

FİRMA DÜZEYİNDE KURUMSAL YÖNETİM İNDEKSLERİNİN
KARŞILAŞTIRILMASI- LİTERATÜR İNCELEMESİ

Gönderim Tarihi: 16.04.2021

Kabul Tarihi: 05.05.2021

Araştırma Makalesi/ Research Article

Doi: <https://doi.org/10.38009/ekimad.917819>

Öznur Gülen Ertosun* 

Gökhan Özer** 

Öz

Kurumsal yönetim, özellikle yaşanan kriz ve skandalların etkisi ile piyasalarda ve sonrasında ilgili literatürde önem kazanan bir konu haline gelmiştir. Bu çalışma literatürde yer alan firma düzeyindeki akademik ve ticari kurumsal yönetim indekslerini bir bütün olarak özetlemek ve alandaki başlıca çalışmalar ışığında tek bir kurumsal yönetim mekanizması oluşmasının önündeki engelleri ortaya koyarak literatüre katkı sağlamayı amaçlamaktadır. Bu amaca yönelik olarak nitel bir çalışma yapılmış, literatürde yer alan firma düzeyindeki akademik ve ticari kurumsal yönetim indeksleri incelenerek aralarındaki farklar ve kurumsal yönetim indekslerine yönelik var olan tartışmalar özetlenmiştir. Bu bulgular çalışmanın sonunda ifade edilen gerekçelerden dolayı kurumsal yönetime dair standartlaşmanın henüz mümkün görünmediğini ortaya koymaktadır.

Anahtar Kelimeler: Kurumsal Yönetim, Akademik Kurumsal Yönetim İndeksleri, Ticari Kurumsal Yönetim İndeksleri, Firma Düzeyinde İndeksler, Firma Performansı.

JEL Sınıflandırması: O16, G34

COMPARISON OF FIRM LEVEL CORPORATE GOVERNANCE INDICES - LITERATURE
REVIEW

Abstract

Corporate governance has become an important issue in the markets and then related literature especially due to the crisis and the scandals. In this study, it aims to summarize the academic and commercial corporate governance indexes of the firm level in the literature as a whole and to contribute to the literature by revealing the barriers to the formation of a single corporate governance mechanism in the light of the main studies in the field. A qualitative study was conducted for this purpose; by examining the academic and commercial corporate governance indices at the firm level in the literature, the differences and discussions on the corporate governance indexes were summarized. These findings reveal that, due to the reasons stated at the end of the study, it does not seem possible to standardize on corporate governance yet.

Keywords: Corporate Governance, Academic Corporate Governance Index, Commercial Corporate Governance Index, Firm Level Indices, Firm Performance.

Jel Classification: O16, G34

*Dr. Öğr. Üyesi, İstanbul Medipol Üniversitesi, İşletme ve Yönetim Bilimleri Fakültesi, İşletme Bölümü, ogertosun@medipol.edu.tr

** Prof. Dr., Gebze Teknik Üniversitesi, İşletme Fakültesi, İşletme Bölümü, gokozerhan@gmail.com

1. Giriş

Kurumsal yönetim kurum ile iç ve dış aktörlerin (yönetim kurulu üyeleri, yöneticiler, çalışanlar, hissedarlar, müşteriler, alacaklılar, tedarikçiler, toplum ve hükümet) arasındaki ilişkileri içerir (Monks & Minow, 2002: 9; SPK, 14-4/55-3 araştırma raporu, 1999: 1). Kurumsal yönetim, şirketleri yönetme ve kontrol etme sistemidir (Sir Adrian Cadbury, UK Combined Code) ve şirket hedeflerinin belirlendiği yapı ile bu hedeflere ulaşma ve bunlara ilişkin performansı izleme yöntemleri için bir zemin sağlar (OECD, Kurumsal Yönetim İlkeleri, 2004). Dünya Bankası ve Birleşmiş Milletler tarafından 1990 başlarından itibaren iyi devlet yönetimi 'good public governance' anlamında kullanılmaya başlanan ve OECD'nin ifadesiyle 'corporate governance' (Aktan, 2005), Türkçe karşılığı konusunda fikir birliği oluşmamış olsa da (Örn. Ararat & Yurtoglu, 2006- yönetişim, İşcan & Kaygın, 2009- kurumsal yönetişim) daha çok 'kurumsal yönetim' olarak bilinen bir kavramdır. Kurumsal yönetimde 'iyi yönetmek' anlamının da vurgulandığı hızla yayılmış bir kavramdır.

Kurumsal yönetim, büyük ölçüde, dış yatırımcıların kendilerini içerdekilerin kamulaştırılmasına karşı korudukları bir dizi mekanizmadır (La Porta v.d., 2000: 1147). Yaşanan krizler ve skandallar (Enron, Parmalat, World Com, Sarbas & Oxley, Northern Rock, Barings gibi şirketlerin ard arda çöküşleri), çıkar gruplarının şirketlere olan güvenlerini yitirmelerine sebep olmuş (Dinç & Abdioğlu, 2009: 158); gelişmiş ekonomilerde özel sektörün artan rolü (Monks & Minow, 2002: 9), yeni rekabet şartları (Darman, 2005: 1) ve ekonomilerin birbirlerine bağlılığının artması (SPK, 14-4/55-3 araştırma raporu, 1999: 2) gibi birçok etken kurumsal yönetimi ön plana çıkarmıştır. Kurumsal yönetim tüm bunların ardından hem ülkeler hem de kurumlar için hayati bir gösterge haline gelmiştir. Çalışmalar yatırımcıların şirketlerdeki kurumsal yönetim uygulamalarını en az finansal performansı kadar önemli bulduklarını ve kurumsal kalitesi yüksek firmalara prim ödeyebileceklerini göstermektedir (Mc Kisney 2000-2002; Dünya Bankası, 2002; SPK, 2005). Ekonomik İşbirliği ve Kalkınma Teşkilatı gibi kurumların ilkeler yayınlamasının ardından, yatırım bankaları, uluslararası finans kuruluşları, özel sektör kurumları gibi ilgili birçok kuruluş bu ihtiyaca cevap verebilmek adına ilkeler ve bu ilkeler ışığında ölçüm araçları geliştirmeye başlamışlardır (kurumsal yönetim indeksleri).

Yayımlanan indekslerinin kurum performansı ile ilişkilendirilmesi ile kurumsal yönetim indeksleri akademik ve ticari kurumlarca sıkça çalışılan bir alan haline gelmiştir. Kurumsal yönetim indekslerine yönelik yapılan önde gelen çalışmalarda bazı belirgin kurumsal mekanizmalara vurgu yapılmış ve tek bir kurumsal mekanizmanın tüm kurum ve kuruluşlar için açıklayıcılığı cevap aranan bir soru haline gelmiştir.

Çalışmanın amacı; bahsedilen ihtiyaçlar doğrultusunda oluşturulan kurumsal yönetim indekslerini, birbirlerinden ayrılan yönleri ve söylemleriyle birlikte ele almak ve uluslararası standartlaştırma çabası ile ilgili yapılmış çalışmalardan yola çıkarak indekslerin karşılaştırılması; karşılaştırma için kullanılan kriterleri, ilgili eleştirilerini, standartlaştırılmasının koşullarını ve önündeki engelleri literatür incelemesiyle ortaya koymaktır. Çalışmanın kapsamında akademik ve ticari indeksler belirli nitelikleriyle kıyaslanmakta ve tek bir ölçüm aracının ihtiyaca cevap verip veremeyeceğine dair görüşler ortaya konulmaktadır.

En önemli kısıt, yerel, uluslararası birçok kurumun indeksler ve işletmelerin kurumsallığı ile ilgili birçok çalışmalar yapılmasına rağmen özel kurumların indekslerinin topluma açık olmadığından akademik çalışmalar kadar kapsamlı biçimde ele alınamamasıdır. Ayrıca çalışma sadece firma seviyesinde hazırlanan indekslerin karşılaştırmasını ele alacaktır, ülke bazında yapılan kurumsallık değerlendirmeleri kapsam dâhilinde yer almayacaktır.

Kurumsal yönetim indeksleri ile ilgili yapılan çalışmaların şimdilik ülke, sektör, işletme büyüklüğü gibi faktörlerin tek bir mekanizma oluşturmaya engel teşkil ettiğine dair görüşlerin aksine, kurumsal yönetimin kalitesini ölçmek için uygun parametre ve genel geçer ilkeleri belirleme çabasına katkısı olacağı düşünülmektedir.

Çalışmanın giriş bölümünde kurumsal yönetimin ortaya çıkışında etkili olan sebepler ve kurumsal yönetimin ne olduğundan yola çıkarak çalışmanın amacı, kapsamı ve sınırlılıkları kısaca özetlenmektedir. İkinci bölümde, literatür özetlemesi yapılmakta, öncelikle genel olarak bilinen indekslerin oluşumunda temel olan uluslararası ilkeler yayınlayan kurumların neler olduğundan bahsedilmektedir. Sonrasında kurumsal yönetimin belirleyicileri ve kurumsal yönetim indekslerini sınamakta kullanılan kriterler ışığında tek bir kurumsal mekanizmanın kurumsal indekslerin yerine nasıl geçebilir sorusuna cevap verilmeye çalışılmaktadır. Son bölümde ise sonuç ve gelecek çalışmalar için öneriler sunulmaktadır.

2. Kurumsal Yönetim İndekslerin ve Düzenleme Kuruluşlarına Genel Bakış

Kurumsal yönetim ile ilgili kriterlerin oluşumunda akademisyenler ve çeşitli kuruluşlar 1990 yılından beri çalışmalar yapmaktadırlar; Salmon 1993 yılında yönetim kurulunu tanımlamak için 22 sorulu bir ölçek hazırlamıştır, Miller-Millesen (2003) yönetim kurulunun yeteneklerini 11 boyutta belirlemiştir. Kurumsal yönetim ile ilgili prensipler yayınlayan ilk kurum olan (Dinler, 2009: 3) Ekonomik İş birliği ve Kalkınma Örgütü (OECD); yöneticilerin, düzenleyicilerin ve kurumların yaşanan krizler sonrasında kurumsal yönetime daha fazla önem vermeleri gerektiğini belirtmiştir (OECD, 2004). OECD'ye göre kurumsal yönetim; kurumun yönetimi, yönetim kurulu, hissedarları ve paydaşları arasındaki ilişkileri ele almaktadır, iyi bir kurumsal yönetimin yönetim kurulu ve yönetimi paydaşların ve kurumun çıkarları doğrultusunda hareket etmelerini teşvik etmelidir ve ayrıca kurumlarda etkili bir denetleme mekanizması olmalıdır (Chen v.d., 2007: 252). Sonrasında Ekonomik İş birliği ve Kalkınma Örgütü (OECD) ilkelerini temel alarak 1990 yıllarında görece iyi araçlar olarak bilinen CalPERS kurumsal yönetim prensipleri ve Standard & Poor (S&P) kurumsal yönetim skorlarını oluşturmuştur (1998). Standard & Poor uluslararası puanlama kuruluşları arasında lider konumdadır, açıklık ve şeffaflığın en önemli unsur olduğunu belirtmektedir (Black, Love & Rachinsky, 2006: 369). S&P iki farklı yaklaşımla kurumsal yönetim değerlemesi sağlamaktadır. S&P Şeffaflık ve İfşa çalışmalarında (T&D Şeffaflık-İfşa) 98 açıklama maddesi uygularken, kurumsal yönetim değerlemeleri (CGS) 80–100 maddeyi içermektedir (S&P, 2004). S&P metodolojisini T&D çalışmalarında kullanılan metodolojiyi, sıralama ikili özelliklerin basit toplamına dayalı ve hiçbir şekilde CGS değerlemeleriyle karşılaştırılmayacak bir değerlendirme şeklinde açıklamıştır. Onlar, interaktif kurumsal yönetim değerlendirme hizmetinin şirketlerin kurumsal yönetim uygulamalarının çok daha detaylı bir şekilde derinlemesine analizi olduğunu ifade etmişlerdir (S&P, 2002: 4). Yatırımcı Sorumluluğu Araştırma Merkezi (Investor Responsibility Research Center -IRRC), S&P 500 ile Fortune, Forbes ve Businessweek'in en büyük kuruluşları listesinden faydalanarak (1998) devralma savunmalarına vurgu yapan kriterler yayınlayan bir kuruluştur. New York Menkul Kıymetler Borsası (NYSE) ve Amerika Menkul Kıymetler Borsası (AMEX) ve Nasdaq piyasalarının toplam sermayesinin %93'ünü takip ederek 22 kriter oluşturmuştur (Gompers v.d., 2003: 112). Başka bir değerlendirme şirketi olan Deminor ise, 1999 yılında OECD prensipleri ve Dünya Bankasının yönergelerini temel alarak Kurumsal Yönetim Derecelendirme Hizmetini gündeme getirmiştir. Deminor 2003'te, yönetim değerlendirmelerini ortaya koymuştur. Değerlendirmeler, 2000–2001 döneminde FTSE Eurotop 300'e dâhil edilen firmaları kapsamaktadır ve değerlemeler 300 farklı kritere dayanmaktadır. CLSA olarak bilinen Credit Lyonnais Securities Asia, 2000'de kurumsallık derecelendirmesini 8 boyutta ele almıştır. Benzer birçok sistem hala mevcuttur en etkili kurumlardan biri olan RiskMetrics/ Kurumsal Hissedar Hizmetleri (Institute Shareholder Service- ISS) 61 kriter öne sürmüştür. Dünya Bankası ve IMF gibi global kuruluşlar da hem ülkeler hem de kurumlar için indeksler ve ilkeler tasarlamaktadırlar (Aprada, 2007: 3).

Bunların yanı sıra akademik indekslerde en sık başvurulan diğer düzenleyici kurumlar; Kurumsal Kanun ve Yönetim Teşkilatı (ICLG), Uluslararası Finans Kuruluşu (IFC), Uluslararası Özel Girişimcilik Merkezi (CIPE), Uluslararası Kurumsal Yönetim Ağı ICGN'dir. Ayrıca birtakım ulusal veya bölgesel kurumlar; İsviçre Üstün Yöntem Kanunu, Alman Kurumsal Yönetim Kanunu, Brunswick Warburg Tahmin Sistemi, USA Kurumsal Yönetim Geliştirme Sistemi (IIS), DWS

Yatırım Tahmin Sistemi, Asya Kalkınma Bankası (ADB), ve Tayland, Kore, Tayvan, Japonya Kurumsal Yönetim Tahmin Sistemleri gibi, bu anlamda çalışmalar yapmakta ve akademik indekslere temel oluşturmaktadırlar (Tang, 2007: 2-3). Ülkemizde ise SPK; IMKB ve Türkiye Kurumsal Yönetim Formu ile ilkeler düzenlenmektedir.

3. Yöntem

Araştırmanın amacına yönelik olarak literatür taraması yöntemi tercih edilmiştir. Literatür taraması belli bir amaca yönelik olarak literatürdeki bilgilerin süzülüp amaca uygun kriterler ışığında tutarlı bir özetleme amacı taşımaktadır (Rowley & Slack, 2004). Bilimsel olarak çalışmanın bu kriterleri karşılaması bakımından literatür taraması ile aşağıdaki bilgilere ulaşılması hedeflenmiştir.

- Firma düzeyinde akademik kurumsal yönetim indeksleri ve kurumsallık kriterleri (Tablo 1)
- Firma düzeyinde ticari kurumsal yönetim indeksleri ve kurumsallık kriterleri (Tablo 2)
- Kurum performansına etkisi olan kurumsal yönetim kriterleri (Tablo 3)

Araştırmada kullanılan arama terimi çalışmaların önemli bir kısmı uluslararası olduğu için İngilizce literatür üzerinden yapılmıştır. Web of Science veri tabanı erişilebilirlik bakımından en geniş ve en prestijli dergileri taramasından ötürü tercih edilmiştir. Arama terimi olarak -firm level corporate governance indices- terimi tercih edilmiştir, bu arama yöntemi ile 350 makaleye erişim sağlanmıştır. Elde edilen makalelerde ön tarama ile öncelikle yeni bir kurumsal yönetim indekslerini oluşturanlar seçilmiş, bunlar akademik ve ticari indeksleri içermelerine göre sınıflandırılmıştır. Bir sonraki aşamada performans değişkenini ele alan çalışmalar sınıflandırılmış. Bu çalışmalardan elde edilen tablolar bulgular ve tartışma kısmında değerlendirilmiştir.

4. Literatür Taraması

4.1 Firma Düzeyinde Akademik ve Ticari Kurumsal Yönetim İndeksleri

Akademisyenler tarafından hazırlanan ve özel kurumlar tarafından hazırlanan indeksler firma düzeyinde kurumsallığı ölçmektedirler. Bu indekslerden akademik indeksler genellikle ticari indeks düzenleyen kurumlara temel oluşturmaktadırlar. Özel kuruluşlarca hazırlandıkları için genellikle ticari indekslere ulaşmak güçtür ve onlarla ilgili yapılan çalışmalar az sayıdadır. İndeks hazırlayan araştırmacıların yanı sıra indekslerin kurumsallığı ölçme düzeylerini analiz eden de çok sayıda çalışma yapılmaktadır.

Çoğu çalışma akademik indeksleri baz alırken, Daines, Gow ve Larcker (2010) ticari indekslerin kurumsallığı ölçmede etkin olup olmadıklarını analiz etmişler ve etkisiz bulmuşlardır. Şöyle ki; Tablo 2’de detaylı olarak açıklanan CGQ, GMI, TCL ve AGR indeksleri ile yaptığı çalışmada AGR’nin faaliyet performansında gelecek harcamalarını tahmin edebildiğini ve yine AGR’nin gelecek alfasıyla ve TCL’nin ise gelecek Tobin’in Q’su ile pozitif ilişkili olduğunu bulmuştur. Ancak şaşırtıcı biçimde en iyi bilinen ticari indekslerden CGQ ve GMI’nın tahmin yeteneklerinin düşük olduğunu bulmuştur (Daines v.d., 2010: 443). Koehn ve Ueng (2005) yaptığı çalışmada CGQ ile AGR oranları arasında bir bağlantı bulamamıştır. Bunun yanı sıra, Ashbaugh-Skaife & Lafond (2006) ve Derwall & Verwijmeren (2007) GMI ve daha düşük maliyetli özsermaye arasında anlamlı bir ilişki olduğunu ifade etmişlerdir.

Bhagot, Bolton ve Romano (2008) ise, TCL’nin birçok oranını incelediği çalışmalarında faaliyet performansı ve paylaşılan değer artışı ile ilgili düzensiz sonuçlar rapor etmişleridir (Daines v.d., 2010: 449). Bhagot v.d., 2008 yılında akademik indeksler ile bunlardan yola çıkarak hazırlanmış ticari indeksleri birbirleri ile kıyasladığı çalışmalarında, GIM- G indeksi, BCF- E indeksi, Brown & Caylor-Gov-Skor ve Gov-7 indekslerinin yanı sıra, Glass, Lewis ve The Corporate Library’nin hazırladığı indeksleri karşılaştırarak performanslarını kıyaslayan ve en iyiye çözüm arayan çalışmalarında, akademik ve ticari indeksler ile kurum performansı arasında istikrarlı bir ilişki olmadığını ortaya koymaktadırlar. G indeksi, E indeksi, Gov-Skor ve Gov-7 indekslerini oluşturanların yönetim

kalitesinin derecelendirilmesi ile performans arasında nedenselliğin açıklanamadığı, bununla birlikte olumlu bir ilişkiyi tespit ettiklerini belirtmişlerdir. Performans ölçümü için kriter “bağımsız yönetim kurulu üyelerinin hisse sahipliği” olduğunda, G ve E diğerlerine kıyasla en iyi indekslerdir. Ancak kriter “hisse getirisi” ise, hiçbir indeksin anlamlı bir araç olmadığı ifade edilmektedir (Bhagat v.d., 2008: 1800- 1880).

Lehn ve çalışma arkadaşları BFC ve G indeksi ile bir kıyaslama çalışması yapmışlar, firma değeri yüksek olduğunda kurumsallığın da yüksek olduğunu, ancak tersinin doğru olmadığını bulmuşlardır (Lehn, Patro, Zhao, 2007).

Black, Love ve Rachinsky 2006 yılında yaptıkları çalışmalarında, kurumsal yönetim ilkeleri yayınlayan 2 banka, 1 ajans ve 2 kar amacı gütmeyen kurumların (Brunswick Warburg Tahmin Sistemi, Torika Dialog, Kurumsal Kanun ve Yönetim Teşkilatı (ICLG), S&P ve Rusya Yöneticiler Teşkilatı (RID)) farklı indekslerinin tahmin güçlerini incelemiştir. Black Love & Rachinsky (2006: 362); Brunswick Warburg, Torika Dialog ve ICLG’yi tüm boyutlarda güçlü tahminciler olarak bulmuştur. S&P’un ise, OLS ile ilgili tahmin gücünün yüksek, ancak firmaya yönelik etkilerde iyi bir tahmin aracı olmadığını, RID’in ise tüm boyutlarda kötü bir tahmin aracı olduğu tespit etmişlerdir.

Ticari indeksler ile akademik indekslerin aynı amaca hizmet etmekle birlikte birbirlerinden ayrılan birtakım yönleri vardır. Ticari indeksler akademik indeksler gibi faktörleri eşit ağırlıklı puanlandırmaz (Bhagat v.d., 2008: 1825). Akademik indeksler basitçe iyi ve kötü denilebilecek hesaplamalar içeren bir mekanizma kullanırlarken, ticari indeksler özel, nicel algoritmalar kullanırlar (Daines v.d., 2010: 448). Ticari indeksler firmaların göreceli değerlendirmesini kendi koşullarındaki firmalarla karşılaştırmalı yaparlar (endüstri, büyüklük gibi). Akademik indeksler ise, bu bağlamda bağımsız sonuçlar içerir. Ticari indeksler kurumsal yönetimdeki yaklaşımlara göre zaman içinde güncellenirken (Bhagat v.d., 2008: 1825), akademik indeksler zamandan bağımsızdır. Ticari indekslerde faktörlerin ağırlıkları işletmelerin koşullarına göre değişir. Bu da analizlerle belirlenir. Akademik indeksler görece dar bir veritabanı kullanırlar, indeksler genellikle Gompers v.d. (2003)’nin devralma savunmalarına olduğu gibi bir boyuta vurgu yaparlar (Daines v.d., 2010: 448). Ticari indeksler devralma savunmalarına akademik indeksler gibi (GİM, BCF) öncelik vermez, bazıları kurumsallık faktörü olarak dahi ele almaz, diğerleri ise devralma ile ilgili olmayanların ağırlıklandırmalarını çok yüksek tutarlar (Bhagat v.d., 2008: 1825).

4.2 Kurumsal Yönetim İndeksleri ve Kurum Performansı İlişkisini İnceleyen Çalışmalar

Gompers, Ishii, Metrick- G indeksini oluşturduğu 2003 yılındaki çalışmasında G indeksleri ve firma performansı arasındaki pozitif yönlü ilişkiyi rapor ettiğinden beri kurumsal yönetim indeksleri hem akademik çevrede hem de özel kuruluşlarca üzerinde çok çalışılan konulardan biri haline gelmiştir. Özellikle bahsedilen çalışmanın ardından akademik birçok çalışma kurumsal yönetim ile kurum değeri veya performansı arasındaki ilişkiyi analiz etmektedirler.

Kurumsal yönetim indeksleri ve kurum performansı ilişkisini inceleyen çalışmalarda kurumsal yönetim ile firma performansı ve firma değeri arasında genel olarak pozitif ilişkiler bulunmuştur (Black 2000; Drobetz, Schillhofer & Zimmermann 2004; Love & Klapper 2002; Newell & Wilson 2002; Durnev & Kim 2005; Brown & Caylor 2006; Kim 1999; Luo & Hachiya 2005; Lee & Yeh 2004; Chen 2008).

Bazı çalışmalar tek ülke verileri ile yapılırken (Black, 2000; Black, Love & Rachinsky, 2006- Rusya; Black, Jang & Kim, 2003 ve 2006- Kore, Gompers, Ishii & Metrick, 2003-USA), diğer araştırmacılar birden fazla ülke verileri ile (Gillan & Starks, 2003; Klapper, Laeven & Love, 2006, Doidge, Karolyi & Stulz, 2004) çalışmışlardır.

Bir diğer sınıflandırma ise, çalışılan ülkelerin gelişmiş ülkeler ya da gelişmekte olan ülkeler olmasıdır. Gillan v.d. (2006), Love & Klapper (2002) ve Durnev & Kim (2005) yılında yaptıkları çalışmalarında gelişmekte olan ülkeleri baz almışlardır. Bunlar dışında çoğu çalışma, ABD gibi

gelişmiş ülkeleri incelemiştir. Love & Klapper (2002) geliştirmekte olan ülkelerde büyüme oranları yüksek, düşük oranda duran varlık ve ABD şirketleriyle ticaret içinde olanların ise, kurumsallık değerlerinin daha yüksek olduğu sonucuna ulaşmıştır. Durnev & Kim (2005) ise yatırım fırsatları iyi olan, sahipliğe vurgu yapan, dış finansmana daha fazla ihtiyaç duyan firmaların kurumsallık düzeylerinin, daha iyi olduğu sonucuna ulaşmışlardır (Gillan v.d., 2006: 5).

Ülkelerin firmaları ne yönde etkilediğini inceleyen çalışmalardan Durnev & Kim (2005); sermaye artırımına ihtiyaç duyulmasının kurumsallıklarını artırdığını öne sürmektedir. Onlara göre firma büyüme sürecinde olması, finansal denklige ihtiyaç duyulması ve içsel sahiplik daha iyi bir kurumsallığın göstergeleridir. Ancak Doidge, Karolyi ve Stulz (2007) bu sonuçları desteklememektedir. Klapper ve Love (2004), sermaye yoğunluğunun kötü bir kurumsal yönetim göstergesi olduğunu belirtmiştir. Gillian v.d., (2004), Klapper Laeven ve Love (2003) ile Lang ve Lundholm'un (1993) çalışmalarında kurumsal açıklığın etkili bir faktör olduğu belirlenmiştir (Black v.d., 2003). Love & Klapper (2002) çalışmalarında 25 geliştirmekte olan ülkeyi ele alırken bu ülkelerin yasal düzenlemeleri arasındaki farklılıkların, kurumsallıklarını nasıl etkilediklerini, kıyaslayarak ortaya koymayı amaçlamışlardır. Eğer yatırımcıların korunması ile ilgili yasal düzenlemeler yeterli düzeyde değilse bu ülkelerde firma düzeyindeki düzenlemelerin daha hayati olduğunu belirtmişlerdir. Çalışmalarına vekillik ve endojenlik problemlerini de göz önünde bulundurmışlardır (Love & Klapper, 2002: 21). Doidge v.d., (2007), çalışmalarında sundukları modelde kurumsallığı iyi olan ülkelerde firmaların da kurumsallığının iyi olduğunu ispatlayan sonuçlara ulaşmışlardır (Black, Jang & Kim, 2006: 662).

İşletmelerde kurumsal yönetimin potansiyel faydalarını ve maliyetlerini ölçmek için literatürde birçok değişken ele alınmıştır. Bu değişkenler kurumsallığın birer boyutu olarak düşünülmektedir. Bazı araştırmacılar ise, genel olarak kurumsal yönetim değişkenleri yerine birtakım boyutlara vurgu yapmaktadır. Bu boyutlar her indekste farklı ağırlıklandırmaya sahiptir. Birçok araştırmacı (Örn. Adams, Hermalin ve Weisbach, 2010) yönetim kurulunun en önemli boyut olduğunu ifade etmişlerdir. Ayrıca kimi indekslerde bazı boyutlar yer almamaktadır. Örneğin Tayvan'da devralma olayları nadir olduğundan Chen v.d. (2007) indekslerinde bu boyut yer almamaktadır. Bu çalışmada denetim ön plandadır. Kurumsal yönetim mekanizmalarının etkileri ile ilgili genel kabul görmüş bir model olmamasına karşın, akademik çalışmalar farklı açılardan kurumsal performans veya değeri ele almaktadırlar. Çalışmalarında kurum performansı ve firma değeri ile bu boyutlar arasında anlamlı ilişkiler saptamışlardır. Literatürdeki ilgili birtakım çalışmalar aşağıda özetlenmektedir (Tablo 3).

Geçmişte yapılan çoğu çalışmada indeksler belirli bir değişkene odaklanmıştır. Örneğin, GIM (2003)- devralma savunmaları, Loderer & Martin (1997)- yöneticilerin ücretlendirilmesi, Demsetz & Lehn (1985)- elde bulundurulan hisse senetleri, Yermack (1996); Eisenberg, Sundgren & Wells (1998)- yönetim kurulunun boyutu, Hermalin & Weisbach (1991); Bhagat & Black (2001)- yönetim kurulunun yapısı (Beiner v.d., 2004: 6) gibi. Bazı çalışmalar firma değeri ile tek bir kurumsal değişken arasında anlamlı ilişkiler bulmuştur. Örneğin La Porta v.d., (2002) azınlık paydaşların daha iyi korunmasının firma değerini artırdığı sonucuna ulaşmıştır. Black (2001) 21 Rus firma ile yaptığı çalışmada kurumsallık değerinde oluşan 1 standart sapma değişiminin, firma değerinde 7 kat değişime yol açtığını göstermiştir. Durnev & Kim (2005), daha iyi kurumsallık değerlerine ve açıklık standartlarına sahip olan firmaların performanslarının da yüksek olduğunu Tobin'in Q'sundan yola çıkarak ifade etmiştir. CLSA indeksine göre, 100 üzerinden 10 puan artışının firmanın piyasa değerinde %13,3 artışa, S&P açıklık ve şeffaflık indeksine göre 98 üzerinden 10 puan artışının ise, %16,3 artışa yol açtığını göstermiştir. Klapper v.d., (2003) çalışmalarında CLSA ile ilgili sonuçları desteklemiştir. Ancak tek bir değişkenin firma değerini etkilediğini söyleyebilmek için yeterli kanıt yoktur.

Black ve çalışma arkadaşları, finansal açıklık gibi bazı kriterlerin diğerlerinin etkilerinde ılımlaştırıcı bir unsur olduğunu ispatlanmış olmasına rağmen, bu boyutu ortadan kaldırdığımızda diğer boyutların istatistiksel olarak anlamsız kaldığını ifade etmişlerdir. Finansal açıklık ve transfer

fiyatlandırmasının önemli boyutlar olduğunu tespit etmiştir. (Black Love & Rachinsky, 2006: 2). Bebchuk ve çalışma arkadaşları tek bir boyut ya da sınırlı ilkelerin kurumsallık ve performans arasındaki ilişkide belirleyiciliği konusunda yaptığı çalışmasında bahsettiği 6 kriterin Tobin'in Q'su ve hisse getirisi üzerinde etkili olduğunu ifade etmektedir. Aynı çalışmasında Cremers & Nair (2005)'in 3 kriteri ile ve Bebchuk & Cohen (2005)'in “derecelendirilmiş yönetim kurulu” ile ilişki saptadığı çalışmalarının her ikisinin kapsam dışında kalması önerilen değişkenlerin etkileşimi olmadığını ispatlamadıklarını öne sürmektedirler. Bu çalışmaları bu anlamada eleştirirken kendi çalışmasında bu problemi göz önünde bulundurarak IRRC'nin 6 kriterini belirlemiş ve bu kriterlerin kurumsallık ile performans arasındaki ilişkide belirleyici olduklarını ifade etmişlerdir (akt. Bebchuk v.d., 2008: 788).

Tablo 1: Firma Düzeyinde Akademik Kurumsal Yönetim İndeksleri

Adı	Önemi	Baz alınan ilkeler	İçerik/ boyutları
Gompers, Ishii & Metrick-G indeksi (2003)	En çok bilinen ticari ve akademik indeks çalışmalarına öncülük etmiştir.	IRRC*	1- etik olmayan devralmaları erteleme, 2- paydaşların oy hakkı, 3- yönetimi koruma, 4- diğer devralma savunmaları, 5- devralma kanunları
Bebchuk, Cohen & Ferrell-E indeksi (2008)	Gompers'in indeksine alternatif olarak hazırlanmış, E indeksi IRRC'nin 6 kriterini kapsar ve güncellenen bir indekstir.	IRRC	1- sınıflandırılmış yönetim kurulu, 2- paydaşların yasal sınırlılıkları, 3- işle ilgili kararlarda nitelikli çoğunluk, 4- yasa değişikliği için nitelikli çoğunluk, 5- diğer, 6- koruma (altın paraşütler)
Gillan, Hartzel & Starks-Kurumsal Yönetim İndeksi (2006)	GIM ile büyük miktarda benzer. Hem endüstri hem de firma karakteristiklerinin kurumsallık düzeyi ile ilişkisini araştırmışlardır.	IRRC	1- yönetim kurulu, 2- başlıca kurumsal tüzük ve yönetmelik kriterleri, 3- eyalet (ülke) kanunları
Crembers & Nair-Alternatif devralma indeksi-ATI (2005)	Crembers & Nair'in ATI indeksi, devralma faaliyetinde Gompers'in indeksindeki en belirleyici 3 kriter ile hazırlanmıştır.	IRRC	1- hisse sahipliğinde açık çekin tercih edilmesi, 2- yönetim kurulunda yayılmış seçim uygulaması, 3- hissedarların özel görüşme ve yazışma haklarında sınırlılık.
Rodolfo Apreda-A Cardinal Index (2007)	Diğer indekslerden farklı olarak kardinal olarak hazırlanmıştır. Anglo-Saxon olmayan ülkelerde işletmelerin kullanabileceği bir indekstir. GIM'den daha kapsamlı ve kompleks bir indeks olduğunu söylemektedir.	IRRC	1- yönetim kurulu, 2- yönetim, 3- sahipler, 4- alacaklılar, 5- yönetimin yapısı, 6- denetçi ve düzenleyiciler.
Brown & Caylor-Gov-Score ve Gov-7 indeksi (2006)	Daha kapsamlı bir indeks ama tek yıl verilerden oluşturulmuş, Gov – 7indeksi de BCF'nin E indeksinden daha başarılı bulunmuştur.	ISS*	1- denetleme, 2-yönetim kurulu, 3- yasa değişikliklerinin kurallara bağlı olması, 4- yöneticilerin eğitimi, 5-yönetici ve yönetim kurulunun ücretlendirilmesi, 6- sahiplik, 7- süreç uygulamaları, 8- devralma savunmaları (Gov Score İndeksi)
Love & Klapper K.Y. İndeksi (2002)	Gelişmekte olan 25 ekonomiyi içeren bir çalışma neticesinde oluşturulmuştur.	CLSA*	1- disiplin, 2- şeffaflık, 3-bağımsızlık, 4-hesap verebilirlik, 5-sorumluluk, 6-adalet, 7-toplumsal bilinç

Campos, Newel & Wilson- K.Y. İndeksi (2002)	Firmaya özgü yönetim kalitesine yönelik olarak hazırlanmıştır, OECD (1999) verileri kullanılmıştır.	OECD	1- sahiplik ve hissedarı koruma, 2- yönetim kurulu, 3- ifşa ve şeffaflık
Chen, Kao, Tsao & Wu- P İndeksi (2007)	Kurumsal yönetim mekanizmasının etkililiğini ölçmede vekil bir ölçüm aracı olarak tasarlanmıştır. Denetlemeyi ön plana çıkarmışlardır. Ülkenin koşulları bakımından indeks başarılı bulunmuştur.	OECD*	1- CEO ikiliği, 2- yönetim kurulunun sayısı, 3- yönetimin varlıkları, 4- büyük hisse sahiplerinin varlıkları.
Bauer, Guenster & Otten K.Y. İndeksi (2004)	Deminör ilke ve boyutlarını direkt kullanmıştır.	Deminor*	1- hissedarların hak ve görevleri, 2- devralma savunmasının derecesi, 3- kurumsal yönetimde açıklık, 4-yönetim kurulunun yapısı ve fonksiyonu
Black, Jang & Kim- KCGI indeksi (2003)	S&P'den farklı olarak kıyaslamaya açık ve CLSA'dan farklı olarak objektif bir ölçüm aracıdır. Firma değerinin ise güçlü bir tahmincisidir. Çok yönlü sınama imkânı verdiği için geniş bir ölçüm aracıdır.	Kore sermaye piyasası	1- paydaşların hakları, 2- yönetim kurulunun yapısı, 3- yönetim kurulunun prosedürleri, 4- açıklık, 5- sahiplik.
Yang & Shan- Kurumsal Yönetim İndeksi (2008)	Firma değerinin hissedarların etkin denetimi ile artacağını öne sürmektedirler.	Tayvan sermaye piyasası	1- hissedarların davranışları, 2- kredi notu, açıklık ve şeffaflık, 3- dış denetmen ve yönetim kurulu üyeleri
Chen- Zaman Etkisine Dayalı Kurumsal Yönetim İndeksi (2008)	1 yıl, 2 yıl ve 3 yıllık evrenlerle çalışılarak zaman etkisinin görülmeye çalışılması ayırt edici özelliğidir. (Tayvan)	SFI**ve ITDRS*** verileri	1- kurumsal yönetim düzenlemelerine uygunluk, 2- zamanında kurumsal bilginin paylaşımı, 3- kurumsal finansal tahminlerde açıklık, 4- kurumun yıllık raporlarında ve kurumsallık durumuyla ilgili açıklık, 5- kurumsal yayın organlarında açıklık
Beiner, Drobetz, Schmind & Zimmerman- K.Y. İndeksi (2004)	İsviçreli firmalarla yaptıkları çalışmalarında firma değeri ve kurumsallık arasındaki ilişkiyi ölçerken değişkenler arasındaki endojen ilişkiyi kontrol etmek için eşzamanlı denklemler sistemi geliştirmişlerdir, Black v.d., (2003) ile benzeşmektedir.	İsviçre Üstün Yöntem Kanunu	1.kurumsal yönetime bağlılık, 2. Hissedarların hakları, 3. Şeffaflık, 4. Yönetim ve yönetim kurulu başkanlığı, 5. Denetleme.

* İlkeleri baz alınan düzenleme kuruluşları ve açık isimleri çalışmada “uluslararası kurumsal yönetim düzenleme kuruluşları” başlığı altında açıklanmıştır.

** Tayvan Menkul kıymet ve vadeli işlemler teşkilatı (Securities and Futures Institute)

*** Enformasyon Şeffaflığı ve Açıklığı Derecelendirme Sistemi (Information Transparency and Disclosure Ranking System)-2003

Tablo 2: Firma Düzeyinde Ticari Kurumsal Yönetim İndeksleri

Adı	Önemi	İçerik/ boyutları	Uygulanabilirliği
Institute Shareholder Sercive- Kurumsal Yönetim Katsayısı (CGQ)	20 yıldan uzun bir süredir danışmanlık alanında çalışan bir kurumdur, alanında liderdir. Kriterleri zaman içinde güncellerler. 2007'den beri RiskMetrics bünyesinde yer almaktadır.	4 temel kategoride, 63 kurumsallık kriterine (8 tane en önemlileri içerir) göre puanlama yapar: 1-yönetim kurulu (%40), 2-ücretlendirme (%30), 3-devralma savunmaları (%20), 4- denetim (%10). Risk, piyasa, değer ve karlılık gibi kriterlerle sektör veya pazarındaki firmalarla karşılaştırılır.	Diğerlerinden farklı olarak kurumsal ve vekâlet danışmanlığı yapar.
Governance Metrics International- Piyasa & Endüstri İndeksi (GMI)	Uluslararası ve ikinci büyük kurumsal puanlama kuruluşudur. Hem puanını hesapladığı kurumun kendi ülkelerindeki diğerleriyle, hem de GMI'da yer alan kurumlarla global kıyaslamasını yaparlar.	Algoritma ile hesapladıkları 1-10 arası bir puanlama sistemi kullanmaktadırlar: 1- yönetim kurulunun hesap verebilirliği, 2- finansal açıklık ve iç kontrol, 3- paydaşların hakları, 4- yönetici ücretleri, 5- kontrol ve sahiplik, 6- kurumsal davranış ve kurumsal sosyal sorumluluk	Yatırımcı ve kâr amacı gütmeyen kuruluşlara danışmanlık hizmeti vermektedir.
Egan- Joes Proxy Services- Kurumsal Yönetim Oranı	Paydaşların hakları, özellikle işgücü kurumsallık ile ilgili odak noktasıdır.	Genel ve özel derecelendirmesini 5 kritere göre yapar: 1- oylama süreci, 2- yönetim kurulunun bağımsızlığı, 3- yönetim kurulunun berileri, 4- finansal performans, 5- açıklık ve kontrol.	2003'ten beri vekâlet danışmanlığı yapar.
Glass, Lewis & Company- Yönetim Kurulu Sorumluluk İndeksi	Lynn Turner'in 2003 yılında kurduğu firma piyasaya göre uyumlaştırılmış algoritma ile S&P 500 indeksindeki şirketleri BCF'nin bahsedilen 6 kriterinden 5'i ile ağırlıklandırılmaktadır.	BCF'nin indeksindeki 6 maddeden 5'i ile: 1- sınıflandırılmış yönetim kurulu, 2- paydaşların yasal sınırlılıkları, 3- işle ilgili kararlarda nitelikli çoğunluk, 4- diğer, 5- koruma (altın paraşütler) (yasa değişikliği için nitelikli çoğunluk gerekliliği maddesi hariç) oluşturulmuştur.	Kurumsal yatırımcılara araştırma ve danışmanlık hizmeti vermektedir.
The Corporate Library- Yönetim Kurulu Etkililik Oranı (TCL)	Nell Minow tarafından kurulan yatırım araştırma firması tarafından geliştirilmiştir, Firmanın kurumsal kalitesini Yönetim kurulunun etkililiğini baz alarak ölçmektedir.	A-F arasında puanlama ile; 1- yönetim kurulunun niteliği ve vekalet, 2- CEO'nun ücretlendirilmesi, 3- devralma savunmaları, 4- yönetim kurulunun hesap verebilirlik düzeyi olarak 4 kategori belirlemişlerdir.	Tercih edilen bir ölçüm aracı değil (Bhagat v.d., 2008).
Audit Integrity- Finansal ve Kurumsallık Riski (AGR) Oranları	Diğer ticari indekslerden farklı olarak muhasebe uygulamalarına dayalıdır, 9000 halka açık şirketle sonuçları hesaplanmıştır.	1-100 arası puanlama ile: 1. gelirin belirlenmesi, 2. harcamaların belirlenmesi, 3. aktif-pasif değerlendirme, 4. Yüksek riskli olaylar, 5. Kurumsallık boyutlarıyla değerlendirme yapar.	Kurumsal yatırımcılara danışmanlık hizmeti vermektedir
Institute Shareholder Sercive - Kurumsal Yönetim Katsayısı(CGQ)	20 yıldan uzun bir süredir danışmanlık alanında çalışan bir kurumdur, alanında liderdir. Kriterleri zaman içinde güncellerler. 2007'den beri RiskMetrics bünyesinde yer almaktadır.	4 temel kategoride, 63 kurumsallık kriterine (8 tane en önemlileri içerir) göre puanlama yapar: 1-yönetim kurulu (%40), 2-ücretlendirme (%30), 3-devralma savunmaları (%20), 4- denetim (%10). Risk, piyasa, değer ve karlılık gibi kriterlerle sektör veya pazarındaki firmalarla karşılaştırılır.	Diğerlerinden farklı olarak kurumsal ve vekâlet danışmanlığı yapar.

Tablo 3: Kurumsal Mekanizmalar ile Kurum Performansı İlişkisi

Araştırmacılar	Kurumsal mekanizma	
Lloyd ve diğerleri (1987)	İçsel sahiplik	Sahiplik /Hâkimiyet yapısı
Leech & Leahy (1991)		
Donaldson & Davis (1991)		
Morck, Shleifer ve Vishny (1988)		
McConnell ve Servaes (1990)		
Gang, Zezhong, Travlos & Hong (2007)	Denetimin Bağımsızlığı	Denetim
Tang (2007)	Hissedarların Etkin Denetimi	
Chen, Kao, Tsao & Wu (2007)		
Jensen (1993)	Yönetim kurulunun bağımsızlığı	Yönetim Kurulu
Yermack (1996)		
Nikos (1999)		
CLSA raporu (2000, Çin)		
Bebchuk, Cohen & Ferrell (2008)	Üst yönetim ve yönetim kurulunun etkinliği	
Hermalin & Weisbach (1991)	Yönetim kurulunun dış üyelerden meydana gelmesi	
Shivdasani (1993)		
Jensen (1993)	Yönetim kurulunun az sayıda olması	
Lipton & Lorsch (1992)		
Yermack (1996)		
Rechner & Dalton (1991)*		
Denis & Denis (1995)	CEO'nun işten ayrılması	CEO
Core & Guay (1999)	CEO ücret / teşviki	
Yermack (1996)		
Gompers, Ishi & Metrick (2003)**	Hissedar hakları	
Gompers, Ishi & Metrick (2003)**	Devalma savunmaları	
Kaplan (1989)	Yönetimin Teşviki	
Morck ve diğerleri (1988)		
Hermalin & Weisbach (1991)		

* Jensen ve Meckling (1976), Shleifer & Vishny (1997) (Yang & Shan, 2008: 120), Brickley v.d. (1997) aynı kişinin bu iki pozisyonda yer almasının daha güçlü ve net bir liderlik ortaya koyduğunu öne sürmüştür. Palemon ve Wald (2000) ise firma büyüklüğünün bu anlamda belirleyici olduğunu öne sürmektedir; yani küçük firmalarda bu pozisyonların tek kişinin elinde olmasının, büyük firmalarda ise iki ayrı kişi tarafından bu pozisyonların doldurulmasının etkili biçim olduğunu belirtmiştir(Chen v.d., 2007: 252).

**Core v.d. (2006) Gompers v.d. (2003) hissedar hakları ve devalma savunmaları ile kurum performansı arasındaki pozitif ilişkinin aksi yönde bir sonuç bulmuşlardır (Core, Guay, Rusticus, 2006: 37).

5. Bulgular ve Tartışma

Tek bir kurumsal mekanizma oluşturulabilir mi? sorusuna cevap oluşturmaya yönelik literatürde var olan indekslerin kurumsallık kriterlerinin kıyaslanması amacıyla özetlenen Tablo 1 ve Tablo 2'deki kriterler, ilgili kurumsal yönetim indekslerinin bazı boyutlarının birçok indekste yer aldığını ancak bu bilgilerden yola çıkılarak belirli kriterlerin aşağıda ifade edilen gerekçelerle genellenemeyeceğini ortaya koymaktadır.

Bu bilgiye paralel olarak Tablo 3'te özetlenen kurumsallık kriterleri ve kurumsal performans ilişkisine yönelik literatür bulgularından belirli bir kriterin performans üzerinde etkili olduğu yönünde tutarlı bir bilgiye ulaşılamamıştır. Bahsi geçen farklılıklar da bu çalışma kapsamında belirli kurumsallık boyutlarının tüm firmalar için geçerli belirli kriterlerin öne sürülmemesinin gerekçeleridir. İlgili bulgular endojenlik problemi ve durumsal farklılıklar başlıkları altında tartışılacaktır.

5.1 Endojenlik Problemi: İçsel ve Dışsal mekanizmalar

Firma seviyesinde kurumsal yönetim mekanizmaları 2 geniş kategoride incelenir; hissedar ve yönetim kurulu en iyi bilinen içsel mekanizmalar iken, devralmalar ve kurumsal kontrol için piyasalar da başlıca dışsal mekanizmalardır (Cremers & Nair, 2005: 2891). Kurumsal yönetim yapıları, vekâlet çatışmalarını azaltmak için yönetim kurulu ve kurumsal sözleşmeler gibi içsel ve yasalar, yatırımcı denetimi, işgücü ve ürün piyasaları gibi dışsal mekanizmalar içermelidir. Jensen (1993), John & Senbet (1998) ve Shleifer & Vishny (1997)'nin de çalışmalarında belirttiği gibi, firmanın yönetim çevresini belirlemek için bu mekanizmalar etkileşim içindedirler. Bu da firmanın bireysel niteliklerinin yanı sıra kurumsallığını belirlemede tek başına hareket edebilen bir mekanizma olmadığına işaret etmektedir. Vekâlet problemi de bu çevresel faktörlerin etkisiyle firmadan firmaya ve hatta sektör bazında değişiklik göstermektedir. Birçok çalışma belirli kurumsal mekanizmaların firmaların performansına etkisine yoğunlaşmış olsalar da, içsel niteliklerin bu mekanizmayı belirlediğine dair kanıt yok denecek kadar azdır. Buna karşın Gillan v.d. 4 yıllık bir süreçte 2300 firma ile yaptıkları çalışmalarında bu söylemden yola çıkarak içsel ve dışsal (endüstriyel farklılıklar gibi) faktörlerin kurumsallıkta bir arada etkin olduklarını göstermişlerdir. Birçok çalışmada (GIM 2003 gibi), kurumsallığın direkt ya da dolaylı olarak ekzojen olduğunu öne sürülmektedir. Ancak Gillan v.d., (2006: 2-10) bu mekanizmanın kendisinin endojen olduğunu ifade etmektedirler.

Gompers v.d., (2003) devralma savunmasına dayanan indekslerinde kurumsallığı yüksek olan firmaların piyasa değerlerinin, kâr durumlarının, satışlarının daha yüksek olduğu ve sermaye harcamalarının daha düşük olduğu sonucuna ulaşmıştır. Drobetz v.d., (2004) Alman Kurumsal Yönetim Kanun'una dayalı indekste kurumsallık ile firma değeri arasında pozitif bir ilişki bulmuştur ve kurumsallık değerlerinde 1 standart sapma değişiminin Tobin'in Q'sunda %24 artışa yol açtığını saptamışlardır. Ancak bu çalışmalar mekanizmalar arasındaki mümkün endojenliği göstermemekte, kısmi korelasyonları tanımlamaktadır (Beiner v.d., 2004: 7). Black, Jang ve Kim'in (2003) çalışmaları bu anlamda istisnadır. Onların çalışmaları da (576) kore firmaları için kurumsal yönetim indeksi ve Tobin'in O'su arasında anlamlı pozitif bir ilişki bulmuştur. Araştırmacılara göre kurumsal yönetim indeksindeki %10'luk artışın, Tobin'in Q'sunda %19.4 artışa sebep olmaktadır (Beiner v.d., 2004: 8). Beiner ve çalışma arkadaşları 15 ekzojen ve 7 endojen değişkenle çalışılarak endojenliği de test etmeye çalışmışlardır. Kurumsal yönetim ile Tobin's Q arasında pozitif bir ilişki bulunmuştur. 1-100 arası puanlamada piyasa değerini net aktif değer ortalamasına göre %8.52 artırdığı, bunun da endojenlik ile ilgili de nedenselliğin kurumsallığın firma değerini artırmasının yanı sıra firma değeri yüksek olan firmaların daha iyi kurumsallıkları olduğunu ihtimalini kuvvetlendirdiğini ifade etmişlerdir (Beiner v.d., 2004: 37).

Gompers v.d.'nin GIM indeksi ile Bebchuk v.d.'nin (2004) E indeksinin her ikisi de devralma savunmalarına yani dışsal yönetime dayanmaktadır (Brown, Caylor, 2006: 409). Brown & Caylor'ın (2006) geliştirdikleri Gov- Score indeksi ise 51 içsel ve dışsal mekanizma içermektedir. Gompers v.d. (2003), Bebchuk & Cohen (2005), Cremers & Nair (2005), IRRC datalarını kullanmışlardır ancak sadece dışsal mekanizmayı ele alan IRRC verileri Brown & Caylor'a (2006) göre tam olarak resmi yansıtamamaktadır. Cremers & Nair (2005) de bu sebeple içsel bir unsur olarak hissedar aktivizmini de ele almıştır. ISS ile çalışan Brown & Caylor (2006) ISS'nin en önemli avantajının hem içsel hem de dışsal kurumsallık mekanizmalarını içermesi olduğunu belirtmiştir (Brown & Caylor, 2006: 410-434).

Brown & Caylor (2006) indekslerinin 7 kriteri ile (Gov- 7), Bebchuk v.d. (2005) de bulduğu gibi firma değeri ile az sayıda kriterin ölçülebildiğini ve Cremers & Nair (2005)'in ifade ettiği gibi hem içsel hem de dışsal mekanizmaların etkili olduğu sonucuna ulaşmışlardır. Gov-7'deki 5 değişkenin kurumsallığı ölçmek için yeterli olduğunu ifade etmektedir. Dışsal olan faktörler de Bebchuk v.d.'nin (2005) de kısa ölçeğinde yer alan ve hem IRRC ve ISS kriterlerinde de yer alan 2 faktörün diğerlerine gerek duymadan kurumsal performansın dışsal mekanizmasını açıkladığını öne sürmektedirler (Bu faktörler: 1.yönetim kurulu üyelerinin yıllık seçilmesi, 2. Devralma savunması ve benzer durumların uygulamasının olmayışı ve daha önce hissedarlar tarafından onaylanmamış olması). Çift taraflı nedensellik olmadığını endojenliği test ederek bulmuşlardır (Brown & Caylor, 2006: 410-434).

Cremers & Nair çalışmalarında uzun dönemli olağan dışı getirilerin hem içsel hem de dışsal mekanizmalarla ilgili olduğunu, diğer bir ifadeyle kurumsal yönetimde bu 2 mekanizmanın birbirinin tamamlayıcısı olduğunu ifade etmişlerdir (2005: 2864). Bu mekanizmalardan devralma ve aktif hissedarlar arasında gelecek dönem olağandışı getiriler açısından anlamlı bir ilişki bulmuştur (Cremers & Nair, 2005: 2891). Brown v.d. (2007) denetleme mekanizmasının bağımsızlığını baz alarak yaptıkları çalışmalarında, denetimin bağımsızlığının alternatif kurumsallık mekanizmaları ile korelasyonu olduğunu ve bunun da basit toplama dayalı akademik indekslerde var olmayan değişken meylinin kurumsal mekanizma ile ilgili boyutlar için geçerli olduğunu belirtmişlerdir. Çalışmalarında kurumsal değişkenlerin birbirinin ikamesi olduğuna dayalı kanıtlar bulmuşlardır (Cremers & Nair, 2005: 2892).

Gompers v.d. (2003), Brown & Caylor (2006) gibi basit toplama dayalı akademik indeksler, bir boyutun diğeri ile etkileşime geçmeden var olduğunu ifade etmektedirler. Böylelikle herhangi bir boyutta gelişme olduğunda kurumsallık değerlerinde bu oranda bir gelişmeden söz ederler. Ancak deneysel araştırmalar bu bağlamda tutarsız sonuçlara ulaşmaktadır. (İlgili çalışmalara örnek olarak; Gompers v.d. (2003), Larcker v.d. (2005), Brown & Caylor (2006), Core v.d. (2006) verilebilir.) Brown v.d.'nin (2007) çalışmaları daha anlamlı kurumsal indeksler oluşturulması ve kurumsallıkla ilgili düzenlemelerin, kurumsallığın kalitesini artırmada daha etkili olabilmesi için önemli bir bulgu olduğunu ifade etmektedirler. Kurumsallıkta mükemmel bir ikame olabilecek bir boyutun basit toplama dayalı akademik indekslerde bu sebeplerle göz ardı edilebileceğini belirtmişlerdir. Amacın tüm bu farklı metotlar yerine tek bir mekanizma oluşturmak olduğu düşünülürse, bunun gerçekleşmesinin önündeki önemli engellerden birinin de bu olduğu görülmektedir (Brown, Falschetti & Orlando, 2007: 1).

Literatürde "yönetim kalitesi ile performans" arasındaki ilişkiyi inceleyen Bhagat v.d. yönetim, mülkiyet ve performansla bağlantılı yönetim becerisi veya davranışlarının gözlemlenemez özelliklerinden etkilenmesinden ötürü yönetim ve performansın endojen olduğunu ifade etmişlerdir (Bhagat v.d., 2008). Diğer bir ifadeyle, yönetimden performansa doğru tek yönlü bir nedensellikten ziyade karşılıklı bir ilişkiden söz edilmektedir. Bu durum göz önünde bulundurulduğunda yönetim indekslerinin çok etkin olmadığını belirtmektedirler. Dolayısıyla bu çıkarım indeks oluşturucuların bulgularıyla bağdaşmamaktadır. Daha da önemlisi bunun, düzenleyiciler ve yasa çıkarıcılar kadar, ticari yönetim indeksi sağlayıcılarının ürünlerini ve hizmetlerini satın alan yatırımcılar için olası etkileri de dikkate

değerdir. Performans ve kurumsallık, her ikisi de bağımlı değişkenler olduğu takdirde, ekonomik diğer kriterler neticesinde firmaların performansının etkilendiği düzenlemeler ülkeden ülkeye, yıldan yıla değişkenlik göstermektedir. Ekonomik faktörleri yok sayarak bulunan ilişkiler Bhagat v.d.'ne göre anlamlı değildir. Performans ile ilgili birçok değişkenin varlığı ölçümü güç hale getirdiğinden, geçerli sonuçların bulunamadığını ifade etmişlerdir (Bhagat v.d., 2008).

5.2 Kurumsallıkla İlgili Durumsal Farklılıklar

Chen ve çalışma arkadaşlarına göre iyi bir kurumsal yönetimde diğerlerinin ve işletmenin çıkarlarını gözetmek için iyi bir denetleme olması gerektiğini belirtmişlerse de iyi kurumsal yönetim için tek bir mekanizmadan söz edilemeyeceğini de eklemiştir. Yapılan birçok çalışmada kurumsal yapı ve firma performansı arasında ilişkiyi belirli birtakım kurumsal yapı karakteristikleriyle test edilmesine rağmen, bu değişkenlerin ayrı ayrı sınanması sonucunda da diğer karakteristiklerin tamamlayıcı ya da ikame olmaları gibi bir durumun söz konusu olmadığını belirtmişlerdir (Chen v.d., 2007: 251).

Tek bir kurumsal yapının mümkün olmadığını öne süren OECD, buna rağmen her kurum için temel prensipleri ‘verimli ve şeffaf piyasaların oluşmasına teşvik etmek, paydaşların haklarını korumak, paydaşlara eşit davranmak ve tüm maddi konularda zamansal ve hesapsal açıklık sağlamak’ olarak ifade etmiştir. (OECD, 2004; Chen v.d., 2007: 251).

Hem firma hem de endüstri düzeyinde farklılıkların da var olduğunu öne sürenler tek bir mekanizma önünde bunun engel olduğunu dile getirmişlerdir. Örneğin, Gillan Hartzel, Starks (2006) ile Black v.d., (2006), kendi ölçüklerinin her firma için uygun olduğunu ifade etseler de firma büyüklüğünü kurumsallık ile ilgili ayırt edici olduğunu doğrulamaktadırlar. Chen (2008) çalışmasında sektör ve boyuttan bağımsız olması adına benzer 46 firma ile çalışmıştır. Black, Jang ve Kim KCGI indekslerini oluşturdukları 2003 yılındaki çalışmalarında düzenleyici faktörlerin, endüstriyel faktörlerin ve firma-seviyesindeki faktörlerin önemini ortaya koymaya çalışmışlardır. Düzenleyici faktörlerin büyük firmalar için, buna karşın endüstriyel faktörlerin küçük firmalar için görece daha önemli olduğu sonucuna ulaşmışlardır. Ayrıca daha çok riskli firmaların ve daha büyük firmaların kurumsallıklarının daha iyi olduğu bulgusunu da elde etmişlerdir (Black, Jang & Kim, 2006: 661).

Gillan ve çalışma arkadaşları ele alınan kurumsal mekanizmaların firmadan firmaya ve sektöre göre değişebildiğini belirterek, tek bir yapının hepsi için geçerli olamayacağını da öne sürmektedirler (Gillan v.d., 2006: 2–10). Firmanın kurumsallığını yükseltmek için bir mekanizmanın kullanılamayacağını mekanizmalar arasındaki varyasyona vurgu yaparak dikkat çekmiştir. Ayrıca bir ölçü mekanizmasının kurumsallık değişkenlerinin arasındaki var olan daha kompleks bir ilişkinin, çeşitli denetleme mekanizmalarının fayda ve maliyetlerini maskeleyebileceğini öne sürmektedirler (Gillan v.d., 2006: 27)

Bhagat v.d. (2008) çalışmalarının sonucunda, her firmanın kendine özgü koşulları olduğundan, kurumsal yönetimi en iyi ölçen bir ölçü birimi olmadığını ancak birini seçmek gerekirse “bağımsız yönetim kurulu üyelerinin hisse sahipliği” en iyi değişken olduğunu ifade etmişlerdir. Ancak “Her firma ve her ölçük sonuçları değişkenlik gösterir bu sebeple zorunlu kurumsal terimler; yani kanuni zorunluluğu olan ve firmaların özel koşullarından bağımsız bir yapı gerekliliktir” diye ifade etmişlerdir. Kurumsal yasalar Yönetim Kurulunu en etkili değişken olarak ele almışlardır. Bağımsız Yönetim Kurulu ya da hisse sahibi Yönetim Kurulunun, yönetimi etkin kılmak için teorik olarak mümkün ve yeterli olduğu söylenir. Ancak veriler bu kriterlere sahip her yönetim kurulunun firmalarını aynı biçimde yönetmediğini söyler (Bhagat, Bolton & Romano : 1800- 1880). Ayrıca karşılıklı etkileşim içinde olan mekanizmaları salt ele almanın da mümkün olmadığını ifade etmektedirler. GHS (Gillan, Hartzell & Starks), GIM’i bu anlamda yorumlamak için bir çalışma yapmış ve sonucunda; firmaların kurumsal yönetim kriterlerinin birbirleriyle iç içe geçmiş bir ilişki sergilediğini bulmuştur. (Bhagat, Bolton & Romano: 1800- 1880).

Hermalin ve Weisbach (1991), farklı kurumsal yapıların farklı firmalar için geçerli olması gerektiğini buna sebep olarak ta, her firmanın kendine ait yönetim problemleri ve çözüm metotlarına sahip olduğunu belirtmiştir (akt. Yang & Shan, 2008: 119). Ülke bazında kurumsallığı ölçmek için oluşturulan indeksler de genel-geçer bir model oluşturma çabasının göstergesidir ancak ülke bazında indeks oluşturan araştırmacılar da tek bir kurumsal mekanizmanın var olamayacağını belirtmektedirler. (Huther & Shah, 1998; Dünya Bankası Seminerleri; Martynova & Renneboog, 2010).

6. Sonuç ve Öneriler

Kurumsal yönetim ile ilgili yapılan çalışmalar bir indeks oluşturmak ya da oluşturulan indekslerin geçerliliğini sınamak üzerine yoğunlaşmışlardır. Ancak her alanda olduğu gibi firmaların kurumsallıklarını da belirlemek için genel geçer bir kriter oluşturmak üzerinde en çok tartışılan konulardan biridir. Çalışmada literatürde en çok bilinen akademik ve ticari kurumsal indeksler özetlendikten sonra, tek bir mekanizmanın önündeki başlıca engeller tartışılmıştır.

Öncelikle firmaların kurumsallıklarının ülkeden ülkeye değişmektedir. Buna farklı ülkelerde kanuni uygulamaların ve devralma gibi faaliyetlerin değişkenlik göstermesiyle indeks oluşturucuların bulunduğu ülkedeki koşulların etkisiyle bazı mekanizmalara vurgu yapmasına sebep olmuş (GIM-devralma savunmasını ağırlıklı olarak puanlandırırken, Chen v.d.'nin P indeksinde denetlemeyi ön planda tutması gibi) ve diğer ülkeler için o indekslerin uygulanmasını güçleştirmiştir. Ayrıca ülkelerin kurumsallık düzeylerinin firmanın kurumsallık düzeyinde etkili bir faktör olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Doidge'nin (2004) çalışmasında belirttiği üzere, kurumsallığı iyi olan ülkelerde firmalarında kurumsallıklarının da iyi olması gibi. Bunun yanı sıra, gelişmiş ya da gelişmekte olan ülkede bulunmanın da firmanın kurumsallığında önem verilmesi gereken unsurlarda değişkenlik gösterdiği çalışmalarda ifade edilmiştir (örneğin, Klapper, Leaven & Love, 2003). Firma düzeyinde kurumsal indeksler oluşturulurken, ülke ile ilgili faktörlerin kontrol altında tutulmasıyla bu sorunun üstesinden gelinebilir.

Firmanın bulunduğu sektör (Chen, 2008), firmanın boyutunda (Black v.d., 2006) birçok çalışmada kurumsallığın belirlenmesinde etkin faktörler olarak ele alınmıştır. Yani büyük firmalar için geçerli bazı kriterlerin küçük firmalarda uygulanamayışı, yine bir diğer engel olarak karşımıza çıkmaktadır.

Ayrıca, Hermalin ve Weisbach (1991) her firmanın yönetim problemlerinin ve çözüm yöntemlerinin kendine özgü olmasından ötürü kurumsallık kriterlerinin de aynı olamayacağını ifade etmiştir. Firmaların kendine özgü sorunlarının yanı sıra bahsedilen ülke, sektör, boyut gibi unsurların tek bir mekanizma oluşturabilmesinin önünde engel olarak görülmektedir. Belki de belirli sektörler için ve belirli boyutta firmalar için farklı indeksler geliştirilebilir ve bu sayede en azından sektörler ve firma büyüklüğü bazında homojen bir ölçüm yapmak mümkün olur. Bazı çalışmalar tek bir değişkenin firma değerini artırdığını öne sürse de (La Porta v.d., 2002), azınlık paydaşların haklarının korunması gibi), tek bir değişkenin firma değerini etkilediği konusunda kanıt yoktur. Birçok araştırmacının fikir birliğinde olduğu boyut ise, yönetim kuruludur (örneğin, Adams v.d., 2010). Bu nedenle tek bir mekanizma oluşturulmaması bile yönetim kurulunun etkinliği ağırlıklı olarak indekslerde yer almalıdır.

Diğer önemli nokta ise, firmanın kurumsallığını etkileyen faktörlerin içsel mekanizmalar mı yoksa dışsal mekanizmalar mı olduğu yönündedir. İçsel mekanizmaların firmaların kurumsallıklarında belirleyici olduğunu ifade eden birçok çalışma olmasına karşın, içsel mekanizmaların etkisi kanıtlanmamıştır. Dışsal mekanizmaların etkisinin yüksek olduğunu ifade eden çalışmaların (Gompers v.d.'nin G indeksi, Bebchuk v.d.'nin E indeksi) yanı sıra hem içsel hem de dışsal mekanizmaların kurumsallığı birlikte etkilediği (Crembers & Nair, 2005) büyük ölçüde araştırmacılar tarafından kabul edilmiştir. Bu değişkenlerin etkilerinin iç içe geçmiş olduğunu ifade eden çalışmalar, herhangi birinin ele alınmasının diğer etkileri maskeleyebileceğini yani tek bir değişkenle kurumsallığı ifade etmenin doğru olmadığını

ifade etmişlerdir (Gillian v.d., 2006). Literatürde çok az çalışma bu değişkenlerin endojenliğini kontrol etmeye çalışmıştır (Black, Jang, Kim 2003). Hem içsel hem de dışsal değişkenler oluşturulacak indekslerde birlikte ele alınmalı ve endojenlik 3 aşamalı en küçük kareler yöntemi (3SLS) gibi yöntemlerle kontrol edilmelidir. Gelecek çalışmalarda içsel ve dışsal mekanizmalardan hangisinin daha etkin olduğunu test edebilirler. Brown v.d.'nin (2007) çalışmalarında ifade ettiği gibi basit toplama dayalı indekslerin kullanılması kurumsallıkta mükemmel bir ikame olabilecek bir boyutun göz ardı edilmesine sebep olmasından dolayı tek bir mekanizma oluşturabilmek için hazırlanan indekslerde bu problemin de göz önünde bulundurulması gerekmektedir.

Firmaların kurumsallıklarını ölçen indeksler genellikle firma değeri veya performansını kontrol değişken olarak ele alırken, bazı araştırmacılar kurumsal indekslerin başarılarını test etmede bu değişkenlerin etkin olmadıklarını belirtmişlerdir. Lehn v.d.'nin (2007) çalışmalarında belirttiği gibi, firma değerinin yüksek olduğunda kurumsallığının da yüksek olduğunu, tersinin doğru olmadığını dolayısıyla firma değerinin kurumsal indekslerin başarısını ölçmek için uygun bir kriter olmadığını söyleyebiliriz. Bazı araştırmacılar Bhagat v.d. (2008) gibi performans ile kurumsal yönetimin karşılıklı etkileşim içinde olduklarından söz etmektedirler. Literatürde çift taraflı nedenselliğin olmadığını test edildiği çalışmalar da az sayıdadır (örneğin, Brown & Caylor, 2006). Gelecek çalışmalar firma değeri ve performanstan farklı bir kriterle indekslerin başarılarını ölçmeli ya da bu kriterlerin çift taraflı bir nedenselliği olup olmadığını test etmelidir.

Tüm bu saydığımız problemler kurumsal yönetim için tek bir mekanizmanın her ülke koşulunda ve her firma için uygulanmasının önündeki engelleri yansıtmaktadır. Arzu edilen homojen bir mekanizma ile hem firmalar için daha etkin bir kurumsallaşma yolu, hem de yatırımcılar için daha güvenilir bir ortam olduğu için bundan sonraki ampirik çalışmalar ve indeks oluşturucular tek bir mekanizma oluşturabilmek için bahsedilen zayıflıkların önüne geçmelidirler. Bireysel boyutta, makroekonomik boyutta, küreselleşen ve sınırların artık neredeyse hiç kalmadığı dünyamızda etkin piyasaların oluşturulması ve paydaşların korunması için kurumsal yönetim ve bunun belirleyicisi indeksler hayati önem taşımaktadır.

KAYNAKÇA

- Adams, R. B., Hermalin, B. E., & Weisbach, M. S. (2010). The Role of Boards of Directors in Corporate Governance: A Conceptual Framework and Survey. *Journal of Economic Literature*, 48(1), 58-107.
- Aktan, C. C. (2005). Kurumsal Şirket Yönetimi. *Organizasyon ve Yönetim Bilimleri Dergisi*, 5(1), 150-161.
- Aprada, R. (2007). Factoring Governance Risk into Investors' Expected Rates of Return by Means of a Weighted Average Governance Index. *Universidad Del Cema Working Paper Series*, 356.
- Ararat, M., & Yurtoğlu, B. B. (2006). Yönetişim ve Küresel Rekabet. *Yönetim Araştırmaları Dergisi*, 6(1-2), 5-44.
- Ashbaugh-Skaife, H., & Lafond, R. (2006). Corporate Governance and the Cost of Equity Capital: An Analysis of US and Non-US Firms' GMI Ratings. *Governancemetrics International-Sponsored Research*.

- Bauer, R., Guenster, N., & Otten, R. (2004). Empirical Evidence on Corporate Governance In Europe: The Effect on Stock Returns, Firm Value and Performance. *Journal of Asset Management*, 5(2), 91-104.
- Bebchuk, L. A., & Cohen, A. (2005). The Costs of Entrenched Boards. *Journal of Financial Economics*, 78(2), 409-433.
- Bebchuk, L., Cohen, A., & Ferrell, A. (2008). What Matters in Corporate Governance? *The Review of Financial Studies*, 22(2), 783-827.
- Beiner, S., Drobetz, W., Schmid, M., & Zimmermann (2004). H. An Integrated Framework of Corporate Governance and Firm Valuation—Evidence From Switzerland. *ECGI Working Paper Series in Finance*, 34.
- Bhagat, S., & Black, B. (2001). The Non-Correlation Between Board Independence and Long-Term Firm Performance. *J. Corp. I.*, 27, 231.
- Bhagat, S., Bolton, B. J., & Romano, R. (2008). The Promise and Peril of Corporate Governance Indices. *Colombia Law Review*, 108(8), 1800- 1880.
- Black, B. (2000). Does Corporate Governance Matter--A Crude Test Using Russian Data. *U. Pa. L. Rev.*, 149, 2131.
- Black, B. (2001). The Corporate Governance Behavior And Market Value Of Russian Firms. *Emerging Markets Review*, 2(2), 89-108.
- Black, B. S., Jang, H., & Kim, W. (2003). Predicting Firms' Corporate Governance Choices: Evidence From Korea. Stanford Law School, John M. Olin Program in *Law and Economics Working Paper*, 269.
- Black, B. S., Jang, H., & Kim, W. (2006). Predicting Firms' Corporate Governance Choices: Evidence From Korea. *Journal of Corporate Finance*, 12(3), 660-691.
- Black, B. S., Love, I., & Rachinsky, A. (2006). Corporate Governance Indices and Firms' Market Values: Time Series Evidence From Russia. *Emerging Markets Review*, 7(4), 361-379.
- Brown, J. R., Falaschetti, D., & Orlando, M. J. (2007). Is Auditor Independence Endogenous? Evidence Against Common Governance Indices and Sarbanes-Oxley Prescriptions. *National Fellow, Hoover Institution*, Stanford University.
- Brown, L. D., & Caylor, M. L. (2006). Corporate Governance And Firm Valuation. *Journal of Accounting and Public Policy*, 25(4), 409-434.
- Campos, C. E., Newell, R. E., & Wilson, G. (2002). Corporate Governance Develops in Emerging Markets. *Mckinsey on Finance*, 3, 15-18.
- Chen, A., Kao, L., Tsao, M., & Wu, C. (2007). Building A Corporate Governance Index from the Perspectives of Ownership and Leadership for Firms in Taiwan. *Corporate Governance: An International Review*, 15(2), 251-261.
- Chen, H. H. (2008). The Timescale Effects of Corporate Governance Measure on Predicting Financial Distress. *Review of Pacific Basin Financial Markets And Policies*, 11(01), 35-46.
- Core, J. E., Guay, W. R., & Rusticus, T. O. (2006). Does Weak Governance Cause Weak Stock Returns? An Examination Of Firm Operating Performance and Investors' Expectations. *The Journal of Finance*, 61(2), 655-687.

- Core, J., & Guay, W. (1999). The Use Of Equity Grants To Manage Optimal Equity Incentive Levels. *Journal of Accounting and Economics*, 28(2), 151-184.
- Cremers, K. M., & Nair, V. B. (2005). Governance Mechanisms And Equity Prices. *The Journal of Finance*, 60(6), 2859-2894.
- Daines, R. M., Gow, I. D., & Larcker, D. F. (2010). Rating The Ratings: How Good Are Commercial Governance Ratings? *Journal of Financial Economics*, 98(3), 439-461.
- Darman, G. M., & Hizmetler, M. T. O. I. F. (2005). Kurumsal Yönetimde Dünyadaki Gelişmeler Kurumsal Yönetim Endeksi ve Kurumsal Yönetim Reytinci. (www.cgscenter.com)
- Demsetz, H., & Lehn, K. (1985). The Structure of Corporate Ownership: Causes And Consequences. *Journal of Political Economy*, 93(6), 1155-1177.
- Denis, D. J., & Denis, D. K. (1995). Performance Changes Following Top Management Dismissals. *The Journal of Finance*, 50(4), 1029-1057.
- Derwall, J., & Verwijmeren, P. (2007). Corporate Governance and the Cost of Equity Capital: Evidence From GMI's Governance Rating. *European Centre For Corporate Engagement Research Note*, 6(1), 1-11.
- Dinç, E., & Abdiđlu, H. (2009). İşletmelerde Kurumsal Yönetim Anlayışı ve Muhasebe Bilgi Sistemi İlişkisi: İMKB-100 Şirketleri Üzerine Ampirik Bir Araştırma. *Balikesir University Journal Of Social Sciences Institute*, 12(21).
- Dinler, A. M. (2009). Kurumsal Yönetişim. *Paradoks, Ekonomi, Sosyoloji ve Politika Dergisi*, 1-7.
- Doidge, C. (2004) U.S. Cross-Listings and the Private Benefits of Control: Evidence From Dual Class Firms, *Journal of Financial Economics*, 72, 519–553.
- Doidge, C., Karolyi, G. A., & Stulz, R. M. (2007). Why Do Countries Matter So Much For Corporate Governance? *Journal of Financial Economics*, 86(1), 1-39.
- Donaldson, L., & Davis, J. H. (1991). Stewardship Theory Or Agency Theory: CEO Governance and Shareholder Returns. *Australian Journal of Management*, 16(1), 49-64.
- Drobetz, W., Schillhofer, A., & Zimmermann, H. (2004). Corporate Governance and Expected Stock Returns: Evidence From Germany. *European Financial Management*, 10(2), 267-293.
- Durnev, A., & Kim, E. H. (2005). To Steal Or Not To Steal: Firm Attributes, Legal Environment, and Valuation. *The Journal of Finance*, 60(3), 1461-1493.
- Dünya Bankası Seminerleri, 2002.(www.worldbank.org)
- Eisenberg, T., Sundgren, S., & Wells, M. T. (1998). Larger Board Size And Decreasing Firm Value in Small Firms. *Journal of Financial Economics*, 48(1), 35-54.
- Gang, W., Zezhong, X., Travlos, N., & Hong, Z. (2007). Background of Independent Directors and Corporate Performance, *Economic Research Journal*, 3.
- Gillan, S., & Starks, L. T. (2003). Corporate Governance, Corporate Ownership, And The Role Of Institutional Investors: A Global Perspective. *Journal of Applied Finance*, 13(2).
- Gillan, S., Hartzell, J. C., & Starks, L. T. (2006, March). Evidence On Corporate Governance: The Joint Determination Of Board Structures And Charter Provisions. In AFA 2007 *Chicago Meetings Paper*.

- Gompers, P., Ishii, J., & Metrick, A. (2003). Corporate Governance And Equity Prices. *The Quarterly Journal Of Economics*, 118(1), 107-156.
- Hermalin, B. E., & Weisbach, M. S. (1991). The Effects of Board Composition and Direct Incentives on Firm Performance. *Financial Management*, 101-112.
- Huther, J., & Shah, A. (1998). Applying A Simple Measure Of Good Governance To The Debate On Fiscal Decentralization (Vol. 1894). *World Bank Publications*.
- İşcan, Ö. F., & Kaygın, E. (2009). Kurumsal Yönetişim Sürecinin Gelişimi Üzerine Bir Araştırma. *Atatürk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 13(2), 213-224.
- Jensen, M. C. (1993). The Modern Industrial Revolution, Exit, And The Failure Of Internal Control Systems. *The Journal of Finance*, 48(3), 831-880.
- John, K., & Senbet, L. W. (1998). Corporate Governance And Board Effectiveness. *Journal of Banking & Finance*, 22(4), 371-403.
- Kaplan, S.N., 1989, The Effects of Management Buyouts on Operating Performance and Value, *Journal of Financial Economics*, 24, 217-254.
- Kim, Y. (1999) The Meaning And Future Direction Of The Establishment Of Best Practices for Korean Corporate Governance, *Sang-Jang-Hyup*, 39, 1–29.
- Klapper, L. F., & Love, I. (2004). Corporate Governance, Investor Protection, and Performance in Emerging Markets. *Journal of Corporate Finance*, 10(5), 703-728.
- Klapper, L.F., Laeven, L., Love, I., 2003. What Drives Corporate Governance Reform? Firm-Level Evidence From Eastern Europe. *World Bank Policy Research Working Paper No. 3600*.
- Klapper, L., Laeven, L., & Love, I. (2006). Corporate Governance Provisions and Firm Ownership: Firm-Level Evidence From Eastern Europe. *Journal of International Money and Finance*, 25(3), 429-444.
- Koehn, D., & Ueng, J. (2005). Evaluating The Evaluators: Should Investors Trust Corporate Governance Metrics Ratings? *Journal of Management & Governance*, 9(2), 111-128.
- La Porta, R., Lopes-De-Silanes, F., Shleifer A., & Vishny, R. W. (2002). Investor Protection And Corporate Valuation. *The Journal of Finance*, 57(2), 1147-1170.
- La Porta, R., Lopez-De-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. (2000). Investor Protection and Corporate Governance. *Journal of Financial Economics*, 58(1-2), 3-27.
- Lang M. & Lundholm R. (1993) Cross Sectional Determinants Of Analysts Ratfngs of Corporate Disclosure. *Journal of Accounting Research*, 31(2):246-271.
- Larcker, D. F., Richardson, S. A., & Tuna, A. (2005). How Important is Corporate Governance? *Available At SSRN 595821*.
- Lee, T. S., & Yeh, Y. H. (2004). Corporate Governance and Financial Distress: Evidence from Taiwan. *Corporate Governance: An International Review*, 12(3), 378-388.
- Leech, D., & Leahy, J. (1991). Ownership Structure, Control Type Classifications And The Performance Of Large British Companies. *The Economic Journal*, 101(409), 1418-1437.
- Lehn, K., Patro, S., & Zhao, M. (2007). Governance Indexes and Valuation: Which Causes Which? *Journal of Corporate Finance*, 13(5), 907-928.

- Lipton, M., & Lorsch, J. W. (1992). A Modest Proposal For Improved Corporate Governance. *The Business Lawyer*, 59-77.
- Lloyd, W. P., Modani, N. K., & Hand, J. H. (1987). The Effect Of The Degree Of Ownership Control On Firm Diversification, Market Value, And Merger Activity. *Journal of Business Research*, 15(4), 303-312.
- Loderer, C., & Martin, K. (1997). Executive Stock Ownership and Performance Tracking Faint Traces. *Journal of Financial Economics*, 45(2), 223-255.
- Love, I., & Klapper, L. F. (2002). Corporate Governance, Investor Protection, and Performance in Emerging Markets. *The World Bank*.
- Luo, Q., & Hachiya, T. (2005). Corporate Governance, Cash Holdings, and Firm Value: Evidence From Japan. *Review of Pacific Basin Financial Markets and Policies*, 8(04), 613-636.
- Martynova, M., & Renneboog, L. (2010). A Corporate Governance Index: Convergence and Diversity of National Corporate Governance Regulations.
- Mc Kinsey 2000, 2002. (www.mckinsey.com)
- Mcconnell, J., Servaes, H., 1990. Additional Evidence on Equity Ownership and Corporate Value. *Journal of Financial Economics* 27, 595–612.
- Miller-Millesen, J. L. (2003). Understanding The Behavior Of Nonprofit Boards Of Directors: A Theory-Based Approach. *Nonprofit and Voluntary Sector Quarterly*, 32(4), 521-547.
- Monks, R., & Minow, N. (2002). Corporate Governance, *Blackwell Pub*. 2th Ed.
- Morck, R., Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1988). Alternative Mechanisms for Corporate Control, *Nber Working Paper Series*, No: 2532.
- Newell, R., & Wilson, G. (2002). A Premium for Good Governance. *Mckinsey Quarterly*, 3(2), 20-23.
- Nikos, Vafeas (1999) Board Meeting Frequency And Firm Performance. *Journal of Financial Economics*, 53: 1, 113- 142.
- OECD- Ekonomik İş Birliği ve Kalkınma Örgütü İlkeleri -2004 (www.oecd.org)
- Rechner, P. L., & Dalton, D. R. (1991). CEO Duality And Organizational Performance: A Longitudinal Analysis. *Strategic Management Journal*, 12(2), 155-160.
- Rowley, J., & Slack, F. (2004). Conducting a Literature Review. *Management Research News*.
- Salmon, W. J. (1993), “Crisis Prevention: How to Gear up Your Board”, *Harvard Business Review*, January-February, 68-75.
- Shivdasani, A., (1993). Board Composition, Ownership Structure, and Hostile Takeovers. *Journal of Accounting and Economics*, 16,167-198.
- SPK-Sermaye Piyasası Kurulu 14-4/55-3 Araştırma Raporu (1999), (www.spk.gov.tr)
- SPK-Sermaye Piyasası Kurulu Kurumsal Yönetim İlkeleri (Şubat 2005), (www.spk.gov.tr)
- Standard & Poor’un Kurumsallık Faaliyetleri: S&P İndeksleri (S&P Policies & Practices Index Methodology), 2002- 2004- 2010. (www.standardandpoors.com)

- Tang, Y. (2007). An Evaluation Of Corporate Governance Evaluation, Governance Index (CGI NK) and Performance: Evidence from Chinese Listed Companies in 2003. *Frontiers of Business Research in China*, 1(1), 1-18.
- Yang, H. O., & Shan, K. (2008). An Empirical Analysis of The Effect Components of the Corporate Governance Index on Firm Value: Evidence From Taiwan's Financial Industry". *The Business Review*, 10.
- Yermack, D. (1996). Higher Market Valuation of Companies With a Small Board of Directors. *Journal of Financial Economics*, 40(2), 185-2.