

Kurumsal Yönetim ve Portföy Performansı: BRICS Ülkeleri Örneği

Aslı AYBARS¹ - Mehtap ÖNER² - Emre ZEHİR³

Makale Gönderim Tarihi: 2 Aralık 2020

Makale Kabul Tarihi: 15 Eylül 2021

Öz

Son yıllarda ortaya çıkan kurumsal yönetim skandalları ile birlikte firmalar şeffaf ve hesap verebilir bir yapıya ulaşmak için kurumsal yönetim uygulamalarını arttırmışlardır. Bu uygulamaların firmaların finansal performansı ve hisse getirisi üzerindeki olası etkisi de dikkat çeken araştırma konularından biri olmuştur. Bu çalışmada 2011-2019 döneminde BRICS ülkeleri hisse senedi piyasalarında kurumsal yönetim uygulamalarına sahip firmalardan oluşturulan portföylerin performansları incelenmiştir. Finansal Varlıkları Fiyatlandırma Modeli ve Fama-French Üç Faktör Modeli kullanılarak yapılan analizler kurumsal yönetim skoruna göre oluşturulan portföylerde etkin piyasa hipotezi ile uyumlu olarak normal üstü getiri elde edilemediğini ve pazar risk priminin de portföy getirisi üzerinde anlamlı bir etkisinin olmadığını göstermiştir.

Anahtar Kelimeler: Kurumsal Yönetim, Portföy Performansı, Etkin Piyasalar, BRICS

JEL Sınıflandırması: G11, G12, G14, G18

¹ Doç. Dr., Marmara Üniversitesi, İşletme Fakültesi, İşletme Bölümü, asli.aybars@marmara.edu.tr, ORCID ID: 0000-0002-7899-2367

² Dr. Öğr. Üyesi, Marmara Üniversitesi, İşletme Fakültesi, İşletme Bölümü mehtap.oner@marmara.edu.tr, ORCID ID: 0000-0001-7527-5875

³ Arş. Gör., İstanbul Kültür Üniversitesi, İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi, İşletme Bölümü e.zehir@iku.edu.tr, ORCID ID: 0000-0002-0262-1826

Corporate Governance and Portfolio Performance: Evidence from BRICS Countries

Abstract

Together with the corporate governance scandals in last two decades, firms have increased corporate governance applications to achieve transparent and accountable structures. These applications' impact on firms' financial performance and stock returns has become an appealing research topic. In this paper, the performance of portfolios constructed with BRICS firms having corporate governance applications between years 2011-2019 have been investigated by utilizing CAPM and Fama-French Three Factor Model. The findings show no abnormal returns in portfolios formed on the basis of corporate governance scores consistent with the Efficient Market Hypothesis. Furthermore, market risk premium has also no impact on portfolio returns.

Key Words: Corporate governance, portfolio performance, efficient markets, BRICS

JEL Codes: G11, G12, G14, G18

1. Giriş

İşletmelerde ilgili taraflar arasında şeffaf, hesap verilebilir, adil bir ilişki düzeni kurmayı ve tüm tarafların hak ve sorumluluklarını daha belirgin hale getirmeyi hedefleyen kurumsal yönetim, 1980'lerde bir yönetim felsefesi olarak ortaya çıkmıştır. Kavram üzerinde yönlendirici çalışmalar Dünya Bankası ile Ekonomik İşbirliği ve Kalkınma Örgütü (OECD) tarafından başlatılmıştır. 2000'li yıllarda dünya çapında bilinen büyük ölçekli şirketlerde ortaya çıkan yönetim yolsuzlukları ise konunun farkındalığının artmasında önemli derecede etkili olmuştur. Yönetimi kontrol edecek etkin bir denetim mekanizmasının olmayışı, yöneticiler ve paydaşlar arasındaki menfaat çatışmalarını azaltarak tüm tarafların çıkarlarını koruyacak bir anlayışın gerekliliğini ön plana çıkarmış ve kavramın popülerliğini daha da arttırmıştır.

Literatürde kurumsal yönetim için farklı tanımlar yapılmış olsa da bu tanımların ortak noktası, kavramın genellikle şirketlerin yönetim ve denetiminde kullanılacak ilkeler bütünü olduğu yönündedir. Birçok kaynakta karşımıza çıkan Ira Millstein'in tanımı ise kurumsal yönetimi '*bir şirketin, hak sahipleri ve kamuoyunun menfaatlerine zarar vermeyecek şekilde, mali kaynakları ve insan kaynaklarını kendine çekmesini, verimli çalışmasını ve bu*

sayede de hissedarları için uzun dönemde ekonomik kazanç yaratarak istikrar sağlamasını mümkün kılan kanun, yönetmelik ve ilgili gönüllü özel sektör uygulamalarının bileşimi' olarak ifade etmektedir (Türkiye Kurumsal Yönetim Derneği ve Deloitte, s. 4).

Kurumsal yönetim ile hisse senedi performansı arasındaki ilişkileri inceleyen çalışmaların büyük çoğunluğu şirketlerin kurumsal yönetim verilerine erişiminin daha mümkün olduğu gelişmiş ülkelerde gerçekleştirilmiştir (Gompers v.d., 2003; Bauer v.d., 2004, Drobetz v.d. 2004; Aman ve Nguyen, 2008). Bu çalışmaların bir kısmı kurumsal yönetim ilkelerini daha iyi uygulayan işletmelerin daha zayıf uygulamalara sahip işletmelere göre hisse senedi performanslarının daha yüksek olduğu sonucuna ulaşırken, bir kısmında ise hiçbir anlamlı sonuca ulaşamamıştır.

Gelişmekte olan ülkelerde tutarlı kurumsal yönetim verisine ulaşmakta zorluk, bu ülkelerde konu ile ilgili çalışmaların görece olarak daha az olması sonucunu doğurmuştur. Bu çalışmada kurumsal yönetim ve hisse senedi performansı arasındaki ilişkiyi analiz etmek üzere Brezilya, Rusya, Hindistan, Çin ve Güney Afrika ülkelerinden oluşan, BRICS olarak adlandırılan gelişmekte olan ülkeler verisi kullanılmıştır. Dünya ekonomisinde önemli bir yere sahip olan bu ülkeler küresel ekonominin beşte birini oluştururken orta gelir grubundaki ülkelerin de en büyüklerini temsil etmektedirler (Dünya Bankası).

Çalışmanın bir sonraki bölümünde kurumsal yönetim ve hisse performansı arasındaki ilişkiyi inceleyen literatür özetlenmiştir. Üçüncü bölümde çalışmanın veri seti ve uygulanacak yöntemin detayları açıklanırken, takip eden bölümde tüm dönem ve alt dönem için yapılan analizlerin sonuçları verilmiştir. Genel bir değerlendirme ile çalışma sonlandırılmıştır.

2. Literatür Taraması

Kurumsal yönetim ve hisse performansı arasındaki ilişkinin incelendiği çalışmalarda, Gompers ve diğerlerinin 2003 yılında yayınlanan makalesi öne çıkmaktadır. Araştırmacılar, 1500 büyük Amerikan firması üzerinde 1990'lara ait veri setiyle yaptıkları çalışmada 24 farklı ilkedен oluşan bir kurumsal yönetim endeksi oluşturmuşlardır. Kurumsal yönetim skorları daha yüksek olan firmaların oluşturduğu portföylerin düşük skorlu firmalardan oluşan portföylerle kıyaslandığında yıllık %8,5'lik normal üstü getiriye sahip oldukları ortaya çıkarılmıştır. Ayrıca, iyi kurumsal yönetim uygulamalarına sahip işletmelerde firma değeri, karlılık ve satışlardaki büyüme oranı daha yüksekken, bu işletmelerde şirket satın almaların da daha az olduğu gözlemlenmiştir (Gompers v.d., 2003; s. 107). Ancak, 2000'lerden sonra yapılan çalışmaların bir kısmı kurumsal yönetimle ilişkilendirilen normal üstü getirilerin ortadan

kalktığı yönündedir. Bebchuk ve diğerleri (2013; s. 323) bu farklılığı öğrenme etkisi ile açıklamaktadırlar. Ayrıca 2000'li yıllarla birlikte ortaya çıkan muhasebe skandallarının da akademisyenlerin, yatırımcıların ve medyanın kurumsal yönetime ilgisinin artmasında etkili olduğunu savunmuşlardır.

FTSE (Financial Times Stock Exchange) Eurotop 300 endeksinde 2000 ve 2001 yıllarında listelenen sırasıyla 249 ve 269 firmaya ait veri kullanılarak, kurumsal yönetim ve hisse getirisi arasındaki ilişkinin incelendiği çalışmada da Gompers ve diğerlerinin (2003) bulgularını destekleyen sonuçlar elde edilmiştir. Çalışmada kurumsal yönetim göstergesi olarak 300 farklı kriter esas alınarak hesaplanan Deminor'un Kurumsal Yönetim Skoru kullanılarak farklı portföyler oluşturulmuştur. İyi yönetilen (kurumsal yönetim skoru yüksek) işletmelerin bulunduğu portföylerin getirilerinin diğerlerine göre daha yüksek olduğu bulunmuştur. Araştırmacılar, kurumsal yönetim uygulamaları görece olarak daha iyi olan firmaların uzun vadede daha yüksek firma değerine sahip olabileceğini de savunmuşlardır (Bauer v.d., 2004, s. 93-94).

Almanya borsasında işlem gören firmalar üzerinde 1998-2002 yılları arasındaki dönemin verisi kullanılarak yapılan çalışmada kurumsal yönetim uygulamaları ile hisse senedi getirisi arasındaki ilişki incelenmiştir. Diğer çalışmalardan farklı olarak işletmelerin kurumsal yönetim skoru 253 firmadan elde edilen anket sonuçlarına göre oluşturulmuştur. Bu skorlar esas alınarak kurumsal yönetim uygulamaları daha iyi ve daha kötü olan firmalardan oluşan portföyler ve bu portföylerin getirileri karşılaştırılmıştır. Çalışmanın geçerli olduğu periyotta yüksek kurumsal yönetim skoruna sahip firmalardan oluşan portföyleri alan ve düşük skorluları satan bir yatırım stratejisinin yıllık bazda %12 normal üstü getiri elde ettiği gösterilmiştir (Drobetz v.d., 2004, s. 272, 291).

Sadece kurumsal yönetim uygulamalarının portföy getirisi üzerindeki etkisine değil; şirketlerin iktisadi, çevresel ve sosyal boyutlarını yansıtan skorların da etkisinin incelendiği Çelik ve diğerlerinin (2017) çalışması, S&P 500 (Standards and Poors 500) de listelenen firmaların 2002-2016 yılları arasındaki veri setini kullanmıştır. Firma bazlı analiz sonuçları, kurumsal yönetim ve hisse getirisi arasındaki ilişkinin anlamlılık düzeyi ve yönünün kullanılan kontrol değişkenlerine bağlı olarak değişeceğini göstermiştir. Portföy bazlı analiz sonuçlarında ise yukarıdaki çalışmalardan farklı olarak kurumsal yönetim ve portföy getirisi arasında anlamlı bir ilişki tespit edilememiştir (Çelik v.d., 2017, s. 224, 230).

İşletme faaliyetlerinde etik değerlerin göz ardı edilmesi firmalar üzerinde olumsuz etki yaratabilir. Yatırımcının hisse senedine olan talebini etki-

leyebilecek bu durum, hisse fiyatlarında düşüşle sonuçlanabilir. Bu noktadan hareketle, Fischer ve Khoury 1997-2000 yılları arasında halka açık Kanada firmalarının ilan edilen etik skorlarını kullanarak, bu skorların portföy ve hisse getirileri üzerindeki etkisini incelemiştir. Çalışmanın bulgularına göre kurumsal yönetimin önemli bir bileşeni olarak sınıflandırılan etik uygulamaların zayıf olduğu firmalarda, yatırımcının işletmeye olan bakış açısının olumsuz yönde etkilenebileceği savunulmuştur. İşletmenin pazar değerinde düşüşe sebep olabilecek bu yatırımcı davranışının önüne geçebilmek için ise işletmelerin kurumsal yönetim uygulamalarında etik değerlere önemli bir yer vermesinin gerekliliği vurgulanmıştır (Fischer ve Khoury, 2007, s.43).

Aman ve Nyguyen (2008), Nikkei Endeksinde 2000-2005 yılları arasında listelenen firmalar üzerinde yaptıkları çalışmalarında sahiplik yapısı, yönetim kurulu yapısı ve bilgi paylaşımı gibi özellikleri yansıtacak şekilde bir kurumsal yönetim endeksi oluşturmuşlardır. Araştırmacılar görece olarak daha zayıf kurumsal yönetim uygulamalarına sahip firmaların daha iyi uygulamalara sahip firmalara kıyasla aylık %2 daha iyi performans sergilediklerini ortaya koymuşlardır. Bu getiri farkını da zayıf kurumsal yönetim uygulamalarına sahip firmalardaki görece olarak daha fazla riske maruz kalınmasıyla açıklamaktadırlar. Ancak, getiriler firma büyüklüğü ve değer faktörlerine göre düzeltilindiğinde, etkin piyasa hipotezi ile uyumlu olarak normal üstü getirilerin istatistiksel olarak anlamlı olmadığı gözlemlenmiştir.

Brezilya Borsası'nda 1995-2008 yılları arasında listelenen 388 firma verisi ile Fama-French Üç Faktör modeli kullanılarak yapılan analizde kurumsal yönetimin hisse getirisini nasıl etkilediğine cevap aranmıştır. Çalışmada, kurumsal yönetimi ölçmek için 15 sorunun yanıtından oluşan bir endeks kullanılmıştır. Bu sorulara anket yoluyla yanıt bulmak yerine firmaların halka açık bilgilerinden faydalanılmıştır. Çalışma, kurumsal yönetimin hisse getirisini açıklamakta firma büyüklüğü ve defter-pazar değerinden daha etkili bir faktör olduğunu göstermiştir. Bir yatırım stratejisi olarak düşük kurumsal yönetim skoruna sahip firmaların hisse senetlerini alarak, yüksek kurumsal yönetim skoruna sahip olanları satmak durumunda, çalışmanın yapıldığı zaman diliminde %10 seviyesinde normal üstü getiri elde edilebileceği belirtilmiştir (Carvalho ve Nobili, 2011, s. 248, 250, 258).

Hindistan ve Çin'in de yer aldığı 10 Asya ülkesine ait veri seti kullanılarak 2001-2010 yılları arasında yapılan çalışma, literatürde iyi kurumsal yönetim uygulamaları ile hisse performansı arasında sıklıkla karşılaşılan pozitif ilişkinin aksine zayıf kurumsal yönetim uygulamalarına sahip portföylerin hisse senedi performansını yıllık %9 seviyelerine kadar olumlu yönde

etkilediğini bulmuşlardır. Araştırmacılar bu bulguyu risk ve getiri arasındaki ilişki ile açıklamışlardır. Daha zayıf kurumsal yönetim uygulamalarının firma açısından bir risk faktörü oluşturduğunu ve pazar betasını yükselterek, getirinin de artmasına sebep olacağını savunmuşlardır. Ancak veriler risk ve ülke faktörlerine göre düzeltildiğinde, çalışmada normal üstü getiriye rastlanmamıştır (Kouwenberg v.d., 2014; s. 965, 968).

Türkiye’de 2009-2016 yılları arasında 19 reel sektör firmasının kurumsal yönetim skorları ve hisse senedi getirileri arasındaki ilişkiyi inceleyen çalışma değişkenler arasında ters yönlü bir ilişki tespit etmiştir (Turnacıgil v.d., 2019, s.376-377). 2005-2010 yılları arasında Türk firmaları üzerine yapılan bir diğer çalışmada Kurumsal Yönetim Endeksinde listenen firmalardan oluşan bir yatırım stratejisinin Etkin Piyasa Hipotezi ile uyumlu olarak normal üstü getiri sağlamadığı gözlemlenmiştir (İçke v.d., 2011, s. 136) .

3. Veri Seti ve Yöntem

Bu çalışmada 2011-2019 yılları arasında BRICS ülkelerinde (Brazil, Russia, India, China, South Africa– Brezilya, Rusya, Hindistan, Çin, Güney Afrika) listelenen hem hisse senedi kapanış fiyatı hem de kurumsal yönetim skoruna sahip şirketlerden oluşan portföylerin performansları kurumsal yönetim uygulamaları ile ilişkilendirilerek incelenmiştir. Kurumsal yönetim göstergesi olarak Thomson Reuters ESG (Environmental, Social, Governance – Çevre, Toplum, Yönetişim) skorlarının alt kırılımı olan yönetim skoru (Governance Pillar Score) kullanılmıştır. Bu skorlara ve portföy performansını ölçmede kullanılacak hisse senedi piyasası verilerine Thomson Reuters Eikon veri tabanı üzerinden erişilmiştir. Çalışmada tüm hisse senetlerinin düzeltilmiş kapanış fiyatları Amerikan doları cinsinden ele alınmıştır. Tablo 1, yıllar itibariyle analize konu olan ülkelerde kurumsal yönetim skoruna ve hisse senedi fiyat verilerine erişilebilen firma sayısını vermektedir. Tablo 2 ise yıllar itibariyle seçili ülkelerdeki ortalama yönetim skorunu listelemektedir. 100’e yaklaştıkça daha iyi kurumsal yönetim uygulamalarını temsil eden kurumsal yönetim skoru 0 ile 100 arasında değişmektedir. Tabloda da görüldüğü üzere, çalışma kapsamındaki ülkelerde ortalama kurumsal yönetim skorunun hem ülkeler hem de yıllar itibariyle büyük benzerlik göstermesi çalışmada kullanılan verinin tutarlılığı açısından önem arz etmektedir.

Tablo 1. Yıllar ve Ülke Bazında Analize Dahil Edilen Firma Sayısı

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Brezilya	62	67	70	76	78	80	78	88	79
Çin	58	63	66	68	63	67	70	248	276
Hindistan	54	73	77	84	88	95	98	103	109
Rusya	29	30	31	32	32	34	34	34	38
Güney Afrika	47	72	118	118	117	119	121	122	118
Toplam	250	305	362	378	378	395	401	595	620

Tablo 2. Yıllar ve Ülke Bazında Ortalama Kurumsal Yönetim Skorları

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Brezilya	50,7	49,7	48,5	49,8	49,7	48,7	50,0	48,1	49,9
Çin	49,0	49,0	49,2	48,9	50,0	50,0	49,2	49,6	49,8
Hindistan	48,5	48,1	48,1	48,6	50,5	49,9	50,3	49,6	50,0
Rusya	44,6	45,1	45,0	44,0	46,8	46,5	46,9	45,6	46,7
Güney Afrika	49,6	49,3	52,0	51,5	51,5	50,2	50,1	50,2	49,9
Toplam	48,4	55,3	61,0	61,7	62,1	63,2	63,2	69,3	70,4

Kurumsal yönetim uygulamalarının portföy performansı üzerindeki etkisini ölçmek amacıyla Auer ve Schuhmacher (2016) takip edilerek 10 farklı portföy oluşturulmuştur. Bu portföylerin beşi en yüksek kurumsal yönetim skoruna sahip hisse senetlerinden meydana gelirken, geriye kalan beş portföy ise en düşük kurumsal yönetim skoruna sahip hisse senetlerini içermektedir. Portföy oluşturma sürecinde sırasıyla %5, %10, %15, %20 ve %25 kesit seviyeleri (cut-off level) kullanılmıştır. 1 numaralı portföy en yüksek kurumsal yönetim skoruna sahip şirketlerin %5'ini içerirken, 10 numaralı portföy ise en düşük kurumsal yönetim skoruna sahip şirketlerin %5'ini içermektedir. Bauer ve diğerleri (2004) kurumsal yönetim skoruna göre portföyler oluştururken portföy getirilerinin yüksek piyasa değerlerine sahip firmalar tarafından etkilenmemesi için oluşturulan portföylerin eşit ağırlıklı (equally-weighted) olması gerektiğini belirtmişlerdir. Bu çalışmada da benzer şekilde portföyler eşit ağırlıklı olarak oluşturulmuştur. Her t yılı için oluşturulan portföylerde, şirketlerin t-1 yılı sonundaki kurumsal yönetim skorları kullanılmıştır. Bu portföylerin kompozisyonu yeni kurumsal yönetim skorları açıklanana kadar sabit tutulmuştur.

Çalışmada analiz yöntemi olarak risk ve getiri arasındaki ilişkiyi ölçen Finansal Varlık Fiyatlama Modeli (FVFM)⁴ ve Fama-French Üç Faktörlü Varlık Fiyatlama Modeli⁵ kullanılmıştır. Bu modellerden Finansal Varlık Fiyatlama Modeli aşağıdaki gibidir (Black ve diğerleri, 1972, s. 7):

$$R_{it} - R_{ft} = \alpha_i + \beta_i(R_{mt} - R_{ft}) + e_i \quad (1)$$

Burada;

R_{it} = i varlığının t dönemindeki getirisi

R_{ft} = t dönemindeki risksiz faiz oranı

α_i = i varlığının normal üstü getirisi

β_i = i varlığının betası

R_{mt} = t dönemindeki piyasa getirisi

e_i = Rassal hata terimini

temsil etmektedir.

Ayrıca portföy getirisi üzerinde işletme büyüklüğü ve değer gibi faktörlerin açıklayıcı bir etkisinin olup olmadığını test etmek için de Fama-French Üç Faktörlü Varlık Fiyatlama Modeli kullanılmıştır (Fama ve French, 1993).

$$R_{it} - R_{ft} = \alpha_i + \beta_i(R_{mt} - R_{ft}) + \beta_{SMB}SMB + \beta_{HML}HML \quad (2)$$

Burada;

SMB = Küçük ve büyük ölçekli firmaların hisselerinden oluşan portföyler arasındaki getiri farkını,

HML = Defter değeri/piyasa değeri yüksek firmaların hisse senetlerinden oluşan portföyler ile defter değeri-piyasa değeri düşük firmaların hisse senetlerinden oluşan portföylerin getirileri arasındaki farkı temsil etmektedir.

Fama-French (1992) takip edilerek oluşturulan SMB faktörünü elde etmek için öncelikle firmalar piyasa değeri büyüklüklerine göre azalan şekilde sıralanmıştır. Medyan değerinin üzerinde kalan firmalar büyük (big), altında kalan firmalar ise küçük (small) olarak sınıflandırılmıştır. Benzer şekilde HML faktörünü elde etmek için de firmalar defter değeri/piyasa değeri olarak ölçülen değer faktörüne göre azalan şekilde sıralanmıştır. İlk %30 luk grup

⁴ CAPM – Capital Asset Pricing Model

⁵ Fama-French Three Factor Model

yüksek (high), sonraki %40 orta (medium), geriye kalan %30 luk grup ise düşük (low) olarak sınıflandırılmıştır. Tüm bu sınıflandırmalara göre 6 farklı kesişim portföyü oluşturulmuştur.

Fama-French (1993) faktörleri oluşturulurken büyüklük faktörü t yılının haziran sonundaki değerine göre, değer faktörü ise t-1 yılının aralık sonu değerine göre oluşturulmuştur. SMB ve HML faktörleri oluşturulurken, değer faktörü 6 aylık gecikmeli (lagged) kullanılmıştır ancak kurumsal yönetim skorları yıllık olarak yayınlandığı için örnekleminizde yer alan firmalara ait veiller de yıllık olarak değişmektedir. Bu sebeple t yılı için oluşturulan SMB ve HML portföyleri oluşturulurken büyüklük faktörü t-1 yılı haziran sonu değerine göre oluşturulmuştur. Değer faktörü ise t-1 yılı aralık sonu değerleri kullanılmış, büyüklük faktörü ise 6 aylık gecikmeli olarak kullanılmıştır.

Çalışmada piyasa endeksi olarak MSCI Gelişmekte Olan Ülkeler Endeksi⁶ kullanılmıştır. Analize konu ülkeleri de kapsayan bu endeks 26 gelişmekte olan ülke verisini içermektedir. Her ülkenin dolaşımdaki hisse senetlerinin en az %85 ini kapsadığından, endeksin temsil gücünün gelişmekte olan ülkelerin piyasa getirisini ölçebileceği varsayılmıştır. Risksiz faiz oranı olarak da bir aylık Amerikan hazine bonusu faiz oranı kullanılmıştır.

Analizde kullanılacak veri seti zaman serisi özelliğine sahip olduğu için kullanılan değişkenlerin durağanlığını sınamak üzere Augmented Dickey-Fuller (ADF) ve Philips-Perron (PP) testleri uygulanmıştır (Brooks, 2008, s. 330-332). Sonuçlar serilerin birim kök içermediğini göstermiştir. Otokorelasyon ve değişen varyans (heteroskedastisite) problemlerinin varlığını test etmek için de sırasıyla Lagrange Multiplier (LM) ve Breusch-Godfrey-Pagan testleri uygulanmıştır. Elde edilen sonuçlara göre serilerin hata terimleri arasında bir ilişki olmadığı gözlemlenirken, hata terimlerinin varyanslarının bazı portföylerde değişken olduğu yani heteroskedastisite problemi olduğu tespit edilmiştir. Bu sorunu gidermek için standart hatalar Newey ve West (1987) yöntemiyle düzeltilmiştir.

4. Analiz Sonuçları

Kurumsal yönetimin portföy performansı üzerindeki etkisini incelemek üzere oluşturulan portföylere ilişkin FVFM sonuçları Tablo 1'de sunulmuştur. Portföylerin normal üstü getirilerini temsil eden α değerlerinin farklı kesit seviyelerinde oluşturulan portföyler için sıfıra yakın olduğu tespit edilmiştir. Gözlemlenen normal üstü getirilerden 9 numaralı portföyün getirisi hariç hiç-

⁶ Morgan Stanley Capital International Emerging Markets Index

biri istatistiki olarak anlamlı çıkmamıştır. En düşük kurumsal yönetim skoruna sahip firmaların %10'unu içeren bu portföyün normal üstü getirisi %10 seviyesinde anlamlıdır.

Tablo 3. FVFM Sonuçlarına Göre Kurumsal Yönetim ve Portföy Performansı İlişkisi (2011-2019)

Portföy no:	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
α_i	0,0040 (0,0031)	0,0031 (0,0026)	0,0039 (0,0026)	0,0036 (0,0025)	0,0038 (0,0025)	0,0035 (0,0026)	0,0042 (0,0028)	0,0047 (0,0029)	0,0056* (0,0032)	0,0055 (0,0038)
$R_{ml} - R_{fl}$	0,9341*** (0,0788)	1,0401*** (0,0692)	1,0332*** (0,0652)	1,0368*** (0,0624)	1,0385*** (0,0670)	1,0592*** (0,0878)	1,0807*** (0,0980)	1,0801*** (0,1030)	1,0810*** (0,1104)	1,0257*** (0,1187)
R ²	0,7007	0,7883	0,7890	0,8055	0,8200	0,7837	0,7653	0,7509	0,7203	0,6134
F İstatistiği	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000

*** p<0,01, **p<0,05, *p<0,10. Standart hatalar parantez içerisinde verilmiştir. Standart hatalar Newey ve West (1987)'e göre düzeltilmiştir.

Piyasa risk primleri açısından analiz sonuçları değerlendirildiğinde, tüm portföylerin getirileri ile piyasa risk primi arasındaki pozitif ve güçlü ilişkinin %1 seviyesinde istatistiksel olarak anlamlılığı tespit edilmiştir. R² değerleri 0,61 ile 0,82 arasında değişmektedir. Bu değerler incelendiğinde piyasa risk priminin portföy getirilerini açıklamakta orta-güçlü bir yapıya sahip olduğu görülmektedir. Bu durumda piyasa endeksi olarak kullanılan MSCI Emerging Market Index'in portföylerdeki değişimin açıklanmasında önemli bir göstere olduğu görülmektedir.

Tablo 4. Fama-French Üç Faktör Modeli Sonuçlarına Göre Kurumsal Yönetim ve Portföy Performansı İlişkisi (2011-2019)

Portföy no:	1	2	3	4	5	6	7	8	9
α_i	0,0033 (0,0025)	0,0024 (0,0022)	0,0032 (0,0020)	0,0029 (0,0020)	0,0032 (0,0020)	0,0029 (0,0021)	0,0035 (0,0024)	0,0041 (0,0025)	0,0048* (0,0027)
$R_{ml} - R_{fl}$	0,8104*** (0,0500)	0,9235*** (0,0498)	0,9144*** (0,0456)	0,9203*** (0,0440)	0,9316*** (0,0475)	0,9475*** (0,0610)	0,9663*** (0,0728)	0,9616*** (0,0754)	0,9454*** (0,0795)
SMB	0,6299*** (0,1056)	0,5173*** (0,0885)	0,5567*** (0,1013)	0,5042*** (0,0950)	0,4875*** (0,0958)	0,4569*** (0,1091)	0,4462*** (0,1181)	0,3883*** (0,1119)	0,3979*** (0,1068)
HML	-0,1674*** (0,0522)	-0,1846*** (0,0385)	-0,1778*** (0,0438)	-0,1886*** (0,0405)	-0,1645*** (0,0433)	-0,1904*** (0,0412)	-0,2023*** (0,1864)	-0,2354*** (0,0437)	-0,2851*** (0,0412)
R ²	0,8099	0,8658	0,8741	0,8837	0,8892	0,8488	0,8284	0,8165	0,8044
F İstatistiği	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000

*** p<0,01, **p<0,05, *p<0,10. Standart hatalar parantez içerisinde verilmiştir. Standart hatalar Newey ve West (1987)'e göre düzeltilmiştir.

FVFM sonuçları ile tutarlı olarak Fama-French Üç Faktör Varlık Fiyatlama Modeli sonuçları da Tablo 2'de görüldüğü üzere kurumsal yönetim skorlarına göre farklı kesit seviyelerinde oluşturulan portföylerin normal üstü getirilerinin sıfıra yakın olduğunu göstermektedir. En düşük kurumsal yönetim skoruna sahip firmaların %10'unu içeren 9 numaralı portföy aylık %0,48 ve yıllık %5,9 normal üstü getiri ile yine en yüksek normal üstü getiriye sahiptir. Bu portföy dışındaki portföylerin normal üstü getirilerini gösteren α değerle-

rine ait hiçbir sonuç istatistiksel olarak anlamlı değildir. FVFM ile benzer şekilde tüm portföylerin getirileri ile piyasa risk primi arasında %1 seviyesinde istatistiksel olarak anlamlı ve pozitif yönlü bir ilişki gözlemlenmiştir.

Analiz sonuçları büyüklük faktörü açısından incelendiğinde, bu faktörün kurumsal yönetim skorlarına göre oluşturulmuş tüm portföylerin getirileri üzerinde anlamlı ve pozitif bir etkiye sahip olduğu tespit edilmiştir. Dolayısıyla, kurumsal yönetim skoru en yüksek firmalardan oluşan ilk 5 portföy ile kurumsal yönetim skoru en düşük firmalardan oluşan son 5 portföy arasında firma büyüklüğü ile getiler bazında ilişkinin anlamlılık seviyesi ve yönü açısından herhangi bir farklı etki ile karşılaşılması söz konusu değildir. Katsayılar yorumlandığında, firmaların kurumsal yönetim skorları düştükçe büyüklük faktörünün portföylerdeki getiriye açıklama oranı da düşmektedir.

Sonuçlar değer faktörü açısından incelendiğinde ise portföy getirileri ile bu faktör arasında anlamlı ve negatif bir ilişki bulunmuştur. Defter değeri/ piyasa değeri oranı arttıkça, portföy getirileri anlamlı derecede negatif yönde etkilenmektedir. Başka bir deyişle piyasa değerinin defter değerinin üzerinde olması portföy getirilerinin açıklanmasında çok yüksek olmayan ancak pozitif bir etkiye sahiptir. Kurumsal yönetim skorunun farklı kesit seviyelerine göre oluşturulmuş portföylerde yine bu skorun yüksek ya da düşük olmasına göre ilişki yönü ve anlamlılık seviyesi açısından bir fark gözlemlenmemiştir. Tüm portföylerin değer faktörü katsayıları incelendiğinde de, kurumsal yönetim skorları daha düşük olan firmalarda bu faktörün negatif yönlü açıklayıcılığının arttığı gözlemlenmiştir.

Bu modelin R^2 değeri FVFM modelininki ile karşılaştırıldığında, değer aralığının 0,71 ile 0,89 arasına yükseldiği gözlemlenmiştir. Bu da büyüklük ve değer faktörlerinin modele dahil edilmesi ile açıklanmaktadır.

Alt Dönem Analizleri

Kurumsal yönetim uygulamalarının portföy getirileri üzerindeki dönerselliğini test etmek için Kempf ve Osthoff'un (2007, s. 919) çalışması referans alınarak portföy performansı ve kurumsal yönetim arasındaki ilişki analiz dönemi; 2011-2013, 2014-2016 ve 2017-2019 olmak üzere üçer yıllık 3 alt periyoda bölünerek tekrar incelenmiştir. Tablo 3, FVFM sonuçlarına göre kurumsal yönetim ve portföy performansı arasındaki dönersel ilişkiyi sunmaktadır. İkinci alt dönem hariç tüm alt dönem analizlerinde bu ilişkinin uzun dönem performans sonuçları ile benzerlik gösterdiği gözlemlenmiştir.

Sonuçlar, alt dönemler için incelendiğinde portföylerin birinci ve üçüncü alt dönemlerdeki normal üstü getirileri sınıra yakın ve yine istatistiki olarak

anlamli değilken, ikinci alt dönem için en yüksek kurumsal yönetim skoruna sahip 1 numaralı portföy dıŐında normal üstü getiriler pozitif ve istatistiki olarak anlamlıdır. Bu alt dönemde gözlemlenen istatistiki olarak anlamli normal üstü getiriler yıllık bazda %11,1 ile %17,6 arasında değişmektedir. Görelilik olarak daha düşük kurumsal yönetim skoruna sahip portföylerde normal üstü getirilerin daha yüksek olduğu tespit edilmiştir.

Uzun dönem analizinde tüm portföylerin getirileri ile piyasa risk primi arasında bulunan pozitif ve anlamli ilişki, benzer Şekilde tüm alt dönem analizlerinde de gözlemlenmiştir.

Tablo 5. FVFM Sonuçlarına Göre Kurumsal Yönetim ve Portföy Performansı Dönemsel İlişkisi

Portföy no:	2011-2013				2014-2016				2017-2019			
	α_i	$R_{it} - R_{ft}$	R^2	F İstatistiği	α_i	$R_{it} - R_{ft}$	R^2	F İstatistiği	α_i	$R_{it} - R_{ft}$	R^2	F İstatistiği
1	0,0022 (0,0050)	0,9466*** (0,1404)	0,7630	0,0000	0,0010 (0,0063)	1,0005*** (0,1462)	0,6512	0,0000	0,0009 (0,0053)	0,8508*** (0,1274)	0,6890	0,0000
2	0,0005 (0,0035)	1,0549*** (0,0909)	0,8484	0,0000	0,0088* (0,0048)	1,1817*** (0,1106)	0,8194	0,0000	0,0020 (0,0057)	0,8506*** (0,1625)	0,6590	0,0000
3	-0,0001 (0,0029)	1,0294 (0,0823)	0,8784	0,0000	0,0108** (0,0050)	1,1929*** (0,0100)	0,8051	0,0000	0,0030 (0,0052)	0,8545*** (0,1465)	0,6509	0,0000
4	0,0000 (0,0028)	1,0441*** (0,0825)	0,8935	0,0000	0,0109** (0,0047)	1,1734*** (0,1004)	0,8188	0,0000	0,0016 (0,0049)	0,8724*** (0,1342)	0,6712	0,0000
5	0,0007 (0,0028)	1,0346*** (0,0827)	0,9087	0,0000	0,0104** (0,0043)	1,1967*** (0,1126)	0,8442	0,0000	0,0020 (0,0050)	0,8670*** (0,1425)	0,6709	0,0000
6	0,0001 (0,0032)	1,0311*** (0,4100)	0,8406	0,0000	0,0107** (0,0043)	1,2788*** (0,1298)	0,8521	0,0000	0,0018 (0,0054)	0,8580*** (0,1357)	0,6329	0,0000
7	0,0003 (0,0034)	1,0173*** (0,1342)	0,8191	0,0000	0,0118** (0,0050)	1,3630*** (0,1400)	0,8330	0,0000	0,0028 (0,0053)	0,8669*** (0,1369)	0,6436	0,0000
8	0,0005 (0,0036)	1,0116*** (0,1311)	0,8200	0,0000	0,0117** (0,0052)	1,3625*** (0,1613)	0,8151	0,0000	0,0044 (0,0057)	0,8693*** (0,1483)	0,6063	0,0000
9	0,0018 (0,0043)	1,0005*** (0,1468)	0,7732	0,0000	0,0136** (0,0052)	1,3643*** (0,1745)	0,8013	0,0000	0,0034 (0,0061)	0,9021*** (0,1589)	0,5813	0,0000
10	0,0017 (0,0070)	0,9385*** (0,1635)	0,6162	0,0000	0,0125** (0,0055)	1,2875*** (0,2153)	0,7224	0,0000	0,0040 (0,0068)	0,8806*** (0,1714)	0,4937	0,0000

*** p<0,01, **p<0,05, *p<0,10. Standart hatalar parantez içerisinde verilmiştir. Standart hatalar Newey ve West (1987)'e göre düzeltilmiştir.

Tablo 4 ise Fama-French  Faktör Modeli'ne göre kurumsal yönetim ve portföy performansı dönemsel iliŐkisinin analiz sonuçlarını sunmaktadır. Uzun dönem sonuçları ile kıyaslandığında, bu modelde alt dönem sonuçlarının anlamli çıktığı portföy sayısı daha fazladır. Portföyler kurumsal yönetim skoruna göre oluŐturulduğunda, 2011-2013 alt dönem analiz sonuçları normal üstü getirilerin sifıra yakın olduğunu ve istatistiki olarak anlamli olmadığını göstermiştir. İkinci alt dönemde ise pozitif çıkan normal üstü getiriler en yüksek kurumsal yönetim skoruna sahip ilk iki portföy hariç diğer tüm portföylerde istatistiki olarak anlamli çıkmıştır. 2017-2019 analiz döneminde ise

anlamli normal üstü getiri sağlayan portföy sayısında bir önceki alt döneme göre azalma olmuş ve sadece 3, 4 ve 5 numaralı portföylerde sırasıyla yıllık %7,8; %5,8 ve %6,4 normal üstü getiri gözlemlenmiştir.

Tüm alt dönemlerde portföy getirileri ile piyasa risk primi arasında uzun dönem sonuçları ile tutarlı olarak %1 seviyesinde anlamlı ve pozitif bir ilişki tespit edilmiştir. Yine uzun dönemde istatistiki olarak anlamlı çıkan büyüklük faktörü sonuçları alt dönemler için incelendiğinde sadece ikinci ve üçüncü alt dönemlerde anlamlılığını koruduğu gözlemlenmiştir. 2011-2013 döneminde ise en yüksek kurumsal yönetim skoruna sahip firmaların %10'undan oluşan 2 numaralı portföy hariç anlamlı bir ilişki gözlemlenememiştir.

Analiz sonuçları değer faktörü açısından incelendiğinde, uzun dönem sonuçlarında olduğu gibi tüm alt dönemlerde bu faktör ve portföy getirileri arasında anlamlı ve negatif yönlü bir ilişki bulunmuştur. İlişkinin yönü kurumsal yönetim skorunun farklı kesit seviyelerine göre oluşturulmuş portföylerde değişmemektedir.

Tablo 6. Fama-French Üç Faktör Modeli Sonuçları Göre Kurumsal Yönetim ve Portföy Performansı Dönemsel İlişkisi

Portföy no:	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
2011-2013										
α_i	-0,0002 (0,0045)	-0,0014 (0,0035)	-0,0014 (0,0032)	-0,0016 (0,0029)	-0,0005 (0,0028)	-0,0020 (0,0032)	-0,0020 (0,0033)	-0,0020 (0,0033)	-0,0015 (0,0038)	-0,0027 (0,0066)
$R_{mt} - R_{ft}$	0,8597*** (0,1040)	0,9801*** (0,0701)	0,9802*** (0,0758)	0,9868*** (0,0677)	0,9911*** (0,0716)	0,9535*** (0,1007)	0,9373*** (0,1055)	0,9350*** (0,0959)	0,9020*** (0,1025)	0,8384*** (0,1058)
SMB	0,3176 (0,1976)	0,3096* (0,1678)	0,1994 (0,1475)	0,1810 (0,1333)	0,1296 (0,1342)	0,2846 (0,2185)	0,2750 (0,2257)	0,1486 (0,1946)	0,1727 (0,2193)	-0,1332 (0,3068)
HML	-0,1691* (0,0866)	-0,1343*** (0,0445)	-0,0894** (0,0395)	-0,1201*** (0,0356)	-0,0873** (0,0405)	-0,1509*** (0,0435)	-0,1608*** (0,0496)	-0,1897*** (0,0467)	-0,2495*** (0,0526)	-0,3494*** (0,0663)
R ²	0,8096	0,8775	0,8921	0,9146	0,9207	0,8751	0,8569	0,8662	0,8496	0,7510
F İstatistiği	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000
2014-2016										
α_i	0,0062 (0,0049)	0,0065 (0,0046)	0,0080** (0,0037)	0,0090** (0,0042)	0,0082** (0,0039)	0,0088** (0,0035)	0,0101** (0,0043)	0,0103** (0,0048)	0,0127** (0,0051)	0,0122** (0,0055)
$R_{mt} - R_{ft}$	0,7418*** (0,0879)	0,9799*** (0,0815)	0,9175*** (0,0711)	0,9303*** (0,0808)	0,9793*** (0,0883)	1,0917*** (0,1190)	1,1787*** (0,3601)	1,1724*** (0,1708)	1,1627*** (0,1752)	1,1224*** (0,2237)
SMB	0,7772*** (0,1193)	0,5040*** (0,0838)	0,6549*** (0,0680)	0,5528*** (0,0833)	0,5218*** (0,0780)	0,4440*** (0,1261)	0,4079** (0,1712)	0,3551** (0,1462)	0,3023** (0,1374)	0,1828 (0,1978)
HML	-0,1620** (0,0712)	-0,1855*** (0,0311)	-0,2720 (0,0466)	-0,2548*** (0,0583)	-0,2122*** (0,0585)	-0,1853** (0,0736)	-0,1996** (0,0914)	-0,2439*** (0,0904)	-0,3015*** (0,0778)	-0,2845*** (0,0637)
R ²	0,8282	0,8901	0,9259	0,9146	0,9234	0,9034	0,8739	0,8579	0,8555	0,7699
F İstatistiği	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000
2017-2019										
α_i	0,0036 (0,0035)	0,0053 (0,0033)	0,0063*** (0,0029)	0,0047* (0,0027)	0,0052* (0,0026)	0,0046 (0,0040)	0,0055 (0,0040)	0,0073 (0,0044)	0,0066 (0,0047)	0,0078 (0,0050)
$R_{mt} - R_{ft}$	0,8004*** (0,0642)	0,7789*** (0,0847)	0,7876*** (0,0812)	0,8067*** (0,0798)	0,7979*** (0,0744)	0,7924*** (0,1095)	0,8009*** (0,1149)	0,7936*** (0,1188)	0,8258*** (0,1183)	0,7864*** (0,1068)

SMB	0,5953*** (0,1693)	0,6718*** (0,1658)	0,7046*** (0,1587)	0,6723*** (0,1531)	0,6766*** (0,1386)	0,5098** (0,1891)	0,5059** (0,1877)	0,4975** (0,2044)	0,5847** (0,2263)	0,6951*** (0,2398)
HML	-0,2470*** (0,0588)	-0,3421*** (0,0744)	-0,3234*** (0,0822)	-0,3164*** (0,0850)	-0,3308*** (0,0826)	-0,3075*** (0,0982)	-0,3085*** (0,0960)	-0,3499*** (0,1010)	-0,3567*** (0,0970)	-0,4396*** (0,1079)
R ²	0,8355	0,8637	0,8551	0,8582	0,8681	0,7634	0,7732	0,7455	0,7258	0,6831
F İstatistiği	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000
*** p<0,01, **p<0,05, *p<0,10. Standart hatalar parantez içerisinde verilmiştir. Standart hatalar Newey ve West (1987)'e göre düzeltilmiştir.										

5. Sonuç

Kurumsal yönetim uygulamaları özellikle 2000'li yıllarda ortaya çıkan kurumsal yönetim skandalları sonrasında önem kazanmıştır. Firmalar, şeffaf ve hesap verebilir bir yapıya ulaşmak için kurumsal yönetim uygulamalarını geliştirmeye çalışırken, araştırmacılar da bu uygulamaların firmaların finansal performansı ve hisse senedi getirileri üzerindeki etkilerini araştırmaktadır.

Bu çalışmada 2011-2019 yılları arasında BRICS ülkeleri borsalarında listelenen ve kurumsal yönetim skoruna sahip firmalardan oluşturulan portföylerin performansları FVFM ve Fama-French Üç Faktör Modeli kullanılarak incelenmiştir. Analiz sonuçlarına göre her iki modelde de portföylerde uzun dönemde anlamlı normal üstü getiri elde edilemezken, alt dönem analizlerinde normal üstü getiri sağlayan portföylere rastlanmıştır. Özellikle ikinci alt dönemi kapsayan 2014-2016 yılları arasında portföylerin büyük bir çoğunluğu pozitif ve istatistiki olarak anlamlı normal üstü getiri sağlamıştır. Ancak, alt dönem sonuçlarında elde edilen pozitif ve istatistiksel olarak anlamlı getiriler diğer dönemlerde gözlemlenememiş ve kaybolmuştur. Sonuç olarak, etkin piyasa hipotezine uygun şekilde kurumsal yönetim uygulamalarının hisse senedi getirileri üzerinde belirgin bir etkiye sahip olmadığı görülmüştür.

Kurumsal yönetimin hisse senedi performansı üzerindeki etkisini inceleyen çalışmaların büyük bir çoğunluğu kurumsal yönetim ilkelerini daha iyi uygulayan işletmelerin daha zayıf uygulamalara sahip işletmelere göre hisse senedi performanslarının daha yüksek olduğu sonucuna ulaşmıştır (Gompers v.d., 2003; Drobetz v.d, s. 272, 291 2004,; Bauer v.d., s. 249, 2007). Bununla birlikte iyi kurumsal yönetim uygulamaları ile şirketlerin borsa performansları arasında anlamlı bir ilişki bulamayan çalışmalar da mevcuttur (Çelik v.d., 2017, s. 224 – 230; Aman ve Nguyen, s. 660, 2008; Turnacıgil v.d., 2019, s. 376-377). Bebchuk ve diğerleri (2013) bu ilişkinin zayıflamasını öğrenme etkisi ile açıklamaktadırlar. Ayrıca, 2000'li yıllardan sonra dünya gündeminde yerini alan muhasebe skandalları ile birlikte yatırımcıların ve akademisyenlerin kurumsal yönetime olan ilgilerinin artması da kurumsal yönetimin hisse performansı üzerindeki etkisinin görece olarak zamanla zayıflamasına sebep olmuştur. Bunların yanında kavramın popülerliği medyanın ilgisini de arttıra-

rak beklenen etkinin yine görel olarak azalmasına sebep olmuştur (Bebchuk v.d., 2013, s. 966). Bu çalışmada da gerek uzun dönem gerekse alt dönemler için analizin yapıldığı BRICS ülkelerinde yer alan iyi kurumsal yönetim uygulamalarına sahip şirketlerin hisse senetleri ile oluşturulan portföylerde normal üstü bir getiri elde edilemeyeceği tespit edilmiştir.

Literatür taraması göz önünde bulundurulduğunda, çalışmalarda portföylerin genel olarak eşit ağırlıklı ya da değer ağırlıklı olarak oluşturulduğu tespit edilmiş ve bu çalışmanın analizinde de eşit ağırlıklı yöntem kullanılmıştır. Ancak, ileriki çalışmalarda kurumsal yönetim skorlarına göre bir ağırlıklandırma yapılmasının da portföy getirisi üzerinde bir farklılığa sebep olup olmayacağı test edilebilir. Böylece, farklı portföy oluşturma yöntemlerinin sonuçlar üzerinde anlamlı bir etkisinin olup olmadığı da karşılaştırılabilecektir.

Kaynakça

- Aman, H., Nguyen, P. (2008). Do stock prices reflect the corporate governance quality of Japanese firms? *J. Japanese Int. Economies*, 22, 647-662.
- Auer, B. R., & Schuhmacher, F. (2016). Do socially (ir)responsible investment pay? New evidence from international ESG data. *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 59, 51-62.
- Bauer, R. M. M. J., Günster, N. K. ve Otten, R. R. A. E. (2004). Empirical Evidence on Corporate in Europe: The Effect on Stock Returns, Firm Value and Performance. *Journal of Asset Management*, 5(2), 91-104.
- Bebchuk, L. A., Cohen, A., ve Wang, C. C. Y. (2013). Learning and the disappearing association between governance and returns. *Journal of Financial Economics*, 108, 323-348.
- Brooks, C. (2008). *Introductory Econometrics for Finance*, Cambridge University Press, New York, Second Edition.
- Carvalho, A. ve Nobili, C. (2011). Does Corporate Governance Matter For Stock Returns? Estimating A Four-Factor Asset Pricing Model Including A Governance Index. *Quantitative Finance*, 11(2), 247-259.
- Celik, S., Aktan, B., Tvaronaviciene, M. ve Bengitoz, P. (2017). Linkage between Company Scores and Stock Returns. *Journal of International Studies*, 10(1), 219-232.
- Drobotz, W., Schillhofer, A. ve Zimmermann H. (2004). Corporate Governance and Expected Stock Returns: Evidence from Germany. *European Financial Management*, 10(2), 267-293.
- Dünya Bankası, <https://datatopics.worldbank.org/world-development-indicators/stories/services-drive-economic-growth.html>, (tarih: 29.11.2019).
- Fama, E. F., French, K. R. (1992). The Cross Section Of Expected Stock Returns. *The Journal Of Finance*, 47(2), 427-465.
- Fama, E. F. , French, K. (1993). Common Risk Factors in the Return on Stocks and Bonds. *Journal of Financial Economics*, 33(1), 3-56.
- Fischer, K. ve Khoury, N. (2007). The Impact of Ethical Ratings on Canadian Security Performance: Portfolio Management and Corporate Governance Implications. *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 47, 40-54.
- Gompers, P., Ishii, J. ve Metrick, A. (2003). Corporate Governance and Equity Prices, *The Quarterly Journal of Economics*, 118, 107-155.
- İçke, B. T., İçke, M. A., Aytürk, Y. (2011). Corporate Governance and Stock Returns in Istanbul Stock Exchange, *Journal of Accounting and Financa*, 11(2), s. 128-138.
- Kempf, A., Osthoff, P. (2007). The Effect of Socially Responsible Investing on Portfolio Performance, *European Financial Management*, Vol. 13, No. 5, s. 908-922.
- Kouwenberg, R., Salomons, R., & Thontirawong, P. (2014). Corporate Governance And Stock Returns in Asia. *Quantitative Finance*, 14(6), 965-976.
- Newey, W. K., West, K. D. (1987). Hypothesis Testing With Efficient Method of Moments Estimation. *International Economic Review*, 777-787.
- Turnacıgil, S., Güler, H., Doğanlı, H. (2019). The Effect of Corporate Governance on Stock Returns by PVAR : An Investigation in BIST, *Uluslararası Ekonomi, İşletme ve Politika Dergisi*, 3(2), s.367-380.
- Türkiye Kurumsal Yönetim Derneği ve Deloitte. (2006). ‘Nedir Bu Kurumsal Yönetim?’ İstanbul.