

KURUMSAL YÖNETİM - PERFORMANS İLİŞKİSİ: İMKB KURUMSAL YÖNETİM ENDEKSİNE KAYITLI HALKA AÇIK ŞİRKETLERDE BİR ARAŞTIRMA

*Arş. Gör. Mete KARAYEL**

*Arş. Gör. İbrahim Yaşar GÖK***

ÖZET

Son yıllarda yaşanan şirket skandalları ve küresel finansal krizler sonrası, piyasalarda yatırımcı güveni oldukça sarsılmıştır. Bu duruma bir çözüm olarak şirket üst yönetiminin etkin yönetim ve denetimini sağlayan bir sistem olan kurumsal yönetim kavramı, ülkelerce ve uluslararası kuruluşlarca şirketlere önerilmiştir. Bu bağlamda son yıllarda birçok ülkede, devlet ve özel sektörde kurumsal yönetim kodları ve endeksleri oluşturulmuştur. Dünyada olduğu gibi ülkemizde de SPK ve TÜSİAD önderliğinde kurumsal yönetim kodları çıkarılmış ve İMKB tarafından da İMKB Kurumsal Yönetim Endeksi oluşturulmuştur. Çalışmamızda kurumsal yönetim uygulamalarının şirket performansına olan etkisi Türkiye İMKB Kurumsal Yönetim Endeksi'ne kayıtlı şirketler üzerinde yapılan bir analizle incelenmiştir. Analiz sonucunda kurumsal yönetim uygulamalarıyla performans arasında yüksek dereceli bir ilişkiye ulaşılamamıştır.

Anahtar Sözcükler: Kurumsal Yönetim, Vekalet Teorisi, Şirket Performansı

ABSTRACT

Relationship Between Corporate Governance And Performance: A Research On Publicly Held Corporations Listed In Imkb Corporate Governance Index

Investor confidence mostly eroded after company scandals and global financial crises. Corporate governance concept was offered to companies by governments and international organizations as a receipt for this situation. In this context corporate governance codes and indexes were prepared by state and private sectors in many countries in recent years. In Turkey like other countries, corporate governance codes were prepared at the leadership of SPK and TÜSİAD and also IMKB Corporate Governance Index was prepared by IMKB. In our study effects of corporate governance applications on company performance were analysed on the firms listed in İMKB Corporate Governance Index. At the end of the analysis, a high volumed relationship between corporate governance and performance wasn't found.

* Afyon Kocatepe Üniversitesi, İİBF, İşletme Bölümü

** Süleyman Demirel Üniversitesi, İİBF, İşletme Bölümü

Keywords: Corporate Governance, Agency Theory, Firm Performance

GİRİŞ

Kurumsal yönetim kavramı olarak ilk kez 1978 yılında Amerika’da yayınlanan kurumsal yönetim koduyla adından bahsettirmeye başlamıştır. Ardından 1989 yılında Hong Kong’da yayınlanan kurumsal yönetim kodu ve özellikle 1992 yılında İngiltere’de yayınlanan “Cadbury Raporu” sonrasında, kurumsal yönetim kodları hızla diğer ülkelerde yayılmaya başlamıştır. 2008 yılı itibarıyla 64 ülkede 196 farklı kurumsal yönetim kodu oluşturulmuş bulunmaktadır. Bu kodları yayınlayanlar sadece hisse senedi piyasa düzenleyicileri değil, aynı zamanda yatırımcı birlikleri, işveren toplulukları, profesyonel birlikler ve de devletten oluşmaktadır (Aguilera, 2008:378).

Aguilera (2008) çalışmasında kurumsal yönetimin son yıllarda siyasetçiler, iş dünyası, medya ve akademik camia arasında öneminin yükselmesini ve hızlı bir şekilde yayılmasını bir takım nedenlere bağlamıştır. Birinci olarak, dünya ekonomisinin küreselleşmesi ile uluslararası yatırımcılar için farklı ülkelerin kapıları giderek daha da çok aralanmaktadır. Bu uluslararası yatırımcılar kendi çıkarlarını korumak ve ölçek ekonomilerinden faydalanabilmek için daha iyi ve daha standartlaşmış kurumsal yönetim uygulamalarına ihtiyaç duymaktadırlar. İkinci olarak, birçok ülkedeki yüksek profilli şirket skandalları, kamunun şirketlere olan güvenini büyük ölçüde sarsmıştır. Sonuç olarak da katı kurumsal yönetim yapıları ve uygulamalarına olan talep şekillendirilmiş ve onaylanmıştır.

Görüldüğü üzere Amerika’da başlayan ve dünyada hızla yayılmış olan bu kavram günümüzde de geçerliliğini sürdürmektedir. Kurumsal yönetimin önem kazanması ve devletler ve uluslararası örgütlerce (IMF, OECD, WorldBank) desteklenmesinin ardındaki en önemli nedense, bu prensiplerin mikro bazda şirketlerin performansını, dolayısıyla da makro bazda ülkelerin ekonomik kalkınmışlığına ve sürdürülebilir kalkınmasına olan etkisidir.

Türkiye’de ise kurumsal yönetim ilk kez TÜSİAD (Türkiye Sanayicileri ve İş Adamları Derneği) tarafından 2002 yılı Aralık ayında “Kurumsal Yönetim En İyi Uygulama Kodu: Yönetim Kurulunun Yapısı ve İşleyişi” isimli çalışmayla gündeme alınarak raporlaştırılmıştır. Daha sonra yine aynı iş adamları topluluğu tarafından 2003 yılında kurulan TKYD (Türkiye Kurumsal Yönetim Derneği) tarafından çeşitli araştırmalar ve eğitimler yapılarak kavramın bilinirliği artmaya başlamıştır. 2003 yılının Temmuz ayında Sermaye Piyasası Kurulunca (SPK) 1999 yılında yayınlanan “OECD Kurumsal Yönetim İlkeleri” baz alınarak halka açık anonim şirketlere tavsiye niteliğindeki “Kurumsal Yönetim İlkeleri” oluşturulmuştur. Bu ilkeler OECD Kurumsal Yönetim İlkeleri’ndeki değişikliklere paralel olarak 2005 yılında revize edilerek tekrar yayınlanmıştır. Aynı yıl İstanbul Menkul Kıymetler Borsası (İMKB) halka açık şirketlerin kurumsal yönetim düzeyinin ölçülmesi ve yatırımcının yatırım kararlarında etkili olması amacıyla “kurumsal yönetim endeksi” oluşturmuştur.

Yapılan bu çalışmada, İMKB Kurumsal Yönetim Endeksi'nde Haziran 2009 itibariyle yer alan 15 şirketten, endeksin oluşumundan Haziran 2009'a değin endekste yer alabilmiş 9 şirketin, firma performansı incelenmiştir. Çalışma beş bölümden oluşmakta olup, birinci kısımda kurumsal yönetim kavramı tanımlanmış, ikinci kısımda uluslararası genel kabul gören ortak kurumsal yönetim prensipleri sıralanmış, üçüncü kısımda Türkiye'deki kurumsal yönetimin gelişimi ve mevcut durumuna değinilmiş ve dördüncü kısımda ise kurumsal yönetim-performans ilişkisi üzerine literatürdeki çalışmalara ve farklı görüşlere yer verilmiştir. İMKB Kurumsal Yönetim Endeksi'ne kayıtlı halka açık şirketler üzerine yapılan uygulama ve sonuç kısmıyla çalışma tamamlanmıştır.

1. KURUMSAL YÖNETİM KAVRAMI

Türkiye'de "kurumsal yönetim" (corporate governance) kelimesi aynı zamanda "kurumsal yönetişim" olarak da ifade edilmektedir. Kurumsal yönetim kavramının farklı kişi ve kurumlarca değişik tanımları yapılmıştır.

1929 yılında Amerika'da Wall Street'te yaşanan büyük skandal sonrası Berle ve Means 1932 yılında yayınladıkları "The Modern Corporation and Private Property" isimli çalışmalarında modern şirketlerin toplum içindeki değişen rollerine değinmişler, sahiplik ve yönetimin ayrılmasının sahipliğin dağılmasına, bunun da denetleme ve yönetim disiplini zorlaştırdığına vurgu yapmışlardır. Kitapta yer alan bu ifadeler günümüze kadar uzanan kurumsal yönetim tartışmalarının temelini oluşturmuştur.

Daha sonra Jensen ve Meckling 1976'da sahiplik ve kontrolün ayrılması üzerine vekalet teorisini oluşturmuşlar ve çalışmalarında bir vekalet ilişkisinden ve bu nedenle ortaya çıkan bir vekalet probleminden bahsetmişlerdir. Buna göre vekalet ilişkisi, bir veya birden fazla kişinin (asil) karar verme otoritesini delege ederek bir hizmet bekledikleri diğer kişiler (vekil) arasında oluşan bir kontrattır. Eğer iki taraf da faydasını maksimize edecek bir yapıda davranırsa, bu durumda vekilin, asilin en iyi çıkarına göre davranmayacağı düşünülebilir. Asil, kendi çıkarlarını maksimize edecek kararlardan vekilin sapmasını engellemek için bazı özendirici mekanizmalar kurabilir ve bu davranışları engellemek için bazı denetleme maliyetlerine katlanmak durumunda kalabilir. (Jensen ve Meckling, 1976:308). İşte kurumsal yönetim ilk başlarda bu vekalet problemiyle baş edecek bir yapı üzerine inşa edilmeye başlanmıştır.

Kurumsal yönetim ülke kodu olarak ilk kez 1978 yılında Amerika'da yayınlanmıştır. Devamında 1989 yılında Hong Kong'da yayınlanan kurumsal yönetim kodları ve özellikle 1992 yılında İngiltere'de yayınlanan "Cadbury Raporu" sonrasında hızla diğer ülkelerde yayılmaya başlamıştır. 2008 yılına gelindiğinde 64 ülkede 196 farklı kurumsal yönetim kodu yayınlanmış bulunmaktadır. Bu kodları yayınlayanlar sadece hisse senedi piyasaları ve düzenleyiciler değil aynı zamanda yatırımcı birlikleri, işveren toplulukları, profesyonel birlikler ve de devletten oluşmaktadır.

Birçok ülkede hızla yayılan kurumsal yönetim kavramı, Cadbury Raporu'nda "şirketleri idare ve kontrol eden bir sistem" olarak tanımlanmıştır. Şirketlerin idare ve kontrolünden ve dolayısıyla şirketlerin yönetiminden en üst düzey organ olan yönetim kurulları sorumludur. Pay sahiplerinin yönetimdeki görevi yönetici ve denetçileri görevlendirmek ve uygun yönetim modelini kurmaktır. Yönetim kurulunun sorumlulukları şirketin stratejik hedeflerinin belirlenmesi ve bunların uygulanmaya konulmasında liderlik etmek, işletme yönetimini denetlemek ve bunu pay sahiplerine rapor etmektir. Yönetim kurulunun görevleri kanunlara, düzenlemelere ve genel kuruldaki pay sahiplerinin alacağı kararlara bağlıdır (Cadbury Raporu, 1992:14).

Birçok ülke ve şirketçe uluslararası ilk kurumsal yönetim kodu olarak kabul edilen OECD (Ekonomik Kalkınma ve İşbirliği Örgütü) Kurumsal Yönetim Prensipleri'nde, kurumsal yönetim aynı şekilde "kurumsal işletmelerin yönetildiği ve idare edildiği bir sistem" olarak tanımlamaktadır. Kurumsal yönetim yapısını, kurum içindeki yönetim kurulu, idareciler, pay sahipleri ve diğer paydaşlar olarak kabul edilen farklı gruplar arasındaki hakların ve görevlerin dağılımı belirlemektedir. Bu yapı aynı zamanda kurum hakkında verilecek kararlarla ilgili kural ve prosedürleri de belirlemektedir. Bu yapı şirket hedeflerinin belirlenmesini, bunlara ulaşacak araçların yaratılmasını ve performansın değerlendirmesini sağlamaktadır (OECD KY Prensipleri, 1999).

Bir diğer uluslararası kuruluş olan Dünya Bankası ise kurumsal yönetimi; bir şirketin yönetimi, yönetim kurulu, pay sahipleri ve paydaşları arasındaki ilişkiler kümesi olarak tanımlamıştır.

Türkçe literatürde stratejik yönetim bakış açısıyla Ülgen ve Mirze (2004) kurumsal yönetimi, "işletmenin stratejik yönetimi ile görevli ve sorumlu üst yönetimin, bu görevlerini ve sorumluluklarını yerine getirirken, işletme üzerinde kendilerini belirli nedenlerle "hak sahibi" gören pay sahipleri, çalışanlar, tedarikçi, müşteri ve diğer toplumsal kurumlarla olan ilişkileri" şeklinde tanımlamışlardır.

Günümüzde son derece önem arz eden bu kavramı tanımladıktan sonra, ülkelerce ortak sayılabilecek iyi kurumsal yönetim prensiplerine değinmekte fayda vardır.

2. İYİ KURUMSAL YÖNETİM

Kurumsal yönetim alanında yapılan sayısız çalışma bulunmaktadır. Bu çalışmalarda ideal tek bir kurumsal yönetim modelinin olmadığı vurgulanmaktadır. Fakat genel kabul gören tüm uluslararası kurumsal yönetim yaklaşımlarında eşitlik, şeffaflık, hesap verilebilirlik ve sorumluluk genel kabul gören kavramlar olarak belirtilmektedir.

Eşitlik; şirket yönetiminin tüm faaliyetlerinde, pay ve menfaat sahiplerine eşit davranmasını ve olası çıkar çatışmalarının önüne geçilmesini ifade eder. Şeffaflık; ticari sır niteliğindeki ve henüz kamuya açıklanmamış bilgiler hariç olmak üzere, şirket ile ilgili finansal ve finansal olmayan bilgilerin, zamanında, doğru, eksik-

siz, anlaşılabilir, yorumlanabilir, düşük maliyetle kolay erişilebilir bir şekilde kamuya duyurulması yaklaşımıdır. Hesap verebilirlik; yönetim kurulu üyelerinin esas itibarıyla anonim şirket tüzel kişiliğine ve dolayısıyla pay sahiplerine karşı olan hesap verme zorunluluğunu, sorumluluk ise; şirket yönetiminin anonim şirket adına yaptığı tüm faaliyetlerinin mevzuata, esas sözleşmeye ve şirket içi düzenlemelere uygunluğunu ve bunun denetlenmesini ifade eder (SPK Kurumsal Yönetim Prensipleri, 2003:2,3).

Bununla birlikte evrensel kurumsal yönetim kavramları yanında bazı çalışmalarda ise ideal kurumsal yönetim uygulamaları (good corporate governance applications) üzerine bazı tanımlamalar yapılmaya çalışılmıştır.

Colley (2004:3,4) çalışmasında iyi kurumsal yönetim faaliyetlerini, uygulama ve yapısını şu şekilde sıralamıştır:

- Sorumluluklarını bütünlük ve kabiliyet içinde yerine getiren etkili bir yönetim kurulu.
- Yönetim kurulu tarafından işe alınan ve işleri yürütmek için otorite verilen yetenekli bir CEO(İcra Kurulu Başkanı).
- CEO tarafından, yönetim kurulunun tavsiye ve rızasıyla, belirlenen iyi bir iş alanının seçilmesi. (Bu şirketin etkili ve karlı bir şekilde rekabet edebileceği cazip bir endüstride yer alan bir iş alanı anlamına gelmektedir. Bu iş aynı zamanda şirketin rekabetçi başarısı için yetenek ve kaynaklara sahip olduğunu da işaret etmektedir.)
- CEO ve onun yönetim ekibi tarafından yaratılan ve yönetim kurulunun tavsiye ve rızasıyla oluşturulan geçerli bir iş konsepti. (Bu iş konsepti, hizmet verilecek müşterileri, dağıtılacak mal ve/veya hizmetleri, ve bu mal veya hizmetlerin dağıtılmasında kullanılacak araç ve süreçlerin tanımlarını içermelidir. Geçerli bir iş konsepti müşteri ihtiyaçlarını kaliteli ve sıkça farklı yollardan karşılarken şirketin karlı olması ve karlılığını sürdürmesini sağlamaktadır. İş konseptinin uygun şekilde uygulanması, şunları gerektirmektedir:
 - o Örgütün yönetilmesini düzenleyen geniş amaçların varlığı.
 - o CEO'nun örgüt amaçlarını yerine getirebilmesi için planlara ve kaynaklara sahip olması ve planları etkin bir şekilde yürütmesi.
 - o Yönetim kurulu ve yönetimin çıkarlarının pay sahiplerininkiyle uyuşması.
- Örgütün temel paydaşlarına -müşteriler, çalışanlar, kredi sağlayanlar, tedarikçiler ve dağıtımçılar, halk ve pay sahipleri- karşı olan yükümlülüklerinin, kanunlar ve düzenlemelerle bütünlük ve uyumluluk içerisinde olmasını sağlayan sistemlerin varlığı.
- İşletme performansının işletme sahipleri ve çeşitli yatırım gruplarına tam ve zamanında duyurulması.

Ortak özelliklerinden de anlaşıldığı üzere kurumsal yönetim uzun vadeli karlılığı hedefleyen, paydaşlarla ilişkilere önem veren, etkin bir yönetim tarzını önermektedir. OECD Kurumsal Yönetim Prensipleri'nde bahsedildiği şekilde ortak değerler geliştirilse de her ülkenin kendine has kurumsal yönetim uygulamaları vardır. Bu açıdan Türkiye'deki gelişimi görmekte fayda vardır.

3. TÜRKİYE'DE KURUMSAL YÖNETİMİN GELİŞİMİ VE MEVCUT DURUMU

Türkiye'de ilk kez TÜSİAD tarafından gündeme alınan ve Aralık 2002'de "Kurumsal Yönetim En İyi Uygulama Kodu: Yönetim Kurulunun Yapısı ve İşleyişi" ismiyle raporlaştırılan bu kavram, daha sonra yine aynı iş adamları topluluğu tarafından kurulan TKYD (Türkiye Kurumsal Yönetim Derneği) tarafından yapılan araştırmalar ve eğitimlerle yaygınlaştırılırken, 2003 yılında Sermaye Piyasası Kurulunca "Kurumsal Yönetim İlkeleri" olarak yayınlanmıştır. Hazırlanan bu rapor 1999 yılında OECD tarafından yayınlanan "Kurumsal Yönetim İlkeleri" baz alınarak oluşturulmuştur. Temmuz 2003 tarihinde yayınlanan ve Şubat 2005 tarihinde revize edilen bu çalışmada başta halka açık şirketler olmak üzere, özel sektör ve kamuda faaliyet gösteren tüm anonim şirketler tarafından uygulanabilecek kurumsal yönetim ilkeleri belirlenmiştir. Türkiye'de anonim şirket kavramına bakıldığında; Anonim Şirket, Sanayi ve Ticaret Bakanlığı'nın onayıyla en az beş veya daha fazla gerçek ya da tüzel kişi tarafından kurulan ve alacaklılara karşı şirket varlığıyla sorumlu olan ve ortakların sorumluluğunun sermaye oranıyla sınırlı olduğu şirket türüdür. Bu tanımdan da görüldüğü gibi kurumsal yönetim ilkeleri KOBİ niteliğindeki bir aile şirketinden, binlerce hissedarı olan büyük holdingleri ilgilendiren önemli bir kavramdır.

Bu gelişmelerden sonra İMKB 2005 yılında halka açık şirketlerin kurumsal yönetim düzeyini ölçülmesi ve yatırımcının yatırım kararlarında etkili olması amacıyla kurumsal yönetim endeksi oluşturmuştur. Kısaca endeksin yapısına bakacak olursak 2009 Haziran ayı itibarıyla endekste 15 şirket bulunmaktadır ve bu şirketlerin sadece 10 tanesi halka açık şirket pozisyonundadır.

İMKB Kurumsal Yönetim Endeksi (XKURY), Kurumsal Yönetim İlkeleri'ni uygulayan şirketlerin dahil edildiği bir endekstir. İMKB Kurumsal Yönetim Endeksi'nin amacı, hisse senetleri İMKB pazarlarında (Gözaltı Pazarı hariç) işlem gören ve kurumsal yönetim ilkelerine uyum notu 10 üzerinden en az 6 olan şirketlerin, fiyat ve getiri performansının ölçülmesidir. Kurumsal Yönetim İlkelerine uyum notu, SPK tarafından belirlenmiş derecelendirme kuruluşları listesinde bulunan derecelendirme kuruluşlarınca, şirketin tüm kurumsal yönetim ilkelerine bir bütün olarak uyumuna ilişkin yapılan değerlendirme sonucunda verilmektedir. Kurumsal Yönetim Endeksi'nin hesaplanmasına, Kurumsal Yönetim derecelendirme notu 10 üzerinden en az 6 olan 5 şirketin Borsa'ya bildirilmesini takiben, 31.08.2007 tarihinde başlanmıştır. SPK tarafından belirlenmiş derecelendirme kuruluşları listesinde bulunan derecelendirme kuruluşlarınca bir bütün olarak tüm kurumsal yönetim ilkelerine uyuma ilişkin olarak verilen not "derecelendirme notunu" ifade eder.

4. LİTERATÜR ARAŞTIRMASI

Kurumsal yönetimin şirket performansına olan etkisi üzerine çok sayıda çalışma yapılmış ve bu çalışmalar sonunda farklı sonuçlara ulaşılmıştır. Bazı çalışmalar kurumsal yönetimin şirket performansını pozitif etkilediğinden bahsederken bazıları da ya hiç etkilemediğini ya da kurumsal yönetimin performans üzerinde negatif etkilere sahip olduğu sonuçlarına ulaşmışlardır. Bu yapılan değerlendirmelerin farklı ülkelerde yapılması ve farklı kriterlerle değerlendirilmiş olması da çıkan sonuçların farklılaşmasında etkili olmuştur.

Bu çalışmalardan bazıları kurumsal yönetim uygulamaları ve şirket performansı arasında pozitif bir ilişki olduğunu öne sürmektedir.

McKinsey, firmasının 2000 yılında 200'ün üzerinde kurumsal yatırımcıya yaptığı "Global Investor Opinion Survey" ve 2002 yılında tekrar yaptığı bu çalışma sonrasında bu yatırımcıların %80'inin iyi kurumsal yönetime sahip firmalara bir prim ödemeye hazır oldukları sonucuna ulaşmıştır. Burada tanımlanan iyi kurumsal yönetime sahip şirketler, dış bağımsız üyelere sahip olan, yönetim kurulu üyelerini iyi denetleyebilen, yönetim yapısı olarak herhangi bir bağa sahip olmayan ve yatırımcıların kurumsal yönetim açısından talep ettikleri bilgiyi sunan ve isteklerine cevap veren şirketlerdir.

McConnell ve Tavlos (2002) 1992'deki Cadbury Raporunun uygulanmasının, CEO (Chief Executive Officer - İcra Kurulu Başkanı) işten ayrılmalarını artırdığını, bunun da CEO ve yönetim kurulu başkanı pozisyonlarındaki ayırım uygulamasındaki ihtiyaçtan kaynaklandığını belirtmişlerdir. Aynı zamanda İngiltere'deki bu kod tavsiyeleri CEO işten ayrılmalarının kötü performansa olan duyarlılığını yükseltmiştir. Böylece iyi kurumsal yönetime sahip olan şirketlerdeki CEO tiranlığı bir ölçüde kırılmış olup, başarılı ve yüksek performansa sahip CEO'ların yönetim kurulu denetim ve tavsiyesiyle şirketi başarıya taşıyabildiği sonucuna ulaşılmıştır.

Brown ve Caylor (2004) 2,327 şirket üzerinde yaptıkları çalışmada 8 kurumsal yönetim kategorisinde 51 faktörü baz alarak şirketlere kurumsal yönetim skorları vermişlerdir. Bu faktörler: denetim, yönetim kurulu, imtiyaz/içtüzük, yönetim kurulu üyelerinin eğitim düzeyleri, yönetici ve yönetim kurulu üyelerinin ücretleri, mülkiyet, ilerici uygulamalar ve şirketleşmedir. Çalışma sonunda iyi kurumsal yönetim standartlarına sahip şirketlerin daha karlı, daha değerli oldukları ve hissedarlara daha fazla nakit ödedikleri sonucuna ulaşmışlardır. Sekiz kategori içerisinde yönetici ve yönetim kurulu üyelerinin ödemelerindeki standartların iyi performansla daha fazla alakalı olduğu sonucuna ulaşmışlardır.

Rodriguez (2004) İspanyol şirketlerindeki kurumsal yönetim koduna uyumun anormal pozitif dönüşlerle sonuçlandığını belirtmiştir. Bu çalışmada sonuçları itibariyle iyi kurumsal yönetime sahip olan firmaların yüksek getiriler elde edeceği vurgulanarak, kurumsal yönetimin performans üzerinde ne denli etkili olduğu ortaya konulmuştur.

Del Brio (2006) kurumsal yönetim kodlarına uyum derecesinin, İspanyol şirketlerin piyasa değerini artırdığını belirtmişlerdir. Bununla beraber iyi kurumsal yönetim uygulamalarına sahip olan bu şirketlerin farklı performans kriterleri açısından da başarılı oldukları sonucuna da ulaşılmıştır.

Major ve Marquesl (2008) Portekiz’de kurumsal yönetim prensiplerine uyum ve şirket performansı arasındaki ilişkiyi incelemiştir. Bunu ölçmek için 40 tanesi borsaya kayıtlı olmak üzere 80 şirketlik bir örneklem kümesinin 2003 ve 2005 yılları arasındaki finansal verilerini analiz etmişlerdir. Çalışma sonucunda örneklem küme açısından, kurumsal yönetimi uygulamanın şirket performansını önemli ölçüde artırdığı sonucuna ulaşılmıştır.

Fong ve Shek (2009) Hong-Kong ve Çin temelli aile kontrolündeki mülkiyet geliştirme şirketlerindeki çalışmalarında bir kurumsal yönetim mekanizması olarak kurumsal yönetim ifşası ile şirket performansını incelemişler ve pozitif bir ilişki bulmuşlardır.

Fakat bazı çalışmalarda da, kurumsal yönetim kodlarına uyumla, şirket performansı arasında negatif bir ilişki olduğu ya da hiçbir ilişki bulunmadığı belirtilmiştir.

Örneğin, Park ve Shin (2001) Toronto Borsası Kurumsal Yönetim tavsiyelerine uyumun, varlık yönetiminde düşüslere neden olduğunu belirtmişlerdir.

Dalton (1998) ve Bhagat(2002) çalışmalarında evrensel tavsiyelerden birisi olan yönetim kurulu bağımsızlığının finansal performansla sistematik olarak ilişkili olmadığını belirtmişlerdir.

Nowak, Rott ve Mahr (2004) Alman sermaye piyasasındaki şirketlerin performansı üzerinde kurumsal yönetimin hiçbir etkisi olmadığı sonucuna varmışlardır.

Bununla birlikte bu alandaki bazı çalışmalar da farklı kurumsal yönetim faktörlerinin şirket performansı üzerindeki farklı etkileri üzerine sonuçlara ulaşmışlardır.

Emmons ve Schmid (1999) çalışmalarında, ulusal bazdaki kurumsal yönetim uygulamalarının şirket performansına olan etkisini ele almışlardır. Literatürde de bahsedildiği üzere farklı yasal sistemlerin yatırımcıların yasal korunumu üzerine farklı sonuçlar verdiklerini belirtmişlerdir. Yatırımcı koruma dereceleri ve yasal sistem beraber ele alındığında ülkelerdeki şirket yapıları ve mülkiyet çeşitlerindeki değişikliği de en iyi şekilde açıklamaktadır. Daha iyi korunan yatırımcıların ve daha güçlü yasal düzenlemelerin olduğu ülkelerdeki şirketlerin performansı diğer ülkelere kıyasla daha iyi olmaktadır.

Weir ve Laing (2000) 1992 ve 1995 yılları için kurumsal yönetim yapısıyla firma performansı arasındaki ilişkiyi incelemişlerdir. Kurumsal yönetim yapısını Cadbury raporundaki tavsiyelere uyumu baz alarak değerlendirmişler ve çalışma sonunda ücret komitesi ile performans arasında pozitif bir ilişki olduğunu ama yönetim kurullarında yer alan dışarıdan bağımsız üyelerin ise firma performansı üzerinde negatif etkiye sahip oldukları sonucuna ulaşmışlardır.

Alves ve Mendes (2004) Portekiz’de borsaya kote olan firmalardaki analizlerinde kurumsal yönetim kodlarına uyumla hesaplanan geri dönüşler arasında bir ilişki olduğunu, ancak en iyi uygulama kodlarının getiri üzerinde sistematik bir etkisi olmadığını belirtmişlerdir. Bunun nedenini ise farklı başlıktaki tavsiyelerin ters etkilere sahip olmasına ve bu tavsiyelerin toplam etkisinin tahmin edilemez olmasına bağlamışlardır.

Ehikioya’nın (2007) Nijerya borsasına kayıtlı 107 şirket üzerinde yaptığı 1998-2002 yıllarını kapsayan ve kurumsal yönetim yapısının şirket performansına etkisini inceleyen çalışmasındaki sonuçlar da çarpıcıdır. Öncelikle mülkiyet yoğunlaşmasının (ownership concentration) performans üzerinde pozitif etkiye sahip olduğu ortaya çıkmıştır. Yönetim kurulu birleşiminin performans üzerine etkisine dair bir sonuca ulaşılamamıştır. CEO ve yönetim kurulu başkanının aynı kişi olmasının performansı olumsuz etkilediği de ortaya çıkmıştır. Kurumsal yönetim kodları CEO ve Yönetim Kurulu Başkanı’nın ayrı kişiler olması özellikle vurgulanmaktadır. Gerekli yeteneklere sahip olan ve öğrenmeyi teşvik eden şirketlerin daha iyi performans gösterdiği bunun da şirketlerin yönetim kurulu üyelerini işe almalarından önce gerekli yetenekleri belirlemeleri ve aynı zamanda yönetim kurulu üyelerinin görevlerini en etkili biçimde yerine getirdiğinden emin olmak için sürekli eğitim ve gelişime tabi tutulmalarına bağlı olduğu sonucuna ulaşmıştır. Bununla beraber yönetim kurulunda fazla aile üyesinin yer almasının şirket performansını olumsuz etkilediği sonucuna ulaşmıştır.

Gill, Vijay ve Jha (2009) kurumsal yönetim mekanizmaları ve şirket performansı üzerine yaptıkları literatür taramasında da ortak bir cevap olmadığı sonucuna ulaşmışlardır. Özellikle yönetim kurulu yapısı ve şirket performansı arasındaki ilişkinin yönü konusunda bir belirsizlik olduğu sonucuna ulaşmışlardır.

Mokhtar vd. (2009) çalışmalarında iyi kurumsal yönetim uygulamaları ile şirket performansı arasındaki ilişkiyi incelemiştirlerdir. Çalışmalarındaki çıkış noktaları iyi kurumsal yönetim uygulamalarına sahip olan şirketlerin daha etkin ve etkili bir yönetim kuruluna sahip olacakları; bunun denetimde önemli bir rol oynayacağını ve vekalet problemini azaltacağını; bu nedenle bu şirketlerin iyi kurumsal yönetim uygulamalarına sahip olmayanlara göre daha yüksek finansal performans göstereceğidir. Bu nedenle Malezya’dan iyi kurumsal yönetim uygulayan beş şirketi kötü kurumsal yönetim uygulayan beş şirketle karşılaştırmışlardır. Fakat çalışma sonuçlarında iki gruptaki şirketlerin finansal rasyolarında belirgin hiçbir farka ulaşamamışlardır. Bu sonuçlarının ise iyi kurumsal yönetim uygulamalarının şirket performansına hiçbir etkisi olmayacağı üzerine literatürle tutarlı olduğunu belirtmişlerdir.

Görüldüğü üzere, farklı ülkelerde, farklı sektörlerde ve farklı şirketlerde yapılan çalışmalarda kurumsal yönetimi uygulama düzeyi ve şirket performansı arasında farklı sonuçlara ulaşılmıştır. Çalışmanın uygulama kısmında İMKB Kurumsal Yönetim Endeksinde yer alan halka açık şirketlerde bu ilişki test edilecektir.

5. ARAŞTIRMANIN DİZAYNI

5.1. Araştırmanın Amacı

Hisse başına getiri, varlık karlılığı ve fiyat kazanç oranları performans ölçümünde kriter alınmıştır. Çalışmadan amaçlanan, çalışma kapsamında ele alınan şirketlerin kurumsal yönetim endeksine dahil olmadan önceki ve sonraki performansları arasında bir farklılık olup olmadığını tespit etmek ve eğer varsa kurumsal yönetim sürecinin, şirket performansı üzerindeki etkilerini ortaya koymaktır. Çalışmada test edilmek istenen hipotez

“ $h_0 =$ Kurumsal yönetim sürecinin şirket performansı üzerine etkisi yoktur.” şeklindedir.

Buna göre eğer ele alınan şirketlerden yarıdan fazlası bir veya daha fazla performans kriterinde olumlu değişim göstermemişse, “kurumsal yönetim süreci Türkiye için şirket performanslarını etkilememektedir.” sonucuna ulaşılabacaktır.

5.2. Araştırmanın Kapsam ve Sınırları

Kurumsal yönetim endeksinde, endeksin başlangıç tarihinden itibaren yer alan dokuz şirket üzerinde, 2006 yılı dördüncü aydan başlayan ve üçer aylık dönemlerden oluşan dokuz periyot baz alınarak, bir performans ölçümlemesi yapılmıştır.

Kurumsal yönetimin, şirket performansı üzerine etkisinin daha gerçekçi bir şekilde incelenebilmesi açısından, endeksin başlangıcından itibaren 2009 yılı haziran sonuna kadar endekste kalabilmiş dokuz şirket analize dahil edilmiştir. Bu dokuz şirketin incelenen dokuz periyot dahilindeki performans verileri, endeksin başlangıç tarihi olan 2007 ağustos öncesi beş dönem ve sonrası dört dönem olarak ayrıştırılmış ve bu dönemler arasında performans olarak bir farklılık olup olmadığı ortaya konulmaya çalışılmıştır. Küresel finansal krizin etkisinin iyice hissedildiği 2008 üçüncü çeyrekte sonraki dönemler, analizlerin daha sağlıklı sonuçlar vermesi açısından analizlere dahil edilmemiştir. Araştırmada kullanılan veriler İMKB elektronik veri dağıtım sisteminden elde edilmiştir.

5.3. Araştırma Metodolojisi

Çalışmada, metot olarak varyans analizi kullanılmıştır. Varyans analizi iki ya da daha fazla ortalama arasında fark olup olmadığı ile ilgili hipotezi test etmek için kullanılır. Varyans analizinde H_o hipotezi bütün popülasyonların ortalamalarının eşit olduğu şeklindedir.

“ $H_o = \mu_1 = \mu_2 = \mu_3 = \dots = \mu_n$ Ortalamalar arasında fark yoktur.”

“ $H_a =$ Ortalamalardan en az ikisi arasında anlamlı fark vardır.”

H_o hipotezi, iki varyans tahminini karşılaştırma yoluyla test edilir. Bunlardan ilki grupların içindeki varyanstır (MSE). MSE, H_o hipotezi doğru olsa da

olmasa da varyansın (σ^2) tahminidir. İkinci tahmin, grupların ortalamalarının varyansları üzerine temellenmiştir(MSB). MSB, sadece H_0 hipotezi doğru ise bir varyans tahminidir. Eğer H_0 hipotezi yanlış ise MSB, σ^2 'den daha büyük bir rakam tahmin eder. Varyans analizinde temel hedef ortalamalar arasında fark olup olmadığını anlamaktır (Kalaycı, 2008:131-132).

Varyans analizleri tek yönlü ve iki yönlü olarak gerçekleştirilebilir. Tek yönlü varyans analizi normal dağılım gösteren k toplumdaki alınan k bağımsız grup denemelerinden elde edilen nicel verilerin analizinde yararlanır. K bağımsız grup ortalamalarının birbirine eşitliğini test eder (Özdamar, 2004:340).

Tek yönlü varyans analizi, varyansların homojenliğinin sağlanması varsayımına dayanır. Tip II hatasına karşı araştırmayı korur. Tip II hata, yanlış hipotezin kabul edilmesidir. Varyansların birbirine eşit olmadığı durumda, örneklem aynı evrenden gelmediği halde, aynı evrenden geldikleri yanlış sonucuna varılabilir (Akgül, 2005:231). Bu varsayım tartışmalı olduğunda varyansların eşitliği testi için paket programlarda bulunan Levene testi kullanılabilir (Gürsakar, 2002:269).

5.4. Araştırma Bulguları

Araştırma kapsamındaki dokuz şirketin sırasıyla hisse başına kazanç, varlık karlılığı ve fiyat kazanç oranı değişimleri, ANOVA testi sonuçları baz alınarak değerlendirilmiştir. Buna göre ANOVA test sonuçları 0.05 anlamlılık düzeyinden daha anlamlı bulunanlarda, performans değişimi gözlenir değerlendirmesi yapılmıştır. Çalışmada önce hisse başına kazanç, ardından varlık karlılığı en son olarak da fiyat-kazanç oranı analizleri gerçekleştirilmiştir.

5.4.1. Hisse Başına Kar Analizleri

Hisse başına kazançlar, üçer aylık dönem sonları itibariyle bilançolarda beyan edildiği şekli ile analize dahil edilmişlerdir. Baz alınan periyot öncesi ve sonrası için şirketlerin hisse başına karlarındaki değişimin ANOVA testi sonuçları çizelge (1)'de yer almaktadır.

Çizelge 1. Hisse Başına Kazanç ANOVA Test Sonuçları

ŞİRKETLER		Kareler Toplamı	d f	Ortalama Kare	F istatistiği	Olasılık
Dentaş	Gruplar Arası	0,74	1	0,074	5,416	0,053
	Gruplar İçi	0,95	7	0,014		
	TOPLAM	1,69	8			
Doğan Yayın Holding	Gruplar Arası	87,153	1	87,153	0,028	0,872
	Gruplar İçi	21896,467	7	3128,067		
	TOPLAM	21983,62	8			
Hürriyet Gazetecilik	Gruplar Arası	13,789	1	13,789	1,274	0,296
	Gruplar İçi	75,763	7	10,823		
	TOPLAM	89,552	8			
Otokar	Gruplar Arası	0,001	1	0,001	0,154	0,707
	Gruplar İçi	0,039	7	0,006		
	TOPLAM	0,04	8			
Şekerbank	Gruplar Arası	0,002	1	0,002	2,055	0,195
	Gruplar İçi	0,007	7	0,001		
	TOPLAM	0,009	8			
Tofaş Otomobil Fabrikası	Gruplar Arası	0,059	1	0,059	14,668	0,006
	Gruplar İçi	0,028	7	0,004		
	TOPLAM	0,087	8			
Türk Traktör	Gruplar Arası	0,743	1	0,743		

	Gruplar İçi	3,111	7	0,444	1,672	0,237
	TOPLAM	3,854	8			
Tüpraş	Gruplar Arası	3,722	1	3,722	0,995	0,352
	Gruplar İçi	26,177	7	3,74		
	TOPLAM	29,899	8			
Vestel	Gruplar Arası	0,002	1	0,002	0,296	0,603
	Gruplar İçi	0,046	7	0,007		
	TOPLAM	0,048	8			

ANOVA test sonuçları çizelgesinden de görüldüğü üzere, şirketlerden sadece Tofaş Otomobil Fabrikası'nın F istatistiği olasılık sonuçları, 0.05'ten daha anlamlı bulunmuştur. Dolayısıyla, hisse başına kazanç için sadece bir şirkette, kurumsal yönetim süreci sonrasında öncesine göre performans değişimi gerçekleştiği bulgusuna erişilmiştir.

5.4.2. Varlık Karlılığı Analizleri

Varlık karlılıkları, incelenen dönemler itibariyle dönem sonunda elde edilen karın dönem sonu beyan edilen varlık toplamına bölünmesiyle elde edilmiştir. Çizelge (3)'te şirketlerin gerçekleştirilen varlık karlılığı ANOVA testinin sonuçları yer almaktadır.

Çizelge 2. Varlık Karlılığı ANOVA Test Sonuçları

ŞİRKETLER		Kareler Toplamı	df	Ortalama Kare	F istatistiği	Olasılık
Dentaş	Gruplar Arası	0,008	1	0,008	5,416	0,053
	Gruplar İçi	0,01	7	0,001		
	TOPLAM	0,018	8			
Doğan Yayın Holding	Gruplar Arası	0,003	1	0,003	0,028	0,872
	Gruplar İçi	0,066	7	0,009		
	TOPLAM	0,069	8			
Hürriyet Gazetecilik	Gruplar Arası	0,002	1	0,002	1,274	0,296
	Gruplar İçi	0,012	7	0,002		
	TOPLAM	0,014	8			

Otokar	Gruplar Arası	0	1	0	0,154	0,707
	Gruplar İçi	0,029	7	0,004		
	TOPLAM	0,029	8			
Şekerbank	Gruplar Arası	0	1	0	2,055	0,195
	Gruplar İçi	0	7	0		
	TOPLAM	0	8			
Tofaş Otomobil Fabrikası	Gruplar Arası	0,001	1	0,001	14,668	0,006
	Gruplar İçi	0,001	7	0		
	TOPLAM	0,002	8			
Türk Traktör	Gruplar Arası	0,007	1	0,007	1,672	0,237
	Gruplar İçi	0,067	7	0,01		
	TOPLAM	0,074	8			
Tüpraş	Gruplar Arası	0	1	0	0,995	0,352
	Gruplar İçi	0,019	7	0,003		
	TOPLAM	0,019	8			
Vestel	Gruplar Arası	0	1	0	0,296	0,603
	Gruplar İçi	0,001	7	0		
	TOPLAM	0,001	8			

ANOVA test sonuçları çizelgesinden de görüldüğü üzere, sadece Tofaş Otomobil Fabrikasının F istatistiği olasılık sonucu 0.05'ten daha anlamlı bulunmuştur. Dolayısıyla, varlık karlılığı için, kurumsal yönetim sürecine geçiş sonrası, sadece bir şirketin performansında değişim gerçekleştiği bulgusuna erişilmiştir.

5.4.3. Fiyat Kazanç Oranı Analizleri

Şirketlerin performans ölçümlerinde kullanılan kriterlerden fiyat kazanç oranı, ilgili şirketin incelenen dönemdeki ortalama hisse fiyatının hisse başına elde edilen kara bölünmesiyle hesaplanmıştır. Çizelge (3)'te şirketler için gerçekleştirilen fiyat-kazanç oranı ANOVA testinin sonuçları yer almaktadır.

Çizelge 3. Fiyat Kazanç Oranı ANOVA Test Sonuçları

ŞİRKETLER		Kareler Toplamı	df	Ortalama Kare	F istatistiği	Olasılık
Dentaş (FKO)	Gruplar Arası	980191,6	1	980191,631	1,069	0,336
	Gruplar İçi	6417116	7	916730,868		
	TOPLAM	7397307,6	8			

Doğan Yayın Holding (FKO)	Gruplar Arası	95,837	1	95,837	2,489	0,159
	Gruplar İçi	269,514	7	38,502		
	TOPLAM	365,351	8			
Hürriyet Gazetecilik (FKO)	Gruplar Arası	2378,571	1	12378,571	1,699	0,234
	Gruplar İçi	51002,638	7	7286,091		
	TOPLAM	53381,209	8			
Otokar (FKO)	Gruplar Arası	5238898	1	5238897,693	0,467	0,516
	Gruplar İçi	78560402	7	11222914,51		
	TOPLAM	83799300	8			
Şekerbank (FKO)	Gruplar Arası	2,00E+08	1	195288594,7	0,816	0,396
	Gruplar İçi	1,70E+09	7	239260294,9		
	TOPLAM	1900000000	8			
Tofaş Otomobil Fabrikası (FKO)	Gruplar Arası	2495,631	1	2495,631	6,708	0,036
	Gruplar İçi	2604,295	7	372,042		
	TOPLAM	5099,926	8			
Türk Traktör ((FKO)	Gruplar Arası	1090886	1	1090886	0,635	0,452
	Gruplar İçi	12030231	7	1718604,374		
	TOPLAM	13121117	8			
Tüpraş (FKO)	Gruplar Arası	833472,4	1	833472,4	1,697	0,234
	Gruplar İçi	3437551	7	491078,702		
	TOPLAM	4271023,4	8			
Vestel (FKO)	Gruplar Arası	2573,812	1	2573,812	0,405	0,545
	Gruplar İçi	217107,9	7	31015,421		
	TOPLAM	219681,712	8			

ANOVA test sonuçları çizelgesinden de görüldüğü üzere, sadece Tofaş Otomobil Fabrikasının F istatistiği olasılık sonucu 0.05'ten daha anlamlı bulunmuştur. Dolayısıyla, fiyat kazanç oranı için, kurumsal yönetim süreci sonrası, sadece bir şirketin performansında değişim gerçekleştiği bulgusuna erişilmiştir.

Bu bulgulardan yola çıkarak, analize dahil edilen dokuz şirketin kurumsal yönetim süreci sonrası, ele alınan üç performans kriteri için sağladıkları performans dönüşümleri çizelge (4)'te özetlenmiştir. Buna göre sadece Tofaş Otomobil Fabrikası için, üç performans kriterinde bir performans değişimi sağlandığı görülmektedir.

Çizelge 4. Kurumsal Yönetim Süreci-Şirket Performansı İlişkisi Sonuçları

<i>Şirket-ler</i>	Dentaş	Doğan Yayın Hold.	Hürri. Gaz.	Otok.	Şeker Bank	Tofaş Oto. Tab.	Türk Trak.	Tüpr.	Vestel
<i>Perf. Kri.</i>									
Hisse Başına Kar	-	-	-	-	-	+	-	-	-
Varlık Karlılığı	-	-	-	-	-	+	-	-	-
Fiyat-Kazanç Oranı	-	-	-	-	-	+	-	-	-

Çizelge (5)'te ise hisse başına kazanç, varlık karlılığı ve fiyat-kazanç oranı performans kriterlerinin, kurumsal yönetim öncesi ve sonrası dönem aldığı seyir görülmektedir. "1" ile gösterilen dönemler kurumsal yönetim süreci öncesini, "2" ile gösterilen dönemler ise kurumsal yönetim sürecini belirtmektedir.

Buna göre Tofaş Otomobil Fabrikası'nın hisse başına kazanç ortalaması ile varlık karlılığı ortalamasının, "2" ile gösterilen kurumsal yönetim sürecinde, "1" ile gösterilen kurumsal yönetim süreci öncesine göre artış göstermesi ve fiyat kazanç oranı ortalamasının ise 1. döneme göre, 2. dönemde azalarak ideal seviyeye yaklaşması, üç kriterde de performans dönüşümünün performans artışı olarak ortaya çıktığını göstermektedir.

Çizelge 5. Tofaş Otomobil Fabrikası Tanımlayıcı İstatistik Sonuçları

Performans Kriterleri	Gözlem Sayısı	Ortalama	Standart Sapma	Standart Hata
HBK	1	0,1044	0,04831	0,0216
	2	0,2675	0,07932	0,0396
	Toplam	0,1768	0,104479	0,0348
VK	1	0,217	0,009516	0,0042
	2	0,413	0,013267	0,0066
	Toplam	0,3041	0,014763	0,0049
FKO	1	55,18376	24,72233	11,056
	2	21,67206	7,291988	3,6459
	Toplam	40,28967	25,24857	8,4161

SONUÇ

Kurumsal yönetimin şirket performansı üzerine etkilerini araştıran bu çalışmada, İMKB Kurumsal Yönetim Endeksi'ne dahil şirketler üzerinde, endeksin başlangıcından 2009 Haziran sonuna kadar endekste kalabilmiş dokuz şirket üzerinde bir araştırma gerçekleştirilmiştir. Bunun için endeksin başlangıcı olan 2007 Ağustos'tan 2008 üçüncü çeyreğe kadar dört çeyreklik dönem "kurumsal yönetim sonrası", 2007 Ağustos'tan geriye doğru ise beş çeyreklik dönem "kurumsal yönetim öncesi" olarak baz alınmıştır.

Kurumsal yönetim öncesi ve sonrası arasındaki performans değişiminin, hisse başına kar, varlık karlılığı ve fiyat-kazanç oranı performans kriterleri bazında yapıldığı araştırmada ANOVA testi kullanılmıştır. Analiz sonuçlarına göre ele alınan dokuz şirketten sadece Tofaş Otomobil Fabrikası'nın hisse başına kazanç, varlık karlılığı ve fiyat-kazanç oranı performans kriterleri için bir değişim sağladığı ve bu değişimin performans artışı şeklinde gerçekleştiği bulgusuna erişilmiş, analize dahil edilen diğer şirketlerin ise kurumsal yönetim öncesi ve sonrası noktasında kurumsal yönetime geçişle bir performans değişimi sağlamadıkları sonucuna ulaşılmıştır.

Araştırma bulgularına göre, analiz periyodu dahilinde, Türkiye'de kurumsal yönetim sürecinin şirket performansı üzerine etkisinin olmadığı görülmekte, dolayısıyla analizin başında, "Kurumsal yönetim sürecinin şirket performansı üzerine etkisi yoktur." şeklinde kurulan hipotez, sadece bir şirketin her üç kriterde de performans değişimi göstermesi diğerlerinin göstermemesi nedeniyle kabul edilmektedir. Fakat kurumsal yönetim ilkelerinin tanınırlığının artması ile uzun vadede daha fazla kabul görmesi, yatırımcıların kurumsal yönetime dair algılarındaki değişiklik ve ilerleyen yıllarda endeks kapsamındaki şirketlerin sayısının artacağı olgusunun, kurumsal yönetim-şirket performansı etkileşimini zaman içerisinde farklı yönlerde etkileyebileceği, dolayısıyla araştırmanın ilerleyen zaman dilimlerinde yinelenmesinin faydalı olacağı açıktır.

KAYNAKÇA

AGUILERA, Ruth V., Cuervo-Cazurra, Alvaro, (2009), Codes of Good Governance, *Corporate Governance: An International Review*, 17(3), ss. 376-387.

AKGÜL, Aziz (2005) Tıbbi Araştırmalarda İstatistiksel Analiz Teknikleri, Emek Ofset, Ankara, ss.231.

ALVES, C. and MENDES, V. (2004) Corporate governance policy and company performance: The Portuguese case, *Corporate Governance: An International Review*, 12: 290–301.

BHAGAT, S. and BLACK, B. S. (2002) The non-correlation between board independence and long-term firm performance, *Journal of Corporation Law*, 27: 1231–73.

BERLE, A. Adolph, MEANS, GARDİNER, C. (1929) The Modern Corporation and Private Property.

BROWN, Lawrence D., CAYLOR, Marcus L., (2004) Corporate Governance and Firm Performance, http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=586423.

DAHYA, J., McCONNELL, J. J. and TRAVLOS, N. G. (2002) The Cadbury committee, corporate performance, and top management turnover, *Journal of Finance*, 461–83.

DALTON, D. R., DAILY, C. M., ELLSTRAND, A. E. and JOHNSON, J. L. (1998) Meta-analytic reviews of board composition, leadership structure, and financial performance, *Strategic Management Journal*, 19:269.

DEL Brio, E. B., MAIA-Ramires, E. and PEROTE, J. (2006) Corporate governance mechanisms and their impact on firm value, *Corporate Ownership and Control*, 4: 25–36.

EHIKIOYA, B. I. (2009), Corporate governance structure and firm performance in developing economies:evidence from Nigeria, *Corporate Governance Journal*, vol.9, no.3, s.231-243.

EMMONS, W. R., SCHMID, F. A. (1999) “Corporate Governance and Corporate Performance”, <<http://research.stlouisfed.org/wp/1999/99-018.pdf>>.

FERNÁNDEZ-Rodríguez, E., GÓMEZ-ANSÓN, S. and CUERVO-GARCIA, Á. (2004) The stock market reaction to the introduction of best practices codes by Spanish firms, *Corporate Governance: An International Review*, 12: 29 46.

FONG, S. C C, SHEK, W. W Y (2009) Corporate Governance Disclosure and Company Performance of Hong Kong-Based and China-Based Family-Controlled Property Development Companies, The Icfai University Press.

GILL Manpreet Singh, VIJAY T Sai, JAI, Subhash, (2009) Corporate Governance Mechanisms and Firm Performance: A Survey of Literature, The Icfai University Press, ss 7-21.

GÜRSAKAL, Necmi (2002) Bilgisayar Uygulamalı İstatistik II, Alfa Yayınları, İstanbul, s.269

JENSEN, M. C., MECKLING, W. H. (1976), Theory of The Firm: Managerial Behavior, Agency Costs, and Ownership Structure, *Journal of Financial Economics*, 3, ss. 305-360.

KALAYCI, Şeref (2008), SPSS Uygulamalı Çok Değişkenli İstatistik Teknikleri, Asil Yayınları, Ankara s.131-132

MAJOR, Euclides Ferreira, MARQUESL, Ana, (2008), IFRS Introduction, Corporate Governance and Firm Performance: Evidence From Portugal. *Journal of Applied Management Accounting Research* ss.237-259.

MOKHTAR, S. M.; SORI, Z. M.; HAMID, M. A. A.; Abidin, Z. Z.; Nasir, A. M.; Yaacob A. S.; Mustafa, H.; Daud, Z. M.; Muhamad, S. (2009) Corporate Governance Practices and Firm Performance: The Malaysian Case, *Journal of Money, Investment and Banking*, Issue 11. s.45-59.

NOWAK, E., ROTT, R. and MAHR, G. (2004) Rating boersennotierter Unternehmen auf Basis des Deutschen corporate governance Kodex-Eine empirische Untersuchung zur Akzeptanz und Qualitaet seiner Umsetzung in der Praxis, *Die Wirtschaftspruefung*, 18: 998–1010.

ÖZDAMAR Kazım (2004) Paket Programlar ile İstatistiksel Veri Analizi, Kaan Kitabevi, Eskişehir, s.340

PARK, Y. W. and SHIN, H. (2001) Board Composition and Earnings Management in Canada. Working Paper, University of Lethbridge.

Sermaye Piyasası Kurulu Kurumsal Yönetim İlkeleri, (2003).

The Cadbury Report, Financial Aspects of Corporate Governance (1992).

Tüsiad “Kurumsal Yönetim En İyi Uygulama Kodu: Yönetim Kurulunun Yapısı ve İşleyişi” (2002).

WEIR, C. and LAING, D. (2000) The performance-governance relationship: The effects of Cadbury compliance on UK quoted companies. *Journal of Management and Governance* 4: 265–81.