

KURUMSAL YÖNETİM UYGULAMALARI İLE FİRMA PİYASA PERFORMANSI VE FİRMA FİNANSAL PERFORMANSI ARASINDAKİ İLİŞKİNİN ANALİZİ: BİST'DA BİR UYGULAMA

Oğuzhan ECE*
Mehmet GÜNER**

ÖZ

Kurumsal yönetim uygulamaları ile firma piyasa ve finansal performansı arasındaki ilişkinin belirlenmesine yönelik gerçekleştirilen bu çalışma 2012-2017 inceleme dönemine sahiptir. Kurumsal yönetim uygulama başarılarına kurumsal derecelendirme notlarının vekil tayin edildiği çalışma, BİST Kurumsal yönetim endeksinde yer alan ve inceleme döneminde derecelendirme notlarına sahip bulunan finansal olmayan firmaları örneklem kabul etmiştir. Firma finansal performansı, hisse başına kazanç (HBK), finansal yeterlilik (FNYET), aktif karlılığı (ROA), özsermaye karlılığı (ROE) ile temsil edilmiştir. Firma piyasa performansı ise özsermaye serbest net nakit akımı (ONNA), piyasa değerinin doğal logaritması (LNPDEG) ve Tobin'in Q (TOBQ) firma değeri göstergeleri ile ifade edilmiştir. Panel veri analizine dayalı olarak gerçekleştirilen çalışmanın sonucunda kurumsal yönetim uygulama başarısı ile firma piyasa performansı ve firma finansal performansı arasında pozitif anlamlı ilişkiler kaydedilmiştir.

Anahtar Kelimeler: Piyasa performansı, kurumsal yönetim uygulamaları, finansal performans

* Dr. Öğretim Üyesi, Erzincan Binali Yıldırım Üniversitesi İ.İ.B.F, Bankacılık ve Finans Bölümü, Erzincan, oguzhanece25@gmail.com

** Dr. Öğretim Üyesi, Erzincan Binali Yıldırım Üniversitesi İ.İ.B.F, Bankacılık ve Finans Bölümü, Erzincan, mguner@gmail.com

ANALYSIS OF RELATIONSHIP BETWEEN CORPORATE MANAGEMENT PRACTICES AND FIRM MARKET PERFORMANCE AND FIRM FINANCIAL PERFORMANCE: AN APPLICATION IN BIST

ABSTRACT

This study, which was conducted to determine the relationship between corporate governance practices and the company's market and financial performance, has a review period of 2012-2017. The study, in which corporate ratings were assigned as proxy for corporate governance achievements, accepted non-financial firms included in the BIST Corporate Governance Index and who had ratings in the review period. The firm's financial performance is represented by earnings per share (HBK), financial adequacy (FNYET), return on assets (ROA) and return on equity (ROE). The firm's market performance is expressed by net free cash flows to equity (ONNA), the natural logarithm of market value (LNPDEG), and Tobin's Q (TOBQ) firm value indicators. As a result of the study conducted based on panel data analysis, positive significant relationships were found between the success of the corporate governance practice and the firm market performance and firm financial performance.

Key Words: Market performance, corporate governance practices, financial performance

GİRİŞ

Geçen her günün yeni bir kavramı ortaya çıkardığı, mevcut kavramların daha detaylı araştırmalarla farklı boyutlara taşındığı günümüz iş ortamında ulusların refah ve kalkınmasının temeli olan firmalarda, etik bilincinin ve sosyal sorumluluk kavramlarının yerleşmesiyle birlikte şeffaflık ve hesap verilebilirliğin yegâne aracı olan kurumsal yönetimin gerekliliği ve önemi daha anlaşılabilir hale gelmiştir. Hızlı değişim sürecinin firmalar ve toplumlara sağladığı kazanımların yanında ekonomik ve sosyal yaşamda ortaya çıkan bir takım sorunlar ve finansal krizler firmanın çıkar grupları olarak ifade edilen paydaşların ihtiyaç duydukları finansal bilgileri hazırlayanların güvenilirliklerine de zaman zaman gölge düşürmektedir. Firmalar, bu güvensizlik ortamında rekabet edebilme kabiliyetlerini kaybetmeden sürdürülebilir bir performansa ulaşabilmek için sağlıklı bir finansal yapının yanında yeterli ölçüde güvenilirliğe de sahip olmak zorundadırlar. Güvenilirliğin sağlanması noktasında firmaların son yıllarda en fazla önem verdikleri unsur kurumsal

yönetim kavramı olarak vücut bulmuştur. Dar bir çerçevede, yönetimde şeffaflığın sağlanması ve firma ile firma çıkar grupları arasındaki ilişkilerin kapsamını ortaya koyan ilke ve kurallar bütünü ifade eder. Daha kapsamlı bir ifade ile kurumsal yönetim, firmanın faaliyetlerinden doğrudan ya da dolaylı olarak etkilenen bütün ilişkili tarafların haklarını korumayı amaç, ilke ve yükümlülük gören yönetim felsefesidir (Kılıç, 2011, s. 46; Aktan, 2006).

Küresel arenada ortaya çıkan sorunların beraberinde getirdiği krizlerin yol açtığı olumsuz etkilerin giderilmesinde ve bu krizlerin tekrarlanmasının önlenmesinde farklı kuruluşlar kurumsal yönetim uygulamalarının yaygınlaştırılması ve var olan uygulamaların iyileştirilmesi için proaktif çalışmalara başlamışlardır. Uluslararası alanda 1999 yılında OECD, ulusal alanda ise 2003 yılında SPK ortaya koydukları “Kurumsal Yönetim İlkeleri” ile firmaların ve yönetimlerinin paydaşları ile olan ilişkilerinin düzenlenmesi yoluyla toplumsal refahın ve faydanın artırılmasına odaklanmıştır. Yapılan kapsamlı çalışmalar neticesinde günümüzde artık kurumsal yönetim kavramı firmalar tarafından daha iyi algılanmakta ve iyi kurumsal yönetim uygulamalarının hayata geçirilmesinde takip edecekleri yol haritası daha kolay ortaya konulabilmektedir (Kayacan, 2006, s. 44; Çonkar vd., 2011, s. 82). Bütün bu önsel bilgiler neticesinde vücut bulan ve kurumsal yönetim uygulamaları ile firma piyasa performansı ve finansal performansı arasındaki ilişkinin belirlenmesini amaçlayan çalışmanın metodolojik akışı, kurumsal yönetim uygulamaları ile ilgili genel bilgilerin verildiği birinci bölüm, ilgili literatürün yer aldığı ikinci bölüm ve değişkenler arası ilişkinin analiz edildiği uygulama bölümü olmak üzere 3 ana bölümde gerçekleştirilecektir.

Kavramsal Çerçeve

Firma faaliyetlerinin bireylerin ve toplumun ihtiyaçları doğrultusunda çeşitlenmesi ve karmaşıklaşması neticesinde firmaların ölçek olarak büyümesi ve daha fazla çıkar grubu ile ilişki içinde bulunması, sürdürülebilir değer yaratma amacıyla olan firmaların, çıkar grupları ile bilgi paylaşım zorunluluğunu elzem kılarak çıkar gruplarına karşı, açık, hesap verebilir, adil ve dürüst olma sorumluluğu yüklemiştir (Aysan, 2007, s.18). Bu yüklenimin bir neticesi olarak ortaya çıkan kurumsal yönetim kavramı, firma sahip, yönetici ve diğer çıkar grupları arasındaki menfaat farklılaşmalarına dayalı yönetsel aksaklıkları elimine etme esaslıdır (Mayer, 1996, s. 4; Kyereboah ve Coleman, 2008, s. 2). Bu bağlamda kurumsal yönetim, firmaların iç kontrol mekanizmaları ile diğer çıkar grupları arasındaki yönetsel hesap verme sorumluluğu ile ilgili kavrayışı arasındaki ilişki ile ilgili bir süreçtir (Deakin ve Hughes, 1997, s. 2). Esasında, firmalarda iyi yönetim anlayışının teşkil edilmesi, bu-

nun sağlanabilmesi için de firmayı yöneten kişilerin doğru kararlar verebilmesi, ilgili tarafların tamamının kararlara katılımını sağlayabilmesi ve yöneticinin aldığı kararlardan etkilenen herkesin bu kararları denetleyebilmesi, firmanın keyfi yönetimden uzak, hukuk ve ahlak kurallarına bağlı ve şeffaf bir biçimde yönetilmesini ifade etmektedir (Sandıkçioğlu, 2005, s. 1; Çonkar vd., 2011, s. 84).

Kurumsal yönetim anlayışının firmalar, toplum ve ülke ekonomisi için önemli hale gelmesindeki en önemli faktörler, firma yönetiminde yapılan hatalar, hileler ve suiistimaller, özellikle gelişmekte olan ülkelerde yol açtığı finansal krizler ve bu kriz ortamında karşı karşıya kaldıkları yeni rekabet şartları olarak sıralanabilir. Bu gelişmeler, kurumsal yönetim kavramının dünya genelinde ve özellikle uluslararası örgütler penceresinde tartışılmasını beraberinde getirmiş, toplum refahını öncelikleri arasında tutan bu örgütler ve bizzat firmalar, ülkeleri, toplumları ve kendileri için en iyi kurumsal yönetim biçimini bulmak için bir dizi çalışma yürütmüşlerdir (Dinç ve Abdioğlu, 2009, s. 159). Şüphesiz, bu çalışmaların en önemlileri, uluslararası çapta OECD'nin 1999 yılında ortaya koyduğu ve 2004 yılında revize ettiği kurumsal yönetim ilkeleri çalışması ve ulusal çapta ise SPK'nın 2003 yılında yayınladığı kurumsal yönetim ilkeleri çalışmasıdır. Kurumsal yönetim ilkeleri, firmaların çıkar grupları ile ilişkilerini temel alarak toplumsal faydanın maksimum seviyeye çıkartılması için ortaya konulan kurallar bütünü olarak vücut bulmuştur (Ege vd., 2013, s. 101). OECD tarafından yapılan çalışma, en başarılı kurumsal yönetim uygulamalarının tespit edilmesine yönelik olarak hazırlanan bir ilkeler setinden ibarettir. Bu çerçevede, "Pay Sahiplerinin Hakları ve Yükümlülükleri", "Pay Sahiplerinin Eşit Muameleye Tabi Tutulması", "Firma Yönetiminde Menfaat Sahiplerinin Rolü", "Kamuyu Aydınlatma ve Şeffaflık" ve "Yönetim Kurulunun Görev ve Sorumlulukları" olmak üzere beş kurumsal yönetim ilkesi oluşturulmuştur (Şehirli, 1999, s. 20). SPK da benzer şekilde, Dünya ve özellikle de Avrupa ülkelerindeki uygulamalar ile bütünleşmeyi sağlamak amacıyla OECD'nin yaptığı revizyonun akabinde 2005 yılında gözden geçirilmiş ilkeleri yayınlamıştır. Tüm dünyada genel kabul görmüş olan bu ilkeler adillik, sorumluluk, şeffaflık ve hesap verebilirlik kavramları ile ifade edilmektedir (Sönmez ve Toksoy, 2011, s. 64).

Yöneticiler, firmanın değerini artırmak için, bu ilkeler çerçevesinde hareket ederek yönetim sistemlerini oluşturmalı ve karar alma süreçlerinde de bu çerçeveye uygun hareket etmelidir. Bu sayede, sosyal sorumluluk da yerine getirilecektir. Sosyal sorumluluk faaliyetlerini gereği gibi yerine getiren fir-

malar ise yatırımcılar açısından tercih sebebi olacak ve firma değerine katkı sağlanacaktır (Karamustafa vd., 2009, s. 103).

Kurumsal yönetim ilkelerine uyumun uluslararası ve ulusal ortamlarda firmalar için öneminin artması ve yatırımcılar nezdinde firmanın itibarını artıracak bir hal alması sonucunda, ilkelerin firmalar tarafından uygulanma düzeyini belirleyecek kuruluşlara ve firmaların farklı uygulamalarını karşılaştırma yapılması anlamında standart hale getirecek bir sisteme ihtiyaç duyulmuş ve “kurumsal yönetim ilkelerine uyum derecelendirmesi” kavramı ortaya çıkmıştır (Sandıkçioğlu, 2003, s. 9). Sermaye Piyasası Kurulu’nun derecelendirme tebliğinde, kurumsal yönetim derecelendirmesi, ortaklıklar ve sermaye piyasası kurumlarının, yetkilendirilen bağımsız, adil ve tarafsız derecelendirme kuruluşları tarafından değerlendirilip sınıflandırılarak kurumsal yönetim ilkelerine uyumlarının ortaya konulması şeklinde hükme bağlanmıştır (Kılıç, 2008, s. 3; Kılıç, 2011, s. 47). Ülkemizde kurumsal yönetim ilkelerine uyum derecelendirmesi SPK tarafından yetki verilen kuruluşlar tarafından yapılmaktadır. Yetkili kuruluşlar SPK’nın kurumsal yönetim ilkelerini esas alarak derecelendirme talebinde bulunan firmaları uyum derecelerini belirlemektedirler.

Kurumsal yönetim ilkelerine uyum derecelendirmesi faaliyeti, kurumsal yönetim anlayışının ülkemizde de firmalar tarafından daha bilinir hale gelmesine ve gelişmesine katkıda bulunmuştur. Dünyadaki uygulamalar paralelinde, ülkemizde de, kurumsal yönetim uygulamalarının yaygınlaşmasına katkıda bulunmak, firmaları kurumsal yönetim ilkelerini uygulama yönünde desteklemek, sermaye piyasalarımızın gelişmesini sağlayarak yatırımcılar için daha güvenilir bir yatırım ortamı yaratabilmek amacıyla 31.08.2007 tarihinde o zamanki adıyla İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Kapsamında Kurumsal Yönetim Endeksi (İMKB XKURY) oluşturulmuştur. 2013 yılında ise Borsa İstanbul’un kurulması ile birlikte endeks BİST Kurumsal Yönetim Endeksi (XKURY) adını almıştır (Ege vd., 2013, s. 101). Kurumsal Yönetim Endeksi, hisse senetleri İMKB pazarlarında (gözetli pazarları hariç) işlem gören ve SPK’nın Seri VIII, No:51 “Sermaye Piyasasında Derecelendirme Faaliyeti ve Derecelendirme Kuruluşlarına İlişkin Esaslar Tebliği” kapsamında kurumsal yönetim ilkelerine uyum notu 10 üzerinden en az 6 olan firmaların İMKB kurumsal yönetim endeksi temel kurallarına göre fiyat ve getiri performanslarının ölçülmesi amacıyla kurulmuştur (Dağlı vd., 2010:26; Kılıç, 2011, s. 47-48; Çonkar vd., 2011, s. 90-91). Endeks ilk hesaplanmaya başlandığı tarihte endekste 5 firma yer almıştır. Çalışmamızı yaptığımız zaman dilimi itibarı ile hali hazırda endekste 50 adet firma yer almaktadır

Literatür

Uluslararası ve ulusal literatür incelendiğinde kurumsal yönetim, kurumsal yönetim notları ve kurumsal yönetim ilkeleri ile ilgili firmalar tarafından yürütülen faaliyetlerin ya da ortaya koyulan göstergelerin firma değeri ve firma performansı ile ilişkisinin araştırıldığı çalışmalardan bazıları göze çarpmaktadır.

Maher ve Anderson (1999), kurumsal yönetimin genel ekonomik görünüme ve özel olarak firma performansına etkisini araştırmışlardır. Araştırma sonucunda, kurumsal yönetim uygulamalarının, sermaye piyasalarının gelişimine ve daha işlevsel hale gelmesine etki ettiğini, ayrıca, finansal kaynak dağılımı üzerinde de güçlü bir etkiye sahip olduğunu ortaya koymuşlardır. Öte yandan, sermaye hareketliliğinin ve küreselleşmenin arttığı bir ortamda, kurumsal yönetimin endüstriyel rekabet ve ülkelerin ekonomilerini etkileyen önemli bir araç olduğu sonucuna ulaşmışlardır.

Gompers, vd.(2003), kurumsal yönetim ile özsermaye unsurlarının değerleri arasındaki ilişkileri inceledikleri araştırmalarının bir bölümünde, kurumsal yönetimin firma değerine olan etkisini de analiz etmişlerdir. Araştırmacılar, amaçlarına ulaşabilmek için 1500 firma üzerinde analizler yapmış ve zaman periyodu olarak 1990-1999 aralığını tercih etmişlerdir. Firmaların yönetim şekillerini ortaya koymak için yönetim indeksi oluşturmuşlar ve yönetim indeksi düşük olan firmaları “demokratik yönetimli firmalar”, yönetim indeksi yüksek olan firmaları ise “diktatör yönetimli firmalar” olarak tanımlamışlardır. Firma değerini ise Tobin’in Q değerini esas alarak ortaya koymuşlardır. Araştırma neticesinde yönetim karakteristikleri ve sonuç olarak kurumsal yönetim ile firma değeri arasında anlamlı bir ilişki tespit etmişlerdir. Araştırma periyodunun ilk yılında yönetim indeksindeki 1 puanlık artışın Tobin’in Q değerinde %2,2’lik bir düşüşe neden olduğunu ortaya koymuşlardır. Periyodun son yılında ise, farkın daha da arttığı ve 1 puanlık artışın %11,4’lük bir düşüşe neden olduğu tespit edilmiştir. Sonuç olarak, yönetim indeksi düşük olan bir başka ifade ile kurumsal yönetim uygulamalarına önem veren demokratik firmaların firma değerinin daha yüksek olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Aynı yıl gerçekleştirilen bir başka çalışma ise Drobotz vd. (2003)’ne aittir. Firma düzeyindeki kurumsal yönetim uygulamalarının kalitesinin firma performansını açıklamada kullanılıp kullanılmayacağını araştırmışlardır. Kurumsal yönetim uyumu düzeyini ortaya koymak için “kurumsal yönetim derecelendirmesi” sistemi oluşturan yazarlar, kurumsallaşma uygulamaları ile firma değerlemesi arasında pozitif anlamlı bir ilişkinin varlığını ifade etmişlerdir.

Black vd.(2006), kurumsal yönetime uyumun firma değeri üzerindeki etkisini ortaya koymak üzere 2001 yılı ilkbaharında Kore'deki 540 kamu firma üzerinde bir araştırma yapmışlardır. Firmalar için kurumsal yönetim faaliyetlerini ortaya koymak üzere bir indeks oluşturan araştırmacılar, firma değerini ifade edebilmek için Tobin'in Q değerini hesaplamışlardır. Sonuç olarak, kurumsal yönetim indeksindeki artışın Tobin Q değerinde de anlamlı bir değişikliğe yol açtığını, haliyle kurumsal yönetimin firma değerini etkilediğini tespit etmişlerdir.

Kyereboah ve Coleman (2008), kurumsal yönetimin firma performansına etkisini araştırmak için, 1997-2001 periyodunda Gana, Güney Afrika, Nijerya ve Kenya'da bulunan 103 firma üzerinde, hem piyasa temelli performans ölçüm araçlarını hem de muhasebe temelli performans ölçüm araçlarını kullanarak dinamik panel veri analizi yapmışlardır. Araştırma neticesinde, büyük ve bağımsız yönetim kurulu yapısının firma değerini artırdığını, ayrıca, yönetim kurulu başkanı ile CEO'nun aynı kişi olmasının kurumsal yönetim üzerinde negatif bir etkisi olduğunu ortaya koymuşlardır. Denetim kurulunun büyüklüğünün ve toplanma sıklığının piyasa tabanlı performans göstergeleri üzerinde pozitif etkisi olduğunu, bunun yanında kurumsal hissedarların da firmaların piyasa değerini artırdığını tespit etmişlerdir. Ayrıca, firmanın faaliyet gösterdiği ülkenin ve sektörün karakteristik özelliklerinin, kurumsal yönetimin firma performansına olan etkisinde belirleyici olduğunu ortaya koymuşlardır. Kurumsal yönetim unsurları ile firma değeri arasındaki ilişkiyi ortaya koymak üzere Karaçi Borsasında hisseleri işlem gören 50 firma üzerinde gerçekleştirilen ve Javed ve Iqbal (2007)'ye ait olan çalışma neticesinde, yönetim kurulunun yapısı ile hissedarlık ve sahiplik unsurlarının firma performansını artırdığını, öte yandan kamuyu aydınlatma ve şeffaflık unsurunun ise firma performansı üzerinde anlamlı bir etkisi olmadığını ortaya koymuştur.

Gupta vd. (2009), 2002-2005 periyodunda Kanada'da kurumsallaşma dereceleri yayınlanan 200 firma üzerinde bir araştırma yapmışlardır. Araştırmacılar, kurumsal yönetimin dört unsuruna ilişkin (yönetim kurulunun yapısı, CEO ve yönetim kurulu ayrılığı, hissedar hakları ve yönetim kurulunun kurumsallaşma açıklamaları) yayınlanan notların çeşitli firma değeri ölçüm araçlarına etkisini incelemişlerdir. Çalışma neticesinde, kurumsal yönetimin bir bütün olarak ya da unsurları çerçevesinde değerlendirildiğinde firma değeri ölçümleri ile anlamlı bir ilişki içinde olmadığı tespit edilmiştir. Bunun aksine Ficici ve Aybar (2012), gelişmekte olan piyasalardaki firmalar üzerinde kurumsal yönetim ile firma değeri ilişkisini incelemişlerdir. 9 ülkedeki 54

firma üzerinde yaptıkları araştırma neticesinde, kurumsal yönetim uygulamaları ile piyasa değeri ve/veya performansı arasında anlamlı bir ilişki olduğunu ortaya koymuşlardır.

Kılıç (2011), 2010 yılı itibarı ile İMKB Kurumsal Yönetim Endeksinde yer alan 28 firmanın, endekse dahil olduktan sonraki beş günlük süreçte hisse senedi fiyatlarının olumlu olarak etkilenip etkilenmediğini araştırmıştır. Araştırma sonucunda, firmaların %60'ında ilk günlerde yatırımcılara pozitif katkı sağlarken, ilerleyen günlerde bu katkının azalmasına istinaden yatırımcıların söz konusu firmalara ilgisinin azaldığı kanaatine ulaşılmıştır. Benzer bir sonuç Dağlı vd (2010)'de de görülmektedir. Kurumsal yönetim endeksi değerinin risk ve getiri açısından değerlendirildiği araştırma 2007-2009 periyoduna sahiptir. Araştırma neticesinde, kurumsal yönetim endeksi kapsamında yer alan firmaların yatırımcılarına ek bir gelir sağlamadığı sonucuna ulaşılmıştır. Ancak Karamustafa vd. (2009)'nin gerçekleştirdiği çalışmada, kurumsal yönetim endeksinde işlem gören firmaların, endeks kapsamına dahil olmadan önceki ve sonraki faaliyet ve finansal performanslarını karşılaştırılmış ve aktif karlılığı, özsermaye karlılığı, ve aktif devir hızına dayalı anlamlı farklılaşmaların olduğu belirlenmiştir. Malik (2012), kurumsal yönetim skorlarının hisse fiyatlarına etkisini ortaya koymak istemiştir. KSE-30 endeksinde dahil olan firmaların 2009 ve 2010 yılı verileri üzerinde yaptığı analiz neticesinde kurumsal yönetim skorları ile hisse fiyatları arasında anlamlı bir ilişki olduğu sonucuna ulaşmıştır. Araştırmaya göre, daha iyi bir kurumsal işleyişe sahip olan firmaların hisse fiyatlarının daha yüksek olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Ege vd. (2013), finansal performans ile kurumsal yönetim notları arasındaki ilişkiden hareketle firmaları performanslarına göre sıralamak amacıyla 2009-2011 periyodunda Borsa İstanbul'da faaliyet gösteren 18 firma üzerinde bir çalışma gerçekleştirmişlerdir. Finansal performansın ölçümü için belirlenen kriterler çerçevesinde yapılan derecelendirmeler TOPSIS yöntemine dayalı olarak elde edilen derecelendirme notları ile karşılaştırılmıştır. Araştırma sonucunda, firmaların finansal performanslarına dayalı derecelendirme sonuçları ile kurumsal yönetim notlarına göre elde edilen sıralamalarının farklılaştığı tespit edilmiş ve firmaların finansal performanslarının kurumsal yönetim notları ile paralellik arzemediği ortaya konulmuştur.

Dinçer ve Dinçer (2013), Borsa İstanbul'da hisseleri işlem gören bankalar üzerinde çalışma yürüterek kurumsal yönetim uygulamalarının firma performansı üzerindeki etkisini ortaya koymaya çalışmışlardır. Araştırma sonucunda, düşük kurumsallaşma derecesine sahip olan bankaların hisse senedi fiyatlarının daha yüksek olan risk düzeyinden ötürü yüksek olduğu, yüksek

kurumsallaşma derecesine sahip olan bankaların hisse senedi fiyatlarının ise düşük risk düzeyinden ötürü düşük olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Aytekin ve Sönmez (2016); BİST’te işlem gören ulaştırma sektörü firmalarının 2010-2014 yıllarına ait finansal tablo ve faaliyet raporlarından elde ettikleri verilere dayalı olarak kurumsal yönetim uygulamaları ile firma performansı arasındaki ilişkileri panel veri yöntemi ile incelemiş yapılan analizler sonucunda; değişkenler arasında anlamlı ilişkiler tespit etmişlerdir. Benzer bir sonuca Acaravcı vd.(2015)’nin BİST İmalât Sanayi Sektörü’nde yer alan 126 firma örneğinde gerçekleştirilen çalışma neticesinde de ulaşılmıştır. 2005 – 2011 yılları arasındaki yıllık verilerinin kullanıldığı çalışmada kurumsal yönetim uygulamaları ile firma performansı arasında ilişki olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Bununla birlikte kurumsal yönetim ile firma değeri ve karlılık arasındaki ilişkinin belirlenmesine yönelik olarak Kara vd. (2015) tarafından gerçekleştirilen 2006-2012 inceleme dönemli çalışma sonucunda kurumsal yönetim ile firma değeri arasında pozitif anlamlı bir ilişki kaydedilmesine rağmen karlılık değişkenleri arasında anlamlı bir ilişkiye rastlanılmadığı kaydedilmiştir.

YÖNTEM

Kapsam ve Veri Seti: Kurumsal yönetim uygulamalarının firmanın finansal ve piyasa performansı arasındaki ilişkinin belirlenmesine yönelik olarak gerçekleştirilen araştırma 2012-2017 inceleme dönemini kapsamakta olup bu dönemde kurumsal uygulamalarında süreklilik gösteren banka ve mali kurumlar dışında yer alan 30 firmayı inceleme konusu edinmiştir.

Yıllık verilerin kullanıldığı araştırmanın bağımsız değişkeni olarak kurumsal yönetim uygulama başarılarını temsilen ilgili firmaların kurumsal derecelendirme reytingleri kullanılmış olup kurumsal yönetim notları, kurumsal yönetim derecelendirme kuruluşlarının sitelerinden sağlanmıştır. Firmanın finansal ve piyasa performansını temsilen kullanılan ve araştırmanın bağımlı değişkenleri olarak ifade edilen rasyolar, firmaların KAP’da beyan etmiş oldukları finansal tablolarından yararlanılmak suretiyle hesaplanmıştır. Bu kapsamda hesaplanan ve çalışmada bağımlı değişken olarak kullanılan rasyolardan 3 tanesi firmanın piyasa temelli performansının göstergesi 4 tanesi de muhasebe temelli performansının göstergesi olarak kullanılmıştır. Söz konusu değişkenler ve bunlara ilişkin açıklamalar Tablo 1’de gösterilmiştir.

Tablo 1. Bağımlı değişkenler ve açıklamaları

Değişken Grubu	Değişken Kodu	Değişken Adı	Açıklama
PIYASA TEMELLİ PERFORMANS GÖSTERGE GRUBU	ONNA	Özsermayeye serbest Net Nakit Akımı	Özsermaye birimi başına elde edilen Net Nakit Akım tutarını ifade eder
	LNPDEG	Ln Piyasa Değeri	Firma Piyasa Değerinin Doğal Logaritması
	TOBQ	Tobin'Q Değeri	Firmanın piyasa değerinin aktiflerin yerine koyma maliyetine olan oranı olup piyasa değeri göstergesidir
MUHASEBE TEMELLİ PERFORMANS GÖSTERGE GRUBU	HBK	Hisse Başına Kazanç	Dolaşımdaki hisse birimi başına düşen kazancı ifade eder
	FNYET	Finansal Yeterlilik	Firmanın finansal yeterliliğini temsilen sermaye yeterlilik oranı kullanılmıştır
	ROA	Aktif Karlılığı	Aktif birimi başına düşen net karı ifade eder
	ROE	Özsermaye Karlılığı	Özsermaye birimi başına düşen net karı ifade eder

Firmanın finansal ve piyasa performansını temsil eden bağımlı değişkenler ile ilişkisinin belirlenmesine odaklanan araştırmanın tek bağımsız değişkeni kurumsal yönetim uygulama başarısını temsil eden derecelendirme notudur. Ayrıca araştırmanın bağımlı değişkenleri açıklama gücüne sahip 5 oran kontrol değişkenleri olarak modele dahil edilmiştir. Bu bağlamda araştırmanın bağımsız ve kontrol değişkenleri ve bunlara ilişkin açıklamalar Tablo 2'de gösterilmiştir.

Tablo 2. Bağımsız değişkenler ve açıklamaları

Değişken Grubu	Değişken Kodu	Değişken Adı	Açıklama
Bağımsız Değişken	KYN	Kurumsal Yönetim Notu	Kurumsal yönetim uygulamalarının başarı derecesini temsil eden kurumsal derecelendirme notu
	LO	Likidite Oranı	Dönen varlıkların kısa vadeli borçlarını ödeyebilme yeteneğinin göstergesidir
Kontrol Değişkenleri	NaO	Nakit Oran	Kısa vadeli borçları ödeyebilme yeteneğini ifade eden finansal durum göstergesi olup in en önemli göstergesidir
	NISTA	NİS / T.Aktif	Aktif birimi başına Net İşletme Sermayesi Tutarı
	LNAKT	Ln Aktif	Aktif Toplamının Doğal Logaritması
	VARYAP	Varlık Yapısı	Varlık Yapısı içindeki duran varlık oranı

Araştırmanın veri setinde yer alan bağımlı değişkenlerden Piyasa değeri değişkeni ile kontrol değişkenlerinden Aktif büyüklüğü değişkeni dışındaki tüm değişkenler oran niteliğindedir. Söz konusu piyasa değeri ve aktif büyüklüğü değişkenleri değer formunda olduğu için sonuçlar üzerinde olumsuzluğa neden olmaması açısından doğal logaritması formu ile araştırmaya dahil edilmiştir.

Araştırmanın Hipotezleri ve Matematiksel Model Kurgusu

Araştırmada ele alınan temel problem, firma ve firma çıkar grupları arasında ilişkilerin eşitlik, şeffaflık, hesap verebilirlik ve sorumluluk ilkeleri perspektifinde gerçekleştirme başarı düzeyinin firmanın finansal ve piyasa performansını nasıl ve ne yönde etkilediğinin belirlenmesidir. Bu problemin incelenmesi için ortaya konulan araştırma hipotezleri aşağıdaki gibidir:

H1: Kurumsal yönetim uygulama başarısı ile firmanın finansal yeterliliği arasında anlamlı bir ilişki vardır.

H2: Kurumsal yönetim uygulama başarısı ile firmanın piyasa değeri arasında anlamlı bir ilişki vardır.

H3: Kurumsal yönetim uygulama başarısı ile firmanın “Tobin q” piyasa değeri arasında anlamlı bir ilişki vardır.

H4: Kurumsal yönetim uygulama başarısı ile firmanın hisse birimi başına düşen kar payı arasında anlamlı bir ilişki vardır.

H5: Kurumsal yönetim uygulama başarısı ile firmanın aktif karlılığı arasında anlamlı bir ilişki vardır.

H6: Kurumsal yönetim uygulama başarısı ile firmanın özsermaye karlılığı arasında anlamlı bir ilişki vardır.

H7: Kurumsal yönetim uygulama başarısı ile firmanın özsermaye birimi başına düşen net nakit akım tutarları arasında anlamlı bir ilişki vardır.

Araştırmanın genel hipotez yapısı, kurumsal yönetimin uygulama gereğesinin ana fikrinde şekillenen teorik bir kurguya sahiptir. Bu kurgu perspektifinde, araştırmanın matematiksel modelleri aşağıdaki gibi oluşturulmuştur:

$$ONNA_{it} = \beta_0 + \beta_1 KYN_{it} + \beta_2 LO_{it} + \beta_3 NaO_{it} + \beta_4 NISTA_{it} + \beta_5 LNAKT_{it} + \beta_4 VARYAP_{it} + u_{it} \quad (1)$$

$$LNPDEG_{it} = \beta_0 + \beta_1 KYN_{it} + \beta_2 LO_{it} + \beta_3 NaO_{it} + \beta_4 NISTA_{it} + \beta_5 LNAKT_{it} + \beta_4 VARYAP_{it} + u_{it} \quad (2)$$

$$TOBQ_{it} = \beta_0 + \beta_1 KYN_{it} + \beta_2 LO_{it} + \beta_3 NaO_{it} + \beta_4 NISTA_{it} + \beta_5 LNAKT_{it} + \beta_4 VARYAP_{it} + u_{it} \quad (3)$$

$$HBK_{it} = \beta_0 + \beta_1 KYN_{it} + \beta_2 LO_{it} + \beta_3 NaO_{it} + \beta_4 NISTA_{it} + \beta_5 LNAKT_{it} + \beta_4 VARYAP_{it} + u_{it} \quad (4)$$

$$FNYET_{it} = \beta_0 + \beta_1 KYN_{it} + \beta_2 LO_{it} + \beta_3 NaO_{it} + \beta_4 NISTA_{it} + \beta_5 LNAKT_{it} + \beta_4 VARYAP_{it} + u_{it} \quad (5)$$

$$ROA_{it} = \beta_0 + \beta_1 KYN_{it} + \beta_2 LO_{it} + \beta_3 NaO_{it} + \beta_4 NISTA_{it} + \beta_5 LNAKT_{it} + \beta_4 VARYAP_{it} + u_{it} \quad (6)$$

$$ROE_{it} = \beta_0 + \beta_1 KYN_{it} + \beta_2 LO_{it} + \beta_3 NaO_{it} + \beta_4 NISTA_{it} + \beta_5 LNAKT_{it} + \beta_4 VARYAP_{it} + u_{it} \quad (7)$$

Durağanlık Analizi

Durağanlık kavramı, inceleme zaman boyutunda verilerin sürekli artma veya azalma göstermemesi veya sabit bir ortalama etrafında dağılım göstermesi ya da sabit bir varyansa sahip olması anlamını ifade eder (Sevüktekin ve Nargeleçekenler, 2007, s. 229). Genel olarak zaman serileri analizinde yaygın bir kullanıma sahip olmasına rağmen ekonometrik anlamlı ilişkilerin sağlanması ve sonuçların fiktif içeriklerden arındırmadaki rolü (Gujarati, 1999, s. 712-713)'ne dayalı olarak panel veri analizinde de kullanılmaktadır. Esas itibarıyla sonuçların anlamsızlaşması ya da sahte ilişkilerin ortaya çıkmasını önlemek ve reel ilişkilere dayalı güvenilir, gerçek bulgulara ulaşabilme amacıyla dayalı olarak yapılan durağanlık analizi, korelogram ve birim kök testleri gibi istatistiki esaslara dayalı olarak gerçekleştirilebilmektedir. Bu amacın temini için panel birim kök test istatistiklerinin tercih edildiği araştırmada, birimlere ait seriler arasında korelasyona izin veren ikinci kuşak birim kök testleri tercih edilmiştir. Bu tercih ile testlerin sonlu örnek özelliklerinden ve birimler arasındaki korelasyona bağlı bozulmalara dayalı sonuçların olumsuz etkilenimi önlenmek istenmiştir. Birimler arası korelasyonun etkilerini azaltabilmek amacıyla birim ortalamalarından fark alınmış serilere uygulanan Fisher Philips Perron'un Genişletilmiş Fisher PP panel birim kök istatistiği ile Pesaran (2007)'in kesit birimler arası korelasyonu yok etmeye yönelik önerdiği, bireysel serilerin gecikmeli düzeylerinin ve yatay kesit ortalamalarından farkı alınmak suretiyle oluşturulan serilere uygulanan Levin, Lin ve Chu (LLC) panel birim kök test istatistiklerinden faydalanılmıştır. Verilerin düzey değerlerine sabitli ve sabitli-trendli formda uygulanan test sonuçları bağımsız ve kontrol değişkenleri için Tablo 3'te gösterilmiştir.

Tablo 3. Bağımsız ve kontrol değişkenlerinin birim kök test istatistikleri

Değişken Grubu	Değişken	Birim Kök Test İstatistiği	Test Formu	Sabitli	Sabitli ve Trendli
BAĞIMSIZ DEĞİŞKEN	KYN	Fisher Phillips ve Perron (Fisher PP)	P	256.4046*	405.2956*
		Birim Kök Test İstatistiği	Z	-6.9568*	-5.1822*
			L*	-10.9984*	-15.5569*
			Pm	17.9292*	31.5210*
		Levin Lin ve Chu (LLC) Testi	t*	-7.1791*	-28.1855*
KONTROL DEĞİŞKENLERİ	LO	Fisher Phillips ve Perron (Fisher PP)	P	119.2247*	189.3195*
		Birim Kök Test İstatistiği	Z	-5.5619*	0.5952
			L*	-5.3524*	-2.9678*
			Pm	5.4065*	11.8052*
		Levin Lin ve Chu (LLC) Testi	t*	-28.6459*	-8.9813*
NaO		Fisher Phillips ve Perron (Fisher PP)	P	164.6255*	356.5654*
		Birim Kök Test İstatistiği	Z	-5.5703*	-11.4177*
			L*	-7.4657*	-17.2475*
			Pm	9.5510*	27.0726*
		Levin Lin ve Chu (LLC) Testi	t*	-13.5918*	-22.9890*
NISTA		Fisher Phillips ve Perron (Fisher PP)	P	109.7355*	116.2341*
		Birim Kök Test İstatistiği	Z	-2.5522*	-1.5342**
			L*	-3.3215*	-2.6335*
			Pm	4.5402*	5.1334*
		Levin Lin ve Chu (LLC) Testi	t*	-28.9254*	-10.8473*
LNAKT		Fisher Phillips ve Perron (Fisher PP)	P	205.2382*	401.0757*
		Birim Kök Test İstatistiği	Z	-2.6303*	-8.3897*
			L*	-6.3294*	-17.7847*
			Pm	13.2584*	31.1358*
		Levin Lin ve Chu (LLC) Testi	t*		-16.4263*
VARYAP		Fisher Phillips ve Perron (Fisher PP)	P	177.7838*	132.7149*
		Birim Kök Test İstatistiği	Z	-4.9097*	0.2259
			L*	-6.8971*	-1.4025***
			Pm	10.7521*	6.6379*
		Levin Lin ve Chu (LLC) Testi	t*		-10.1149*

*: %1, **: %5 ve ***: %10 anlamlılık düzeyini ifade etmektedir.

Araştırmanın bağımsız ve kontrol değişkenlerine uygulanan LLC test istatistiğine göre bütün değişkenler düzey değerlerinde sabitli ve sabitli-trendli formda düzeltilmiş t (t*) istatistik değeri AIC kriterine göre %1 anlamlılık düzeyinde Ho: Birimler birim kök içermektedir” şeklinde kurulan hipotezin reddini ve dolayısıyla “birimler durağandır” alternatifif hipotezinin kabulü ile birim kök içermediği sonucuna ulaşılmıştır.

Birimlere özgü otoregresif parametreye izin verildiği, sabit içeren trend bileşeni barındırmayan bir modelden hareket eden Fisher PP panel birim kök Test sonuçları P, Z, L* ve Pm istatistik değerlerine göre düzey değerlerinde hem sabitli hem de sabitli ve trendli formunda birim kök içermediği ve durağan olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

Tablo 4. Bağımlı değişkenler birim kök test istatistikleri

Değişken Grubu	Değişken	Birim Kök Test İstatistiği	Test Formu	Sabitli	Sabitli ve Trendli
PIYASA TEMELLİ PERFORMANS GRUBU	ONNA	Fisher Phillips ve Perron (Fisher PP) Birim Kök Test İstatistiği	P	91.4328*	183.3664*
			Z	-1.4559***	-0.6594
			L*	-1.9574**	-4.4548*
			Pm	2.8694*	11.2618*
		Levin Lin ve Chu (LLC) Testi	t*	-9.12564*	-12.1033*
	LNPDEG	Fisher Phillips ve Perron (Fisher PP) Birim Kök Test İstatistiği	P	135.6169*	270.1163*
			Z	-1.6108**	0.4825
			L*	-3.6212*	-5.9614*
			Pm	6.9028*	19.1809
		Levin Lin ve Chu (LLC) Testi	t*		-18.8706*
	TOBQ	Fisher Phillips ve Perron (Fisher PP) Birim Kök Test İstatistiği	P	142.9425*	101.5406*
			Z	-0.8739	1.3716
L*			-3.0457*	0.5000	
Pm			7.5716*	3.7921*	
	Levin Lin ve Chu (LLC) Testi	t*	-9.1243*	-10.3493*	

		MUHASEBE TEMELLİ PERFORMANS GÖSTERGE GRUBU		
HBK	Fisher Phillips ve Perron (Fisher PP) Birim Kök Test İstatistiği	P	142.2042*	208.1137*
		Z	-1.9807**	-1.4575***
		L*	-4.3701*	-5.3696*
		Pm	7.5042*	13.5209*
	Levin Lin ve Chu (LLC) Testi	t*	-67.4793*	-18.1062*
FNYET	Fisher Phillips ve Perron (Fisher PP) Birim Kök Test İstatistiği	P	162.2765*	322.4056*
		Z	-2.5238*	-6.4900*
		L*	-5.2713*	-13.5563*
		Pm	9.3365*	23.9542*
	Levin Lin ve Chu (LLC) Testi	t*	-29.8979*	-17.7751*
ROA	Fisher Phillips ve Perron (Fisher PP) Birim Kök Test İstatistiği	P	124.2849*	124.0152*
		Z	-2.0914**	-0.8940
		L*	-3.4857*	-2.9156*
		Pm	5.8684*	5.8438*
	Levin Lin ve Chu (LLC) Testi	t*	-22.2219*	-8.1555*
ROE	Fisher Phillips ve Perron (Fisher PP) Birim Kök Test İstatistiği	P	160.1886*	252.6331*
		Z	-3.3848*	-1.8884**
		L*	-5.8696*	-8.4402*
		Pm	9.1459*	17.5849*
	Levin Lin ve Chu (LLC) Testi	t*	-19.2681*	-10.5833*

*: %1, **: %5 ve ***: %10 anlamlılık düzeyini ifade etmektedir.

Araştırmanın bağımlı değişkenlerine uygulanan panel birim kök test istatistik sonuçları Tablo 4'te görülmektedir. Test sonuçlarına göre bütün değişkenler sabitli ve sabitli-trendli formunda düzey değerlerinde birim kök içermedikleri ve durağan oldukları belirlenmiştir.

Model Kurgusu İyileştirmeleri: Kurumsal yönetim uygulamalarının firmasının finansal ve piyasa performansı üzerinde nasıl bir etki yarattığına ilişkin irdelemelerin teorik kurgusunda şekillenen matematiksel modellere dayalı olarak araştırmanın tamamlanmasında güvenilir ve doğru sonuçlara ulaşılması için panel veri analizinin iki temel varsayımı vardır. Bunlardan ilki ve önceliklisi klasik model kurgusunun geçerliliğinin sınanmasıdır. Klasik mo-

delin geçerliliği kararı neticesinde araştırma havuzlanmış en küçük kareler yöntemi perspektifinde şekillenir. Analizin ikinci aşaması gözlemlerin maruz kaldığı birim ve zaman etkilerine dayalı olarak klasik modelin uygun olması halinde söz konusudur. Bu durumda birim ve zaman etkilerinin hata teriminin sabit ya da tesadüfi bir değişken olarak kullanımının sonuçların güvenilirliği üzerindeki etkinliğine bağlı olup tahminciler arasında tercihi gerektirir. Bütün bu açıklamalar çerçevesinde öncelikli olarak klasik modelin geçerliliği belirlenecek ve geçerliliğin sağlanamamasının söz konusu olmasında tahminciler arası tercihi oluşturacak test istatistiklerine yer verilecektir.

Klasik Model Tercihlerinin Uygunluğunun Araştırılması: Bağımlı ve bağımsız değişkenler arasındaki ilişkinin belirlenmesine yönelik kurulan modellere dayalı analiz sonuçlarının güvenilirliği, gözlemlerin homojenliğine bağlıdır. Ancak panel verilerin birim ve zaman etkisine maruz kalması olası bir durum olup verilerdeki heterojenliğe dayalı sonuçlarda bozulmaların gerçekleşmesi mümkün olabilmektedir. Bu durumu dikkate alan tahminciler dayalı analizlerin gerçekleştirilmesi, sonuçların sıhhati açısından önemli bir gerekliliktir. Bu gerekliliğe dayalı olarak tercihler arasında seçim, önsel olarak yapılabileceği gibi istatistiki bazı test sonuçlarına göre de gerçekleştirilebilmektedir. Test sonuçlarına dayalı kararlaştrmanın güvenilirliği sebebiyle yoğunlukla kullanılan F testi, Olabilirlik Oranı (LR) Testi, Breusch-Pagan Lagrange Çarpanı (LM) Testi ve Score Testi kullanılmıştır. Test sonuçları Tablo 5'te gösterilmiştir.

Tablo 5. Klasik modelin geçerlilik testleri sonuçları

DEĞİŞKENLER	F TESTİ (29, 144)	LR TESTİ Chi2 (2)	LM Testi Chibar2 (01)	SCORE TESTİ Chi2 (1)	
	F	Log Likelihood	Chibar2	Chibar2	Chi2
ONNA	13.35*	101.04066	121.34*	186.25*	2743.57*
LNPDEG	27.33*	113.08354	193.52*	217.94*	185251.83*
TOBQ.	14.59*	125.62345	127.74*	180.70*	3608.57*
FNYET	34.03*	-584.70147	2 25.14*	275.43*	25023.61*
HBK	11.10*	-329.78109	101.68*	158.39*	1840.52*
ROA	2.92*	-687.74061	15.13*	19.12*	58.44*
ROE	5.82*	-753.24618	49.17*	68.28*	446.57*

*: %1, **: %5 ve ***: %10 anlamlılık düzeyini ifade etmektedir.

Piyasa ve muhasebe temelli performans göstergelerine dayalı olarak oluşturulan klasik modellerin geçerliliğini test etmek için gerçekleştirilen F Testi, $((N-1)=29, (N(T-1)-K)=144)$ serbestlik dereceli F dağılım tablosu ile karşılaştırıldığında birim etkilerin sıfıra eşit olduğu H_0 hipotezi, bütün modeller için reddedilmekte ve dolayısıyla %1 anlamlılık düzeyinde birim etkilerin var olduğu ve buna dayalı olarak klasik modelin geçerli olmadığı anlaşılmaktadır. Olabilirlik oranı (LR) testinde ise, zaman etkilerinin standart hatalarının sıfıra eşit olduğu (hipotezi, test istatistiğinin 2 serbestlik dereceli tablosu ile karşılaştırıldığında, zaman etkilerinin standart hatalarının sıfıra eşit olduğunu ifade eden hipotezi reddedilememekte ve dolayısıyla zaman etkilerinin %1 anlamlılık düzeyinde var olduğu anlaşılmaktadır.

Bağımlı değişkenlere ait birim etkilerin ve artık değerlerin varyans ve standart hatalarının hesaplanarak birim etkinin varyansının sıfıra eşit olduğu $[\text{var}(u)=0$ (hipotezinin sınındığı LM Test istatistiği, 1 serbestlik dereceli karşılaştırıldığında, hipotezi reddedilememekte ve %1 anlamlılık düzeyinde bütün klasik modellerin uygun olmadığı sonucuna ulaşılmaktadır. Durum, birim etkinin standart hatasının sıfıra eşitliğinin (sınındığı Score testinde de aynıdır. Score testi sonuçlarına göre pişokesi nerreriylemek ve birim etkilerin olduğu, dolayısıyla %1 anlamlılık düzeyinde klasik modellerin uygun olmadığı sonucuna ulaşılmaktadır.

Tahminciler Arası Seçim İstatistikleri veya Hausman Testi

Kurumsal yönetim uygulamaları ile firmanın finansal ve piyasa performansı arasındaki ilişkinin belirlenmesine yönelik olarak kurulan klasik modellerin geçerliliğinin olmadığı ve havuzlanmış en küçük kareler yönteminin kullanılamayacağı sonucuna ulaşılması neticesinde tahminciler arasında tutarlılık ve etkinlik testinin yapılmasını gerekli kılmıştır. Panel veri analizinde tutarlılık ve etkinlik testi Hausman Test istatistiğine dayalı olarak yapılmaktadır ve sabit etkiler veya tesadüfi etkiler tahmincilerinden hangisinin kullanılması gerektiğinin belirlenmesinde kullanılmaktadır. Esas itibarıyla birim etkilerin bağımsız değişkenlerle korelasyonu olup olmadığına temel belirleyici olarak kullanıldığı Hausman Testi, sabit etkiler tahmincisi için grup içi tahminci ve tesadüfi etkiler tahmincisi için esnek genelleştirilmiş en küçük kareler metodu arasındaki seçim istatistiğidir (Tatoğlu, 2013, s. 180).

Esas itibarıyla panel veri analizinde sonuçların tutarlılığının ve etkinliğinin sağlanmasına yönelik gerçekleştirilen bir spesifikasyon testi olan Hausman Testi, aynı zamanda klasik modelde hem birim hem de zaman etkilerinin bir arada olduğu çift yönlü model için de kullanılmaktadır. Yaygın kullanım ala-

nına sahip olan Hausman Testi esas itibarıyla Tesadüfi Etkili Modelin parametre tahmincileri ile Sabit Etkili Modelin parametre tahmincileri arasındaki farkın anlamlılığının testi esasına dayanır. (Green, 2003, s. 301). Bu amaç doğrultusunda sabit ya da tesadüfi etkili model parametrelerine dayalı olarak gerçekleştirilen test istatistiği sonuçları ve açıklamaları Tablo 6'da gösterilmiştir.

Tablo 6. Hausman test istatistiği ile tahminci seçimi

ANALİZ GRUBU	Bağımlı Değişken	Chi2 Değeri	Prob>chi2	Uygun Tahminci
PİYASA TEMELLİ GÖSTERGELER	ONNA			Ho Reddedilemediğinden Etkin tahminci Tesadüfi Etkiler Modelidir
	Chi2(6)	3.57	0.7341	
	LNPDEG			Ho Red H_A kabul edildiğinden Etkin tahminci olarak Sabit Etkiler Modelidir
Chi2(6)	56.53	0.0000		
PİYASA TEMELLİ GÖSTERGELER	TOBQ			Ho Reddedilemediğinden Etkin tahminci Tesadüfi Etkiler Modelidir
	Chi2(6)	10.44	0.1071	
	MUHASEBE TEMELLİ GÖSTERGELER	FNYET		
Chi2(6)		43.91	0.0000	
HBK				Ho Reddedilemediğinden Etkin tahminci Tesadüfi Etkiler Modelidir
Chi2(6)	5.93	0.4309		
MUHASEBE TEMELLİ GÖSTERGELER	ROA			Ho Reddedilemediğinden Etkin tahminci Tesadüfi Etkiler Modelidir
	Chi2(6)	7.06	0.3154	
	ROE			Ho Reddedilemediğinden Etkin tahminci Tesadüfi Etkiler Modelidir
Chi2(6)	10.44	0.1073		

Tabloda görüldüğü gibi parametre sayısı (6) eşit serbestlik dereceli istatistik (Chi2) değerleri tablo değerleri ile karşılaştırılmak suretiyle;

$$H_0 : \text{Tesadüfi Etkili Model} [E(ai/xi) = 0]$$

$$H_a : \text{Sabit Etkili Model} [E(ai/xi) < > 0]$$

hipotezleri sınanmıştır. Test sonuçlarına göre piyasa temelli performans göstergelerinden LNPDEG ile muhasebe temelli göstergelerden SYO için Ho

Reddedilerek H_a kabul edildiğinden etkin tahminci olarak Sabit Etkiler Modeli, diğer tüm modeller için H_0 reddedilemediğinden etkin tahminci Tesadüfi Etkiler Modeli olduğuna karar verilmiştir.

Panel Veri Modellerinin Temel Varsayım Test İstatistikleri: Panel veri modelleri bazı temel varsayımlar üzerine geliştirilmiştir. Bunlar, yatay kesit verilerle çalışmanın bir neticesi olan hata terimlerinin birim içerisinde ve birimlere göre eşit varyanslı olduğu, birim ve/veya zaman etkilerinin varlığına dayalı şekillenen ve hata teriminin birbirini izleyen değerleri arasındaki ilişkinin bulunduğu ve hata terimlerinin birimlere göre bağımsız olduğudur. Değişen varyans, otokorelasyon ve birimler arası korelasyon olarak terminolojik bir tanımlama ile düzeltme işlemlerine ilişkin literatür geliştirilen bu varsayımlar hem sabit etkili hem de tesadüfi etkili tahminciler için aşağıdaki gibi ayrı ayrı incelenmiştir.

Sabit Etkili Tahminciler İçin Panel Veri Modellerinin Temel Varsayımlarının İncelenmesi: Sabit etkili tahminciler için panel veri modellerinin temel varsayımlarından değişen varyans Değiştirilmiş Wald Testi, otokorelasyon Durbin Watson ve Baltagi ve Wu Test istatistikleri ile birimler arası korelasyon ise Pesaran, Friedman ve Frees Test istatistikleri ile irdelenmiş ve sonuçlar Tablo 7’de gösterilmiştir.

Tablo 7. Sabit etkili tahminciler için temel panel veri varsayımlarının testi

Bağımlı Değişken	Testin AMACI	Test İstatistiği	Test Değeri	Sonuç ve Açıklama
FNYET	DEĞİŞEN VARYANS	Değ. Wald Testi	3516.56*	olup : Red Kabul. Değ. Var Var
	OTOKORELASYON	D-W	0.86725143	DW ve LBI < 2 olduğundan
		Baltagi-Wu	1.432791	Otokorelasyon sorunu var
	BİRİMLER ARASI KORELASYON	Pesaran	0.524	Bütün testlere istatistiklerine göre H_0 reddedilemediğinden birimler arası korelasyon olmadığı sonucuna ulaşılmıştır.
Friedman		8.781		
		Frees	2.921	

LNPDEG	DEĞİŞEN VARYANS	Değ. Wald Testi	31075.68*	olup : Red Kabul. Değ. Var Var
	OTOKORELASYON	D-W	0.96146155	DW ve LBI < 2 olduğundan
		Baltagi-Wu	1.4166785	Otokorelasyon sorunu var
	BİRİMLER ARASI KORELASYON	Pesaran	1.877***	Friedman ve Frees'e göre Ho reddedilemediğinden
Frees		2.137	birimler arası korelasyon olmadığı sonucuna ulaşılmıştır.	

*: %1, **: %5 ve ***: %10 anlamlılık düzeyini ifade etmektedir.
%10 : 0.4127 %5 : 0.5676 %1 : 0.9027 kritik değerleridir.

Yatay kesit birimler içinde hataların normal dağılım gösterdiği ve varyansın birimlere göre değişip değişmediğinin incelenmesinin yapıldığı Değiştirilmiş Wald Testi sonucuna göre hem Finansal Yeterlilik (FNYET) hem de Piyasa değeri (LNPDEG) bağımlı değişkenleri için varyansın birimlere göre değiştiği () anlaşılmakta ve dolayısıyla : hipotezi reddedilmekte ve değişen varyans olduğu sonucuna ulaşılmaktadır. Sabit etkiler modelinde birim içi ilişkinin varlığını belirlemek için Bhargava, Franzini ve Narendranathan tarafından önerilen Durbin Watson Testi ve Baltagi -Wu'nun LBI testleri ile sınanmıştır. Otokorelasyon testi için hesaplanan D-W ve LBI test değerleri literatürün belirlemiş olduğu 2 değerinden küçük olduğu için sabit etkiler modeli için otokorelasyonun ciddi olduğu sonucu tespit edilmiştir. Hata terimlerinin birimlere göre bağımsız olduğu temel varsayımını sınamak amacıyla Breusch-Pagan Lagrange Çarpanı Testi, Pesaran'ın Testi, Friedman'ın Testi ve Frees'in Testi kullanılmıştır. Test istatistikleri incelendiğinde Friedman test istatistiğine göre birimler arası korelasyon olmadığı Pesaran istatistiğine göre ise %1 ve %5 anlamlılık düzeyinde birimler arası korelasyon olmadığı %10 anlamlılık düzeyinde ise birimler arası korelasyon olduğu Frees istatistiğine göre ise (2,137 > %1, %5 ve %10 Alpha Test değeri) birimler arası korelasyon olduğu sonucu belirlenmiştir. Genel değerlendirmede test istatistiklerinin çoğunluğuna dayalı olarak birimler arası korelasyonun varlığı kararlaştırılmıştır.

Tesadüfi Etkili Tahminciler İçin Panel Veri Modellerinin Temel Varsayımlarının İncelenmesi: Hausman test istatistiği sonucuna göre tesadüfi etkili tahmincinin etkin olduğu modellere ilişkin panel veri analizininin temel varsayımları incelenmiş test sonuçları Tablo 8'de özetlenmiştir.

Tablo 8. Tesadüfi etkili tahmincilerin ekonometrik sorun sınamaları

Bağımlı Değişken	Testin AMACI	Test İstatistiği	Test Değeri	Sonuç ve Açıklama
ONNA	DEĞİŞEN VARYANS	W0 (29, 150)	5.0279013*	olup : Red Kabul. Değ. Var Var
		W50 (29, 150)	2.4728335*	
		W10 (29, 150)	5.0279013*	
	OTOKORELASYON	M D-W	1.301235	DW ve LBI < 2 olduğundan Otokorelasyon sorunu var
		LBI	1.9527722	
	BİRİMLER ARASI KORELASYON	Pesaran	-0.350	Bütün testlere istatistiklerine göre Ho reddedilemediğinden birimler arası korelasyon olmadığı sonucuna ulaşılmıştır.
Friedman		7.124		
TOBQ	DEĞİŞEN VARYANS	W0(29, 150)	11.745271*	olup : Red Kabul. Değ. Var Var
		W50(29, 150)	8.762521*	
		W10(29, 150)	11.745271*	
	OTOKORELASYON	M D-W	0.93181168	DW ve LBI < 2 olduğundan Otokorelasyon sorunu var
		LBI	1.2865647	
	BİRİMLER ARASI KORELASYON	Pesaran	2.419**	Friedman ve Frees'e göre Ho reddedilemediğinden birimler arası korelasyon olmadığı sonucuna ulaşılmıştır.
Friedman		10.914		
		Frees	2,539	
HBK	DEĞİŞEN VARYANS	W0 (29, 150)	10.8915679*	olup : Red Kabul. Değ. Var Var
		W50 (29, 150)	3.0292606*	
		W10 (29, 150)	10.8915679*	
	OTOKORELASYON	M D-W	1.2415955	DW ve LBI < 2 olduğundan Otokorelasyon sorunu var
		LBI	1.610304	
	BİRİMLER ARASI KORELASYON	Pesaran	-0.273	Bütün testlere istatistiklerine göre Ho reddedilemediğinden birimler arası korelasyon olmadığı sonucuna ulaşılmıştır.
		Friedman	3.505	
			Frees	1.532

ROA	DEĞİŞEN VARYANS	W0 (29, 150)	7.4133512*	olup : Red Kabul. Değ. Varyans Var
		W50 (29, 150)	2.8712296*	
		W10 (29, 150)	7.4133512*	
	OTOKORELASYON	M D-W	1.5156566	DW < 2 olduğundan Otokorelasyon sorunu var
		LBI	2.1245981	
	BİRİMLER ARASI KORELASYON	Pesaran	2.180**	Friedman ve Frees'e göre Ho reddedilemediğinden birimler arası korelasyon olmadığı sonucuna ulaşılmıştır.
Friedman		9.657		
Frees		1.104		
ROE	DEĞİŞEN VARYANS	W0 (29, 150)	5.0279013*	olup : Red Kabul. Değ. Var Var
		W50 (29, 150)	2.4728335*	
		W10 (29, 150)	5.0279013*	
	OTOKORELASYON	M D-W	1.3122142	DW ve LBI < 2 olduğundan Otokorelasyon sorunu var
		LBI	1.8896576	
	BİRİMLER ARASI KORELASYON	Pesaran	-0.224	Bütün testlere istatistiklerine göre Ho reddedilemediğinden birimler arası korelasyon olmadığı sonucuna ulaşılmıştır.
		Friedman	6,648	
		Frees	0.974	

*: %1, **: %5 ve ***: %10 anlamlılık düzeyini ifade etmektedir
%10 : 0.4127 %5 : 0.5676 %1 : 0.9027 kritik değerleridir.

Değişen varyans sorunu için Levene, Brown ve Forsythe'nin Testleri kullanılmıştır. Bu testler klasik F testleri Gauss dağılımını esas almaktadır. Leven (1960), normal dağılım varsayımının gerçekleşmediği durumda da dirençli bir değişen varyans testi önermiş, test istatistiği Brown ve Forsythe (1974) tarafından kırılmış ortalmaaya dayalı alternatifi ile geliştirilerek literatüre kazandırılmıştır. Tabloda görüleceği gibi (29, 150) serbestlik dereceli Snedecor F tablosu ile karşılaştırılarak birimlerin varyansları eşittir şeklinde Ho hipotezi reddedilmekte ve değişen varyans sorununun olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

Bhargava, Franzini ve Narendranathan tarafından önerilen ve modifiye formuyla tesadüfi etkili tahminçiler için otokorelasyonun varlığını tespit amacıyla Durbin Watson Testi ve Baltagi -Wu'nun LBI testleri kullanılmıştır. Test sonuçlarında hesaplanan modifiye edilmiş D-W ve LBI test değerleri literatürün belirlemiş olduğu 2 eşik değerinden küçük olduğu için tesadüfi

etkiler modelleri için birinci mertebeden otokorelasyon vardır sonucuna ulaşılmıştır.

Birimler arası korelasyonun varlığına ilişkin irdelemeler Peseran'ın Testi, Friedman'ın Testi ve Frees'in Testi kullanılmıştır. Test istatistikleri sonuçlarına göre tesadüfi etkiler tahmincisinin etkin olduğu tüm modeller için test istatistiklerinin çoğunluğuna dayalı olarak birimler arası korelasyonunun olmadığı tespit edilmiştir.

Analiz Medolojisinin Seçimi: Sabit Etkiler ve Tesadüfi etkiler tahmincilerine dayalı olarak belirlenen araştırmanın modelleri, panel veri modellerinin temel varsayımlarına ilişkin irdelemeler neticesinde tespit edilen ekonometrik sorunları dikkate alan test istatistikleri belirlenmiş ve araştırmanın nihai modelleri kararlaştırılmıştır. Buna göre Sabit etkiler tahmincisine dayalı olarak LNPDEG ve FNYET'in bağımlı değişken olarak kullanıldığı modelde Driscoll-Kraay Standart Hatalar Modeli, Tesadüfi etkiler tahmincisine dayalı olarak bağımlı değişken HBK, ONNA ve TOBQ'a ait modeller için Parks-Kmente'nin Esnek Genelleştirilmiş En Küçük Kareler Yöntemi, bağımlı değişken ROA ve ROE'ye ait modeller için Arellano, Froot ve Rogers'ın Dirençli Standart Hatalar tahmincisi araştırmanın nihai modeli olarak kararlaştırılmıştır.

BULGULAR

Kurumsal yönetim uygulamalarının firmaların finansal ile piyasa performansı arasındaki ilişkinin belirlenmesine yönelik olarak gerçekleştirilen ve Driscoll-Kraay Standart Hatalar Metodu, Parks-Kmente'nin Esnek Genelleştirilmiş En Küçük Kareler Metodu ve Arellano, Froot ve Rogers'ın Dirençli Standart Hatalar Modelleri kullanılmak suretiyle tamamlanan araştırmanın bulguları aşağıdaki gibi özetlenmiştir.

Bağımlı Değişken FNYET'e Ait Bulgular: Kurumsal yönetim uygulama başarısı ile firmanın finansal yeterliliği arasında anlamlı bir ilişki vardır (H_1) hipotezinin sınındığı araştırma matematiksel olarak 5 numaralı modele dayalı olarak kurgulanmıştır. Driscoll-Kraay Standart Hatalar Metoduna dayalı olarak Sabit etkiler tahmincisine göre sonuçlandırılan araştırma modeline ait temel bulguları Tablo 9'da özetlenmiştir.

Tablo 9. Bağımlı değişken fiyat' e ait bulgular

	Katsayı	t Değeri
KYN	5.346192	1.94 ***
LO	2.807261	8.52*
NaO	-3.211600	-6.35*
NISTA	0.728292	46.73*
LNAKT	-5.714294	-18.20*
VARYAP	65.897900	43.03*
Sabit Terim	72.43487	3.77*
Method	Driscoll-Kraay Standart Hatalar	
F (6, 29)	919169.70	
Prob>F	0.0000	
Gözlem	180	
	76.21	
Max Lag	2	

*: %1, **: %5 ve ***: %10 anlamlılık düzeyini ifade eder.

Tablo 9'da görüleceği gibi 180 gözlem değeri (6, 29) serbestlik derecesinde gerçekleştirilen analiz sonucunda, model 919169.70 F değeri ile %1 önem düzeyinde anlamlıdır. Bağımsız değişkenlerin bağımlı değişkeni açıklama gücünü ifade eden değeri 76.21 gibi değerle oldukça yüksek bir açıklama yeteneğine sahiptir. Modele dahil edilen bütün değişkenlerin bağımlı değişken üzerindeki etkinlikleri istatistiki olarak anlamlıdır. NaO ve LNAKT değişkenleri ile bağımlı değişken finansal yeterlilik arasında ters yönlü diğer değişkenler ile eş yönlü bir ilişki söz konusudur. Buna göre kurumsal yönetim notunda meydana gelecek 1 birimlik bir artış firmanın finansal yeterliliğinde 5.346192 birimlik bir artışa sebep olmaktadır. Dolayısıyla başarılı bir kurumsal yönetim uygulamasının, firma finansal yeterliliği üzerinde oldukça önemli bir etkinliğe sahip olduğu söylenebilir ve bu durum kurumsal yönetim uygulamalarının yarattığı, firma çıkar grupları ile arasındaki sinerji ve güvene dayalı fon temin olanaklarının genişlemesi teorik yaklaşımı ile uyumludur.

Bağımlı Değişken LNPDEG'e Ait Bulgular: Kurumsal yönetim uygulama başarısı ile firmanın piyasa değeri arasında anlamlı bir ilişki vardır (H_2) hipotezinin sınındığı araştırma matematiksel olarak 2 numaralı modele dayalı olarak kurgulanmıştır. Driscoll-Kraay Standart Hatalar Metoduna dayalı olarak Sabit etkiler tahmincisine göre sonuçlandırılan araştırma modeline ait temel bulguları Tablo 10'da özetlenmiştir.

Tablo 10'da görüleceği gibi 180 gözlem değeri (6, 29) serbestlik derecesinde gerçekleştirilen analiz sonucunda, model 9953.83 F değeri ile %1 önem düzeyinde anlamlıdır. Bağımsız değişkenlerin bağımlı değişkeni açıklama gücünü ifade eden değeri 80.47 gibi değerle oldukça yüksek bir açıklama yeteneğine sahiptir. Modele dahil edilen likidite oranı dışındaki tüm değişkenlerin bağımlı değişken üzerindeki etkinlikleri istatistiki olarak anlamlıdır. Sabit terim, Likidite oranı ve Nakit oranı ile piyasa değeri arasında ters yönlü, diğer değişkenler ile eş yönlü bir ilişki söz konusudur. Buna göre kurumsal yönetim notunda meydana gelecek 1 birimlik bir artış piyasa değerinde 0.8808 birimlik bir artışa sebep olmaktadır.

Tablo 10. Bağımlı değişken LNPDEG'e ait bulgular

	Katsayı	t Değeri
KYN	0.8808537	3.63*
LO	-0.0033231	-0.20
NaO	-0.0576050	-5.09*
NISTA	0.0283328	12.44*
LNAKT	0.9200804	25.40*
VARYAP	1.8017800	9.19*
Sabit Terim	-8.1861930	-5.79*
Method	Driscoll-Kraay Standart Hatalar	
F (6, 29)	9953.83	
Prob>F	0.0000	
Gözlem	180	
	80.47	
Max Lag.	2	

*: %1, **: %5 ve ***: %10 anlamlılık düzeyini ifade eder.

Araştırmanın ana hedefini ortaya koyan bir değişken olan KYN ile firmanın piyasa değeri arasındaki bu ilişki, modele dahil edilen tüm bağımsız değişkenler arasında en etkin 3. Değişken olma keyfiyetinin vurgusunda H_2 hipotezinin kabulü gereğini ifade eder.

Bağımlı Değişken TOBQ'ya Ait Bulgular: Kurumsal yönetim uygulama başarısı ile firmanın Tobin q piyasa değeri arasında anlamlı bir ilişki vardır (H_3) hipotezinin sınındığı araştırma matematiksel olarak 3 numaralı modelle dayalı olarak kurgulanmıştır. Parks-Kmente'nin Esnek Genelleştirilmiş En Küçük Kareler metoduna dayalı olarak Tesadüfi Etkiler Tahmincisine göre sonuçlandırılan araştırma modeline ait temel bulguları Tablo 11'de özetlenmiştir.

Tablo 11. Bağımlı değişken TOBQ'ya ait bulgular

	Katsayı	z Değeri
KYN	0.3939543	6.87*
LO	-0.0256488	-0.68
NaO	-0.0027873	-0.07
NISTA	0.0058338	2.81*
LNAKT	0.0303693	1.42***
VARYAP	0.9910569	8.11*
Sabit Terim	-4.1070070	-8.15 *
Method	Parks-Kmente'nin Esnek Genelleştirilmiş EKK	
Wald chi2	269.65	
Prob>Chi2	0.0000	
Gözlem	180	

*: %1, **: %5 ve ***: %10 anlamlılık düzeyini ifade eder.

Tablo 11'de görüleceği gibi 180 gözlem değerinde metod gereği varyans değişimine izin verilmiş ve birim sayısınca (30) kovaryans hesaplanmıştır. Her birim için hesaplanan parametre ve standart hataların farklı olduğu gözlemlenmiştir. Bir bütün olarak modelin anlamlılığını test eden Wald istatistiğinden elde edilen Chi2 (269.65) değeri, kritik tablo değerleri ile karşılaştırıldığında %1 önem düzeyinde modelin anlamlılığı tespit edilmiştir. Modele dahil edilen bağımsız değişkenlerden likidite oranı ve nakit oranı ile bağımlı değişken TOBQ arasında anlamlı bir ilişki olmadığı gözlemlenmiştir. Diğer

tüm değişkenler anlamlı olup bağımlı değişken ile eş yönlü bir ilişki içinde oldukları tespit edilmiştir. Kurumsal yönetim uygulamalarındaki başarı düzeyi, varlık yapısından sonra TOBQ piyasa değeri üzerinde pozitif bir etki sağladığı görülmektedir. Piyasa değeri göstergelerinden LNPDEG ile benzer bir ilişkinin belirlenmiş olması model iç tutarlılığını ifade ettiği şeklinde yorumlanabilir. Buna göre kurumsal yönetim notunda meydana gelecek 1 birimlik bir artış firmanın TOBQ piyasa değerinde 0.3939543 birimlik bir artışa sebep olmakta olup; bu değişim piyasa güveninin firma değeri üzerine olan yansıması kaynaklı olduğu şeklinde değerlendirilebilir ve H_3 hipotezinin kabulünü gerektirir.

Bağımlı Değişken HBK'a Ait Bulgular: Kurumsal yönetim uygulama başarısı ile firmanın Hisse birimi başına düşen kar payı arasında anlamlı bir ilişki vardır (H_4) hipotezinin sınındığı araştırma matematiksel olarak 4 numaralı modele dayalı olarak kurgulanmıştır. Parks-Kmente'nin Esnek Genelleştirilmiş En Küçük Kareler metoduna dayalı olarak Tesadüfi Etkiler Tahmincisine göre sonuçlandırılan araştırma modelinin temel bulguları Tablo 12'de özetlenmiştir.

Tablo 12. Bağımlı değişken HBK'a ait bulgular

	Katsayı	z Değeri
KYN	0.7874984	5.47*
LO	0.0836542	1.17
NaO	-0.1236298	-3.58*
NISTA	-0.0022686	-0.43
LNAKT	0.0409443	0.78
VARYAP	-0.1157628	-1.36 ***
Sabit Terim	-7.1186880	-4.65 *
Method	Parks-Kmente'nin Esnek Genelleştirilmiş EKK	
Wald chi2	86.50	
Prob>Chi2	0.0000	
Gözlem	180	

*: %1, **: %5 ve ***: %10 anlamlılık düzeyini ifade eder.

Tablo 12'de görüleceği gibi 180 gözlem değerinde metod gereği varyans değişimine izin verilmiş ve birim sayısınca (30) kovaryans hesaplanmıştır. Her

birim için hesaplanan parametre ve standart hataların farklı olduğu gözlemlenmiştir. Bir bütün olarak modelin anlamlılığını test eden Wald istatistiğinden elde edilen 86.50 Chi2 değeri, kritik tablo değerleri ile karşılaştırıldığında %1 önem düzeyinde modelin anlamlı olduğu belirlenmiştir. Modele dahil edilen bağımsız değişkenlerden LO, NISTA ve LNAKT ile bağımlı değişken arasında anlamlı bir ilişki bulunamamıştır. Buna rağmen bağımlı değişken HBK ile KYN arasında %1 önem düzeyinde anlamlı pozitif, NaO arasında %1 önem düzeyinde anlamlı negatif ve VARYAP arasında %10 önem düzeyinde negatif ilişki söz konusudur. Araştırmanın genel perspektifini çizen KYN ile firmanın hisse başına kazanç arasındaki ilişki, kurumsal yönetim notunda meydana gelecek 1 birimlik bir artış firmanın HBK'ını 0,7874984 birimlik artırdığı bulgusunda H_4 hipotezinin kabul edileceği sonucuna ulaşmıştır.

Bağımlı Değişken ROA ve ROE'ye Ait Bulgular: Kurumsal yönetim uygulama başarısı ile firmanın aktif karlılığı ve özsermaye karlılığı arasında anlamlı bir ilişki vardır (H_5 ve H_6) hipotezlerinin sınıandığı araştırma matematiksel olarak 5 ve 6 numaralı modellerine dayalı olarak kurgulanmıştır. Arellano, Froot ve Rogers'ın Dirençli Standart Hatalar metoduna dayalı olarak Tesadüfi Etkiler Tahmincisine göre sonuçlandırılan araştırma modellerinin temel bulguları Tablo 13'te özetlenmiştir.

Tablo 13. Bağımlı değişken ROA ve ROE'ye ait bulgular

	<u>ROA</u>		<u>ROE</u>	
	Katsayı	z Değeri	Katsayı	z Değeri
KYN	3.822603	3.15*	10.808070	2.99*
LO	3.907989	1.08	3.671129	0.90
NaO	-4.728324	-1.18	-4.851836	-1.07
NISTA	0.0538782	0.89	0.050730	1.71***
LNAKT	0.1238258	0.20	1.208842	1.11
VARYAP	3.028931	1.17	-14.31547	-2.95*
Sabit Terim	-36.91741	-1.82***	-107.8848	-2.78*
Wald chi2	44.24		64.77	
Prob>Chi2	0.0000		0.0000	
Gözlem	180		180	
Method	Arellano, Froot ve Rogers Tesadüfi Dirençli Standart Hatalar			

*: %1, **: %5 ve ***: %10 anlamlılık düzeyini ifade eder.

Tablo 13'te görüleceği gibi 180 gözlem değerinde modeller bir bütün olarak değerlendirildiğinde Wald istatistiğinden elde edilen ROA için 44.24, ROE için 64.77 Chi2 değeri, kritik tablo değerleri ile karşılaştırıldığında %1 önem düzeyinde modellerin anlamlı olduğu sonucuna ulaşılmaktadır. ROA için bağımsız değişkenlerden KYN ve sabit terim anlamlı sonuçlar ifade ederken ROE için KYN, NISTA, VARYAP ve sabit terim anlamlı sonuçlar ortaya koymaktadır. Araştırmanın temel dinamizmini vurgulayan KYN ile bağımlı değişkenler ROA ve ROE üzerinde pozitif aynı yönlü ilişki tespit edilmiştir. Her iki bağımlı değişken bir bütün olarak değerlendirildiğinde kurumsal yönetim uygulamalarındaki başarı firma karlılığı üzerinde olumlu bir katkı sağladığı ifade edilebilir ve araştırmanın 5. ve 6. hipotezlerinin kabul edilmesi gerektiği sonucuna ulaşılmaktadır. Bununla birlikte kurumsal yönetim uygulamaları aktif karlılığından daha çok öz sermaye karlılığı üzerinde katkı sağladığı görülmektedir. Dolayısıyla kurumsal yönetim 1 birimlik bir artış firmanın aktif karlılığında 3.822603 birimlik, özsermaye karlılığında 10.80807 birimlik bir artışa neden olduğu ifade edilebilir. Kurumsal yönetim uygulamalarındaki başarının özsermaye karlılığı lehine daha büyük katkısı, borcun vergi kalkanı etkisine bağlı olarak gerçekleşen kolay ve ucuz fon bulunması sonucuna dayalı olduğu ifade edilebilir.

Bağımlı Değişken ONNA'ya Ait Bulgular: Kurumsal yönetim uygulama başarısı ile firmanın özsermaye birimi başına düşen net nakit akım tutarları arasında anlamlı bir ilişki vardır (H_7) hipotezinin sınındığı araştırma matematiksel olarak 7 numaralı modele dayalı olarak kurgulanmıştır. Parks-Kmente'nin Esnek Genelleştirilmiş EKK metoduna dayalı olarak Tesadüfi Etkiler Tahmincisine göre sonuçlandırılan araştırma modelinin temel bulguları Tablo 14'te özetlenmiştir.

Tablo 14. Bağımlı değişken ONNA'ya ait bulgular

	Katsayı	z Değeri
KYN	0.0690490	2.83*
LO	0.0397633	2.71*
NaO	-0.0492118	-3.02*
NISTA	-0.0005106	-0.74
LNAKT	0.0217000	3.93*
VARYAP	-0.0661943	-2.17**
Sabit Terim	-0.9039962	-4.16*
Method	Parks-Kmente'nin Esnek Genelleştirilmiş EKK	
Wald chi2	46.82	
Prob>Chi2	0.0000	
Gözlem	180	

*: %1, **: %5 ve ***: %10 anlamlılık düzeyini ifade eder.

Tablo 14'te görüleceği gibi 180 gözlem değerinde model bir bütün olarak değerlendirildiğinde Wald istatistiğinden elde edilen 46.82 Chi2 değeri, kritik tablo değerleri ile karşılaştırıldığında %1 önem düzeyinde modelin anlamlı olduğu sonucunu ifade etmektedir. Modele dahil edilen NISTA dışındaki tüm bağımsız değişkenler ile firmanın özsermaye birimi başına düşen net nakit akım tutarları arasında anlamlı bir ilişki vardır. Bağımlı değişken ONNA ile NaO ve VARYAP bağımsız değişkenleri arasında zıt yönlü, KYN, LO ve LNAKT arasında aynı yönlü bir ilişki tespit edilmiştir. Bağımlı değişken ile anlamlı pozitif ilişki sergileyen bağımsız değişkenler arasında en fazla etki araştırmanın temel dinamiklerini ifade eden KYN arasında gözlemlenmiştir. Buna göre kurumsal yönetim notunda meydana gelecek 1 birimlik bir artış firmanın özsermaye birimi başına düşen nakit akımlarını 0.0690490 birim artırdığı bulgusuna dayalı olarak H_1 hipotezinin kabul edilmesi gerektiği sonucuna ulaşılmıştır.

SONUÇ

Uluslararası piyasalarda yaşanan krizler ve firma skandalları neticesinde zedelenen yatırımcı güveninin yeniden inşa edilmesi amacıyla yürütülen çalışmalar neticesinde ortaya çıkan kurumsal yönetim kavramı, ilkeleri aracılığı ile firma yönetimlerinin daha sağlıklı yapılara kavuşabilmesinin de yolunu açmıştır. Bu yola girmiş olmanın piyasa ve finansal performans üzerinde nasıl bir değişim kaydettiğini ampirik olarak sunmayı hedefleyen araştırma neticesinde elde edilen bulgulara göre; kurumsal yönetim uygulamalarının başarısı muhasebe temelli performans göstergeleri ile piyasa temelli performans göstergelerinin tamamı üzerinde anlamlı ve pozitif bir etkiye sahiptir. Bu etki piyasa performans göstergeleri açısından en yüksek 0,8808537 katsayı ile piyasa değerinin doğal logaritması (LNPDEG) üzerinde olduğu, en düşük etkinin ise 0,0690490 katsayı ile özsermaye net nakit akımı (ONNA) üzerinde olduğu gözlenmiştir. Muhasebe temelli performans göstergeleri söz konusu olduğunda ise; en yüksek etki 10,80807 katsayı ile özsermaye karlılığı (ROE) üzerinde, en düşük etki ise 0,7874984 katsayı ile hisse başına kazanç (HBK) üzerinde gerçekleşmiştir. Bir bütün olarak bakıldığında, kurumsal yönetim uygulamalarının muhasebe temelli performans göstergeleri üzerindeki etkisinin daha fazla olduğu tespit edilmiştir. Bu sonucun temel sebebinin, kurumsal yönetim uygulamalarının firma çıkar grupları üzerinde tesis ettiği güvene bağlı olarak firmanın fon maliyetlerinin azalması ve fon bulma olanaklarının kolaylaşması olduğu ifade edilebilir.

Piyasa temelli performans göstergeleri üzerindeki etkisi nispeten daha düşük olmasının nedeni, incelenen dönem ile ilişkili olduğu düşünülmektedir. Zira, kurumsal yönetim uygulamalarının firmaya yüklediği ekonomik, ekolojik ve sosyal sorumluluklar kısa dönemde firma açısından bir maliyet unsuru olsa da kalıcı geri dönüşler daha uzun bir zamanı gerektirir. Bu durum Özsermaye Net Nakit Akımı (ONNA)'nın üzerindeki düşük etki (0,0690490) ile teyit edilebilir.

Araştırmanın bulguları ilgili literatür ile karşılaştırıldığında elde edilen sonuçların literatürdeki benzer araştırmaların sonuçları ile örtüştüğü belirlenmiştir. Şöyle ki; Gompers vd. (2003), Drobotz vd. (2003), Black vd. (2006), Kyereboah ve Coleman (2008), Javed ve Iqbal (2007), Karamustafa vd. (2009), Ficici ve Aybar (2012), Malik (2012), Aytekin ve Sönmez (2016) ve Acaravcı (2016) yapmış oldukları çalışmalarda kurumsal yönetim uygulamalarının firma değeri ve/veya firma performansı üzerinde anlamlı ve pozitif bir etkiye sahip olduğunu ortaya koymuşlardır. Bu bağlamda, çalışma sonuçlarının literatürde daha önce yapılmış çalışmalarla benzer sonuçları ortaya koyduğu gözlemlenmiştir.

KAYNAKLAR

- Acaravcı Kakilli, S., Kandır, S.Y. ve Zelka, A. (2015). Kurumsal Yönetimin Bist Şirketlerinin Performanslarına Etkisinin Araştırılması. Ömer Halisdemir Üniv. İİBF *Dergisi*, 8 (1), ss. 171-183. [Http://Dergipark.Gov.Tr/Download/Article-File/185139](http://Dergipark.Gov.Tr/Download/Article-File/185139)
- Aktan, C.C. (2006). Kurumsal Firma Yönetimi, [Http://Www.Canaktan.Org/Yonetim/Kurumsal-Yonetim/Aktan-Kurumsal.Pdf](http://Www.Canaktan.Org/Yonetim/Kurumsal-Yonetim/Aktan-Kurumsal.Pdf) (23.07.2015).
- Aysan, M.A. (2007). Muhasebe Ve Kurumsal Yönetim. *Muhasebe Ve Finansman Dergisi*, Sayı. 35, Ss. 17-24. [Http://Journal.Mufad.Org.Tr/Attachments/Article/370/2.Pdf](http://Journal.Mufad.Org.Tr/Attachments/Article/370/2.Pdf)
- Aytekin, M. ve Sönmez, A.R. (2016). Kurumsal Yönetim Uygulamalarının İşletme Performansına Etkisi. *Türk Sosyal Bilimler Araştırmaları Dergisi*, 1(2) , ss. 32-41. [Http://Dergipark.Gov.Tr/Download/Article-File/353573](http://Dergipark.Gov.Tr/Download/Article-File/353573)
- Black, B. S., Jang, H.& Kim, W. (2006), Does Corporate Governance Predict Firms' Market Values? Evidence From Korea. *Journal Of Law, Economics And Organization*, 22 (2) , Ss. 366-413. [Http://Www.Jstor.Org/Stable/4152840](http://Www.Jstor.Org/Stable/4152840)
- Çonkar, M.K., Elitaş, C. ve Atar, G. (2011). İmkb Kurumsal Yönetim Endeksi'ndeki (Xkury) Firmaların Finansal Performanslarının Topsis Yöntemi İle Ölçümü Ve Kurumsal Yönetim Notu İle Analizi, İstanbul Üniversitesi İktisat Fakültesi Mecmuası, 61(1), ss. 81-115. [Http://Dergipark.Gov.Tr/Download/Article-File/8125](http://Dergipark.Gov.Tr/Download/Article-File/8125)
- Dağlı, H., Ayaydın, H. ve Eyüboğlu, K. (2010). Kurumsal Yönetim Endeksi Performans Değerlendirmesi: Türkiye Örneği. *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, 48, Ss. 18-31. [Http://Dergipark.Gov.Tr/Download/Article-File/426832](http://Dergipark.Gov.Tr/Download/Article-File/426832)
- Deakin, S. & Hughes A. (1997). Corporate Governance: An Interdisciplinary Agenda. *Journal Of Law And Society*, 24 (1), Pp. 1-9. [Https://Doi.Org/10.1111/1467-6478.00033](https://Doi.Org/10.1111/1467-6478.00033)
- Demir, Ö. ve Sezgin, E.E. (2014). Kurumsal Yönetim Anlayışında Muhasebenin Yeri ve Önemi: Trb1 Bölgesinde Yapılan Bir Uygulama. *The Journal Of Academic Social Science Studies*, No. 28, Pp. 207-223. [Https://Www.Jasstudies.Com/Makaleler/879593967_13-Yrd.%20doç.%20dr.%20özcan%20demir.Pdf](https://Www.Jasstudies.Com/Makaleler/879593967_13-Yrd.%20doç.%20dr.%20özcan%20demir.Pdf)
- Dinç, E. ve Abdioğlu, H. (2009). İşletmelerde Kurumsal Yönetim Anlayışı ve Muhasebe Bilgi Sistemi İlişkisi: İmkb-100 Firmaları Üzerine Ampirik Bir Araştırma. *Balıkesir Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 12(21), ss. 157-184.

- Dinçer, B. ve Dinçer, C. (2013). Corporate Governance And Market Value: Evidence From Turkish Banks. *International Journal Of Academic Research In Business and Social Sciences*, Vol. 3, No. 1, Ss. 241-249.
- Drobetz, W., Schillhofer, A. And Zimmermann, H. (2004). Corporate Governance and Expected Stock Returns: Evidence From Germany. *European Financial Management*, 10 (2), Pp. 267-293.
- Ege, İ., Topaloğlu, E. ve Özyamanoğlu, M. (2013). Finansal Performans İle Kurumsal Yönetim Notları Arasındaki İlişki: Bist Üzerinde Bir Uygulama. *Akademik Araştırmalar ve Çalışmalar Dergisi*, 9, ss. 100-117.
- Fıçıcı, A. ve Aybar, B. C. (2012). Corporate Governance And Firm Value İn Emerging Markets An Empirical Analysis Of Adr Issuing Emerging Market Firms. *Emerging Markets Journal*, 2(1), Ss. 38-51.
- Gompers, P., Ishii, J. & Metrick, A. (2003). Corporate Governance And Equity Prices. *Quarterly Journal Of Economics*, Vol. 118, Issue. 1, Pp. 107-156.
- Green, W.H. (2003), *Econometric Analysis*, Fifth Edition. New Jersey: Prentice Hall.
- Gupta, P. P., Kennedy, D. B. & Weaver, S. C. (2009). Corporate Governance And Firm Value: Evidence From Canadian Capital Markets. *Corporate Ownership & Control*, Vol. 6, Issue. 3, Ss. 293-307.
- Javed, A. Y. & Iqbal, R. (2007). Relationship Between Corporate Governance Indicators And Firm Value: A Case Study Of Karachi Stock Exchange. *Munich Personal Repec Archive Paper* No. 2225, [Http://Mpra.Ub.Uni-Muenchen.De/2225](http://Mpra.Ub.Uni-Muenchen.De/2225) (24.07.2015).
- Kara, E., Erdur, D.A. Ve Karabıyık, L. (2015). Effects Of Corporate Governance Level On The Financial Performance Of Companies: A Research On Bist Corporate Governance Index (Xkury). *Ege Akademik Bakış Dergisi*, 15 (2), Ss. 265-274. [Http://Www.Onlinedergi.Com/Makaledosyalari/51/Pdf2015_2_11.Pdf](http://Www.Onlinedergi.Com/Makaledosyalari/51/Pdf2015_2_11.Pdf)
- Karamustafa, O., Varıcı, İ. ve Er, B. (2009). Kurumsal Yönetim Ve Firma Performansı: İMKB Kurumsal Yönetim Endeksi Kapsamındaki Firmalar Üzerinde Bir Uygulama. *Kocaeli Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 17, Ss. 100-119. [Http://Dergipark.Gov.Tr/Download/Article-File/251937](http://Dergipark.Gov.Tr/Download/Article-File/251937)
- Kayacan, M. (2006). Küresel Mali Piyasalarda Kurumsal Yönetim Kavramının Gelişimi ve Ülkemize Yansımaları. *Küreselleşen Dünyamızda Yeni Firma Gündemi: Kurumsal Yönetim*, (Ed.) Murad Kayacan, Türkiye Etik Değerler Merkezi Vakfı Yayınları No. 1, Ss. 44-60.

- Kılıç, S. (2008). “Halka Açık Şirketlerin Kamuyu Aydınlatma, Şeffaflık Ve Kurumsal Yönetim İlkeleri Açısından Mevzuata Uyum Kapasitelerinin Geliştirilmesi”, *Active Bankacılık Ve Finans Dergisi*, Sayı. 56, Ss. 1-8.
- Kılıç, S. (2011). İMKB Kurumsal Yönetim Endeksine Dahil Olan Firmaların Getiri Performanslarının Ölçülmesi. *Finans Politik & Ekonomik Yorumlar*, 48, (552), Ss. 45-58.
- Kyereboah-Coleman, A. (2008). Corporate Governance And Firm Performance In Africa: A Dynamic Panel Data Analysis. *Journal For Studies In Economics And Econometrics*, Vol. 32, No. 2, Pp. 1-24.
- Maher, M. And Andersson, T. (1999). *Corporate Governance: Effects On Firm Performance And Economic Growth*, Oecd.
- Malık, S. U. (2012). Relationship Between Corporate Governance Score And Stock Prices: Evidence From Kse-30 Index Companies. *International Journal Of Business And Social Science*, Vol. 3, No. 4, Ss. 239-249.
- Mayer, C. (1996). Corporate Governance, Competition And Performance, *OECD Economics Department Working Papers*, No. 164, Ss. 1-23.
- Sandıkçioğlu, A. (2005). Kurumsal Yönetim Uyum Derecelendirmesi, Sermaye Piyasası Kurulu Ortaklıklar Finansmanı Dairesi Yeterlilik Etüdü, Ankara.
- Sermaye Piyasası Kurulu. (2003). *Kurumsal Yönetim İlkeleri*, Ankara: SPK Yayınları.
- Sönmez, A. ve Toksoy, A. (2011). Kurumsal Yönetim İlkelerinin Türkiye’deki Aile Şirketlerinde Uygulanabilirliği. *Maliye Finans Yazıları*. 92, Ss. 51-90.
- Şehirli, K. (1999). *Kurumsal Yönetim*, Sermaye Piyasası Kurulu Denetleme Dairesi Yeterlilik Etüdü, Ankara.
- Tatoglu, F. Y., (2013). *Panel Veri Ekonometrisi*. İstanbul: Beta Yayınları.

Extended Abstract

The increasing diversification and complexity of human needs, the growth of firm as a scale and the expansion of firm's interest groups, the differentiation of the aims of the interest groups and the necessity of information sharing with them have brought a new understanding to firm management. According to this new understanding, the attempts carried out to restore investor confidence, which was damaged by crises and corporate scandals at international markets, have an important role and firm management has the responsibility of being open, accountable, fair and honest to the interest groups. As a consequence of this responsibility, the concept of corporate governance has the purpose of preventing managerial disruptions arising from conflicts of interest between the owner, manager and other interest groups. Thus, the way is opened for the company management to have a healthier structure; positive contributions are made on firm performance and firm value. However, these inferences are theoretical and need to be proved empirically. This research aims to provide empirical evidence to confirm this expectation for Turkey. In line with this objective, it is necessary to determine the relationship between corporate governance practices, firm's financial performance, and market performance. The research conducted in order to demonstrate this necessity covers the period of 2012-2017 and takes into account 30 firms except for banks and financial institutions within BİST corporate management index. The only independent variable of the research in which annual data are used is the corporate governance ratings of companies that are used as a proxy for corporate governance practice. These data were obtained from the websites of the institutional rating agencies. In addition, 5 ratios, which have a power of explanation on dependent variables and are calculated from financial statements of the firm, are included in the model as control variables. The control variables are the liquidity ratio (LO), the cash ratio (NaO), the networking capital / total assets (NIS / TA), the natural logarithm of the assets size (LNAKT) and the fixed assets share in the total assets (VARYAP). The firm performance was examined with respect to the titles of accounting-based performance and market-based performance. The financial performance of a firm is represented by earnings per share (HBK), financial adequacy (FINYET), return on assets (ROA) and return on equity (ROE). The firm's market performance is expressed in net free cash flows to equity (ONNA), the natural logarithm of market value (LNPDEG), and Tobin's Q (TOBQ) firm value indicators. All of these data were calculated using the financial statements of the companies declared in the KAP. Seven hypotheses were established to determine the relationship between corporate governance practice success and firm financial and market performance. In order to test these hypotheses, the following process steps of Panel Data Analysis were performed in order: Firstly, mathematical model constructions were formed based on the research purpose. The stationarity of these models was examined to provide real and reliable results. Stationarity tests of the variables were performed using Fisher Philips Perron Extended Fisher PP panel unit root test and Levin, Lin and Chu (LLC) panel unit root tests of second generation

unit root tests. In the second stage of the analysis, the validity of the classical model was tested using the F test, Likelihood Ratio (LR) Test, Breusch-Pagan Lagrange Multiplier (LM) Test and Score Test. According to the test results, it is determined that the classical model is not suitable. Since classical models have no validity and the pooled least squares method cannot be used, consistency and efficiency testing between predictors has been performed with the Hausman Test. Appropriate predictors were determined according to Hausman test results. In order to complete the analysis according to the determined appropriate estimators, panel data analysis suggests that some econometric problems should be investigated and measures should be taken if these problems are to be avoided. These problems are Heteroscedasticity, Autocorrelation, and cross-sectional independence. The heteroscedasticity problem for constant effective and random effect estimators was examined with the modified Wald test; the autocorrelation problem was examined with the Durbin Watson and Balatgi-Wu test statistics; the cross-sectional independence problem has been examined with Pesaran, Friedman and Frees test statistics. Based on these examinations and Hausman Test results, final models of the studies were determined. The equations in which LNPDEG and FNYET are used as dependent variables were analyzed according to Driscoll and Kraay's Standard Error Method. The equations in which HBK, ONNA, and TOBQ are used as dependent variables were analyzed according to the method of Parks and Cement's Flexible Generalized Least Squares. The equations in which ROA and ROE are used as dependent variables were analyzed according to Froot and Roger's Flexible Generalized Least Method. The findings of the completed research using these models are summarized as follows. According to the results of the research; the success of corporate governance practices has a significant and positive impact on accounting-based performance indicators and on all market-based performance indicators. This effect was seen with the highest coefficient 0,8808537 on the natural logarithm of the market value (LNPDEG) in terms of market performance indicators. The lowest effect with coefficient 0,0690490 was observed on free cash flows to equity (ONNA). In terms of accounting based performance indicators, the highest impact is on return on equity (ROE) and the lowest impact (HBK) is on earnings per share. The coefficient of the ROE effect is 10,80807, and the coefficient of the HBK effect is 0,787484. In other words, 1 unit success increase in corporate governance practices will increase the return on equity by 10.80807 units. Similarly, 1 unit improvement in corporate governance practices increase earnings per share by 0.7087484 units. After all these explanations, it can be said that there is a positive relationship between corporate governance practice and firms' market performance and financial performance. In other words, 1 unit success increase in corporate governance practices promotes the return on equity by 10.80807 units. Similarly, 1 unit improvement in corporate governance practices increase earnings per share by 0.7087484 units. After all these explanations, it can be said that there is a positive relationship between corporate governance practice and firms' market performance and financial performance.

