



## Kurumsal Yönetim Ve Finansal Performans İlişkisi: Borsa İstanbul Kurumsal Yönetim Endeksinde Yer Alan Şirketlerde Bir Uygulama <sup>1</sup>

Corporate Governance And Financial Performance Relation: An Application On Companies In The Borsa İstanbul Corporate Governance Index

İsmail ELAGÖZ <sup>1</sup> Ahmet KURT <sup>2</sup>

<sup>1</sup> Doç.Dr., Çanakkale Onsekiz Mart Üniversitesi, Siyasal Bilgiler Fakültesi, İşletme Bölümü, Çanakkale, Türkiye

<sup>2</sup> Öğr.Gör. Çanakkale Onsekiz Mart Üniversitesi, Biga Meslek Yüksekokulu, Yönetim Ve Organizasyon Bölümü, Çanakkale, Türkiye

### ÖZET

Son yıllarda ortaya çıkan finansal skandallar, kurumsal yönetim kavramını ön plana çıkarırken kurumsal yönetim ile finansal performans ilişkisinin araştırılmasını da gerekli kılmıştır. Kurumsal yönetim ilkeleri derecelendirme notları ile finansal performans arasındaki ilişkinin incelendiği çalışmada, (2013Q1-2017Q4) periyodunda Borsa İstanbul Kurumsal Yönetim Endeksi'nde aralıksız olarak işlem görüp, imalat sanayi sektöründe faaliyet gösteren 15 şirket ele alınmıştır. Çalışmanın bağımsız değişkeni konumundaki kurumsal yönetim, derecelendirme kuruluşlarının şirketlere verdiği pay sahipleri, kamuyu aydınlatma ve şeffaflık, menfaat sahipleri, yönetim kurulu ilkeleri puanları ve toplam puan ile; bağımlı değişken olan finansal performans ise özkaynak karlılığı, aktif karlılığı, Tobin Q oranı ve piyasa değeri/defter değeri ile temsil edilmiştir. Ayrıca analiz, kontrol değişkenleri olarak firma büyüklüğü ve finansal kaldıraç oranları eklenmiştir. Panel veri analizi yönteminin kullanıldığı çalışmada öncelikle paneli oluşturan seriler arasında yatay kesit bağımlılığının varlığı Breusch Pagan (1980) LM Testi kullanılarak analiz edilmiş ve paneli oluşturan tüm seriler arasında yatay kesit bağımlılığı tespit edilmiştir. Ardından serilere ikinci nesil panel birim kök testlerinden Pesaran (2007) CADF testi uygulanmış; firma büyüklüğü ve kaldıraç oranı değişkenlerinin düzeyde durağan I(0), Tobin Q, piyasa değeri/defter değeri, özkaynak karlılığı, aktif karlılığı, pay sahipleri, şeffaflık, menfaat sahipleri, yönetim kurulu, toplam puan değişkenlerinin ise bir farkta durağan I(1) olduğu görülmüştür. Son aşamada ise seriler arasında eşbütünleşme ilişkisinin varlığı Westerlund (2007) panel eşbütünleşme testi ile incelenmiş, finansal performansın göstergesi olan tüm değişkenler (özkaynak karlılığı, aktif karlılığı, Tobin Q oranı, piyasa değeri/defter değeri) ile diğer tüm bağımsız ve kontrol değişkenleri (pay sahipleri, şeffaflık, menfaat sahipleri, yönetim kurulu, toplam puan, firma büyüklüğü, kaldıraç oranı) arasında eşbütünleşme ilişkisinin olduğu saptanmıştır.

**Anahtar kelimeler:** Kurumsal Yönetim, Finansal Performans, Borsa İstanbul Kurumsal Yönetim Endeksi

### ABSTRACT

While the financial scandals that have emerged in recent years have brought forward the concept of corporate governance, it has made it necessary to investigate the relationship between corporate governance and financial performance. In this study examining the relationship between corporate governance ratings and financial performance, 15 companies operating in the manufacturing industry sector -which are traded continuously in the Borsa İstanbul Corporate Governance Index in the period of (2013Q1-2017Q4)- are discussed. Corporate governance is represented by the shareholders' ratings, public disclosure and transparency, stakeholders, board principles and total score while financial performance is represented by return on equity, return on assets, Tobin Q ratio and market value/book value. Also, firm size and financial leverage ratios, are control variables. In the study firstly, the presence of horizontal cross-section dependence between the series forming the panel was analyzed by using Breusch Pagan (1980) LM Test and horizontal cross-section dependence was determined between all series forming the panel. Then, Pesaran (2007) CADF test was applied to the series; firm size and leverage ratio variables are found stable at level I (0), and other variables are found stationary I (1). At the last stage, the existence of a cointegration relationship between the series was examined by Westerlund (2007) panel cointegration test and it was found that there is a cointegration relationship between all variables that are indicators of financial performance and all other independent and control variables (shareholders, transparency, stakeholders, board of directors, total score, firm size, leverage ratio).

**Keywords:** Corporate Governance, Financial Performance, Borsa İstanbul Corporate Governance Index

## 1. GİRİŞ

Küreselleşmeyle birlikte, işletmeler arasındaki rekabetin gün geçtikçe artması işletmelerin daha iyi nasıl yönetilebilecekleri sorusunu akıllara getirmiştir. Çünkü özellikle son yıllarda iş dünyasında görülen ve sonuçları itibariyle tüm dünyayı etkileyen yolsuzlukların, krizlerin ve finansal skandalların yaşanmasındaki en önemli sebeplerinden biri firmaların iyi yönetilememesi olarak görülmüş ve bunun da kurumsal yönetim uygulamalarının yetersizliğinden kaynaklandığı ifade edilmiştir. Tam da bu noktada firmaların yönetim kademesinde ortaya çıkan bu olumsuzlukların neden yaşandığı ve nasıl ortadan kaldırılabileceğiyle alakalı

<sup>1</sup> Bu çalışmada, Çanakkale Onsekiz Mart Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İşletme Anabilim Dalında Doktora Tezi olarak kabul edilen "Kurumsal Yönetim Ve Finansal Performans İlişkisi: Borsa İstanbul Kurumsal Yönetim Endeksinde Yer Alan Şirketlerde Bir Uygulama" adlı çalışmadan faydalanılmıştır.

olarak yürütülen çalışmalar kurumsal yönetim kavramını ortaya çıkarmış ve bu kavramın önemi gün geçtikçe artmıştır.

Başta ABD ve Avrupa ülkeleri olmak üzere birçok ülkede kurumsal yönetime yönelik birtakım yasal düzenlemeler yapılarak tavsiye raporlar yayımlanmış ve başta Ekonomik İşbirliği ve Kalkınma Örgütü (OECD) olmak üzere birçok kurum tarafından konuyla ilgili çalışmalar da yürütülmüştür. Bu noktada tüm dünyada olduğu gibi Türkiye’de de kurumsal yönetim uygulamaları adına gerekli adımlar atılmış olup OECD Kurumsal Yönetim İlkeleri referans alınarak bazı düzenlemelere gidilmiştir. Bu düzenlemelerin en önemlilerinden biri, SPK Kurumsal Yönetim İlkeleri olarak görülmektedir. Bu ilkeler pay sahipleri, kamuyu aydınlatma ve şeffaflık, menfaat sahipleri ve yönetim kurulu olarak adlandırılmıştır. Buna ek olarak Türkiye’de kurumsal yönetim anlayışının daha da yaygınlaşması amacıyla işletmelerin SPK Kurumsal Yönetim İlkeleri’ne uyumlarının derecelendirilmesi amacıyla 31.08.2007 tarihinde Borsa İstanbul Kurumsal Yönetim Endeksi faaliyete girmiştir.

Bu endekste yer alan şirketler için derecelendirme kuruluşları tarafından her yıl kurumsal yönetim ilkelerine uyum notu açıklanmakta ve bu yolla hem menfaat sahiplerinin istediği bilgilere ulaşarak haklarının korunması hem de şirketlerin finansal performansına katkı sağlaması amaçlanmaktadır. Dolayısıyla yetkili derecelendirme kuruluşları tarafından kurumsal yönetim ilkelerine uyum puanları ile şirketlerin finansal performansları arasındaki ilişkinin araştırılması incelenmeye değer bir konu olarak görülmekte ve çalışma bu amaçla yürütülmektedir. Özellikle de bu hususta yürütülen çalışmalara dair literatür incelendiğinde, kurumsal yönetim ile finansal performans arasındaki ilişki çoğunlukla bir bütün olarak incelenmekte, SPK Kurumsal Yönetim İlkeleri’ni meydana getiren her bir ilkenin, muhasebe temelli ve piyasa temelli performans ölçütleri ile ilişkisini açıklamaya yönelik çalışmaların eksikliği dikkat çekmektedir.

Tüm bu gelişmeler ışığında gerçekleştirilen çalışmada ilk olarak kurumsal yönetim kavramına ait teorik çerçeve ele alınmış olup ardından finansal performans kavramı ve finansal performans ölçüm yöntemlerinden bahsedilmiştir. Çalışmanın uygulama kısmında Borsa İstanbul Kurumsal Yönetim Endeksi’nde yer alıp imalat sanayi sektöründe faaliyet gösteren 15 şirketin kurumsal yönetim derecelendirme notları ile finansal performansları arasındaki ilişki incelenmiş ve yürütülen çalışmadan elde edilen bulgular özetlenerek ulaşılan sonuçlar ışığında konuyla ilgili ileride yapılacak olan çalışmalar için araştırmacılara tavsiyelerde bulunulmuştur.

## 2. KURUMSAL YÖNETİM KAVRAMI

Son yıllarda iş dünyasında yolsuzlukların, krizlerin ve firma skandallarının ortaya çıkmasındaki en önemli sebeplerinden biri firmaların iyi yönetilememesi olarak görülmekte bu da kurumsal yönetim uygulamalarının yetersizliğini göz önüne sermektedir. Bu durum özellikle tüm dünyadaki araştırmacıların da dikkatini çekmiş ve kurumsal yönetim kavramını günümüzde en çok irdelenen konulardan biri haline dönüştürmüştür.

İlk kez OECD raporunda bahsedilen ve dünya literatüründe "corporate governance" şeklinde kendine yer bulan kurumsal yönetim ülkemizde de özellikle son yıllarda benimsenmeye başlanmış ve yönetişim, iyi yönetişim, kurumsal yönetişim gibi kavramlarla da birlikte kullanılır olmuştur (Baraz, 2004: 764; Yıldırım ve Demireli, 2009: 82).

Kurumsal yönetim kavramıyla ilgili çok sayıda tarafın olması farklı bakış açılarıyla kavrama bakılmasına neden olmuş ve bu sebeple literatürde çok farklı tanımlamalar yapılmıştır.

OECD Kurumsal Yönetim İlkeleri raporunda kurumsal yönetim, “iş süreçlerinin yönetilmesi ve buna göre kontrol edilmesini sağlayan bir sistemdir” şeklinde tanımlanmıştır (OECD, 1999).

Türkiye Sanayicileri ve İşadamları Derneği (TÜSİAD) kurumsal yönetimi kurumun en yüksek performansı göstermesini amaçlayan bir uygulama olarak görmektedir. Buna ek olarak kurumun hissedarları ve çalışanları dışında nasıl yönetildiğiyle ilgilenen tüm kredi verenler, yatırımcılar, tedarikçi ve müşteriler açısından da önemli bir kavram olarak aktarılmaktadır (TÜSİAD, 2002: 9; TÜSİAD, 2005: 31).

Ataman vd. (2017: 163) kurumsal yönetim kavramını, sadece işletme sahipleri ve yöneticilerinin değil, işletmedeki tüm paydaşların da uyması gereken ilkelerden oluşan yönetim biçimi şeklinde tanımlamaktadır. Colley (2004)’e göre ise kurumsal yönetim “şirketin yönetimi ile diğer tüm çıkar grupları ile arasındaki ilişkiler bütünü” içeren bir sistemdir”. Benzer bir tanım da Oman (2001: 13) tarafından yapılmakta ve kurumsal yönetim için işletme sahiplerinden yöneticilerine, yöneticilerden yatırımcılara kadar tüm çıkar gruplarının arasındaki ilişkiyi düzenleyen tüm özel ve kamusal düzenlemeleri içeren bir unsur ifadesi kullanılmaktadır.

Yukarıda bahsi geçen tüm bu tanımlamalardan da anlaşılacağı üzere kurumsal yönetimi özellikle son yıllarda tüm ülkelerin önem verdiği bir kavram haline getiren esas unsurun, tüm işletme ilgililerinin haklarını ve

çıkarlarını gözetip, yatırımcıların ihtiyaç duyduğu güven ortamını sağlamasını temel amaç olarak benimsemesi olduğu görülmektedir. Çünkü Pamukçu (2011: 135) ve Çıtak (2006: 146)'a göre kurumsal yönetim uygulamalarının esas amacı, işletmenin etkin bir biçimde yönetilerek hissedarların çıkarlarının korunmasını kolaylaştıracak bir mekanizma oluşturup tüm paydaşların çıkarlarını gözeterek olası çatışmaları azaltmaktır.

Etkin bir kurumsal yönetim uygulaması ile mevcut kaynakların tüm işletme ilgilileri tarafından en iyi biçimde kullanılması garanti altına alınmaktadır. Çünkü etkin bir kurumsal yönetim, yöneticilere sorumlu oldukları her türlü işlemde ötürü sorumluluk, hesap verme gibi yükümlülükler yüklemektedir (Paslı, 2014: 30). Dolayısıyla başarılı bir kurumsal yönetim yalnızca işletmeye ait kaynakların israfını önlemeye yardımcı olan bir sistem olmayıp aynı zamanda herkes tarafından arzulanan ve şirketle ilgili şeffaflık, kontrol mekanizması ve yatırımcıların güvenlerini sağlama konusunda yardımcı olan bir unsurdur (Uyar, 2004: 158).

Bu açıdan bakıldığında finansal skandalların ve usulsüzlüklerin önlenmesinde etkisi olan kurumsal yönetimin uygulanmasıyla birlikte işletmelerin kazanacağı başlıca faydalar Sönmez ve Toksoy (2011: 58–59) tarafından şu şekilde özetlenmektedir:

- ✓ Karşılaşılabilecek krizlere karşı daha dayanıklı bir işletme yapısının oluşturulmasını sağlamaktadır.
- ✓ İşletmenin finans piyasalarından daha rahat biçimde finansmana erişimini sağlamaktadır. Bu bakımdan işletmenin doğru bir kurumsal yönetim uygulaması ile sermaye maliyeti azaltılmaktadır.
- ✓ İşletmenin rekabet gücünü artırarak işletmenin performansını yükseltmektedir.
- ✓ İşletmenin değerini yükselterek ulusal ve uluslararası alanda şirket itibarını ve şirkete olan güveni arttırmaktadır.

Sonuç olarak kurumsal yönetimi doğru şekilde uygulayan işletmelerin sermaye maliyetinin azalacağı, finansal kaynaklara daha rahat erişebileceği, yatırım olanaklarının artacağı, bu sayede daha fazla üretim yaparak istihdamı arttıracığı ve böylece işsizliğin azalıp yeni iş ve istihdam imkanlarının yaratılacağı öngörülmektedir

## 2.1. Kurumsal Yönetimin Ortaya Çıkış Süreci

Günümüzde her alanda yaşanan hızlı değişim ve gelişim süreci işletmeleri de etkilemiş ve işletme yönetiminde yeni anlayışların ortaya çıkmasına neden olmuştur. Kurumsal yönetim de yaşanan bu süreçte ortaya çıkan anlayışlardan bir tanesi olarak ön plana çıkmaktadır.

İşletmeler ile hissedarlar ve diğer tüm paydaş grupları arasındaki ilişkilerin kurallarını belirleyen bir yaklaşım olarak görülen kurumsal yönetim kavramının ilk kez kullanıldığı Millstein Raporu ve 1999'da OECD tarafından açıklanan OECD Kurumsal Yönetim İlkeleri ile birlikte kurumsal yönetim başta şirketler olmak üzere tüm ilgililer ve çıkar grupları tarafından benimsenmeye başlamıştır. Dünya genelinde olduğu gibi Türkiye'de de gittikçe önem kazanan kurumsal yönetim uygulamaları için 2000'li yılların başlarında meydana gelen ve tüm dünyayı etkileyen Enron, Parmalat, WorldCom vb. şirket skandalları dönüm noktası olmuştur. Ortaya çıkan bu skandallardan dolayı denetim şirketlerine, sermaye piyasalarına ve en önemlisi şirketlere duyulan güven kaybı kurumsal yönetimin öneminin artmasına neden olmuştur. Kaybedilen güvenin tekrar kazanılması adına 2002 yılında ABD'de Sarbanes-Oxley yasası yürürlüğe girmiştir. Türkiye'de de 2003 yılında SPK tarafından yayımlanıp OECD Kurumsal Yönetim İlkeleri'ni temel alan SPK Kurumsal Yönetim İlkeleri yürürlüğe girmiştir (Güçlü, 2010: 1–3).

## 2.2. Kurumsal Yönetim Anlayışının Dünya'daki Gelişimi ve Yapılan Yasal Düzenlemeler

Sanayi devrimiyle birlikte firmaların yönetim yapısından stratejilerine, üretim bandından ortaklık yapısına kadar hemen hemen tüm çevresinin değişmesi ve buna bağlı olarak finansal yapılarının gelişmesi, firmaları kurumsal yönetime dair uygulamaları benimsetmeye itmiştir. Buna ek olarak dünya çapında meydana gelen ve özellikle 2000'li yılların başında gerçekleşen firma skandalları ve bu gelişmelere bağlı olarak ortaya çıkan finansal krizler, kurumsal yönetim uygulamalarının zorunluluğunu ortaya koymuştur.

Özellikle ABD'de Enron ve WorldCom, İngiltere'de Marconi ve son dönemde Hollanda'da meydana gelen Royal Ahold gibi firma skandalları, kurumsal yönetim kavramını daha çok tartışılmaya itmiştir (Bauer vd., 2003). Sonuçları açısından tüm dünyayı etkileyen bu firma skandallarının neden yaşandığı ve nasıl ortadan kaldırılabileceğiyle ilgili yürütülen çalışmalar ise kurumsal yönetim kavramının ortaya çıkmasına zemin hazırlamıştır. Bu bakımdan kurumsal yönetimin iyileştirilip sistematik bir yapı içerisinde yürütülebilmesi ve şirketlerin denetiminin yeniden yapılandırılması amacıyla dünya genelinde komiteler kurularak yasal düzenlemelere gidilmiş ve Cadbury, Greenbury, Hampel ve Millstein Raporları gibi tavsiye niteliğinde raporlar hazırlanmıştır.

Hazırlanan bu raporlar kurumsal yönetim alanındaki çalışmaları birçok ülke tarafından örnek alınan OECD tarafından kullanılmış ve OECD tarafından Kurumsal Yönetim İlkeleri belirlenmiştir. Bu noktadan hareketle kurumsal yönetimin tüm dünyada bilinen bir unsur olarak şekillenmesinin OECD liderliğinde ve 1999 yılına kadar dayandığı görülmektedir (Pamukçu, 2011: 136; Sönmez ve Toksoy, 2011: 62).

İlk olarak 1999 yılında yayınlanan OECD Kurumsal Yönetim İlkeleri, 2015 yılında en son şekliyle güncellenmiş ve “Hissedarların Hakları”, “Hissedarların Adil Muamele Görmesi”, “Kurumsal Yönetimde Doğrudan Çıkar Sahiplerinin Rolü”, “Kamuoyuna Açıklama Yapma ve Şeffaflık”, “Yönetim Kurulunun Sorumlulukları” ve “Etkin Kurumsal Yönetim Çerçevesi Temelinin Tesisi” biçiminde olmak üzere altı temel ilkeden oluşmaktadır (OECD, 1999: 15–43; OECD, 2004a: 14; OECD, 2015):

Yayımlanan bu raporların ve belirlenen tüm ilkelerin yanında özellikle ABD’de ortaya çıkan firma skandallarının, yatırımcıların ve hissedarların muhasebe sistemlerine ve finansal açıklamalara duydukları güvensizlikleri azaltmak ve finansal raporlar üzerindeki kontrollerin iyileştirilmesi amacıyla "Halka Açık Şirketler Muhasebe Reformu" ve "Yatırımcıyı Koruma Yasası (Sarbanes-Oxley Yasası) 2002 yılı itibariyle yürürlüğe girmiştir (Özelmas, 2010: 56).

### 2.3. Türkiye’deki Kurumsal Yönetim Anlayışının Gelişimi ve Yapılan Yasal Düzenlemeler

Sonuçları itibariyle tüm dünyayı etkileyen finansal krizler ve şirket skandalları başta ABD olmak üzere çoğu ülkede kurumsal yönetime yönelik yasal düzenlemeleri zorunlu hale getirmiş ve başta OECD olmak üzere birçok kurum tarafından buna yönelik birtakım çalışmalar yürütülmüştür. Bu bakımdan tüm dünyada olduğu gibi Türkiye’de de kurumsal yönetim adına atılan adımlara kayıtsız kalınmamış ve 2000’li yılların başından itibaren gerekli yasal düzenlemeler yapılmaya çalışılmıştır. Yürütülen bu çalışmalar sırasında tüm dünyada olduğu gibi Türkiye’de de 1999 yılında yayımlanan, 2004 ve 2015 yıllarındaki güncellemeler ile son halini alan OECD Kurumsal Yönetim İlkeleri referans noktası olarak görülmüştür.

#### 2.3.1. SPK Kurumsal Yönetim İlkeleri

OECD Kurumsal Yönetim İlkeleri referans alınarak 2003’de SPK Kurumsal Yönetim İlkeleri yayımlanmış ve bu ilkeler güncellenerek 2005 ve 2014 yıllarında son halini almıştır (www.spk.gov.tr). Ortaya çıkışı itibariyle halka açık anonim şirketlere yönelik uygulamaları içeren SPK Kurumsal Yönetim İlkeleri, sahip olduğu prensipler göz önüne alındığında özel sektör veya kamuda yer alan bütün kuruluşlar adına uygulanabilir olarak görülmektedir.

SPK Kurumsal Yönetim İlkeleri, “uygula, uygulamıyorsan açıkla” prensibine dayanmaktadır. Dolayısıyla tamamen gönüllülük esasına dayalı olan bu ilkelerin şirketler tarafından uygulanması zorunlu değildir. Fakat ilkelerin uygulanmaması durumunda yılsonunda şirketler tarafından hazırlanacak olan faaliyet raporlarında ilkelere uyulup uyulmadığı, uyulmaması durumunda ise neden uyulmadığına değinilerek bu durumun kamu ile paylaşılması gerekmektedir. Fakat 2011 yılında 2499 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu’nda yapılan değişiklikle birlikte SPK’nın kurumsal yönetim anlayışında önemli değişiklikler meydana gelmiş ve “uygula, uygulamıyorsan açıkla” prensibine dayanan ilkelerin borsada işlem gören anonim şirketler tarafından kısmen veya tamamen uymaları zorunlu hale getirilmiş ve uyum zorunluluğuna aykırılık halinde de çeşitli tedbirleri uygulama yetkisi vermiştir (Demirbaş ve Uyar, 2006: 80; Özsoy, 2011: 73; Alp ve Kılıç, 2014:109; Zengin ve Yılmaz, 2017: 692).

SPK Kurumsal Yönetim İlkeleri, “Pay Sahipleri”, “Kamuyu Aydınlatma ve Şeffaflık”, “Menfaat Sahipleri”, “Yönetim Kurulu” olmak üzere dört ana başlık altında toplanmış ve kısaca şu şekilde ifade edilmiştir (http://www.spk.gov.tr; Demirbaş ve Uyar, 2006; 81-82; Doğan, 2007: 111-135, Güçlü, 2010: 44, Özsoy, 2011: 74-75):

**Pay Sahipleri İlkesi:** Kurumsal yönetimde en önemli menfaat grubu olan ve şirketin sermayesini koyan pay sahipleri ile ilgili bölümde; pay sahiplerine verilen haklar ve pay sahiplerinin eşit işleme tabi olmaları hususundaki prensipler ele alınmıştır.

**Kamuyu Aydınlatma ve Şeffaflık İlkesi:** Menfaat sahiplerinin şirketle ilgili bilgilere eksiksiz, tarafsız, güvenilir, anlaşılır ve kolay biçimde ulaşabilmesi ve bu bilgilere dayanarak yatırım kararı alabilmeleri anlamına gelen bu ilkeye dair prensiplere yer verilmiştir.

**Menfaat Sahipleri İlkesi:** Menfaat sahipleri veya bir diğer adıyla paydaş, işletmenin daha önceden belirlediği amaç ve hedeflerine ulaşabilmesi adına yürütülen faaliyetlerden etkilenen her türlü kişi veya kurum olarak tanımlanmıştır. Bu bakımdan pay sahiplerinden çalışanlara, alacaklılardan müşterilere, tedarikçilerden devlete



hatta potansiyel yatırım yapmayı düşünen tasarruf sahiplerine kadar tüm ilgilileri kapsayan menfaat sahipleri ilkesinde menfaat sahibi kişi veya kurumlar ile şirket arasındaki ilişkileri düzenlemeye yönelik prensiplere yer verilmiştir.

**Yönetim Kurulu İlkesi:** Bir şirketi en üst düzeyde yönetme ve temsil etme organı olarak görev yapan yönetim kurulu dördüncü bölümde kendisine yer bulmuş bir ilke olup, yönetim kurulunun fonksiyonu, görev ve sorumlulukları, faaliyetleri, yönetim kuruluna sağlanan mali haklar ve yönetim kuruluna faaliyetlerinde yardımcı olmak amacıyla kurulacak olan komiteler, bu ilkeye ait prensipler içerisinde kendine yer bulmuştur.

### 2.3.2. Kurumsal Yönetim Uyum Derecelendirmesi

Kurumsal yönetim ilkelerine uyum derecelendirilmesi, Sermaye Piyasası Kurumsal Yönetim Tebliği'nde belirlenen ilkeler olan pay sahipleri, kamuyu aydınlatma ve şeffaflık, menfaat sahipleri ve yönetim kurulu ilkelerinin alt bölümler halinde incelenip değerlendirildiği bir uygulamadır. Dolayısıyla derecelendirme notunun belirlenmesi sırasında her alt bölüm 100 puan üzerinden değerlendirilmekte, her bir alt bölümün ana nota etkileri için de SPK tarafından belirlenen; pay sahiplerinde %25, kamuyu aydınlatma ve şeffaflık %25, menfaat sahipleri %15 ve yönetim kurulu % 35 şeklindeki ağırlık yüzdeleri kullanılmaktadır. Ağırlıklar alındıktan sonra ortaya çıkan not 10'luk dilime indirgenip şirketin genel notuna ulaşılmaktadır (<https://www.kobirate.com.tr/content/Kurumsal-Yonetim-Endeksi.pdf>).

12.07.2007 tarihinde yayımlanan Seri: VIII, No:51 "Sermaye Piyasasında Derecelendirme Faaliyeti ve Derecelendirme Kuruluşlarına İlişkin Esaslar Tebliği" ile Türkiye'de kurulan ve SPK tarafından yetkilendirilip kurumsal yönetim ilkelerine uyum derecelendirmesi yapmaya yetkili kuruluşlar 31.12.2019 tarihi itibarıyla aşağıdaki gibidir:

- ✓ Saha Kurumsal Yönetim ve Kredi Derecelendirme Hizmetleri A.Ş.
- ✓ Kobirate Uluslararası Kredi Derecelendirme, Kurumsal Yönetim Hizmetleri A.Ş.
- ✓ JCR Avrasya Derecelendirme A.Ş.
- ✓ DRC Derecelendirme Hizmetleri A.Ş.
- ✓ National Investor Services Derecelendirme Anonim Şirketi

### 2.3.3. Borsa İstanbul A.Ş. Kurumsal Yönetim Endeksi

Borsa İstanbul Kurumsal Yönetim Endeksi Borsa İstanbul'da işlem gören pay endekslerinden birisi olup XKURY olarak adlandırılmakta ve yalnızca kurumsal yönetim uyum derecelendirme notuna sahip şirketlerin dâhil edildiği bir endeks olarak işlem görmektedir. Borsa İstanbul Kurumsal Yönetim Endeksi, payları Borsa İstanbul pazarlarında (Yakın İzleme Pazarı ve C ve D listeleri hariç) işlem gören ve kurumsal yönetim uyum derecelendirme notu 10 üzerinden en az 7 ve her bir alt başlık için en az 6,5 olan halka açık şirketlerin fiyat ve getiri performanslarının değerlendirilmesi için oluşturulmuş bir endeks olarak bilinmektedir (<https://www.kobirate.com.tr/content/Kurumsal-Yonetim-Endeksi.pdf>; BİST, 2020).

Borsa İstanbul Kurumsal Yönetim Endeksi 31.08.2007 tarihinde hesaplanmaya başlanmış ve endeksin başlangıçtaki değeri 48.082,17 olarak belirlenmiş ve 31.12.2019 tarihi itibarıyla endeks 99.754,53'e ulaşmıştır. 31.08.2007'de 5 şirket ile işlem görmeye başlayan Borsa İstanbul Kurumsal Yönetim Endeksi'nde 2007 yılı içerisinde 2 şirketin de endekse dahil olmasıyla birlikte 2007 yılı sonu itibarıyla endekste toplam şirket sayısı 7'ye çıkmıştır. 31.12.2019 tarihi itibarıyla ise endekste 50 şirketin faaliyet gösterdiği görülmektedir.

## 3. FİNANSAL PERFORMANS KAVRAMI VE FİNANSAL PERFORMANS ÖLÇÜM YÖNTEMLERİ

İşletmenin faaliyetlerine sağlıklı bir biçimde devam etmesi, karar alma, denetim, planlama gibi işlevlerinin yerine getirilebilmesi adına sürekli olarak finansal performansı değerlendirilmelidir. Bu bakımdan işletme yöneticisinin mevcut finansal durumun ne olduğu, geçmiş dönemlerdeki finansal performansın tatmin edici olup olmadığı ve rakiplerden geri kalınıp kalınmadığı gibi sorulara yanıt verebilecek şekilde doğru bir performans ölçümü yapması gerekmektedir. Doğası gereği çeşitlilik gösteren bir unsur olan performans ölçümü muhasebe, ekonomi, yönetim, finans, pazarlama gibi çok sayıda disiplininin çalışma alanına girmektedir. Dolayısıyla performans ölçümü çok farklı yaklaşımlarla ifade edilmiş ve her bir yaklaşım performans ölçümüne farklı katkılar sağlamıştır. Tüm bu aktarılanlar göz önüne alındığında finansal performansı ölçmek amacıyla farklı sınıflandırmalara gidildiği görülmektedir. İlk sınıflandırmada geleneksel (muhasebe temelli) ve değer esaslı (piyasa bazlı veya piyasa temelli) finansal performans ölçüm teknikleri biçiminde bir gruplandırma yapılmıştır. Geleneksel ölçümler için muhasebe bazlı ölçütler ifadesi kullanılırken, modern ölçütler içinse değer esaslı ölçütler tanımı yapılmıştır (Neely vd., 1996: 424; Acar, 2003: 21-22; Neely, 2007: 7; Şenol ve Ulutaş, 2018: 84).

Muhasebeye dayalı geleneksel performans ölçütleri, muhasebe içerisinde yürütülen faaliyetler sonucu ortaya çıkan kar miktarının, hesaplanmak istenen değere oranlanmasıyla bulunan ölçütler olarak bilinmektedir. Geleneksel finansal performans ölçüm yöntemleri genel olarak finansal ölçütlere dayanmakta ve geleneksel muhasebe sistemine odaklanmaktadır. Bu sebeple bu ölçütler çoğunlukla geriye dönük verileri kullanmakta ve performansın geliştirmesi için değil sadece izlenmesi için tasarlanmaktadır (Ghalayani ve Noble, 1996: 68; Şenol ve Ulutaş, 2018: 86).

Bir diğer performans ölçüm yöntemi olarak sınıflandırılan piyasa değerini esas alan (piyasa temelli) performans ölçümleri ise özellikle son yıllarda kullanılmaya başlanmış ve muhasebe temelli finansal performans ölçümlerine ek olarak uygulama alanı bulmuştur. Günümüzde işletmelerin hissedar sayılarının artarak halka açılan firmaların gittikçe çoğalması ve bu gelişmelere bağlı olarak firma ölçeklerinin gittikçe büyüyerek küresel bir konuma ulaşmasıyla birlikte işletmeler kar maksimizasyonunu sağlamak yerine işletme değerini veya paydaş değerini maksimize edebilecek faaliyetlere girişmiş ve böylece değer odaklı yaklaşımın ekonomide hakimiyeti başlamıştır. Dolayısıyla tüm bu gelişmelerin etkisiyle işletmelerin sürekli olarak performanslarını ölçmeleri zorunlu hale gelmiş ve piyasa değerini esas alan (piyasa temelli) performans ölçümleri de yaygınlık kazanmıştır (Şenol ve Ulutaş, 2018: 83).

Bu bakımdan araştırmacılar, yatırımcılar ve analistlerin bir kısmı işletmenin performansını ölçmek amacıyla finansal tablolardan elde edilen muhasebe verilerini (muhasebe temelli ölçütler) kullanırken diğer bir kısmı ise işletmenin piyasa değerini ölçen verilerden yararlanmaktadırlar. En sık kullanılan muhasebe temelli ölçütler arasında özkaynak karlılığı, aktif karlılığı, yatırılan sermayenin getirisi, hisse başı kar oranları görülmekte iken piyasa temelli ölçütler arasında ise Fiyat-Kazanç Oranı, Piyasa Değeri / Defter Değeri Oranı, Tobin Q Oranı, Piyasa Değeri / Satışlar oranları ön plana çıkmaktadır.

#### 4. LİTERATÜR TARAMASI

Teorik olarak bakıldığında şirket faaliyetleri açısından olumlu özellikler taşıyan kurumsal yönetimin işletmenin finansal performansını yükseltmesi beklenmekte dolayısıyla olaya basitçe bakıldığında kurumsal yönetim ile şirket performansı arasında yalın ve açık bir ilişki olduğu varsayılmaktadır (Işık ve Saygılı, 2006: 163). Beklenenin aksine, kurumsal yönetimin standartları temelde standart olsa da, her ülkenin kurumsal yönetim anlayışının ve uygulamalarının birbirinden farklılaşması sebebiyle; kurumsal yönetim ve firmaların finansal performans ilişkisini konu alan çalışmalarda farklı sonuçlara ulaşıldığı görülmüştür (Gümüş vd., 2017: 106). Farklı sonuçlara ulaşılmasının en büyük sebepleri ise, çalışmalarda farklı değişkenlerin kullanılması, araştırmanın yapıldığı ülkelerdeki kültürel, yönetsel vb. farklılıklar olarak görülmektedir.

Bu doğrultuda hazırlanan literatür çalışması için çalışmanın bu bölümünde kurumsal yönetim ve firmaların finansal performansı arasındaki ilişkinin incelendiği bazı çalışmalara yer verilmiştir.

Karakılıç ve Vuran (2019) tarafından yapılan araştırmanın amacı; kurumsal yönetim değişkenleri ile firmaların firma değeri arasındaki ilişkiyi analiz etmektir. Araştırmada bağımsız değişkenler olarak yönetim kurulu büyüklüğü, bağımsız yönetim kurulu üye sayısı, yönetim kurulundaki kadın üye sayısı, denetim komitesi üye sayısı, kurumsal yönetim komitesi üye sayısı, bağımlı değişkenler olarak ise; Tobin Q oranı, özkaynak karlılığı ve aktif karlılığı ele alınmıştır. Araştırmada 2013-2016 yılları içerisinde Borsa İstanbul'da işlem gören 78 firmadan elde edilen bilgiler kullanılmış ve panel veri analizi yöntemiyle analizler yapılmıştır. Analiz sonucunda bağımlı değişkenlerden Tobin Q oranı ve özkaynak karlılığı ile kurumsal yönetim değişkenleri arasında anlamlı bir ilişki bulunamamış olup sadece aktif karlılığı ile kurumsal yönetim uygulamaları arasında %10 anlamlılık seviyesinde bir ilişki olduğu tespit edilmiştir.

Yıldırım vd. (2018) tarafından yapılan araştırmanın amacı; şirketlerin kurumsal yönetim uygulamaları ile finansal performansları arasındaki ilişkiyi ölçmektir. Araştırmada bağımsız değişkenler olarak Borsa İstanbul Kurumsal Yönetim Endeksi tarafından hesaplanan ve şirketlere verilen kurumsal yönetim notları, bağımlı değişkenler olarak ise; cari oran, asit test oranı, alacak devir hızı, kaldıraç oranı, net kâr marjı, aktiflerin kârlılığı, özkaynak kârlılığı, piyasa değeri defter değeri oranı ve fiyat kazanç oranı ele alınmıştır. Araştırmada; 2013-2016 yılları içerisinde Borsa İstanbul Kurumsal Yönetim Endeksi'nde işlem gören, 5 adet şirketten elde edilen bilgiler kullanılmış olup, Entropi Ağırlıklandırılmış TOPSIS yöntemiyle analizler yapılmıştır. Analiz sonucunda şirketlerin kurumsal yönetim notları ile finansal performansları arasında anlamlı ve sürekli bir ilişki olmadığı vurgulanmıştır.

Moradi ve Velashani (2017) tarafından yapılan araştırmanın amacı; firmaların ürün pazarlarındaki rekabet seviyesi ve kurumsal yönetim faaliyetlerinin firma performansına etkisini ortaya koyabilmektir. Araştırmada bağımsız değişkenler olarak; yönetim kurulu bağımsızlığı ve mülkiyet yoğunlaşması, bağımlı değişkenler olarak

ise; özkaynak kârlılık oranı ve aktif kârlılık oranı ele alınmıştır. Araştırmada; 2004-2012 yılları arasında Tahran Menkul Kıymetler Borsası'nda faaliyet gösteren firmaların verileri kullanılmış ve panel veri analizi yöntemiyle analizler yapılmıştır. Analiz sonucunda, yönetim kurulu ve mülkiyet yoğunlaşması ile finansal performans arasında pozitif yönlü anlamlı bir ilişki tespit edilmiş olup firmanın ürün pazarlarındaki rekabet seviyesinin ve kurumsal yönetim faaliyetlerinin firma performansı üzerinde etkisi olduğu vurgulanmıştır.

Aytekin ve Sönmez (2016) tarafından yapılan araştırmanın amacı; kurumsal yönetim uygulamalarının firma performansı üzerine olan etkisini ortaya koymaktır. Araştırmada bağımsız değişkenler; yönetim kurulu üye sayısı, kurumsal yatırımcı payı, yabancı yatırımcı payı, halka açıklık oranı, nitelikli pay sahipliği oranı ve yönetim kurulunda yer alan bağımsız üye sayısı, bağımlı değişkenler ise; aktif karlılığı ve özkaynak karlılığı olarak ele alınmıştır. Araştırmada 2010-2014 dönemi içerisinde Borsa İstanbul'da ulaşım sektöründe işlem gören 7 firmadan elde edilen bilgiler kullanılmış ve panel veri analizi yöntemiyle analizler yapılmıştır. Analiz sonucunda; yönetim kurulunda yer alan üye sayısı arttıkça aktif karlılığa bir etkisinin olmadığı fakat özkaynak karlılığına pozitif yönde etki ettiği tespit edilmiştir. Ayrıca yabancı yatırımcı payı ile aktif karlılık arasında pozitif ve anlamlı bir ilişki ve özkaynak karlılığı ile pozitif ve anlamlı bir etkisi gözlemlenmiştir.

Dabor ve Isiavwe (2015) tarafından yapılan araştırmanın amacı; kurumsal yönetimin firma performansı üzerindeki etkisini Nijerya Borsa Endeksi'nde işlem gören firmalar açısından ortaya koymaktır. Bu amaçla yürütülen çalışmada firma performansı; özkaynak karlılığı ve aktif karlılığı oranları ile ölçülürken, kurumsal yönetim ise yönetim kurulu yapısı, büyüklüğü ve bağımsızlığı ile mülkiyet yapısı değişkenleri kullanılarak ölçülmüştür. Panel veri analizinin kullanıldığı çalışmanın sonucunda ise yönetim kurulu üye sayısı ile firma performansı arasında negatif bir ilişki tespit edilmiş olup, yönetim kurulu bağımsızlığı ve mülkiyet yapısı ile firma performansı arasında ise anlamsız bir ilişki gözlemlenmiştir.

Vo ve Nguyen (2014) tarafından yapılan araştırmanın amacı; kurumsal yönetim ile firma performansı arasındaki ilişkiyi açıklamaktır. Araştırmada bağımsız değişkenler; CEO ikililiği, yönetim kurulu büyüklüğü, yönetim kurulu bağımsızlığı, CEO'nun yapısı, yönetim kurulunun yapısı, bağımlı değişkenler ise aktif karlılığı, özkaynak karlılığı, Altman z- score ve Tobin Q olarak kullanılmıştır. Araştırmada, Vietnam Borsası'nda 2008-2012 yılları arasında işlem gören 177 işletmenin verileri kullanılmış olup, regresyon analizi ve en küçük kareler yöntemleri uygulanmıştır. Analiz sonucunda; CEO ikiliği ve firma performansı arasında pozitif bir ilişki, yönetim kurulu bağımsızlığı ve firma performansı arasında negatif ilişki mevcutken, yönetim kurulunun büyüklüğü ile firma performansı arasında ise anlamlı bir ilişki bulunamamıştır.

## 5. YÖNTEM

### 5.1. Araştırmanın Amacı, Kapsamı ve Veri Seti

Kurumsal yönetim uygulamalarının finansal performansa ne ölçüde etki ettiği üzerine yapılan çalışmalarda farklı sonuçlar ortaya çıkmış ve ortaya çıkan bu düşünceler çalışmanın temel çıkış noktasını oluşturmuştur. Bu bağlamda çalışmanın temel amacı firmaların finansal performansı ile kurumsal yönetim arasındaki ilişkiyi Borsa İstanbul Kurumsal Yönetim Endeksi'nde faaliyet gösteren şirketler açısından irdelemek ve Borsa İstanbul Kurumsal Yönetim Endeksi'nde işlem gören şirketlerin derecelendirme kuruluşları tarafından açıklanan kurumsal yönetim derecelendirme notlarının şirketlerin finansal performansları üzerindeki etkisini ortaya koymaktır.

Bu çalışmada uygulanacak olan panel veri analizi yönteminin daha etkin sonuç vermesi adına işletme sayısının ve periyodunun maksimize edilebildiği 2013-2017 yılları arasındaki 5 yıllık dönem ele alınmıştır. Tüm bunlar göz önüne alındığında bu çalışma 31.12.2019 tarihi itibarıyla Borsa İstanbul Kurumsal Yönetim Endeksi'nde de bulunan ve 2013-2017 yılları arasındaki 5 yıllık dönemde aralıksız olarak endekste yer alıp imalat sanayi sektöründe faaliyet gösteren 15 şirketi kapsamaktadır. Söz konusu bu 15 şirkete Tablo 1'de yer verilmiştir.

Tablo 1. 2013-2017 Yılları Arasındaki 5 Yıllık Dönemde Aralıksız Olarak Borsa İstanbul Kurumsal Yönetim Endeksi'nde Yer Alan ve İmalat Sanayi Sektöründe Faaliyet Gösteren Şirketler

SIRA NO	ŞİRKET UNVANI	ENDEKSTE YER ALDIĞI YILLAR
1	HÜRRİYET GAZETECİLİK VE MATBAACILIK A.Ş.	2007-2017
2	AYGAZ A.Ş.	2010-2017
3	TÜPRAŞ-TÜRKİYE PETROL RAFİNERİLERİ A.Ş.	2007-2017
4	ANADOLU EFES BİRACILIK VE MALT SANAYİİ A.Ş.	2008-2017
5	PINAR ENTEGRE ET VE UN SANAYİİ A.Ş.	2012-2017
6	PINAR SU SANAYİ VE TİCARET A.Ş.	2013-2017
7	PINAR SÜT MAMULLERİ SANAYİİ A.Ş.	2011-2017
8	COCA-COLA İÇECEK A.Ş.	2009-2017
9	İHLAS EV ALETLERİ İMALAT SANAYİ VE TİCARET A.Ş.	2010-2017

10	OTOKAR OTOMOTİV VE SAVUNMA SANAYİ A.Ş.	2008-2017
11	ARÇELİK A.Ş.	2009-2017
12	TOFAŞ TÜRK OTOMOBİL FABRİKASI A.Ş.	2007-2017
13	TÜRK PRYSMIAN KABLO VE SİSTEMLERİ A.Ş.	2009-2017
14	TÜRK TRAKTÖR VE ZİRAAT MAKİNELERİ A.Ş.	2007-2017
15	VESTEL ELEKTRONİK SANAYİ VE TİCARET A.Ş.	2007-2017

## 5.2. Araştırmada Kullanılan Değişkenler ve Araştırmanın Modeli

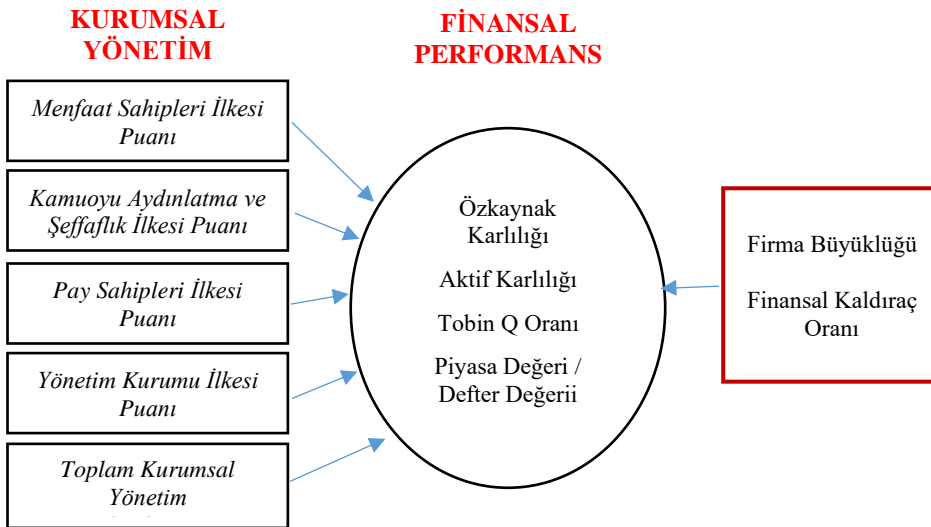
Söz konusu bu 15 şirkete ait veriler, TKYD'ye ait internet sitesinden, Kamu Aydınlatma Platformu'ndan ve Borsa İstanbul Veri Merkezi'nden alınmış olup (2013:Q1-2017:Q4) dönemini kapsayan ve çeyrek dönemlik verilerden oluşan bir veri seti oluşturulmuştur. 15 şirketin 20 dönemlik verileri kullanılarak 300 gözlem sayısına ulaşılan çalışmada finansal performansın göstergesi olarak Tobin Q, piyasa değeri / defter değeri, özkaynak karlılığı ve aktif karlılığı oranları kullanılmıştır. Çalışmada yer alan bağımlı ve kontrol değişkenleri için şirketlere ait (2013:Q1-2017:Q4) dönemleri arasındaki finansal tablo verileri, Kamu Aydınlatma Platformu'ndan ve Borsa İstanbul Veri Merkezi'nden alınmış ve Finnet Mali Analiz programından (www.finnet2000.com) yararlanılarak veri setine dahil edilmiştir.

Çalışma kapsamında kullanılan bağımsız değişkenler sırasıyla SPK'nın belirlediği Kurumsal Yönetim İlkeleri olan "Pay Sahipleri", "Kamuoyunu Aydınlatma ve Şeffaflık", "Menfaat Sahipleri" ve "Yönetim Kurulu" ilkelerine verilen derecelendirme notları ile toplam kurumsal yönetim endeksi derecelendirme notudur. Yine çalışmada kullanılan bağımsız değişkenler, derecelendirme kuruluşları tarafından endekste bulunan şirketlere her yıl verilen notlardan oluşmaktadır. Yıl bazında verilen bu notlar, Eşit Adım Yöntemi kullanılarak (2013:Q1-2017:Q4)'den oluşan çeyrek dönemlik veriler haline dönüştürülerek veri setine eklenmiştir. Bu noktadan hareketle çalışmanın bağımlı, bağımsız ve kontrol değişkenleri Tablo 2'deki gibi olmuştur.

Tablo 2. Bağımlı, Bağımsız ve Kontrol Değişkenleri Tablosu

DEĞİŞKENLER		HESAPLAMA BİÇİMİ
BAĞIMLI DEĞİŞKENLER	Özkaynak Karlılığı	Net Kar / Özkaynak
	Aktif Karlılığı	Net Kar / Toplam Aktifler
	Tobin Q oranı	(borcun yıl sonu defter değeri + firmanın yılsonu piyasa değeri) / aktiflerin yıl sonu defter değeri
	Piyasa Değeri/Defter Değeri oranı	Piyasa Değeri/Defter Değeri
BAĞIMSIZ DEĞİŞKENLER	Pay Sahipleri İlkesi Puanı Menfaat Sahipleri İlkesi Puanı Kamuyu Aydınlatma ve Şeffaflık İlkesi Puanı Yönetim Kurulu İlkesi Puanı Toplam Kurumsal Yönetim Puanı	
KONROL DEĞİŞKENLERİ	Firma büyüklüğü	Log (Toplam Varlıklar)
	Kaldıraç oranı	Toplam Borç / Toplam Aktifler

Yukarıda yer alan bağımsız, kontrol ve bağımlı değişkenler aracılığıyla geliştirilen araştırma modeli ise Şekil 1'deki gibi oluşturulmuştur.



Şekil 1. Araştırmanın Modeli



### 5.3. Araştırmanın Yöntemi ve Bulgular

Kurumsal yönetim ve finansal performans arasındaki ilişkiyi analiz edebilmek amacıyla yürütülen bu çalışmada kullanılmış olan veri setinin hem yatay kesitlere hem de dikey kesitlere ait (zaman serisi) değerler içerdiği tespit edilmiş olup panel veri analizi yönteminin kullanılması uygun görülmüştür.

Bu doğrultuda hazırlanan çalışmanın yöntem kısmında ilk olarak Breusch Pagan (1980)'a ait LM Testi kullanılarak paneli oluşturan seriler arasında yatay kesit bağımlılığının olup olmadığı analiz edilmiştir. İkinci aşamada, yatay kesit bağımlılığı varsayımı altında serilerin durağanlığı, yatay kesit bağımlılığını ve serilerdeki yapısal kırılmaları dikkate alan birim kök sürecinin test edildiği ikinci nesil panel birim kök testlerinden Peseran'ın (2007) CADF testi uygulanmıştır. Son olarak ise seriler arasında herhangi bir eşbütünleşme ilişkisinin olup olmadığının tespitinin yapılabilmesi adına Westerlund (2007) tarafından geliştirilen panel eşbütünleşme testi uygulanmıştır.

#### 5.3.1. Yatay Kesit Bağımlılığının Test Edilmesi

Panel veri analizinin uygulandığı çalışmalarda paneli meydana getiren yatay kesit birimlerinin birbirinden bağımsız olup olmadığının bilinmesi gerekmektedir. Bu amaçla yatay kesit bağımlılığı dikkate alınmadan yapılacak olan analizlerin tutarsız sonuçlar vereceği tespit edilmiş olup analize başlamadan önce serilerde yatay kesitler arasında bağımlılık olup olmadığının test edilmesi büyük önem arz etmektedir (Mercan vd., 2015: 127; Koçbulut ve Barış, 2016: 28-29).

Seriler arasında yatay kesit bağımlılığının test edilmesi sırasında ilk önce panel verinin zaman boyutu (T) ve birim boyutu (yatay kesit= N) karşılaştırılmalıdır. İşte bu noktada zaman ve kesit boyutunun farklı varyasyonlarının ortaya konduğu üç farklı LM test istatistiği hesaplanmaktadır. Çalışmanın 15 şirket (N=15) ve 5 yıl\*4 çeyrek=20 dönemden (T=20) oluştuğu görülmüş ve paneli oluşturan yatay kesitler arasında bir bağımlılık olup olmadığını ortaya koymak için çalışmada Berusch-Pagan (1980) LM (CDLM1) testinin kullanılması gerektiği görülmüştür.

CDLM1 Testinin sıfır hipotezi,  $H_0$ : = yatay kesit bağımlılığı yoktur biçimindedir ve hipotez testi sonucunda elde edilecek olasılık değeri 0.05'ten küçük olduğunda, %5 anlamlılık düzeyinde,  $H_0$  hipotezi reddedilmekte ve paneli oluşturan birimler arasında yatay kesit bağımlılığı olduğuna karar verilmektedir (Bozkurt, 2018; Mercan vd. 2015: 127).

Çalışmanın bu kısmında öncelikle her bir seri grubu için yatay kesit bağımlılığı sınaması yapılmış ve sonuçlar Tablo 3'de verilmiştir.

Tablo 3. Breusch Pagan (1980) LM Testi'ne Ait Yatay Kesit Bağımlılığı Test Sonuçları

Değişkenler	Breusch Pagan LM Test İstatistiği	Olasılık Değeri
Tobin Q	1975.50	0.000
Piyasa değeri/Defter Değeri	2080.78	0.000
Özkaynak Karlılığı	772.68	0.000
Aktif Karlılığı	606.82	0.000
Pay Sahipleri	2453.22	0.000
Kamuyu Aydınlatma ve Şeffaflık	2213.75	0.000
Menfaat Sahipleri	2348.66	0.000
Yönetim Kurulu	244.40	0.000
Toplam Puan	2648.62	0.000
Firma Büyüklüğü	2804.11	0.000
Finansal Kaldıraç Oranı	2579.99	0.000

Tablo 3'deki sonuçlara göre elde edilen olasılık değerlerinin 0.05'ten küçük olduğu görülmüş,  $H_0$ : = yatay kesit bağımlılığı yoktur hipotezinin reddedildiği sonucuna varılmış ve seriler arasında yatay kesit bağımlılığı olduğu tespit edilmiştir. Bu bakımdan çalışmada kullanılan Tobin Q, piyasa değeri/defter değeri, özkaynak karlılığı, aktif karlılığı, pay sahipleri, kamuyu aydınlatma ve şeffaflık, menfaat sahipleri, yönetim kurulu, toplam puan, firma büyüklüğü ve finansal kaldıraç oranı değişkenleri için paneli oluşturan şirketler arasında yatay kesit bağımlılığı tespit edilmiştir. Buna göre çalışmada yatay kesit bağımlılığını dikkate alan panel birim kök testleri ile yatay kesit bağımlılığını dikkate alan panel eşbütünleşme analizi yöntemi kullanılmasına karar verilmiştir.

#### 5.3.2. Panel Birim Kök Analizinin Uygulanması

Zaman serisi verilerinde olduğu gibi panel verilerde de serilerin durağan olup olmadıkları büyük önem teşkil etmektedir. Bu sebeple serilerin durağanlığı araştırılarak durağanlık durumuna göre hareket edilmelidir. Panel veri analizinde de serilerin durağanlığını test edebilmek adına değişkenlerin yatay kesit bağımlılığına sahip olup

olmamasına göre farklı testler kullanılmaktadır. Panel birim kök testleri bu noktada; birinci ve ikinci nesil birim kök testleri olmak üzere ikiye ayrılmaktadır (Mercan vd. 2015: 128; Hüseyini ve Doru, 2017: 742).

Birinci nesil birim kök testlerinin eksikliğini gidermek amacıyla, yatay kesit birimleri arasındaki yatay kesit bağımlılığını dikkate alan ikinci nesil birim kök testleri geliştirilmiş olup bu testlerin en önemlileri MADF (Taylor ve Sarno, 1998), SURADF (Breuer, Mcknown ve Wallace, 2002), PANKPSS (Carrion-i-Silvestre vd. 2005) ve CADF (Pesaran, 2007)'tir (Mercan vd. 2015: 128).

Her bir seri grubu için yatay kesit bağımlılığı tespit edildiğinden dolayı ikinci nesil birim kök testlerinden Pesaran (2007)'a ait CADF Panel Birim Kök Testleri ile serilerin durağan olup olmadığı incelenmiş ve sonuçlar Tablo 4'te verilmiştir.

Tablo 4. CADF Panel Birim Kök Testi Sonuçları

		Z[t-bar]	Pesaran CADF kritik tablo değeri	Olasılık Değeri
<b>Tobin Q</b>	Düzeyde	-0.474	-2.470	0.318
	Bir Farkta	-13.841		0.000
<b>Piyasa Değeri/Defter Değeri</b>	Düzeyde	-0.496	-2.470	0.310
	Bir Farkta	-14.988		0.000
<b>Özkaynak Karlılığı</b>	Düzeyde	1.987	-2.470	0.977
	Bir Farkta	-12.265		0.000
<b>Aktif Karlılığı</b>	Düzeyde	1.671	-2.470	0.953
	Bir Farkta	-11.997		0.000
<b>Pay Sahipleri</b>	Düzeyde	-0.333	-2.470	0.369
	Bir Farkta	-11.632		0.000
<b>Şeffaf</b>	Düzeyde	0.992	-2.470	0.839
	Bir Farkta	--6.166		0.000
<b>Menfaat Sahipleri</b>	Düzeyde	-1.932	-2.470	0.027
	Bir Farkta	-7.208		0.000
<b>Yönetim Kurulu</b>	Düzeyde	-0.005	-2.470	0.498
	Bir Farkta	-10.134		0.000
<b>Toplam Puan</b>	Düzeyde	0.879	-2.470	0.810
	Bir Farkta	-2.568		0.005
<b>Firma Büyüklüğü</b>	Düzeyde	-3.680	-2.470	0.000
<b>Finansal Kaldıraç Oranı</b>	Düzeyde	-4.161	-2.470	0.000

Tablo 4'de de görüldüğü üzere çalışmaya ait panel birim kök testi sonuçları incelendiğinde, firma büyüklüğü ve finansal kaldıraç oranı değişkenlerine ait hesaplanan CADF istatistiğinin CADF kritik değerlerinden mutlak olarak büyük olduğu görülmüş ve seri grubunun düzeyde durağan olduğu tespit edilmiştir. Buna karşın Tobin Q, piyasa değeri/defter değeri, özkaynak karlılığı, aktif karlılığı, pay sahipleri, kamuyu aydınlatma ve şeffaflık, menfaat sahipleri, yönetim kurulu ve toplam puan değişkenlerine ait hesaplanan CADF istatistiğinin CADF kritik değerlerinden mutlak olarak küçük olduğu görülmüş ve düzeyde durağan olamadığı sonucuna ulaşılmıştır. Bu noktada düzeyde durağan olmayan Tobin Q, piyasa değeri/defter değeri, özkaynak karlılığı, aktif karlılığı, pay sahipleri, kamuyu aydınlatma ve şeffaflık, menfaat sahipleri, yönetim kurulu ve toplam puan değişkenlerine ait her bir seri grubunun bir gecikmeli değerlerinin (yani birinci farkları alındıktan sonraki değerlerinin) %1 tablo kritik değerinden mutlak olarak büyük olduğu yani %1 önem düzeyinde durağan olduğu (serilerin bir gecikmeli olarak durağanlaştığı) belirlenmiştir. Sonuç olarak panel veri analizinde kullanılan firma büyüklüğü ve finansal kaldıraç oranı değişkenleri düzeyde durağan I(0), Tobin Q, piyasa değeri/defter değeri, özkaynak karlılığı, aktif karlılığı, pay sahipleri, kamuyu aydınlatma ve şeffaflık, menfaat sahipleri, yönetim kurulu ve toplam puan değişkenleri ise I(1) yani birinci sıra fark durağan olarak tespit edilmiştir.

### 5.3.3. Panel Eşbütünleşme Testinin Uygulanması

Düzeyde durağan olmayan fakat farkı (veya farkları) alınarak durağan hale getirilen serilerin fark alma işlemi yapılırken geçmişte maruz kaldığı geçici şokların etkisini yok edebilmesinin yanında bu seriler içerisinde uzun dönemli ilişkileri ortadan kaldırabilme durumu da söz konusu olacaktır. Bu sebeple bu serilerin durağan olmasa bile durağan bir kombinasyonu olabilmesi durumu eş bütünleşme analizleri yoluyla açığa çıkartılmaktadır. Bu durumda olan serilerin eşbütünleşik olması da değişkenleri etkiyebilecek konumda olan kalıcı şoklar karşısında bile değişkenlerin uzun dönemde bir denge ilişkisi içerisinde olacağını ortaya koymaktadır (Tarı, 2010: 415; Yalçinkaya ve Yazgan, 2016: 41).

Panel veri analizlerinde eşbütünleşme teknikleri, zaman serisi (T) ve yatay kesit (N) boyutunda değişkenler arasındaki uzun dönemli ilişkinin varlığını test etmek için kullanılır. Değişkenler arasında eşbütünleşme ilişkisinin varlığını sınamak için uygun panel eşbütünleşme testinin belirlenmesi gerekmektedir. Panel veri ekonometrisinde kullanılan eşbütünleşme analizleri bir bütün olarak incelendiğinde temelinin “Ho: Eşbütünleşme yoktur” hipotezinin test edilmesine dayandığı görülmektedir (Bozkurt, 2012). Bu sebeple çalışmalarda kullanılan panel eşbütünleşme testleri, birinci nesil eş bütünleşme testleri olarak yatay kesit bağımlılığı olmayan serilerde (Johansen 1988; Kao 1999; Pedroni 1999) ve ikinci nesil eş bütünleşme testleri adıyla yatay kesit bağımlılığı tespit edilen seriler içinse (Westerlund ve Edgerton, 2006; Westerlund, 2007) güvenilir sonuçlar vermekte ve serilerin durumuna göre araştırmacılar tarafından kullanılmaktadır.

Düzye de durağan ve bir farkta durağanlaşan yeni seriler üzerinden finansal performans göstergeleri ile finansal performans ile eşbütünleşik olduğu düşünülen her bir değişken arasında herhangi bir eşbütünleşme ilişkisinin olup olmadığını tespit etmek için Westerlund (2007) Panel Eşbütünleşme testi yapılmıştır. Test kapsamında boş hipotezi “Ho: eşbütünleşme yoktur” şeklinde kurulmuştur.

Elde edilen sonuçlar, Westerlund (2007) Panel Eşbütünleşme testlerine ait istatistiğinin sonucu %1 anlamlılık düzeyinde eşbütünleşme olmadığı sıfır hipotezinin reddedilmesine yol açmaktadır. Başka bir ifadeyle, paneli oluşturan 15 şirketin finansal performans göstergesi olarak değerlendirilen tüm değişkenler (Tobin Q, piyasa değeri/defter değeri, özkaynak karlılığı ve aktif karlılığı) ile diğer tüm bağımsız ve kontrol değişkenleri (pay sahipleri, kamuyu aydınlatma ve şeffaflık, menfaat sahipleri, yönetim kurulu, toplam puan, firma büyüklüğü ve finansal kaldıraç oranı) arasında bir eşbütünleşme ilişkisinin olduğu saptanmıştır.

## 6. SONUÇ VE TARTIŞMA

Bu çalışma, Borsa İstanbul Kurumsal Yönetim Endeksi’nde yer alan firmaların, kurumsal yönetim ilkeleri olarak adlandırılan pay sahipleri, kamuyu aydınlatma ve şeffaflık, menfaat sahipleri ve yönetim kurulu ilkeleri ve toplam kurumsal yönetim notu puanları ile firmaların finansal performansları arasındaki ilişkiyi ortaya koymayı amaçlamıştır. Bu doğrultuda uygulanacak olan panel veri analizi yönteminin daha etkin sonuç vermesi adına çalışma, işletme sayısının ve periyodunun maksimize edilebildiği 2013-2017 yıllarını kapsamakta ve 2013-2017 yılları arasında aralıksız olarak endekste yer alıp imalat sanayi sektöründe faaliyet gösteren 15 adet şirketin verilerini içermektedir.

Çalışmanın bağımsız değişkeni konumundaki kurumsal yönetim, derecelendirme kuruluşlarının şirketlere verdiği pay sahipleri, kamuyu aydınlatma ve şeffaflık, menfaat sahipleri, yönetim kurulu ilkeleri puanları ve toplam puan ile temsil edilmiştir. Her bir ilkeye ait kurumsal yönetim derecelendirme notlarına TKYD ve KAP’a ait web sitelerinden erişim sağlanmıştır. Ayrıca yıllık olarak ilan edilen bu notların çalışmada eşit adım yöntemi kullanılarak çeyrek dönemler haline dönüştürülmesine karar verilmiş ve (2013Q1-2017Q4) dönemlerine ait veriler veri setine dahil edilmiştir.

Özkaynağın verimli biçimde kullanılıp kullanılmadığını ortaya koyan özkaynak karlılığı, aktiflerin kar elde etmek için değerlendirip değerlendirilmediğini ifade eden aktif karlılığı, işletme yönetiminin etkinliğinin göstergesi olarak görülen Tobin Q oranı ve piyasa değeri ile defter değerini karşılaştırmaya yarayan piyasa değeri / defter değeri oranlarının her biri ise finansal performansı temsil etmiş ve çalışmanın bağımlı değişkenleri olarak belirlenmiştir. Bunlara ek olarak toplam varlıkların logaritmasının alınmasıyla elde edilen firma büyüklüğü ve varlıkların ne kadarlık kısmının yabancı kaynaklardan finanse edildiğini ortaya koyan finansal kaldıraç oranı ise çalışmanın kontrol değişkenleri olarak yer almıştır. Bağımlı ve kontrol değişkenleri için şirketlere ait veri seti oluşturulurken KAP web sitesinden ve Finnet Mali Analiz programından yararlanılmış olup (2013Q1-2017Q4) dönemlerine ait veriler elde edilmiş ve veri setine dahil edilmiştir.

2013-2017 yılları arasında aralıksız olarak Borsa İstanbul Kurumsal Yönetim Endeksi’nde yer alıp imalat sanayi sektöründe faaliyet gösteren 15 şirketin, (2013Q1-2017Q4)’den oluşan 20 dönemlik verileri kullanılarak 300 adet gözlem sayısına ulaşıldığı bu çalışmada panel veri analizi uygulanmasına karar verilmiştir. Birey, ülke gibi N sayıdaki birimlere ait yatay kesit gözlemlere karşılık T sayıda gözlemden oluşan verilere sahip olan panel veri analizi hem zaman serisini hem de yatay kesitlere ait verileri birleştirmekte ve bu sayede birçok avantajı barındıran bir yöntem olarak görülmektedir.

Bu avantajları da göz önüne alarak panel veri analizinin kullanıldığı bu çalışmada ilk olarak değişkenlerin durağan olup olmadığı panel birim kök testleriyle incelenmek istenmiştir. Fakat birinci nesil panel birim kök testleri yatay kesit bağımlılığının olmadığı varsayımına göre hareket ederken, ikinci nesil birim kök testleri ise yatay kesit bağımlılığı olduğu varsayımı ile çalışmaktadır. Dolayısıyla öncelikle hangi testin uygulanacağına karar vermeden önce paneli oluşturan seriler arasında yatay kesit bağımlılığının olup olmadığının ortaya

konması gerekmektedir. Tüm bunlar göz önüne alındığında çalışmada ilk olarak Breusch Pagan (1980)'a ait LM Testi kullanılarak paneli oluşturan seriler arasında yatay kesit bağımlılığının olup olmadığı analiz edilmiştir. LM Testi kullanılarak her bir seri grubu için yatay kesit bağımlılığı sınaması yapılmış ve “Ho: yatay kesit bağımlılığı yoktur” hipotezinin reddedildiği sonucuna varılarak seriler arasında yatay kesit bağımlılığı olduğu tespit edilmiştir. Bu bakımdan çalışmada kullanılan ve kurumsal yönetim ilkeleri derecelendirme notları ile finansal performans ilişkisini ölçmeyi amaçlayan Tobin Q, piyasa değeri/defter değeri, özkaynak karlılığı, aktif karlılığı, pay sahipleri, kamuyu aydınlatma ve şeffaflık, menfaat sahipleri, yönetim kurulu, toplam puan, firma büyüklüğü ve finansal kaldıraç oranı değişkenlerinden oluşan tüm seri grubunun yatay kesit bağımlılığı içerdiği görülmüştür.

Her bir seri grubu için yatay kesit bağımlılığı tespit edilmesinin ardından çalışmanın ikinci kısmında yatay kesit bağımlılığını dikkate alan ikinci nesil panel birim kök testlerinden Peseran (2007)'a ait CADF Panel Birim Kök Testleri kullanılarak serilerin durağan olup olmadığı incelenmiştir. Çünkü panel veri analizinde paneli meydana getiren yatay kesitlerin birbirine bağımlı olduğunun ortaya konmasının ardından, her bir değişken için birim kök testleri uygulanarak serilerin durağan olup olmadığının ortaya konulması gerekmektedir. Peseran (2007)'a ait CADF Panel Birim Kök Testi'nden elde edilen bulgular yorumlandığında firma büyüklüğü ve finansal kaldıraç oranına ait seri grubunun düzeyde durağan olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Buna karşın Tobin Q, piyasa değeri/defter değeri, özkaynak karlılığı, aktif karlılığı, pay sahipleri, kamuyu aydınlatma ve şeffaflık, menfaat sahipleri, yönetim kurulu ve toplam puan'a ait seri grubunun düzeyde durağan olamadığı belirlenmiş, düzeyde durağan olmayan her bir seri grubunun ise bir gecikmeli değerleri (yani birinci farkları alındıktan sonraki değerlerinin) CADF testine tabi tutularak serilerin bir gecikmeli olarak durağanlaştığı tespit edilmiştir. Tüm bu açıklamalar ışığında panel veri analizinde kullanılan firma büyüklüğü ve finansal kaldıraç oranı değişkenlerinin düzeyde durağan  $I(0)$ , Tobin Q, piyasa değeri/defter değeri, özkaynak karlılığı, aktif karlılığı, pay sahipleri, kamuyu aydınlatma ve şeffaflık, menfaat sahipleri, yönetim kurulu ve toplam puan değişkenlerinin ise  $I(1)$  yani birinci sıra fark durağan olduğu görülmüştür.

Panel birim kök analizi testi sonucu ortaya çıkan düzeyde durağan ve bir farkta durağanlaşan yeni seriler üzerinden finansal performans göstergeleri ile finansal performans ile eşbütünleşik olduğu düşünülen her bir değişken arasında eşbütünleşme ilişkisinin olup olmadığının ortaya konulabilmesi amacıyla Westerlund (2007) Panel Eşbütünleşme testi yapılmıştır. Boş hipotezi “Ho: eşbütünleşme yoktur” şeklinde kurulan panel eşbütünleşme testine ait sonuçlar yorumlanmış ve eşbütünleşme olmadığını savunan sıfır hipotezi reddedilmiştir. Dolayısıyla, paneli oluşturan 15 şirketin finansal performans göstergesi olarak değerlendirilen tüm değişkenler (Tobin Q, piyasa değeri/defter değeri, özkaynak karlılığı ve aktif karlılığı) ile diğer tüm bağımsız ve kontrol değişkenleri (pay sahipleri, kamuyu aydınlatma ve şeffaflık, menfaat sahipleri, yönetim kurulu, toplam puan, firma büyüklüğü ve finansal kaldıraç oranı) arasında bir eşbütünleşme ilişkisinin olduğu saptanmıştır. Daha genel bir ifadeyle kurumsal yönetim ilkeleri derecelendirme notları ile finansal performans panel verileri arasında eşbütünleşme ilişkisi tespit edilmiştir.

Özetle yapılan analizler sonucunda kurumsal yönetim ve finansal performans arasındaki ilişkiyi temsil eden tüm seriler arasında yatay kesit bağımlılığı olduğu görülmüş ardından yapılan panel birim kök testleri ile firma büyüklüğü ve finansal kaldıraç oranına ait seri grubunun düzeyde durağan olduğu, Tobin Q, piyasa değeri/defter değeri, özkaynak karlılığı, aktif karlılığı, pay sahipleri, kamuyu aydınlatma ve şeffaflık, menfaat sahipleri, yönetim kurulu ve toplam puana ait seri grubunun düzeyde durağan olamadığı ve serilerin bir gecikmeli olarak durağanlaştığı tespit edilmiştir. Ayrıca yatay kesit bağımlılığı bulunan ve durağan hale getirilen tüm değişkenlere ait serilerin birbirleriyle eşbütünleşik olduğu da saptanmıştır.

Tüm bu veriler ışığında elde edilen bulguların, özellikle pay sahibi, yatırımcı ve yönetici gibi işletme ilgililerine karar almada yol göstereceği, Borsa İstanbul Kurumsal Yönetim Endeksi'nde faaliyet gösteren firmalara kurumsal yönetim uygulamalarıyla ilgili ışık tutacağı ve kurumsal yönetim derecelendirme notlarına uyum için şirketleri çaba sarfetmeye iteceği düşünülmektedir.

Kurumsal yönetim ilkeleri derecelendirme notları ile finansal performans arasındaki ilişkiyi ele alan bu çalışmanın sadece Borsa İstanbul Kurumsal Yönetim Endeksi'nde faaliyet gösteren firmalara uygulanması, yalnızca 2013-2017 yılları arasında aralıksız olarak Borsa İstanbul Kurumsal Yönetim Endeksi'nde yer alıp imalat sanayi sektöründe faaliyet gösteren 15 şirketin verilerini incelemesi, finansal performansı ölçerken sınırlı sayıda finansal performans göstergesi olan oranları kullanması gibi kısıtları mevcuttur. Bu bakımdan ileride bu konuyla ilgili olarak yapılacak olan çalışmalarda araştırmacılara, Borsa İstanbul'a bağlı diğer endekslerde de inceleme yapması, yalnızca imalat sanayi sektöründe değil diğer sektörlerde de yer vermesi, sadece 2013-2017 yıl aralığını değil daha geniş bir aralığı ele alması, yalnızca 15 şirketi değil daha da fazla sayıda şirketi



araştırmaya dahil etmesi, daha farklı performans ölçüm tekniklerini kullanması, farklı analiz teknikleri kullanılarak aradaki ilişkinin işaret yoluyla ortaya konması veya farklı modellerle benzer analizler yapılarak sonuçların karşılaştırılması gibi hususlarda önerilerde bulunmak doğru olacaktır.

## KAYNAKÇA

- Acar, M. (2003). Tarımsal İşletmelerde Finansal Performans Analizi. Erciyes Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi, (20), 21-37.
- Alp, A. & Kılıç, S. (2014). Kurumsal Yönetim: Nasıl Yönetilmeli? İstanbul: Doğan Kitap.
- Ataman, B.; Gökçen, G.; Cavlak, H. & Cebeci, Y. (2017). Kurumsal Yönetim Algısı ile Kurumsal Yönetim Notu Arasındaki İlişkinin Analizi. Maliye Finans Yazıları, (107), 161-186.
- Aytekin, M. & Sönmez, A. (2016). Kurumsal Yönetim Uygulamalarının İşletme Performansına Etkisi. Türk Sosyal Bilimler Araştırmaları Dergisi, 1(2), 30-39.
- Baraz, B. (2004). Yönetim Kurullarının Kurumsal Yönetişim Açısından Kritik Önemi: Eskişehir’de Bir Araştırma. 3.Ulusal Bilgi Ekonomi ve Yönetim Kongresi, Osmangazi Üniversitesi İktisadi İdari Bilimler Fakültesi, Eskişehir.
- Bauer, R.; Guenster N. & Otten R.. (2003). Empirical Evidence on Corporate Governance in Europe. The Effect on Stock Returns, Firm Value and Performance. EFMA 2004 Basel Meetings Paper
- BİST (2020). <https://www.borsaistanbul.com/endeksler/BİST-pay-endeksleri/kurumsal-yonetim-endeksi>.
- Bozkurt, K. & Pekmezci, A. (2018). Gelişmekte Olan Ülkelerde Fikri ve Sınai Mülkiyet Hakları (FSMH) ve İthalat: Bir Panel Veri Analizi. Uluslararası Yönetim İktisat ve İşletme Dergisi, 14(2), 505-516.
- Bozkurt, K. (2012). Dışsal Teknolojik Şokların Gelişmekte Olan Ülkelerin Büyüme Sürecine Etkileri. Muğla Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İktisat Anabilim Dalı, Yayınlanmamış Doktora Tezi.
- Breuer, B.; McNown, R. & Wallace, M. (2002). Series-Specific Unit Root Test with Panel Data. Oxford Bulletin of Economics and Statistics, 64(5), 527-546.
- Breusch, T.S. & Pagan, A.(1980). The Lagrange Multiplier Test and Its Applications to Model Specification Tests in Econometrics. Review of Economic Studies, 47, 239-253
- Carrion, S.; Castro, T. & Bazo, E. (2005). Breaking the Panels: An Application to the GDP Per Capita, Econometrics Journal, 8, 159-175.
- Colley, J. (2004). What is Corporate Governance?. Ohio: McGraw-Hill Professional Publishing.
- Çıtak, L.(2006). Kurumsal Yönetim Sistemlerinde Yakınsama. İ.Ü. Siyasal Bilgiler Fakültesi Dergisi, (35), 145-172.
- Dabor, A. & Isiauwe, D. (2015), “Impact of Corporate Governance on Firm’s Performance”, International Journal of Economics, Commerce and Management, 3(6), 634-653.
- Demirbaş, M. & Uyar, S. (2006). Kurumsal Yönetim İlkeleri ve Denetim Komitesi, İstanbul: Güncel Akademi.
- Doğan, M. (2007). Kurumsal Yönetim. Siyasal Kitabevi.
- Finnet Mali Analiz Programı, [www.finnet2000.com](http://www.finnet2000.com).
- Ghalayani, A. & Noble J. (1996). The Changing Basis of Performance Measurement. International Journal of Operations and Production Management, 16(8), 63-80.
- Güçlü, H. (2010). Kurumsal Yönetim Uyum Derecelendirmesi. İstanbul: İMKB Yayını.
- Gümüş, G.; Gümüş, Y. & Altunal, I. (2017). Bankacılık Sektöründe Kurumsal Yönetim ve Finansal Performans İlişkisi: Türkiye ve Kazakistan Örneği. Kastamonu Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi, 16 (2), 104-121.
- <https://www.kobirate.com.tr/content/Kurumsal-Yonetim-Endeksi.pdf>.
- Hüseyini, İ. & Doru, Ö. (2017). Türkiye ve Gelişmiş Ülkelerde Turizm Gelirleri ve GSYH Arasındaki İlişkinin Yeni Nesil Panel Veri Testleri ile İncelenmesi. Uluslararası Sosyal Araştırmalar Dergisi, 10(53), 739-746.

- Işık, Y. & Saygılı, S. (2006). Kurumsal Şirket Yönetimi Performans İlişkisi ve Gelişme Perspektifi, Kurumsal Şirket Yönetimi. Ankara: SPK Yayınları.
- Johansen, S. (1988). Statistical Analysis of Cointegration Vectors. Journal of Economic Dynamics and Control, 12, 231-254
- Kao, C. (1999). Spurious Regression and Residual-Based Tests for Cointegration in Panel Data. Journal Of Econometrics, 1-44.
- Karakılıç, A. & Vuran, B. (2019). Kurumsal Yönetim Uygulamalarının Firma Değerine Etkisi: Türkiye Uygulaması. Muhasebe Enstitüsü Dergisi, 17 (60), 9-19.
- Koçbulut, Ö. & Altıntaş, H. (2016). İkiz Açıklar ve Feldstein-Horioka Hipotezi: OECD Ülkeleri Üzerine Yatay Kesit Bağımlılığı Altında Yapısal Kırılmalı Panel Eşbütünleşme Analizi. Erciyes Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi , 0 (48) , 145-174 .
- Mercan, M.; Peker, O. & Göçer, İ.. (2015). Ham Petrol Fiyat Artışlarının Enflasyonist Etkisi: Seçilmiş OECD Ülkeleri İçin Yapısal Kırılmalı Dinamik Panel Veri Analizi. Doğu Üniversitesi Dergisi, 16(2), 123-137.
- Moradi, M.; Velashani, M. & Omidfar, M. (2017). Corporate Governance, Product Market Competition and Firm Performance: Evidence From Iran. Humanomics, 33 (1), 38–55.
- Neely, A. (2007). Business Performance Measurement: Unifying Theory and Integrating Practice. Cambridge University Press; 2 edition, New York.
- Neely, A.; Mills, J.; Platts, K.; Gregory, M. & Richards, H. (1996). Performance Measurement System Design: Should Process Based Approaches Be Adopted?. International Journal of Production Economics, 46(1), 423-431.
- OECD (1999). Principles of Corporate Governance, Paris. [https://www.oecd.org/officialdocuments/publicdisplaydocumentpdf/?cote=C/MIN\(99\)6&docLanguage=En](https://www.oecd.org/officialdocuments/publicdisplaydocumentpdf/?cote=C/MIN(99)6&docLanguage=En),
- OECD (2004a). Principles of Corporate Governance, Paris. <http://www.oecd.org/corporate/ca/corporategovernanceprinciples/31557724.pdf>,
- OECD (2015). G20/OECD Kurumsal Yönetim İlkeleri. <http://www.oecd.org/daf/ca/Corporate-Governance-Principles-TUR.pdf>,
- Oman, C. (2001). Corporate Governance and National Development. OECD Technical Papers, No. 180.
- Özelmas, E. (2010). Kurumsal Yönetişimde Yönetim Kurulu. İstanbul: Hayat Yayıncılık.
- Özsoy, Z. (2011). Kurumsal Yönetim ve Yönetim Kurulları. İmge Kitabevi, Ankara.
- Pamukçu, F. (2011). Finansal Raporlama ile Kamuyu Aydınlatma ve Şeffaflıkta Kurumsal Yönetimin Önemi. Muhasebe-Finansman Dergisi, (50), 133–148.
- Paslı, A. (2004). Anonim Ortaklık Kurumsal Yönetim. Beta Basım Yayım Dağıtım A.
- Pedroni, P. (1999). Critical Values for Cointegration Tests in Heterogeneous Panels with Multiple Regressors. Oxford Bulletin of Economics and Statistics, 61(0), 653-670.
- Pesaran, H. (2007). A Simple Panel Unit Root Test in the Presence of Cross-Section Dependence. Journal of Applied Econometrics, 22, 265–312.
- Pesaran, H. (2007). A Simple Panel Unit Root Test in the Presence of Cross-Section Dependence. Journal of Applied Econometrics, 22, 265–312.
- Sermaye Piyasası Kurulu, [www.spk.gov.tr](http://www.spk.gov.tr).
- Sönmez, A.; Toksoy, A. (2011). Kurumsal Yönetim İlkelerinin Türkiye'deki Aile İşletmelerine Uygulanabilirliği. Maliye ve Finans Yazıları Dergisi, 25(92), 58-65.
- Şenol, Z. & Ulutaş, A. (2018). Muhasebe Temelli Performans Ölçümleri ile Piyasa Temelli Performans Ölçümlerinin CRITIC ve ARAS Yöntemleriyle Değerlendirilmesi. Finans, Politik, Ekonomik Yorumlar Dergisi, (641), 83–102.
- Tarı, R. (2010). Ekonometri. 6. Basım, Umuttepe Yayın No:32.

- Taylor, M. & Sarno, L. (1998). The Behaviour of Real Exchange Rates During the Post-Bretton Woods Period. *Journal of International Economics*, 46, 281-312.
- TÜSİAD (2005). Türk Sanayicileri ve İşadamları Derneği, Sermaye Piyasaları İçin Örnek Şirket Yapısı Raporu, [http://www.tusiad.org.tr/\\_\\_rsc/shared/file/sermaye.pdf](http://www.tusiad.org.tr/__rsc/shared/file/sermaye.pdf).
- TÜSİAD (2002). Kurumsal Yönetim En İyi Uygulama Kodu: Yönetim Kurulunun Yapısı ve İşleyişi, TÜSİAD, İstanbul [https://www.tusiad.org.tr/yayinlar/raporlar/item/download/1775\\_a0ee99fa6cd348256296c7766bd9ec68](https://www.tusiad.org.tr/yayinlar/raporlar/item/download/1775_a0ee99fa6cd348256296c7766bd9ec68)
- Uyar, S. (2004). Kurumsal Şeffaflığın Sağlanmasında Kurumsal Yönetim Anlayışının Önemi. *Mali Çözüm Dergisi*, (66), 155–169.
- Vo, D. & Nguyen, T. (2014). The Impact of Corporate Governance on Firm Performance: Empirical Study in Vietnam. *International Journal of Economics and Finance*, 6 (6), 1–13.
- Westerlund, J. & Edgerton, D. (2006). Simple Tests for Cointegration in Dependent Panels with Structural Breaks. *University Department of Economics Working Papers*, 13.
- Westerlund, J. (2007). Testing for Error Correction in Panel Data. *Oxford Bulletin of Economics and Statistics*, 69 (6), 709-748.
- Yalçınkaya, Ö. & Yazgan, Ş. (2016). Kurumsal Yapının Ekonomik Büyüme Üzerindeki Etkileri: G-20 Ülkeleri Üzerinde Bir Uygulama (1996-2014). *Business and Economics Research Journal*, 7(4), 31-50.
- Yıldırım, M. & Demireli, E. (2009). Kurumsal Yönetim, Mülkiyet ve Kontrol Yapıları ve Şirketlerin Finansal Performanslarına Etkileri. *Finans, Politik, Ekonomik Yorumlar Dergisi*, 46 (532), 81–96.
- Yıldırım, M.; Altan, İ. & Gemici, R. (2018). Kurumsal Yönetim ile Finansal Performans Arasındaki İlişkinin Entropi Ağırlıklandırılmış TOPSIS Yöntemi ile Değerlendirilmesi: BİST’te İşlem Gören Gıda ve İçecek Şirketlerinde Bir Araştırma. *Muhasebe ve Vergi Uygulamaları Dergisi*, 11 (2), 130-152.
- Zengin, A. & Yılmaz, A. (2017). Kurumsal Yönetim İlkeleri ve Standartları. *Uluslararası Sosyal Araştırmalar Dergisi*, 10 (38), 684-702.