *GÜSBED*, 6(13), 201-219.
- Arıkboğa, F. Ş. ve Menteş, A. (2009). “Türkiye’de Kurumsal Yönetişim İklimi”, *İktisat Fakültesi Mecmuası*, 59(2), 85-120.
- Arora, A. ve Bodhanwala, S. (2018). “Relationship between Corporate Governance Index and Firm Performance: Indian Evidence”, *Global Business Review*, 19(3) 675–689.
- Atılgan, Ö. (2017). “Yönetim Kurulu Büyüklüğü, Bağımsız Üye Oranı ve Kadın Üye Oranı İle Finansal Performans İlişkisi”, *Dokuz Eylül Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 2017, 32(2), 315-354.
- Avcı, E. (2018). “Ortaklık Yapısı ve Şirket Performansı: Borsa İstanbul’da Bir Uygulama”, *Journal of Research in Business*, 3(1), 31-52.
- Aydın, A. D. (2017). “İyi Yönetilen Şirketlerin Sırrı Olarak Kurumsal Yönetim ve Firma Performansı Üzerindeki Etkisi”, *Atatürk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 21(4), 1541-1553
- Aytekin, M. ve Sönmez, A. R. (2016). “Kurumsal Yönetim Uygulamalarının İşletme Performansına Etkisi”, *Türk Sosyal Bilimler Araştırmaları Dergisi*, 1(2), 32-41.
- Bahreini, M. ve Zai, M. M. (2013). “Impact of Corporate Governance on Performance of Banking Sector in Malaysia”, *Research Journal of Finance and Accounting*, 4(19), 53-62.
- Bauer, R.- Guenster, N. - Otten, R. (2004). “Empirical Evidence on Corporate Governance in Europe: The Effect on Stock Returns, Firm Value and Performance”, *Journal of Asset Management*, 5(2), 1-24.
- Bayraktaroğlu, H. ve Çelik, İ. (2015). “Kurumsal Yönetim Uygulamalarının Getiri Oynaklığı Üzerine Etkisi: Borsa İstanbul’da Bir Araştırma”, *AKÜ İİBF Dergisi*, 17(1), 97-108.
- Bedir, S. ve Güneş, H. (2016). “Çevre Vergileri ve Ekonomik Büyüme Arasındaki İlişki: AB Ülkeleri için Eşbütünleşme ve Nedensellik Analizleri”, *Finans Politik & Ekonomik Yorumlar*, 53(616), 10-21.
- Black, B. (2001). “The Corporate Governance Behavior and Market Value of Russian Firms”, *Emerging Markets Review*, 2, 89-108.
- Bozkurt, E.- Altınar, A.- Toktaş, Y. (2018). “Democracy and Economic Growth: Evidence From Emerging Market Economies”, *Turkish Studies*, 13(14), 15-32.
- Bozoklu, Ş. ve Yılandı, V. *Fisher Hipotezi’nin Gelişmekte Olan Ülkelerde Geçerliliğinin Testi*, Prof. Dr. Sadık Kırbas’a Armağan Kitabı, Okan Üniversitesi Yayınevi, İstanbul 2011.

- Brown, L. D. ve Claytor, M. L. *Corporate Governance and Firm Performance*, Georgia State University, Working Paper, 2004.
- Bually, A.-Hamdan, A.-Zureigat, Q. (2017). "Corporate Governance and Firm Performance: Evidence from Saudi Arabia", *Australasian Accounting, Business and Finance Journal*, 11(1), 79-98.
- Büyükkşalvarcı, A. ve Abdioğlu, H. (2012), "Kurumsal Yönetim Uygulamalarının Hisse Senedi Getirileri Üzerine Etkisi: İMKB Şirketleri Üzerine Ampirik Bir Uygulama", *MÖDAV*, 1, 19-42.
- Cremers, M. ve Ferrell, A. *Thirty Years of Corporate Governance: Firms Valuations & Stock Returns*, Yale ICF Working Paper No. 09-09, 2009.
- Çarıkcı, İ. H.- Kalaycı, Ş.-Gök, İ. Y. (2009). "Kurumsal Yönetim-Şirket Performansı İlişkisi: İMKB Kurumsal Yönetim Endeksi Üzerine Ampirik Bir Çalışma", *Alanya İşletme Fakültesi Dergisi*, 1/1(2009), 51-72.
- Çonkar, K.- Elitaş, C.- Atar, G. (2011). "İMKB Kurumsal Yönetim Endeksi'ndeki (XKURY) Firmaların Performanslarının TOPSİS Yöntemi ile Ölçümü ve Kurumsal Yönetim Notu ile Analizi", *İstanbul Üniversitesi İktisat Fakültesi Mecmuası*, 61(1), 81-115.
- Da Silva, A. L. C. ve Leal, R. P. C. (2005). "Corporate Governance Index, Firm Valuation and Performance in Brazil", *Revista Brasileira de Finanças*, 3(1), 1-18.
- Manisalı Darman, G. *Kurumsal Yönetim Uygulamalarında Yakınsamaya Hukuksal Düzenleme ve Piyasa Dinamiklerine Etkisi*, (Yayınlanmamış Doktora Tezi), Başkent Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü İşletme ABD, Ankara 2009.
- Dian, Y. (2014). "Corporate Governance and Firm Performance: A Sociological Analysis Based on Chinese Experience", *Social Sciences in China*, 35(1), 44-67.
- Diñç, E. ve Abdioğlu, H. (2009). "İşletmelerde Kurumsal Yönetim Anlayışı ve Muhasebe Bilgi Sistemi İlişkisi: İMKB-100 Şirketleri Üzerine Ampirik Bir Araştırma", *Balıkesir Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 12 (21), 157-184.
- Dittmar, A., Mahrt-Smith, J. (2007). "Corporate Governance and the Value of Cash Holdings", *Journal of Financial Economics*, 83(3), 599-634.
- Durak, M. Gürol ve Taşkın, F. D. (2014). "Kurumsal Yönetim Uygulamalarının İşletme Performansı Üzerindeki Etkileri: Bist Üretim Şirketleri Üzerinde Bir Uygulama", *Mali Çözüm*, Kasım-Aralık 2014, 29-56.
- Ege, İ.- Topaloğlu E. E.- Özyamanoğlu, M. (2013). "Finansal Performans İle Kurumsal Yönetim Notları Arasındaki İlişki: BIST Üzerine Bir Uygulama", *Akademik Araştırmalar ve Çalışmalar Dergisi*, 5(9), 100-117.

- Erdoğan, M. ve Öztürk, M. S. (2016). “Kurumsal Yönetim Endeksinde Yer Alan İşletmelerin Performansına Etki Eden Finansal Oranların İncelenmesi” *Muhasebe Bilimleri Dergisi*, 18(Özel Sayı-1), 707-725.
- Ersoy, E.- Bayraktaroğlu, A.- Şamiloğlu, F. (2011). “Türkiye’de Kurumsal Yönetim ve Firma Performansı (Tobin-Q ve Anormal Getiri) Arasındaki İlişkinin Analizi”, *Finans Politik & Ekonomik Yorumlar*, 48(554), 71-84.
- European Corporate Governance Institute-Avrupa Kurumsal Yönetim Enstitüsü, Erişim Tarihi: 11.12.2017 <http://www.ecgi.org>.
- Gökçen, Z.-Sözüer, A.- Arslantaş, Cem, C. (2012). “Yönetim Kurulu Özellikleri Ve Şirket Performansları: İMKB Kurumsal Yönetim ve İMKB 50 Endekslerindeki İşletmelerin Karşılaştırılması”, *Yönetim Yıl*, 23(72), 77-89.
- Gujarati, D. N. ve Porter, D. C. *Temel Ekonometri*, Şenesen, Ü. ve Şenesen, G. G., (Çev.), Literatür Yayınları, 5. Basım, İstanbul 2012.
- Güloğlu, B. ve İvrendi, M. (2010). “Output Fluctuations: Transitory or Permanent? The Case of Latin America”, *Applied Economics Letters*, 17(4), 381-386.
- Güleç, Ö. F.- Cergibozan, R.- Çevik, E. (2018). “BİST Endeksleri ile Kurumsal Yönetim Endeksi Arasındaki Volatilité İlişkisinin İncelenmesi”, *İşletme Araştırmaları Dergisi*, 10(1), 17-44.
- Gümüş Kurt, G.-Güngör B.- Gümüş, Y. (2016). “Kurumsal Yönetim ve Hisse Senedi Getirisi Arasındaki İlişki”, *Sosyal Bilimler Dergisi*, 49, 124-143.
- Gümüş Kurt, Gülizar- Gümüş, Yusuf- Altunal, Işık, “Bankacılık Sektöründe Kurumsal Yönetim Ve Finansal Performans İlişkisi: Türkiye ve Kazakistan Örneği”, *Kastamonu Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 2017, 16(2), 104-121.
- Güvenek, B. ve Alptekin, V. (2010). “Enerji Tüketimi ve Büyüme İlişkisi: OECD Ülkelerine İlişkin Bir Panel Veri Analizi”, *Enerji, Piyasa ve Düzenleme*, 1(2), 172-193.
- Kandır, S. Y. (2013). “Kurumsal Yönetim Derecelendirme Notu Açıklamalarının Hisse Senedi Getirileri Üzerindeki Etkisinin İncelenmesi1”, *Bankacılar Dergisi*, 85, 21-31.
- Karamustafa, O.- Varıcı, İ.-Er, B. (2009). “Kurumsal Yönetim ve Firma Performansı: İMKB Kurumsal Yönetim Endeksi Kapsamındaki Firmalar Üzerinde Bir Uygulama”, *Kocaeli Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 17(1), 100-119.
- Kavcar, B. ve Gümrah, Ü. (2017). “Borsa İstanbul’da Kurumsal Yönetim İlkelerine Uyum ve Firma Değeri: Olay Çalışması”, *Ekonomik ve Sosyal Araştırmalar Dergisi*, 13(1), 103-114.

- Khatab, H. -Masood, M.- Zaman, K.- Saleem, S.-Saeed, B. (2010). “Corporate Governance and Firm Performance: A Case study of Karachi Stock Market”, *International Journal of Trade, Economics and Finance*, 2010, 2(1), 39-43.
- Koerniadi, H.- Krishnamurti, C. ve Tourani-Rad, A. *Corporate Governance and the Variability of Stock Returns: Evidence from New Zealand Companies Finance and Corporate Governance Conference 2010 Paper*, <http://eprints.usq.edu.au/19809>.
- Keasey, K.- Thompson, S.- Wright, M. *Corporate Governance, Accountability, Enterprise and International Comparisons*, John Wiley and Sons, 2005.
- Kök, R. ve Şimşek, N. “Endistri-içi Dış Ticaret, Patentler ve Uluslararası Teknolojik Yayılma”, 2006, Erişim Tarihi: 02.02.2018 <http://www.deu.edu.tr/userweb/recep.kok/dosyalar/eidtpatentyayilma.pdf>.
- Kula, V. ve Baykut, E. (2014). “Kurumsal Yönetim Derecelendirme Notu ile Piyasa Değeri Arasındaki İlişki: BIST XKURY Şirketleri Üzerine Bir Araştırma”, *U.Ü. Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 7(3), 1-17.
- Kurt, M. ve Kayacan, M. *Kurumsal Yönetimde Finansal ve Yönetimsel Konular: “Kurumsal Yönetim İlkeleri”nin İçerik Analizi*, 4. Orta Anadolu İşletmecilik Kongresi, TOBB Ekonomi ve Teknoloji Üniversitesi, 13-14 Mayıs 2005, Ankara, 349-362.
- La Porta, R.- Lopez-De-Silanesa, F.- Shleifer, A.- Vishny, R. (2002). “Investor Protection and Corporate Valuation”, *Journal of Finance*, 57(3), 1147-1170.
- Levin, A.- Lin, C.-F. ve Chu, C.S. J. (2002). "Unit Root Tests in Panel Data: Asymptotic and Finite-Sample Properties", *Journal of Econometrics*, 108(1), 1-24.
- Mansur, H. ve Tangl, A. (2018). “The Effect of Corporate Governance on the Financial Performance of Listed Companies in Amman Stock Exchange (Jordan)”, *Journal of Advanced Management Science*, 6(2), 97-102.
- Mashayekhi, B. ve Bazaz, M. S. (2008). “Corporate Governance and Firm Performance in Iran”, *Journal of Contemporary Accounting and Economics*, 4(2), 156-172.
- Mercan, M. (2014). “Feldstein-Horioka Hipotezinin AB-15 ve Türkiye Ekonomisi için Sınanması: Yatay Kesit Bağımlılığı Altında Yapısal Kırılmalı Dinamik Panel Veri Analizi”, *Ege Akademik Bakış*, 14(2), 231-245.
- Meydan, C. H. ve Basım H. N. (2017). “Kurumsal Yönetim-Şirket Performansı İlişkisi: Kuramsal Bir Analiz”, *Kara Harp Okulu Savunma Bilimleri Dergisi*, 6(2), 48-67.
- Mohamed, W. S. ve Elewa, M. M. (2016). “The Impact of Corporate Governance on Stock Price and Trade Volume”, *International Journal of Accounting and Financial Reporting*, 6(2), 27-44.
- OECD, Principles of Corporate Governance, OECD, 2004 France.

- Pedroni, P. (2001). "Purchasing Power Parity Tests in Cointegrated Panels", *Review of Economics and Statistics*, 83(4), 727-731.
- Pesaran, M. H. *General Diagnostic Tests for Cross Section Dependence in Panels*, (Working Paper No:0435), University of Cambridge 2004.
- (2006). "Estimation and Inference in Large Heterogeneous Panels with A Multifactor Error Structure", *Econometrica*, 74(4), 967-1012.
- (2007). "A Simple Panel Unit Root in the Presence of Cross-Section Dependence", *Journal of Applied Econometrics*, 22, 265-312.
- Pesaran, M. H. ve Yamagata, T. (2008). "Testing Slope Homogeneity in Large Panels", *Journal of Econometrics*, 142, 50-93.
- Pesaran, M. H., Ullah, A. ve Yamagata, T. (2008). "A Bias- Adjusted LM Test of Error Cross-Section Independence", *Econometrics Journal*, 11, 105-127.
- Rostami, S.- Rostami, Z.- Kohansal, S. (2016). "The Effect of Corporate Governance Components on Return on Assets and Stock Return of Companies Listed in Tehran Stock Exchange", *Procedia Economics and Finance*, 36(2016), 137-146.
- Sakarya, Ş. (2012). "İMKB Kurumsal Yönetim Endeksi Kapsamındaki Şirketlerin Kurumsal Yönetim Derecelendirme Notu ve Hisse Senedi Getirileri Arasındaki İlişkinin Olay Çalışması (Event Study) Yöntemi İle Analizi", *Bülent Ecevit Üniversitesi Uluslararası Yönetim İktisat ve İşletme Dergisi*, 7(13), 147-162.
- Solomon, J. ve Solomon, A. *Corporate Governance and Accountability*, John Wiley and Sons, 2004 England.
- Subramanian, S. (2015). "Corporate Governance, Institutional Ownership and Firm Performance in Indian State-Owned Enterprises", *Asia-Pacific Journal of Management Research and Innovation*, 11(2), 117-127.
- Tarı, R. *Ekonometri*, Umuttepe Yayınları, 9. Baskı, İstanbul 2014.
- Tariq, W.- Ali, İ.- İbrahim, M.- Asim, M.- Ur Rehman, N. (2014). "Theory and Empirical Evidence on Corporate Governance from Banking Sector of Pakistan", *Business and Economic Research*, 4(1), 163-174.
- Tatoğlu, F. Y. *İleri Panel Veri Analizi Stata Uygulamalı*, Beta Yayıncılık, İstanbul 2012.
- Tatoğlu, F. Y. *Panel Veri Ekonometrisi Stata Uygulamalı*, Beta Basım, 2. Baskı, İstanbul 2012.
- TKYD, <http://www.tkyd.org/tr/tkyd-kurumsal-yonetim-komisyonlar-calisma-gruplari-sermaye-piyasasi-calisma-grubu-ve-bist-kurumsal-yonetim-endeksi.html>, Erişim Tarihi:12.08.2018.
- TÜSİAD, *Kurumsal Yönetim En İyi Uygulama Kodu: Yönetim Kurulunun Yapısı ve İşleyişi*, Lebib Yalkın Yayınları, İstanbul 2002.

- TÜSİAD, *Kurumsal Yönetim En iyi Uygulama Kodu: Yönetim Kurulunun Yapısı ve İşleyişi*, Yayın No: 336, İstanbul 2002.
- TÜSİAD, *Sermaye Piyasaları İçin Örnek Şirket Yapısı Raporu*, (Yayın No. TÜSİAD-T/2005-06/403), İstanbul 2005.
- Zheka, V. (2005). "Corporate Governance, Ownership Structure and Corporate Efficiency: The Case of Ukraine", *Managerial and Decision Economics*, 26(7), 452-460.
- Variş, M.- Küçükçolak, A.- Erdoğan, O. ve Özer, L. (2001). "Sermaye Piyasalarında Kurumsal Yönetim İlkeleri", *İMKB Dergisi*, 2001, 5(19), 129-168.
- Vu, N. H. ve Nguyen, T. *Impacts of Corporate Governance on Firm Performance Empirical Study of Listed Singaporean Companies*, Lund University, School of Economics and Management, 2017.
- Ergincan, Yakup ve Gürbüz, A. Osman, *Kurumsal Yönetim: Türkiye'deki Durumu ve Geliştirilmesine Yönelik Öneriler*, Literatür Yayınları, 1. Baskı, İstanbul 2004.
- Yavuz, Selahattin- Yıldırım, Suat- Elmas, Bekir, "Kurumsal Yönetim Endeksi İle Şirket Hisse Senedi Getiri İlişkisi: Bist'de Bir Uygulama", *Erzincan Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi (ERZSOSDER)*, 2015, 8(2), 73-82.
- Yenice, Sedat ve Dölen, Tuğba, "İMKB'de İşlem Gören Firmaların Kurumsal Yönetim İlkelerine Uyumunun Firma Değeri Üzerindeki Etkisi", *Uluslararası Yönetim İktisat ve İşletme Dergisi*, 2013, 9(19), 199-214.
- Zheka, Vitaliy, *Corporate Governance and Firm Performance in Ukraine*, Centre For Economic Reform And Transformation, School of Management and Languages, Heriot-Watt University, Discussion Paper 2006/05