

Borsa İstanbul Kurumsal Yönetim Endeksinde Yer Alan Şirketlerin Sermaye Yapıları İle Hisse Senedi Getirileri Arasındaki İlişkinin İncelenmesi

Tolga ORAL¹

Erhan POLAT²

Ahmet ŞİT³

Öz

Borsa İstanbul Kurumsal yönetim endeksinin amacı uygun kurumsal yönetim notu alan şirketlerin fiyat ve getiri performanslarını ölçmektir. Şirketlerin sermaye yapılarının bu performanslara etkisinin olup olmadığı önemli bir husustur. Bu çalışmanın temel amacı endekste yer alan şirketlerin finansal kaldıraç oranının firma değerine olan etkisinin ölçülmesidir. Çalışmada BIST-XKURY endeksinde yer alan şirketlerin 2010-2014 yılları arasındaki finansal kaldıraç oranları ve aylık hisse senedi getiri verileri kullanılarak panel veri analizi uygulanmıştır. Bağımsız değişken olan finansal kaldıraç oranlarının hisse senedi getirilerine olan etkisi ölçülmeye çalışılmıştır. DOLS, FMOLS ve CCR test sonuçlarına göre, veri setinde yer alan şirketlerin yüzde kırkı finansal kaldıraç oranının hisse senedi bileşik getirisini artırdığı görülmüştür.

Anahtar Kelimeler: Kurumsal Yönetim Endeksi, Hisse Senedi Getirisi, Sermaye Yapısı, Finansal Kaldıraç

Analysis Of Relationship Between Capital Structure And Stock Returns Of Companies Whose Stocks Are Traded At Borsa İstanbul (BIST) Corporate Governance Index (XKURY)

Abstract

The purpose of BIST Corporate Governance Index (XKURY) is to measure the price return performance of companies got an appropriate corporate governance rating. It is an important issue whether the capital structure of the companies has an effect on price return performance. The basic purpose of this study is the measurement of the effect of the financial leverage of companies listed in Corporate Governance Index on their firm value. In this study, panel data analysis was applied using the financial leverages and monthly stock returns of the companies for the years between 2010-2014. The effect of the financial leverages to the stock returns has analysed. According to the results of the DOLS, FMOLS and CCR tests, the financial leverage has lead to an increase on the stock return, in forty percent of the companies.

Key Words: Corporate Governance Index, Stock Return, Capital Structure, Financial Leverage

¹ Öğretim Görevlisi, İnönü Üniversitesi Sivil Havacılık Yüksekokulu, tolga.oral@inonu.edu.tr

² Öğretim Görevlisi, Şırnak Üniversitesi Meslek Yüksekokulu, erhan0406@hotmail.com

³ Öğretim Görevlisi, Kilis 7 Aralık Üniversitesi Meslek Yüksekokulu, ahmet.sit@hotmail.com

1.Giriş

Kurumsal yönetim, şirketlerin verimli bir şekilde amaçlarına ulaşabilmeden temel rol oynayan faktörlerden birisidir. Bu kavramın son yıllarda büyük önem arz ettiği görülmektedir. Kurumsal yönetim önem kazanmasında temel sebeplerden birisi, işletme yönetimlerinde yaşanan aksaklıklar, problemlerdir. Bu problemler de işletmeleri başta olumsuz finansal sonuçlar olmak üzere tüm fonksiyonları açısından işletmeyi olumsuz etkileyecek, hatta iflas riskine kadar gidebilecektir. Dünyada yaşanan Worldcom, Enron, Xerox, Global Crossing işletmelerinin faaliyetlerini başarısız bir şekilde iflasla sonlandırmalarının temel sebeplerinden birisi, kurumsal yönetimin uygulanmasında gerekli etkinliğin gösterilmemesidir. Bahsedilen şirketlerin sektörde ağırlıkları büyük olduğu için, bu şirketlerin iflası sektörü ve dolayısıyla faaliyet gösterdikleri ülke ekonomilerini etkilemiştir.

Bu çalışmanın amacı kurumsal yönetim endeksinde yer alan şirketlerin finansal kaldıraçlarının hisse senedi getirisi üzerindeki etkisini ölçmektir. Bu amaçla 2010-2014 yılları arasında kurumsal yönetim endeksinde sürekli olarak yer alan 20 şirket uygulamaya dahil edilmiştir. Endekste yer alan finans şirketleri, mali yapılarındaki farklılıklar nedeniyle analiz dışı tutulmuştur. Çalışmanın ilk bölümünde kurumsal yönetim kavramı, kurumsal yönetim ilkeleri ve kurumsal yönetim endeksi hakkında açıklamalara yer verilmiştir. Daha sonra finansal kaldıraç kavramı açıklanmıştır. İlerleyen bölümlerde konu ile ilgili literatür taraması yapılarak çalışmada yer alan veriler ve değişkenlere ait bilgiler ile kullanılan ekonometrik yöntemlere ait açıklamalar yapılmıştır. Analiz neticesinde ulaşılan sonuçlar da bu bölümde belirtilmiştir.

2. Kavramsal Çerçeve

2.1. Kurumsal Yönetim

Kavramsal anlamda kurumsal yönetim; ortakların yer aldığı şirket yönetiminde, eşitlik, adillik, homojenlik, hesap verilebilirlik ve sorumluluk prensiplerini benimseyerek şirketin en verimli bir şekilde faaliyetlerinin sürdürülebilmesi için hak sahipleri ve şirket ortakları arasında optimal bir denge oluşturarak şirket idaresini temel alan bir yönetim felsefesidir (DAL, 2008: 389). Kurumsal yönetim bir işletmenin, yönetim kurulunun, ortaklarının, çalışanlarının, yatırımcıların haklarını doğru, objektif ve tarafsız bir biçimde koordine eden bütüncül bir yaklaşımdır.

Kurumsal yönetimin temel unsurları ise; Adaletli Olma, Sorumluluk Bilinci, Şeffaf ve Homojen Olma ve Her durumda hesap verilebilir olma olmak üzere 4 maddeden ibarettir (Uyar, 2004: 164).

2.2. Kurumsal Yönetim İlkeleri

Türkiye’de sermaye piyasalarının düzenlenmesi, denetlenmesi gibi faaliyetleri amaç edinmiş ve bu gayeyle kurulmuş olan Sermaye Piyasası Kurulu (SPK), temel amacının yanı sıra, şirketler için kurumsal yönetim tabanını geliştirip ilerletmek ve Türkiye Sermaye Piyasasını, uluslararası global finansal piyasalarla rekabet edebilir bir hale getirmek için 2003 yılında Kurumsal Yönetim İlkeleri yayınlamış, 2005 yılında bu ilkeleri revize ederek son halini vermiştir. SPK bu faaliyetlerini OECD’nin ilkelerini ve aynı tarihlerde diğer gelişmekte olan ülkelerin ilkeleriyle uyumlu olarak hazırlamıştır. OECD’nin kurumsal yönetime dair ilkelerini önce 1999 yılında, ardından 2004 yılında tekrar ele alarak son halini vermesi, bir çok gelişmekte olan ülkenin kurumsal yönetimi ilkelerinin hazırlanmasında ana kaynak niteliğini taşımıştır(Ertuna & Tükel, 2008:8).

Sermaye Piyasası Kurulu, kurumsal yönetim ilkelerini, hisse sahipleri, kamuoyu bilgilendirme, şeffaf olma, hak sahipleri ve yönetim kurulu açısından dört başlık altında ele almıştır (Yenice ve Dölen, 2013):

- Hisse sahiplerinin haklarının yer aldığı kısımda, hisse sahibi olanların bilgi edinme, araştırma, inceleme, soru sormaya dair ilgili prensipler kısmında, hisse sahiplerinin bilgi edinme, inceleme yapma, soru sorma, genel kurula katılma, oy verme ve temettü hakkına sahip olma, hisselerin devri...vb hakların detaylı şekilde yer verilmiştir. Bunun haricinde, hisse sahibi olanlara işlem yapmada eşitlik hakkı verilmesi hisse sahipleri ile ilkeler arasında yer almaktadır. Hisse sahiplerine ait kayıtların güvenli şekilde muhafaza edilmesi ve sistematik bir şekilde güncellenmesi tavsiye edilmiştir (Yenice ve Dölen, 2013).
- Kamuoyunu aydınlatma ve şeffaf olma ilkesi; hisse ve hak sahiplerine, işletmenin hak ve yararlarını koruyacak bir biçimde, doğru zamanda, eksiksiz, objektif, kolay anlaşılır, analiz edilebilir, daha düşük maliyetle bilgi elde etme imkânlarını sunar. Bu doğrultuda, işletmelerin pay sahiplerine yönelik bilgilendirme prensipleri etrafında kurallar oluşturmaları ve bu kuralların tamamına bağlı kalarak kamuoyunu bilgilendirmelerine yönelik şartlar saptamışlardır. Bunun yanında, dünyadaki güncel gelişmeler ve ülkemizin koşulları da göz önüne alınarak,

sistematik finansal tablo ve raporlarda yer alacak bilgiler için bir standart oluşturulmuş, işlevselliğin önemi vurgulanarak ayrıntılı hale getirilmiştir (SPK, 2005)

- Diğer ilke ise menfaat sahiplerine yöneliktir. İşletmelerin amaçlarına ulaşmasında ve faaliyetleriyle ilgili herhangi bir bağı ve alakası olan kişi, kurum ya da belirli bir grup menfaat sahipleri olarak adlandırılır. Kurumsal yönetimin temel ilkelerinden olan bu üçüncü ilke, işletmelerin ilişkili olduğu müşterileri, alacaklıları, tedarikçileri olmak üzere tüm menfaat sahiplerini ilgilendirir (Aysan, 2007:176).
- Son temel ilke ise, işletmelerin yönetim kurulunun temel fonksiyonları, faaliyet alanları ile ilgili temel görev ve sorumlulukları ve yönetim kurulunun seçim şartları ve yönetim kurulunun altında yer alan komite ve komisyonların yapısıyla ilgili olan ilkedir (Yenice ve Dölen, 2013)

2.3. Kurumsal Yönetim Endeksi

Türkiye'ye kurumsal yönetim anlamında, atılan en önemli adımlardan birisi, İMKB bünyesinde 31.08.2007'de Kurumsal Yönetim Endeksi (XKURY) oluşturulmasıdır. Bu endeksin kuruluş amacı, Kurumsal Yönetim prensiplerini benimseyip, doğru uygulayan işletmelerin yatırımcılarca tanınması, bilinmesi ve kamuoyuna duyurulması amaçlıdır.

Kurumsal Yönetim Endeksi (XKURY), Kurumsal Yönetim İlkelerini taşıyan ve gerçekleştiren işletmelerin yer aldığı bir endekstir. Bu endekste, payları Gözaltı Pazarı ve C Listesi haricinde işlem gören ve Kurumsal Yönetim İlkelerinin uygulanıp uygulanmadığı hakkında 1 ile 10 puan üzerinden bir kredi derecelendirmesi yapılacaktır. Kurumsal Yönetim İlkelerine uyum notu 1'e yakınsa bu işletmenin Kurumsal Yönetim İlkelerini gerçekleştirmede zayıf olduğunu; 10'a yakın olması ise işletmenin Kurumsal Yönetim İlkelerinin şartlarını daha güçlü sağladığını göstermektedir. Borsa İstanbul'un (eski adıyla İMKB'nin) Borsa Yönetim Kurulu'nun 23.02.2005 tarihli toplantısında, genel anlamda bu endekste yer alacak işletmelerin (Gözaltın Pazarında İşlem Görenler Haricinde) Kurumsal Yönetim İlkelerine uyum notunun en az 7 olduğu durumda endeks kapsamına alınmasına karar verilmiştir. Kurumsal Yönetim İlkeleri uyum notu en az 7 olan işletmelerin fiyat ve getirileri arasındaki performansları ölçülmektedir.

Bu notlar, SPK tarafından belirlenmiş, derecelendirmeye yapmaya haiz kuruluşlar tarafından yapılmaktadır. Kurumsal Yönetim Endeksi kurulduğu tarih itibariyle, bu endeksin başlangıç fiyatı 48.082,17 iken 28.12.2016 tarihi itibariyle bugünkü endeks değeri 68.669'dur.

Bu endeks ilk kurulduğunda 5 şirketle faaliyetlerine başlamışken, bugün itibariyle bu endekste 50 işletme faaliyet göstermektedir. Bu endekste yer alan 50 işletme Tablo-1’de yer almaktadır.

Tablo-1: Kurumsal Yönetim Endeksinde Yer Alan Şirketler

AKSGY	Akiş Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.	IZOCM	İzocam Ticaret ve Sanayi A.Ş.
AKMGY	Akmerkez Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.	LOGO	Logo Yazılım Sanayi ve Ticaret A.Ş.
AKSA	Aksa Akrilik Kimya Sanayi A.Ş.	MGROS	Migros Ticaret A.Ş.
ALBRK	Albaraka Türk Katılım Bankası A.Ş.	OTKAR	Otokar Otomotiv ve Savunma Sanayi A.Ş.
ANSGR	Anadolu Anonim Türk Sigorta Şirketi	PRKME	Park Elektrik Üretim Madencilik ve Sanayi ve Ticaret A.Ş.
AEFES	Anadolu Efes Biracılık ve Malt Sanayi A.Ş.	PGSUS	Pegasus Hava Taşımacılığı A.Ş.
ARCLK	Arçelik A.Ş.	PETUN	Pınar Entegre Et ve Un Sanayi A.Ş.
ASELS	Aselsan Elektronik Sanayi ve Ticaret A.Ş.	PINSU	Pınar Su Sanayi ve Ticaret A.Ş.
AYGAZ	Aygaz A.Ş.	PNSUT	Pınar Süt Mamulleri Sanayi A.Ş.
CCOLA	Coca-Cola İçecek A.Ş.	SKBNK	Şekerbank T.A.Ş.
CRDFA	Creditwest Faktoring A.Ş.	TAVHL	Tav Havalimanları Holding A.Ş.
DOHOL	Doğan Şirketler Grubu Holding A.Ş.	TOASO	Tofaş Türk Otomobil Fabrikası A.Ş.
DGGYO	Doğuş Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.	TRCAS	Turcas Petrol A.Ş.
DOAS	Doğuş Otomotiv Servis ve Ticaret A.Ş.	TUPRS	Tüpraş-Türkiye Petrol Rafinerileri A.Ş.
ENKAI	Enka İnşaat ve Sanayi A.Ş.	PRKAB	Türk Prysmian Kablo ve Sistemleri A.Ş.
EREGL	Ereğli Demir ve Çelik fabrikaları T.A.Ş.	TTKOM	Türk Telekomünikasyon A.Ş.
GARFA	Garanti Faktoring A.Ş.	TTRAK	Türk Traktör ve Ziraat Makineleri A.Ş.
GRNYO	Garanti Yatırım Ortaklığı A.Ş.	GARAN	Türkiye Garanti Bankası A.Ş.
GLYHO	Global Yatırım Holding A.Ş.	HALKB	Türk Halk Bankası A.Ş.
HURGZ	Hürriyet Gazetecilik ve Matbaacılık A.Ş.	TSKB	Türkiye Sınai Kalkınma Bankası A.Ş.
IHEVA	İhlas Ev Aletleri İmalat Sanayi ve Ticaret A.Ş.	SISE	Türkiye Şişe ve Cam Fabrikaları A.Ş.
IHLAS	İhlas Holding A.Ş.	VESTL	Vestel Elektronik Sanayi ve Ticaret A.Ş.
ISFIN	İş Finansal Kiralama A.Ş.	YKBNK	Yapı ve Kredi Bankası A.Ş.
ISGYO	İş Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.	YAZIC	Yazıcılar Holding A.Ş.
ISMEN	İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş.	YGYO	Yeşil Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.

Kaynak: (www.kap.org.tr)

Küreselleşmenin doğal bir sonucu olarak ortaya çıkan rekabet, daha fazla yatırımcıyı finansal sisteme çekmek isteyen ekonomiler için kurumsal yönetim endeksine giriş şartlarını belirleyen kurumsal yönetim derecelendirmesini yeni bir araç haline getirmiştir (Toraman ve Abdioğlu, 2008:108).

Kurumsal Yönetim İlkelerine uyum sağlama amacıyla yapılan derecelendirme faaliyetleri kapsamında Sermaye Piyasası Kurulunun 8.Seri ve 40 sayılı yayınladığı tebliğde, KYİ’ne tabi olacak ortaklıkları ve sermaye piyasası kurumlarının kredi derecelendirmesini yapacak kuruluşların bağımsız, tarafsız ve adil olarak değerlendirilmesini ve bu doğrultuda

sınıflandırılmasını istenmiştir. Bu ilkelere tabi olan işletmeler, işletmenin gerek işletme içi gerekse işletme dışı 3.kişilerin işletmeye olan güven ve itibarı arttırmak için önemli bir araçtır.

2.4. Finansal Kaldıraç

Finansal kaldıraç, işletmenin sahip olduğu varlıkların ne kadarlık kısmının borçlarla finanse edildiğini gösteren değerdir. Tabi finansal kaldıraçtan söz edebilmek için, işletmenin sermaye yapısı içerisinde yabancı kaynakların var olması gerekmektedir. % 100 özsermaye ile varlıklarını finanse eden bir işletmede finansal kaldıraçtan söz edilemez.

Finansal kaldıraç, işletmede borçların karlılığı % kaç etkilediğini belirlemek için uygulanan finansal değişkendir. Finansal kaldıraç oranı aşağıdaki gibidir;

$$\text{Finansal Kaldıraç} = \frac{\text{Toplam Yabancı Kaynaklar}}{\text{Toplam Aktifler}}$$

Bu rasyo işletmenin varlıklarının ne kadarlık kısmını işletme dışı 3.kişi ya da kurumlarından aldığı yabancı kaynaklarla finansen ettiğini gösterir. Borç ya da yabancı kaynak işletmenin riskini ve katlanacağı maliyeti artıracığı için kreditorlerden tarafından rasyonun yüksek olması tercih edilen bir durum değildir. Bu rasyonun düşük olmasını tercih ederler. Fakat kullanılan yabancı kaynak işletmenin özsermaye karlılığını artırıyorsa bu durum olumlu karşılanır. Ve buna kaldıraç etkisi denilmektedir.

Diğer bir deyişle; alınan yabancı kaynağın bir işletmenin faiz ve vergiden önceki karı ya da hisse başına düşen karına olan etkisi ölçülür. İşletmenin faiz ve vergiden önceki karı ile hisse başına düşen karı doğru orantılıdır. Yani artışları ve azalışları eş yönlüdür. İşletmenin hisse başına düşen karının, net kardan daha yüksek olması durumunda, bu duruma finansal kaldıraç etkisi denilmektedir. Hisse başına düşen karın, net karın altında seyretmesi durumunda ise, bu durumda da finansal kaldıraç ters yönlü etkisi söz konusudur.

Finansal kaldıraç derecesi (Fi.KD), hisse başına düşen kardaki artışların yüzdesine bölünmesi ile bulunur.

$$\text{Finansal Kaldıraç Derecesi} = \frac{\text{Hisse Başına Kardaki \% Değişim}}{\text{FVÖK'daki \% Değişim}}$$

3. Literatür

Bayraktaroğlu ve Çelik (2015), çalışmalarında Türkiye’de sermaye piyasalarının kurumsal yönetim ilkelerinin Borsa İstanbul’un faaliyetlerindeki etkinliği etkileyip

etkilemediğinin araştırmışlardır. Bu nedenle, 31 Ağustos 2007 – 27 Mayıs 2014 dönemleri arasındaki 1. ve 2. seans günlük veriler baz alınarak yapılan analizlerde volatilité modelleri kullanılarak GARCH Modeli uygulanmıştır. Bu analiz tekniğinden, BIST-100 ve BIST-30 Endeksleri için Kurumsal Yönetim ilkelerinin uygulanmasının, pay senedi getirileri volatilitesi üzerinden negatif yönlü etkiye sahip olduğu sonucuna varılmıştır.

Kalaycı ve Karataş (2005), çalışmalarında faktör analizi ve regresyon analizlerini kullanarak imalat sanayisi alt sektörlerinde faaliyet gösteren gıda, içecek, kimya, petrol, plastik ürünler, orman, kağıt ve basım sektörlerine ait bazı işletmelerin pay senedi getirileri ve finansal rasyolar arasındaki ilişkiyi ele almıştır. Temel analiz tekniği etrafında çalışmasını yapmıştır. 1996-1997 yıllarında işletmelerin 6 aylık dönemler halinde sunulan finansal tablolarından ulaşılan finansal kaldıraç, faaliyet rasyoları, kârlılık rasyoları, likidite rasyoları ve borsa performans rasyoları kullanılarak, işletmelerin hisse senedi getirileri üzerindeki etkisi incelenmiştir. Analiz sonucunda, imalat sektörünün belirtilen alt sektörlerinde yer alan işletmelerin kârlılık rasyolarının, borsa performans rasyolarının ve verimlilik rasyolarının hisse senedi getirileri üzerinde etkili olduğu sonucuna varılmıştır.

Ege, Topaloğlu ve Özyamanoğlu (2013), çalışmalarında BIST Kurumsal Yönetim Endeksinde faaliyet gösteren 18 işletmenin Kurumsal Yönetim İlkelerini uygulamalarının, bu işletmelerin finansal performansları ile eş yönlü hareket edip etmediği, birbirini etkileyip etkilemediği araştırılmıştır. Bu çalışmada, bu işletmelerin finansal tablolarından elde edilen veriler, 9 kriter baz alınarak, TOPSİS yöntemi ile analiz edilmiştir. Çalışma sonucunda, işletmelerin TOPSİS yöntemine göre finansal performans sıralamasının ve kurumsal yönetim uyum notlarına göre sıralamasının eş yönlü hareket etmediği, yani birbirini etkilemediği sonucuna varılmıştır. Ayrıca, bu iki değişkenin pozitif yönlü hareket etmediği, işletmelerin kurumsal yönetim ilkelerinin finansal performansını tam etki etmediği anlaşılmıştır.

Sakarya (2011), çalışmasında halka arz olarak pay senetleri BIST'te işlem gören ve 2009 yılında ilk defa Kurumsal Yönetim İlkeleri uyum derecelendirmesi kapsamında geçerli not alarak BIST Kurumsal Yönetim Endeksine giren 11 işletmenin KYİ uyum derecelendirme notunun ilan edilmesi ile pay senedi getirileri arasındaki ilişki ele alınmıştır. KYİ uyum derecelendirme notu ile pay senedi getirileri arasındaki ilişkinin tespit edilebilmesi amacıyla Olay Çalışması (Event Study) yönetimi tercih edilmiştir. Ve analiz sonucunda, KYİ uyum derecelendirme notu ile pay senedi getirileri arasında pozitif bir ilişkinin olduğu sonucu ortaya çıkmıştır. KYİ uyum derecelendirme notu ilan tarihi öncesi ve sonrasında endeks kapsamına giren işletmelerin pay senetlerinden anormal getiriler sağlanabileceği ortaya

çıkmiştir. Yazar bu durumun piyasanın yarı güçlü formda bile etkin olmadığını göstergesi olduğunu iddia etmiştir.

Yenice ve Dölen (2013), çalışmalarında Türkiye’de BIST Kurumsal Yönetim Endeksinde faaliyet gösteren işletmelerin borsa değerlerinin, kurumsal yönetim derecelendirme notundan etkilenip etkilenmediğinin tespit etmeye çalışmışlardır. BIST Kurumsal Yönetim Endeks’inde faaliyet gösteren işletmelerin, kurumsal yönetim derecelendirme notları ile, bu notların kamuoyuna açıklanmadan 30 gün öncesi ve 30 gün sonrasında işletmelerin borsa değerleri ele alınmıştır. Çalışmalarında Wilcoxon İşaretili Sıra Sayıları Testi ve SPSS’de t-testi yöntemleri kullanılarak sonuca varılmaya çalışmışlardır. Uygulanan analizler sonucunda, bu işletmelerin kurumsal yönetim derecelendirme notları ile borsa değerleri arasında anlamlı bir ilişki olduğu tespit edilmiştir.

Al-Haddad, Alzurqan ve Al-Sufy (2011) çalışmalarında, Amman Borsasında faaliyet gösteren imalat işletmelerinin Kurumsal Yönetim İlkeleri(KYİ) uyum derecelendirme notlarının, firmaların finansal performansı üzerindeki etkisini incelemiştirlerdir. Yazarlar bu amaçla karlılık rasyolarını, hisse başına düşen kar payı ve aktif karlılık rasyolarını kullanmışlardır. Yapılan analizler sonucunda, firmaların bu rasyoları ile KYİ uyum derecelendirme notları arasında direkt olumlu bir ilişki olduğu sonucuna varılmıştır. Yani KYİ uyum derecelendirme notlarının, işletmelerin finansal performansları ile arasındaki eş yönlü, olumlu ve direkt bir ilişki olduğu sonucu ortaya çıkmıştır. Verilerin birbirinden etkilendiği anlaşılmıştır.

Brown (2009), çalışmasında Avustralya’da en iyi 300 işletmenin finansal performansı ile kurumsal yönetimleri arasındaki ilişkiyi incelemiştir. Avustralya Menkul Kıymetler Borsasında (ASX) Kurumsal Yönetim İlkelerini benimseyen bir işletmenin Kurumsal Yönetim İlkeleri ile mali performansı arasındaki ilişkiyi incelemiştir. Daha iyi kurumsal yönetime sahip olan işletmelerin, daha az kurumsal yönetimi uygulayan işletmelere nazaran finansal performansının daha iyi olduğu, hisse başına düşen kazancın ve aktif karlılığının daha iyi olduğu sonucuna varılmıştır.

Kara, Erdur ve Karabıyık (2015), çalışmalarında Borsa İstanbul’da Kurumsal Yönetim Endeksinde faaliyet gösteren işletmelerin 2006-2012 yılları arasında kurumsal yönetim uygulamalarının finansal performansları üzerindeki ilişkiyi incelemiştirlerdir. Bu ilişkinin tespit edilebilmesi için panel veri analizi kullanmışlardır. Yapılan analiz sonucunda, kurumsal yönetim derecelendirme notu ile Tobin’s Q ve kaldıraç oranları ile arasında

istatistiki olarak pozitif ve anlamlı ilişki olduğu sonucuna varılmışken, aktif, satış ve özkaynak karlılıkları ve net karları ile kurumsal yönetim derecelendirme notu arasında anlamlı bir ilişkiye rastlanmamıştır.

Aksu ve Aytakin (2015), çalışmalarında BIST Kurumsal Yönetim Endeksinde (XKURY) faaliyet gösteren 50 işletmenin 2009-2014 yılları arasındaki verilerini kullanarak Kurumsal Yönetim İlkeleri derecelendirme (uyum) notu ile bu işletmelerin pay senedi getirileri arasındaki ilişkiyi incelemiştir. İşletmelerin kurumsal yönetim derecelendirme notunun ilan edildiği tarihten 10 gün öncesi ve sonrası, ardından 5 gün öncesi ve sonrası pay senetlerinin 2.seans kapanış fiyatlarının log getiri ortalamaları hesaplanarak Kolmogorov Smirnov testi uygulanmıştır. Normal dağılım gösteren veriler eşleştirilmiş t-testi ile, normal dağılım göstermeyen veriler ise Wilcoxon işareti ile test edilmiştir. Uygulanan bu analizler sonucunda, işletmelerin kurumsal yönetim derecelendirme notlarının ilan tarihi öncesi ve sonrasında pay senedi getirilerinde, çalışmaya konu olan dönemler içerisinde istatistiki olarak anlamlı farklılıklar olduğu sonucuna varılmıştır.

4. Ekonometrik Model ve Analiz Sonuçları

Çalışmanın bu bölümünde veri seti, ekonometrik model ve analiz sonuçlarına ilişkin açıklamalara yer verilmiştir.

4.1. Veri Seti ve Model

Bu çalışmada Türkiye’de 2010Q1-2014Q4 dönemini içeren aylık veriler kullanılarak firmaların Finansal Kaldıraç Oranı ve Hisse Senedi Getirileri değişkenleri arasındaki ilişki panel veri yöntemi ile analiz edilmiştir. Bu verilerin logaritmik değerleri analizlerde kullanılmıştır.

Çalışmanın analizinde yer alan değişkenler ve bu değişkenlere ilişkin bilgiler Tablo 2’de yer almaktadır.

Tablo 2: Çalışmada Yer Alan Değişkenler ve Bilgileri

Değişkenler	Kısaltmalar	Açıklama	Veri Kaynağı
Hisse Senedi Bileşik Getiri	HSBG	TL	Borsa İstanbul
Finansal Kaldıraç Oranı	FKO	%	Borsa İstanbul

4.2. Yöntem ve Analiz Sonuçları

Çalışmada kullanılan değişkenlere ait serilerin durağanlıkları literatürde en çok kullanılan panel birim kök testleri ile analiz edilmiştir. Panelde değişkenler arasında uzun dönemli ilişkinin varlığını test etmek için Johansen-Fisher panel eş bütünleşme testi uygulanmıştır. Son olarak uzun dönem katsayıların tahmin edilebilmesi için DOLS, FMOLS

ve CCR tahmincileri kullanılmıştır. Sonraki bölümde panel verilerde durağanlığın test edilmesi için kullanılan testler ile panel eş bütünleşme ve eş bütünleşme tahmin yöntemleri ve analiz sonuçlarına ait açıklamalara yer verilmiştir.

4.2.1. Panel Birim Kök Testi

Bir zaman serisinin istatistiksel açıdan analizine geçmeden önce, geliştirilen modelde yer alacak olan serilerin zaman içerisinde durağanlıkları birim kök testleri ile araştırılmalıdır (Ergün ve Atay Polat, 2015: 124). Bu çalışmada Maddala-Wu (1999) panel birim kök testi ile değişkenlerin durağanlığı sınanmıştır. Bu test, her bir yatay kesit birimi içerisinde bir birim kök için test istatistiklerinin p-değerlerinin bir bileşimine dayanan Fisher temelli bir panel ADF birim kök testidir (Abdioğlu ve Uysal, 2013: 137). Fisher temelli ADF panel birim kök test istatistiği (1) numaraları denklemde yer almaktadır.

$$\lambda = -2 \sum_{i=1}^N \ln(pi) \rightarrow X_{2N}^2 \quad (1)$$

Çalışmada değişkenlerin birim kök içerip içermediği ADF-Fisher Ki-Kare panel birim kök testi ile incelenmiş ve test sonuçlarına Tablo 3’de yer verilmiştir.

Tablo 3: ADF-Fisher Ki-Kare Panel Birim Kök Test Sonuçları

Değişkenler	Seviye Değeri		Birinci Fark Değeri	
	Sabit	Sabit ve Trend	Sabit	Sabit ve Trend
lnHSBG	35.4761 (0.7513)	45.1162 (0.3430)	108.797* (0.0000)	76.4706* (0.0000)
lnFKO	49.3128 (0.2039)	45.8507 (0.3155)	160.507* (0.0000)	118.257* (0.0000)

Not:Gecikme Uzunlukları Schwarz Bilgi Kriterine göre Otomatik Belirlenmiştir.

(*) İşareti Test İstatistiğinin %1 Önem Düzeyine Göre Anlamlılığını Temsil Etmektedir.

Panel birim kök testi sonucuna göre, bütün değişkenlerin seviye düzeyinde durağan olmadıkları yani birim kök içerdikleri sonucuna ulaşılmıştır. Değişkenlerin birinci farkları alındığında ise tüm değişkenlerin %1 önem düzeyinde birim kök içermedikleri tespit edilmiştir.

Aynı seviyede durağan oldukları tespit edilen değişkenler arasında uzun dönemde karşılıklı bir ilişkinin bulunup bulunmadığını araştırmak amacıyla çalışmada Johansen-Fisher panel eşbütünleşme testi kullanılmıştır.

4.2.2. Panel Eş bütünleşme Testi

Seriler arasında uzun dönem denge ilişkisinin var olup olmadığı eşbütünleşme testi ile incelenmektedir. Engle ve Granger yönteminin çok denklemlilikli olarak genelleştirilmiş hali olan Johansen (1988) eşbütünleşme testinde aynı dereceden durağan olan serilerin denklem

sistemi, sistemde yer alan her değişkenin düzey ve gecikmeli değerlerinin yer aldığı VAR (Vector Auto Regression) analizine dayanmaktadır (Ergün ve Atay Polat, 2015: 126).

Değişkenler için eşbütünleşme ilişkisi Johansen-Fisher testi ile test edilmiş ve Tablo 4’de bu testin sonuçları yer almaktadır.

Tablo 4: Johansen-Fisher Panel Eşbütünleşme Test Sonuçları

Sıfır Hipotezi	İz Testinden Oluşturulan Fisher İstatistiği	Olasılık Değeri	Maksimum özdeğer Testinden Oluşturulan Fisher İstatistiği	Olasılık Değeri
Hiç Reel Kök Yok	86.68	0.0001*	65.85	0.0108*
En Fazla Bir Reel Kök Var	86.70	0.0001*	86.70	0.0001*

Not: (*) İşareti Test İstatistiğinin %1 Önem Düzeyine Göre Anlamlılığını Temsil Etmektedir.

Johansen-Fisher Panel eşbütünleşme testinde maksimum özdeğer ve iz kritik değerleri kullanılmaktadır. Tablo 4’te Johansen Fisher panel eşbütünleşme test sonucuna göre hem maksimum özdeğer hem de iz testinde değişkenler arasında eşbütünleşme ilişkisi yoktur sıfır hipotezinin %1 önem düzeyinde reddedildiği görülmektedir. Dolayısıyla, seriler arasında eşbütünleşme vardır alternatif hipotezi kabul edilmiştir ve çalışmada kullanılan değişkenler arasında eşbütünleşme olduğu sonucuna ulaşılmaktadır.

4.2.3. Panel Eşbütünleşme İlişkisi Tahmin Yöntemleri

Panel eşbütünleşme testi sonucunda değişkenler arasında uzun dönemli ilişkinin varlığı tespit edilmiştir. Sonraki aşamada değişkenler arasındaki uzun dönemli eşbütünleşme katsayılarını test etmek için DOLS, FMOLS ve CCR eşbütünleşme yöntemleri kullanılmıştır.

DOLS tahmincisi, Pedroni (2000, 2001) tarafından geliştirilmiştir. DOLS tahmincisi ile bağımsız değişkenlere ait uzun dönem katsayıları tahmin edilebilmekte, bağımsız değişkenler ve hata terimi arasındaki içsellik sorunundan kaynaklanan sapmalar giderilebilmektedir (Nazlıoğlu, 2010: 99).

FMOLS tahmincisi Philips ve Hansen (1990) tarafından geliştirilmiş olup tek bir eşbütünleşik vektörün varlığına dayanmaktadır. FMOLS tahmincisi, özellikle bağımsız değişkenler ve hata terimi arasındaki ardışık bağıntı ve içsellik sorunlarından kaçınmak amacıyla yarı parametrik bir düzeltme yöntemi kullanmaktadır (Berke, 2012: 251).

FMOLS ile ilgili olan CCR tahmincisi Park (1992) tarafından geliştirilmiştir. FMOLS tahmincisinden farklı olarak CCR tahmincisinde en küçük kareler tahmincisindeki sapmaların yok edilmesi için verinin durağan dönüşümlerini kullanmaktadır (Berke, 2012: 251).

Tablo 5’de DOLS, FMOLS ve CCR eşbütünleşme tahmincilerinden yararlanılarak Finansal kaldıraç oranı bağımsız değişken, Hisse Senedi Getirileri bağımlı değişken olduğu durumda elde edilen katsayılar verilmiştir.

Tablo 5. DOLS, FMOLS ve CCR Test Sonuçları

Firmalar	Bağımlı Değişken: lnHSBG		
	DOLS lnFKO	FMOLS lnFKO	CCR lnFKO
Anadolu Efes Biracılık ve Malt Sanayi A.Ş.	-0.81 (0.0000***)	-0.88 (0.0000***)	-0.89 (0.0000***)
Arçelik A.Ş.	3.53 (0.0003***)	3.66 (0.0001***)	3.69 (0.0001***)
Aygaz A.Ş.	0.24 (0.4606)	0.18 (0.6242)	0.19 (0.6137)
Coca Cola İçecek A.Ş.	-3.81 (0.7725)	-1.89 (0.6911)	-2.43 (0.6868)
Doğan Şirketler Grubu Holding A.Ş.	-1.40 (0.2857)	-0.15 (0.8201)	-0.14 (0.8268)
Hürriyet Gazetecilik	-0.19 (0.9530)	-0.72 (0.6734)	-0.68 (0.7278)
İhlas Ev Aletleri	-1.52 (0.0514*)	-1.26 (0.0716*)	-1.23 (0.0656*)
İhlas Holding	-2.14 (0.0009***)	-1.83 (0.0093***)	-1.89 (0.0072***)
İş Finansal Kiralama	1.21 (0.0303**)	1.17 (0.0214**)	1.18 (0.0218**)
Logo Yazılım Sanayi ve Ticaret A.Ş.	1.33 (0.0008***)	1.49 (0.0014***)	1.50 (0.0011***)
Otokar Otomotiv ve Savunma Sanayi A.Ş.	10.20 (0.0002***)	10.58 (0.0000***)	10.63 (0.0000***)
PETKİM Petrokimya A.Ş.	0.56 (0.0913*)	0.60 (0.0308**)	0.61 (0.0189**)
Türk Prysmian Kablo ve Sistemleri A.Ş.	0.47 (0.0079***)	0.48 (0.0000***)	0.47 (0.0000***)
TAV Havalimanları Holding A.Ş.	-21.67 (0.2329)	-18.27 (0.0281**)	-17.83 (0.0259**)
Tofaş Türk Otomobil Fabrikası A.Ş.	-4.99 (0.4769)	0.14 (0.9704)	0.086 (0.9824)
TURCAS Petrol A.Ş.	-0.085 (0.1043*)	-0.08 (0.0366**)	-0.08 (0.0300**)
Türk Traktör ve Ziraat Makineleri A.Ş.	5.02 (0.0493**)	3.26 (0.0507**)	3.75 (0.0575*)
Türkiye Petrol Rafineleri A.Ş.	6.30 (0.0015***)	5.43 (0.0066***)	5.12 (0.0056***)
VESTEL Elektronik Sanayi ve Ticaret A.Ş.	-0.04 (0.9830)	1.68 (0.4470)	1.57 (0.4894)
Yazıcılar Holding A.Ş.	-0.54 (0.0076***)	-0.58 (0.0029***)	-0.58 (0.0035***)

Not: (*),(**) ve (***) Sırasıyla %10, %5 ve %1 Önem Düzeyine Göre Anlamlılığı Temsil Etmektedir.

Tablo 5’deki DOLS, FMOLS ve CCR sonuçları incelendiğinde 20 şirketten 8 tanesinde finansal kaldıraç oranının hisse senedi bileşik getirisini artırdığı sonucuna ulaşılmıştır. Böylece finansal kaldıraç oranındaki bir artış, beklenildiği gibi hisse senedi bileşik getirisini artırmıştır. Tablo 5’deki DOLS sonuçları incelendiğinde; finansal kaldıraç

oranındaki %1'lik artış hisse senedi bileşik getirisini Arçelik A.Ş.'de %3.53, İş Finansal Kiralama'da %1.21, Logo Yazılım Sanayi ve Ticaret A.Ş.'de %1.33, Otokar Otomotiv ve Savunma Sanayi A.Ş.'de %10.20, PETKİM Petrokimya A.Ş.'de %0.56, Türk Prysmian Kablo ve Sistemleri A.Ş.'de %0.47, Türk Traktör ve Ziraat Makineleri A.Ş.'de %5.02 ve Türkiye Petrol Rafineleri A.Ş.'de %6.30'dur. Bu oranlara bakıldığında finansal kaldıraç oranının hisse senedi bileşik getirisini en fazla artıran şirket Otokar Otomotiv ve Savunma Sanayi A.Ş. (%10.20) iken finansal kaldıraç oranının hisse senedi bileşik getirisine en az katkısı olan şirket ise Türk Prysmian Kablo ve Sistemleri A.Ş. (%0.47)'dir.

FMOLS sonuçları incelendiğinde; finansal kaldıraç oranındaki %1'lik artış hisse senedi bileşik getirisini Arçelik A.Ş.'de %3.66, İş Finansal Kiralama'da %1.17, Logo Yazılım Sanayi ve Ticaret A.Ş.'de %1.49, Otokar Otomotiv ve Savunma Sanayi A.Ş.'de %10.58, PETKİM Petrokimya A.Ş.'de %0.60, Türk Prysmian Kablo ve Sistemleri A.Ş.'de %0.48, Türk Traktör ve Ziraat Makineleri A.Ş.'de %3.26 ve Türkiye Petrol Rafineleri A.Ş.'de %5.43'dur. Bu oranlara bakıldığında finansal kaldıraç oranının hisse senedi bileşik getirisini en fazla artıran şirket Otokar Otomotiv ve Savunma Sanayi A.Ş. (%10.58) iken finansal kaldıraç oranının hisse senedi bileşik getirisine en az katkısı olan şirket ise Türk Prysmian Kablo ve Sistemleri A.Ş. (%0.48)'dir.

CCR sonuçları incelendiğinde; finansal kaldıraç oranındaki %1'lik artış hisse senedi bileşik getirisini Arçelik A.Ş.'de %3.69, İş Finansal Kiralama'da %1.18, Logo Yazılım Sanayi ve Ticaret A.Ş.'de %1.50, Otokar Otomotiv ve Savunma Sanayi A.Ş.'de %10.63, PETKİM Petrokimya A.Ş.'de %0.61, Türk Prysmian Kablo ve Sistemleri A.Ş.'de %0.47, Türk Traktör ve Ziraat Makineleri A.Ş.'de %3.75 ve Türkiye Petrol Rafineleri A.Ş.'de %5.12'dur. Bu oranlara bakıldığında finansal kaldıraç oranının hisse senedi bileşik getirisini en fazla artıran şirket Otokar Otomotiv ve Savunma Sanayi A.Ş. (%10.63) iken finansal kaldıraç oranının hisse senedi bileşik getirisine en az katkısı olan şirket ise Türk Prysmian Kablo ve Sistemleri A.Ş. (%0.47)'dir.

Diğer taraftan Tablo 5'deki DOLS, FMOLS ve CCR sonuçları incelendiğinde 20 şirketten 6 tanesinde finansal kaldıraç oranının hisse senedi bileşik getirisini azalttığı sonucuna ulaşılmıştır. Bu şirketler, Anadolu Efes Biracılık ve Malt Sanayi A.Ş., İhlas Ev Aletleri, İhlas Holding, TAV Havalimanları Holding A.Ş., TURCAS Petrol A.Ş. ve Yazıcılar Holding A.Ş.'dir. Son olarak 20 şirketten 6 tanesinde ise finansal kaldıraç oranının hisse senedi bileşik getirisi arasındaki ilişki anlamsız bulunmuştur. Bu şirketler ise, Aygaz A.Ş.,

Coca Cola İçecek A.Ş., Doğan Şirketler Grubu Holding A.Ş., Hürriyet Gazetecilik, Tofaş Türk Otomobil Fabrikası A.Ş. ve VESTEL Elektronik Sanayi ve Ticaret A.Ş.'dir.

5. Sonuç

Kurumsal yönetim uygulamaları şirketlerin hesap verilebilirliğini ve şeffaflığını artıran bir olgudur. Kurumsal yönetim ilkelerine uygun davranan ve uygun kurumsal yönetim notu alan şirketler kurumsal yönetim endeksine dahil edilmektedir. Bu çalışmada kurumsal yönetim endeksinde yer alan şirketlerin finansal kaldıraç oranı ile hisse senedi getirileri arasındaki ilişki araştırılmıştır. Çalışmanın en temel amacı finansal kaldıraç oranının hisse senedi getirisine etkisini ölçmektir. Bu amaçla 2010-2014 yılları arasında kurumsal yönetim endeksinde sürekli yer alan 20 şirketin verileri analiz edilmiştir. Çalışmada panel veri analizi kullanılmıştır. Kullanılan değişkenlere ait serilerin durağanlıkları literatürde en çok kullanılan panel birim kök testleri ile test edilmiştir. Panelde değişkenler arasında uzun dönemli ilişkinin varlığını test etmek için Johansen-Fisher panel eş bütünleşme testi uygulanmıştır. Son olarak uzun dönem katsayıların tahmin edilebilmesi için DOLS, FMOLS ve CCR tahmincileri kullanılmıştır. Sonraki bölümde panel verilerde durağanlığın belirlenmesi için kullanılan testler ile panel eş bütünleşme ve eş bütünleşme tahmin yöntemleri ve analiz sonuçlarına ait açıklamalara yer verilmiştir.

Analiz sonuçlarına göre, 20 şirketten 8 tanesinde finansal kaldıraç oranının hisse senedi bileşik getirisini artırdığı sonucuna ulaşılmıştır. Yani, finansal kaldıraç oranındaki bir artış, beklenildiği gibi hisse senedi bileşik getirisini artırmaktadır. Bu şirketler; Arçelik A.Ş. (%3.53), İş Finansal Kiralama (%1.21), Logo Yazılım Sanayi ve Ticaret A.Ş. (%1.33), Otokar Otomotiv ve Savunma Sanayi A.Ş. (%10.20), PETKİM Petrokimya A.Ş. (%0.56), Türk Prysmian Kablo ve Sistemleri A.Ş. (%0.47), Türk Traktör ve Ziraat Makineleri A.Ş. (%5.02) ve Türkiye Petrol Rafineleri A.Ş. (%6.30)'dir. DOLS, FMOLS ve CCR sonuçlarına bakıldığında 20 şirketten 6 tanesinde finansal kaldıraç oranının hisse senedi bileşik getirisini azalttığı görülmektedir. Bir başka sonuç olarak 20 şirketten 6 tanesinde ise finansal kaldıraç oranı ile hisse senedi bileşik getirisi arasındaki ilişki anlamsız bulunmuştur.

Kaynakça

ABDİOĞLU, Zehra ve Taner Uysal (2013), "Türkiye'de Bölgeler Arası Yakınsama: Panel Birim Kök Analizi", Atatürk Üniversitesi İİBF Dergisi, Cilt: 27, Sayı: 3, s. 125-143.

AKSU, M., AYTEKİN, S. (2015), Kurumsal Yönetim İlkelerine Uyum Notu İle Hisse Senedi Getirisi İlişkisi: BIST Kurumsal Yönetim Endeksi (XKURY) Üzerine Bir Uygulama, Gümüşhane Üniversitesi Sosyal Bilimler Elektronik Dergisi, Sayı:13, Cilt:6, S: 201-2019, DOI: 10.17823/gusb.193

AL- HADDAD,W., ALZURQAN, S. T., and AL-SUFY, F. J. (2011). The Effect Of Corporate Governance On The Performance Of Jordanian Industrial Companies: An Empirical Study On Amman Stock Exchange, *International Journal of Humanities and Social Science* , 1(4),p: 55-69

AYSAN, A. M. (2007), Kurumsal Yönetim ve Risk, Elit Ofset Matbaacılık, İstanbul

BAYRAKTAROĞLU, H. ve ÇELİK, İ. (2015), Kurumsal Yönetim Uygulamalarının Getiri Oynaklığı Üzerine Etkisi: Borsa İstanbul'da Bir Araştırma, *Akdeniz Üniversitesi İİBF Dergisi*, Cilt XVII Sayı:1,S: 97-108

BORSA İSTANBUL (2016) , Kurumsal Yönetim Endeksi, erişim linki: <http://www.borsaistanbul.com/endeksler/bist-pay-endeksleri/kurumsal-yonetim-endeksi>

BROWN,R.(2009), Treasury Working Paper, http://archive.treasury.gov.au/documents/1495/PDF/TWP_2009-02.pdf

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

EGE, İ. , TOPALOĞLU E.E. ve ÖZYAMANOĞLU, M. (2013), Finansal Performans İle Kurumsal Yönetim Notları Arasındaki İlişki: BİST Üzerine Bir Uygulama, *Akademik Araştırmalar ve Çalışmalar Dergisi*, Yıl:5, Sayı: 9

ERGÜN, Suzan ve Melike Atay Polat (2015), “OECD Ülkelerinde CO2 Emisyonu, Elektrik Tüketimi ve Büyüme İlişkisi”, *Erciyes Üniversitesi İİBF Dergisi*, Sayı: 45, s. 115-141.

ERTUNA, B., ve TÜKEL, A. (2008), Şirketlerin Kamuyu Aydınlatma Düzeyleri: Ortaklık Yapısı Ve Kurumsal Yönetimin Etkileri, *İ.M.K.B. Dergisi*, Sayı:40.

JOHANSEN, Soren (1988), “Statistical Analysis of Co-Integrating Vectors”, *Journal of Economic Dynamics and Control*, Vol. 12, No. 2-3, pp. 231–254.

KALAYCI, Ş. ve KARATAŞ, A. (2005), Hisse Senedi Getirileri ve Finansal Oranlar İlişkisi: İMKB'de Bir Temel Analiz Araştırması, *Muhasebe ve Finansman Dergisi*: 146-147

KARA, E., ERDUR, D.A., KARABIYIK, L. (2015), Effects Of Corporate Governance Level On The Financial Performance Of Companies: A Research On BIST Corporate Governance Index, *Ege Akademik Bakış Dergisi*, Cilt:15, Sayı:2, S: 265-274

MADDALA, G.S. S. WU (1999), “A Comparative Study of Unit Root Tests with Panel Data and A New Simple Test” *Oxford Bulletin of Economics and Statistics*, Vol. 62, pp. 631-652.

MEHMOOD, B., Feliceo, A. ve Shahid, A. (2014) What Causes What? Aviation Demand and Economic Growth in Romania: Cointegration Estimation and Causality Analysis, *Romanian Economic and Business Review*, s.9, pp. 21-34.

NAZLIOĞLU, Şaban (2010), “Makro İktisat Politikalarının Tarım Sektörü Üzerindeki Etkileri: Gelişmiş Ve Gelişmekte Olan Ülkeler İçin Bir Karşılaştırma”, *Erciyes Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İktisat Anabilim Dalı, Yayınlanmamış Doktora Tezi, Kayseri*.

PEDRONI, Peter (2000), “Fully-Modified OLS for Heterogeneous Cointegrated Panels”, *Advances in Econometrics*, Vol. 15, pp. 93-130.

PEDRONI, Peter (2001), “Purchasing Power Parity Tests in Cointegrated Panels”, *Review of Economics and Statistics*, Vol. 83, pp. 727-731.

SAKARYA, Ş. (2011), İMKB Kurumsal Yönetim Endeksi Kapsamındaki Şirketlerin Kurumsal Yönetim Derecelendirme Notu ve Hisse Senedi Getirileri Arasındaki İlişkinin Olay Çalışması (Event Study) Yöntemi İle Analizi, *Zonguldak Karaelmas Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, Cilt:7, Sayı:13, S: 147–162

SERMAYE PİYASASI KURULU, (2005). Kurumsal yönetim ilkeleri,Sermaye Piyasası Kurulu Yayınları, Ankara

TORAMAN, C. ve ABDİOĞLU H. (2008), İMKB Kurumsal Yönetim Endeksinde Yer Alan Şirketlerin Kurumsal Yönetim Uygulamalarında Zayıf ve Güçlü Yanları: Derecelendirme Raporlarının İncelenmesi, MUFAD Muhasebe ve Finansman Dergisi, Sayı:40, S: 96–109.

UYAR, Süleyman (2004), Kurumsal Şeffaflığın Sağlanmasında Kurumsal Yönetim (Corporate Governance) Anlayışının Önemi, Mali Çözüm Dergisi, Sayı:66, s.154-168.

YENİCE, S ve DÖLEN T. (2013), İMKB'DE İşlem Gören Firmaların Kurumsal Yönetim İlkelerine Uyumunun Firma Değeri Üzerindeki Etkisi, Uluslararası Yönetim İktisat ve İşletme Dergisi, Cilt 9, Sayı 19, s: 199-214