

T.C.
İSTANBUL ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İŞLETME ANABİLİM DALI
FİNANS BİLİM DALI

DOKTORA TEZİ

Kurumsal Şeffaflık, Firma Değeri ve Firma
Performansları İlişkisi:
BİST İncelemesi

Harun GÜZELDERE

2502100265

Tez Danışmanı:

Prof. Dr. Şükrü TEKBAŞ

İstanbul, 2014



DOKTORA

TEZ ONAYI

ÖĞRENCİNİN

Adı ve Soyadı : HARUN GÜZELDERE Numarası : 2502100265
Anabilim/Bilim Dalı : FINANS Danışman : PROF.DR.MEHMET ŞÜKRÜ TEKBAŞ
Tez Savunma Tarihi : 11.08.2014 Saati : 11:00
Tez Başlığı : KURUMSAL ŞEFFAFLIK, FİRMA DEĞERİ VE FİRMA PERFORMANSLARI İLİŞKİSİ
BİST İNCELEMESİ

TEZ SAVUNMA SINAVI, Lisansüstü Öğretim Yönetmeliği'nin 50. Maddesi uyarınca yapılmış, sorulan sorulara alınan cevaplar sonunda adayın tezinin KABUL'NE OYBİRLİĞİ / OYÇOKLUĞUYLA karar verilmiştir.

JÜRİ ÜYESİ	İMZA	KANAATİ (KABUL / RED / DÜZELTME)
PROF.DR.MEHMET ŞÜKRÜ TEKBAŞ		kabul
PROF.DR.İHSAN ERSAN		Kabul
PROF.DR.SUAT TEKER		KABUL
PROF.DR.KAMİL AHMET KÖSE		Kabul
DOÇ.DR.SERRA EREN SARIOĞLU		Kabul.

YEDEK JÜRİ ÜYESİ	İMZA	KANAATİ (KABUL / RED / DÜZELTME)
PROF.DR.OKTAY TAŞ		
DOÇ.DR.ALİ HEPŞEN		

Kurumsal Şeffaflık, Firma Değeri ve Firma Performansları İlişkisi: BİST İncelemesi

Harun GÜZELDERE

ÖZ

Yaşanan finansal krizler ve şirket skandallarından sonra kurumsal yönetim uygulamalarının önemi bütün dünyada daha iyi anlaşılmaya başlamıştır. OECD ve uluslararası kuruluşların yayımladıkları kurumsal yönetim ilkeleri içerisinde, kamunun aydınlatılması ve şeffaflık ilkesi öne çıkmaktadır. Bu ilkeler, şirketlerin hissedarlarına ve diğer tüm menfaat sahiplerine yönelik bilgilendirme politikalarına ilişkin standartları oluşturmak üzere tesis edilmiştir. Gerek potansiyel yatırımcıların, gerekse diğer tüm menfaat sahiplerinin; şirketin amaçları, yönetim yapıları, politika ve uygulamaları, geleceğe ilişkin hedef ve beklentileri hakkında bu ilkeler kapsamında bilgilendirilmeleri beklenmektedir.

Günümüzde yatırımcılar, firma hakkındaki değerlendirmelerini yaparken, artık finansal performans kadar firmanın yatırımcı ilişkileri çerçevesinde kamuya açıklama ve şeffaflık uygulamalarını da dikkate almaktadırlar. Bu amaçla dünyanın önde gelen derecelendirme kuruluşları, şirketlerin kamuya açıklama ve şeffaflık uygulamalarının kalitesini değerlendirmek için özel bir puanlama yöntemi kullanılmaktadır. Bu şirketlerden birisi olan S&P, OECD kurumsal yönetim ilkelerini temel alarak kamuya açıklama ve şeffaflık endeksi geliştirmiştir.

Bu çalışmada, hisse senetleri BİST30'da işlem gören firmaların kamuya açıklamaları ve şeffaflık uygulamaları temel alınarak, S&P şeffaflık ve kamuya açıklama metodolojisi takip edilip, kurumsal şeffaflık endeksi oluşturulmuştur. Elde edilen endeks skorları ile firma değeri temsilcisi olarak; Tobin's Q oranı, piyasa değeri / defter değeri oranı, fiyat kazanç oranı, fiyat nakit akımı oranı, fiyat satış oranı, finansal performans göstergesi olarak; hisse senetlerinin normalüstü getirisi ve faaliyet performans göstergeleri olarak; aktif karlılığı ve özsermaye karlılığı

arasındaki ilişkinin varlığı araştırılmıştır. Panel veri analizinin kullanıldığı bu çalışmada, oluşturulan şeffaflık endeksi ile piyasa değeri defter değeri, aktif karlılığı ve özsermaye karlılığı arasında istatistiki olarak anlamlı ilişkiler elde edilmiştir.

Anahtar Kelimeler: Kurumsal Şeffaflık, Firma Değeri, Firma Performansı, Türkiye, BİST

Corporate Transparency, The Relationship in between Firm Value and Firm Performance: BIST Application

Harun GÜZELDERE

ABSTRACT

The importance of corporate governance practices have begun to be realized better around the world, especially with financial crisis and corporate scandals. Among the Corporate Governance Principles published by OECD and other international organizations, the principles of transparency and disclosure have become into prominence. These principles were established by companies to create standards for the disclosure policy of shareholders and all other stakeholders. Both potential investors and all other stakeholders are expected to be informed about the company's objectives, management structures, policies and practices, objectives and expectations for the future in the scope of these principles.

Recently, as the investors assess the firms, in the frame of company's investor relations, they have taken transparency and disclosure into account besides to financial performance. For this reason, the world's leading rating agencies have been employing a unique scoring method in order to assess companies' qualities of financial disclosure and transparency practices. One of these agencies, S & P, has developed an index of transparency in public disclosure on the basis of OECD principles of Corporate Governance.

In this study, firstly transparency and disclosure transparency indices was formed for the listed firms on BIST 30, based on the S & P transparency and disclosure methodology. The relationship was sought with the representatives of firm value; such as Tobin's Q ratio, market to book value ratio, price-earnings ratio, price cash flow ratio, price to sales ratio, with the financial performance indicator, abnormal returns of the stocks, and with the operation performance indicators return on assets and return on equity. Panel data analysis used in this study and the findings indicate

that there is statistically significant relationship between transparency indices and market to book value, return on assets and return on equity.

Key words: Corporate Transparency, Firm Value, Firm Performance, Turkey, BIST

ÖNSÖZ

Araştırma alanı BİST olarak seçilen ve dört bölüm halinde oluşturulan bu tez çalışmasında hisse senetleri piyasasında BİST 30'da yer alan firmaların şeffaflık ve kamuya açıklama düzeyleri ile firma değeri ve firma performansları arasındaki ilişkiler incelenmeye çalışılmıştır. İncelenen hisselerle ait olmak üzere dikkate alınan varsayımlar çerçevesinde ekonometrik modeller kurulmuş ve her model ayrı ayrı yorumlanmıştır.

Gerek bu tezin oluşturulması gerekse aldığım eğitim sırasında yardımlarını esirgemeyen değerli hocam ve tez danışmanım Sayın Mehmet Şükrü TEKBAŞ'a, çalışmalarım esnasında fikirleri ile yardımcı olan, her aşamada beni destekleyen ve katkı sunan değerli hocam Doç. Dr. Serra Eren SARIOĞLU'na ve sevgili dostlarım Eren YAZICIOĞLU ve Emrah ÖZBAY'a teşekkürlerimi sunuyorum.

Ayrıca evde istediğim çalışma ortamını kurmam için pek çok fedakârlıkta bulunan sevgili Eşim'e teşekkür ediyorum.

İstanbul, 2014

İSTANBUL ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İŞLETME FAKÜLTESİ
FİNANS BİLİM DALI

DOKTORA TEZİ

İÇİNDEKİLER

ÖZ	iii
ABSTRACT	v
ÖNSÖZ.....	vii
İÇİNDEKİLER.....	viii
TABLolar LİSTESİ.....	xiii
KISALTMALAR.....	xvi
GİRİŞ.....	1

BİRİNCİ BÖLÜM

1. TEORİK ÇERÇEVE İLE BİLGİNİN ÖNEMİ.....	5
1.1 Asimetrik Bilgi Dağılımı Yaklaşımı ve Piyasa Aksaklıkları.....	6

1.2	Vekalet Teorisi	9
1.3	İşlem Maliyetleri Teorisi.....	14
1.4	Menfaat Sahipleri Teorisi.....	15

İKİNCİ BÖLÜM

2.	KURUMSAL ŞEFFAFLIK VE UYGULAMALARI.....	19
2.1	Şeffaflığın Tanımı.....	19
2.2	Şeffaflığın Faydaları	21
2.3	Şeffaflık Kapsamında Bilginin Taşınması Gereken Özellikler	23
2.4	Şeffaflığın Sağlanmasında Bilginin Önemi.....	25
2.5	Şeffaflığın Önündeki Engeller.....	26
2.6	Şeffaflığın Arttırılmasında Düzenlemeler	27
2.6.1	Kamuyu Aydınlatma Yaklaşımı.....	28
2.6.1.1	Zorunlu Kamuyu Aydınlatma Sistemleri	30
2.6.1.2	Gönüllü Kamuyu Aydınlatma Sistemleri.....	31
2.6.2	Muhasebe ve Finansal Raporlama Standartları.....	32
2.6.3	Bağımsız Denetim.....	32
2.6.4	İç Kontrol ve Risk Yönetimi	33
2.7	Kurumsal Şeffaflık ve Kamuyu Aydınlatma.....	33
2.8	Kurumsal Şeffaflık ve Kurumsal Yönetim	34
2.9	Kurumsal Yönetim ve Şeffaflık Düzenlemeleri.....	36
2.9.1	Dünya’da Kurumsal Yönetim ve Şeffaflık Düzenlemeleri	36
2.9.1.1	İngiltere’deki Komite Raporları.....	37
2.9.1.2	Sarbanes–Oxley Yasası	38

2.9.1.3 OECD Kurumsal Yönetim İlkeleri	38
2.9.1.4 Avrupa Birliği Şeffaflık Direktifi	39
2.9.1.5 IOSCO Menkul Kıymetlerin Düzenlenmelerinin Amaç ve İlkeleri	41
2.9.2 Türkiye’de Kurumsal Yönetim ve Şeffaflık Düzenlemeleri	44
2.9.2.1 TÜSİAD ve Kurumsal Yönetim	44
2.9.2.2 SPK Kurumsal Yönetim İlkeleri	45
2.9.2.3 Yeni TTK ve Kurumsal Yönetim	47

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

3. KURUMSAL ŞEFFAFLIK FİRMA DEĞERİ VE PERFORMANSI İLİŞKİSİ LİTERATÜR İNCELEMELERİ 49

3.1 Uluslararası Piyasalarda Yapılmış Çalışmalar	49
3.1.1 Kurumsal Yönetim Şeffaflık ve Sermaye Maliyeti İlişkisi Uluslararası Piyasalarda Yapılan Çalışmalar	50
3.1.1.1 Gelişmiş Piyasalara Yönelik Yapılan Çalışmalar	50
3.1.1.2 Gelişmekte Olan Piyasalara Yönelik Yapılan Çalışmalar	51
3.1.2 Kurumsal Yönetim ve Şeffaflık ile Firma Performansı İlişkisine Yönelik Uluslararası Piyasalarda Yapılan Çalışmalar	52
3.1.2.1 Gelişmiş Piyasalara Yönelik Yapılan Çalışmalar	52
3.1.2.2 Gelişmekte Olan Piyasalara Yönelik Yapılan Çalışmalar	56
3.2 Türkiye Sermaye Piyasalarında Yapılmış Çalışmalar	60
3.2.1 Kurumsal Yönetim ve Şeffaflık Çalışmaları Literatür İncelemesi	60
3.2.2 Kurumsal Yönetim ve Şeffaflık ile Firma Performansı İlişkisine Yönelik Yapılan Çalışmalar	61

DÖRDÜNCÜ BÖLÜM

4 KURUMSAL ŞEFFAFLIK, FİRMA DEĞERİ VE FİRMA PERFORMANSLARI İLİŞKİSİ BİST İNCELEMESİ..... 67

4.1	Araştırmanın Amacı ve Kapsamı	67
4.2	Örnekleme Seçim Kriterleri	68
4.3	Kurumsal Şeffaflık Endeksinin Oluşturulması	69
4.4	Veriler ve İstatistiksel Yöntem	75
4.4.1	Değişkenlerin Belirlenmesi	75
4.4.2	Panel Veri Analizinde Yöntem	85
4.4.3	Panel Veriler ile Düzenlenen Doğrusal Modeller	89
4.4.3.1	Ortak Sabit Regresyon (Pooled Regresyon)	90
4.4.3.2	Sabit Etkiler (Fixed Effects) Modeli	90
4.4.3.3	Rassal Etkiler (Random Effects) Modeli.....	92
4.4.4	Panel Veri Analizi Model Seçimi.....	93
4.4.4.1	Breusch-Pagan Lagrange Çarpanı (LM) Testleri.....	94
4.4.4.2	F Score Testi	95
4.4.4.3	Hausman Testi	96
4.4.5	Panel Veri Analizi Modeli Varsayımların Testleri	97
4.4.5.1	Birim Kök Testleri	97
4.4.5.2	Değişken Varyans Testi.....	98
4.4.5.3	Panel Otokorelasyon Testleri.....	99
4.5	Kurumsal Şeffaflık, Firma Değeri ve Firma Performansları İlişkisi BİST Uygulama	102
4.5.1	Panel Veri Analizinde Kullanılacak Model Seçimi	106
4.5.1.1	Breusch-Pagan Lagrange Çarpanı (LM) Testleri.....	107
4.5.1.2	F Score Testi	109
4.5.1.3	Hausman Testi	110
4.5.2	Panel Veri Analizi Varsayımlarının Testleri.....	112
4.5.2.1	Panel Veri Analizi Birim Kök Testleri.....	112
4.5.2.2	Panel Veri Analizi Değişken Varyans Testleri	114
4.5.2.3	Panel Veri Analizi Otokorelasyon Testleri	117
4.5.3	Kurulan Şeffaflık Modellerinin Panel Veri Test İstatistikleri	119

4.5.3.1 Tobin's Q Oranı ile Toplam Kurumsal Şeffaflık Endeksi ve Alt Endekslerin İlişkisinin Analizi	120
4.5.3.2 Piyasa Değeri Defter Değeri Oranı ile Toplam Kurumsal Şeffaflık Endeksi ve Alt Endekslerin Analizi	129
4.5.3.3 Fiyat Kazanç Oranı ile Toplam Kurumsal Şeffaflık Endeksi ve Alt Endekslerin İlişkisinin Analizi	138
4.5.3.4 Fiyat Nakit Akımı Oranı ile Toplam Kurumsal Şeffaflık Endeksi ve Alt Endekslerin İlişkisinin Analizi	144
4.5.3.5 Fiyat Satış Oranı ile Toplam Kurumsal Şeffaflık Endeksi ve Alt Endekslerin İlişkisinin Analizi	152
4.5.3.6 Hisse Senedi Normalüstü Getirileri ile Toplam Kurumsal Şeffaflık Endeksi ve Alt Endekslerin İlişkilerinin Analizi	158
4.5.3.7 Aktif Karlılığı ile Toplam Kurumsal Şeffaflık Endeksi ve Alt Endekslerin İlişkisinin Analizi	164
4.5.3.8 Özsermaye Karlılığı ile Toplam Kurumsal Şeffaflık Endeksi ve Alt Endekslerin İlişkisinin Analizi	172
4.5.3.9 Ampirik Bulguların Analitik Değerlendirmesi	181
SONUÇ.....	189
KAYNAKÇA	196
EKLER.....	222
ÖZGEÇMİŞ	306

TABLÖLAR LİSTESİ

Tablo 1: Analizlerde Kullanılan Değişkenler	76
Tablo 2: Kavramsal Çerçeve.....	85
Tablo 3: Bağımlı ve Bağımsız Değişkenlere Ait Tanımsal İstatistikler	102
Tablo 4: Kurumsal Şeffaflık Alt Endeks Korelasyonlar Matrisleri	103
Tablo 5: Tüm Değişkenlere ait Korelasyonlar Matrisleri	104
Tablo 6: Breusch-Pagan Lagrange Çarpanı Test İstatistikleri Sonuçları.....	107
Tablo 7: F-Testi Test İstatistikleri Sonuçları	109
Tablo 8: Hausman Test İstatistikleri Sonuçları	110
Tablo 9: Panel Birim Kök Testi Sonuçları	113
Tablo 10: Klasik Modelde Birimlere Göre Değişen Varyans White Testi İstatistikleri Sonuçları	114
Tablo 11: Sabit ve Rassal Etkiler Modelinde Değişen Varyans Wald Test İstatistikleri Sonuçları	115
Tablo 12: Klasik Model Wooldridge Otokorelasyon Testi Sonuçları	117
Tablo 13: Sabit ve Rassal Etkiler Modelleri Durbin Watson ve Baltagi Wu Otokorelasyon Testi Sonuçları	117
Tablo 14: Tobin's Q Oranı ve MYYİ Panel Veri Sabit Etkiler Modeli Test İstatistikleri Sonuçları	120
Tablo 15: Tobin's Q Oranı ve FSKB Panel Veri Sabit Etkiler Modeli Test İstatistikleri Sonuçları	122
Tablo 16: Tobin's Q Oranı ve YKYYS Panel Veri Sabit Etkiler Modeli Test İstatistikleri Sonuçları	124
Tablo 17: Tobin's Q Oranı ve TKSE Panel Veri Sabit Etkiler Modeli Test İstatistikleri Sonuçları	126
Tablo 18: Piyasa Değeri Defter Değeri Oranı ve MYYİ Panel Veri Sabit Etkiler Modeli Test İstatistikleri Sonuçları.....	129
Tablo 19: Piyasa Değeri Defter Değeri Oranı ve FSKB Panel Veri Sabit Etkiler Modeli Test İstatistikleri Sonuçları.....	131
Tablo 20: Piyasa Değeri Defter Değeri Oranı ve YKYYS Panel Veri Sabit Etkiler Modeli Test İstatistikleri Sonuçları.....	133

Tablo 21: Piyasa Değeri Defter Değeri Oranı ve TKSE Panel Veri Sabit Etkiler Modeli Test İstatistikleri Sonuçları.....	135
Tablo 22: Fiyat Kazanę Oranı ve MYYİ Rassal Etkiler Modeli Panel Veri Test İstatistikleri Sonuçları.....	139
Tablo 23: Fiyat Kazanę Oranı ve FSKB Panel Veri Rassal Etkiler Modeli Test İstatistikleri Sonuçları.....	140
Tablo 24: Fiyat Kazanę Oranı ve YKYY Panel Veri Rassal Etkiler Modeli Test İstatistikleri Sonuçları.....	141
Tablo 25: Fiyat Kazanę Oranı ve MYYİ Panel Veri Rassal Etkiler Modeli Test İstatistikleri Sonuçları.....	142
Tablo 26: Fiyat Nakit Akımı Oranı ve MYYİ Panel Veri Sabit Etkiler Modeli Test İstatistikleri Sonuçları.....	144
Tablo 27: Fiyat Nakit Akımı Oranı ve FSKB Panel Veri Sabit Etkiler Modeli Test İstatistikleri Sonuçları.....	146
Tablo 28: Fiyat Nakit Akımı Oranı ve YKYY Panel Veri Sabit Etkiler Modeli Test İstatistikleri Sonuçları.....	147
Tablo 29: Fiyat Nakit akımı Oranı ve TKSE Panel Veri Sabit Etkiler Modeli Test İstatistikleri Sonuçları.....	149
Tablo 30: Fiyat Satış Oranı ve MYYİ Panel Veri Sabit Etkiler Modeli Test İstatistikleri Sonuçları	152
Tablo 31: Fiyat Satış Oranı ve FSKB Panel Veri Sabit Etkiler Modeli Test İstatistikleri Sonuçları	153
Tablo 32: Fiyat Satış Oranı ve MKYY Panel Veri Sabit Etkiler Modeli Test İstatistikleri Sonuçları.....	154
Tablo 33: Fiyat Satış Oranı ve TKSE Panel Veri Sabit Etkiler Modeli Test İstatistikleri Sonuçları	155
Tablo 34: Hisse Senedi Getirileri ve MYYİ Panel Veri Klasik Model Test İstatistikleri Sonuçları	158
Tablo 35 Hisse Senedi Getirileri ve FSKB Panel Veri Klasik Model Test İstatistikleri Sonuçları	159
Tablo 36: Hisse Senedi Getirileri ve YKYY Panel Veri Klasik Model Test İstatistikleri Sonuçları.....	160
Tablo 37: Hisse Senedi Getirileri ve TKSE Panel Veri Klasik Model Test İstatistikleri Sonuçları	161

Tablo 38: Aktif Karlılığı ve MYYİ Panel Veri Rassal Etkiler Modeli Test İstatistikleri	
Sonuçları	164
Tablo 39: Aktif Karlılığı Oranı ve FSKB Panel Veri Rassal Etkiler Modeli Test	
İstatistikleri Sonuçları	166
Tablo 40: Aktif Karlılığı Oranı ve YKYYS Panel Veri Rassal Etkiler Modeli Test	
İstatistikleri Sonuçları	168
Tablo 41: Aktif Karlılığı Oranı ve TKSE Panel Veri Rassal Etkiler Modeli Test	
İstatistikleri Sonuçları	169
Tablo 42: Özsermaye Karlılığı ve MYYİ Panel Veri Sabit Etkiler Modeli Test	
İstatistikleri Sonuçları	172
Tablo 43: Özsermaye Karlılığı ve FSKB Panel Veri Sabit Etkiler Modeli Test	
İstatistikleri Sonuçları	174
Tablo 44: Özsermaye Karlılığı ve YKYYS Panel Veri Sabit Etkiler Modeli Test	
İstatistikleri Sonuçları	176
Tablo 45: Özsermaye Karlılığı ve TKSE Panel Veri Sabit Etkiler Modeli Test	
İstatistikleri Sonuçları	177
Tablo 46: Ampirik Bulgulara Ait Özet Tablo.....	181

KISALTMALAR

AB	: Avrupa Birliği
ABD	: Amerika Birleşik Devletleri
BİST	: Borsa İstanbul
CCGI	: Caribbean Kurumsal Yönetim Enstitüsü (Caribbean Corporate Governance Institute)
CGFT	: Türkiye Kurumsal Yönetim Forumu (Corporate Governance Forum of Turkey)
GEKK	: Genelleştirilmiş En Küçük Kareler Yöntemi
IASB	: Uluslararası Muhasebe Standartları Kurulu (International Accounting Standards Board)
IOSCO	: Uluslararası Menkul Kıymet Düzenlemeleri Komisyonu (International Organization of Securities Commissions)
KAP	: Kamuyu Aydınlatma Platformu
KYUR	: Kurumsal Yönetim Uyum Raporu
OECD	: Ekonomik Kalkınma ve İşbirliği Teşkilatı (Organization for Economic Cooperation and Development)
S & P	: Standart & Poor's
SPK	: Sermaye Piyasası Kurulu
SOA	: Sarbanes-Oxley Kanunu (Sarbanes-Oxley Act)
TBB	: Türkiye Bankalar Birliği
TKYD	: Türkiye Kurumsal Yönetim Derneği
TÜSİAD	: Türkiye Sanayici ve İşadamları Derneği
UFRS	: Uluslararası Finansal Raporlama Sistemi
XKURY	: BİST Kurumsal Yönetim Endeksi
YTTK	: Yeni Türk Ticaret Kanunu

GİRİŞ

Menkul kıymet fiyatlarının, menkul kıymetlere ait tüm bilgileri yansıttığı piyasa, etkin piyasa olarak adlandırılmaktadır. Bu durumda piyasanın etkinliğini bozan önemli aksaklıklardan bir tanesi, bilginin eksik, yanlış veya geç sunulmasıdır. Asimetrik bilgi olarak tanımlanan bilginin paylaşımına ilişkin problemler piyasaların etkinliğini tehdit etmektedir. Piyasada bilgi aksaklığının en aza indirilip, etkinliğin artırılabilmesi potansiyel yatırımcı ve tüm menfaat sahipleri ile kurulan kurumsal ilişkilerle yakından ilişkilidir. Piyasadaki bilgi asimetrisinin en aza indirilmesinin en temel koşulu, yatırım kararlarının verilmesi sürecinde, yeterli bilginin piyasa katılımcılarına zamanında sunulması yoluyla yatırımcı ile kurulan ilişkinin kalitesi ve sıklığının artırılmasıdır. Bu noktada kurumsal şeffaflık sermaye piyasaları için ayrı bir önem kazanmaktadır.

Ticari sır kapsamında olmayan ve şirketin rekabet gücünü engellemeyecek bilgilerin bu bilgilerden yararlanacak kişi ve kuruluşların karar vermelerine yardımcı olacak şekilde, zamanında, doğru, eksiksiz, anlaşılabilir, yorumlanabilir, düşük maliyetle kolay erişilebilir ve eşit bir biçimde açıklanması olarak tanımlanan şeffaflık, uluslararası yaklaşımların hemen hepsinde kurumsal yönetimin odağında yer almaktadır. Faaliyet sonuçlarına ilişkin bilgilerin açıklanması, gerek potansiyel yatırımcılar için gerekse diğer tüm menfaat sahipleri için kontrol ve karar verme süreci açısından yeterli olmamakta, artık finansal bilgilerle birlikte şirketin temel amaçlarının, yönetim yapılarının, politika ve uygulamalarının, geleceğe ilişkin hedef ve beklentilerinin de kamuya açıklanması beklenmektedir.

Günümüzde halka açık şirketlerin yatırımcı ilişkileri politikaları, firma değerini ve firma performansını etkileyen unsurlar içinde yer almaktadır. Yatırımcılar ve yatırımcıları yönlendiren analistler, firma hakkındaki değerlendirmelerini yaparken, artık finansal performans kadar firmanın yatırımcı ilişkileri çerçevesinde şeffaflık uygulamalarını da dikkate almaktadır. Şeffaflık uygulamalarına daha çok yer veren firmalar için öngörülen risk oranı da daha düşük olmaktadır. Bu durum firmalara sermaye maliyeti ve borçlanma maliyeti için avantaj sağlarken, sermaye piyasalarının da etkinliğine katkıda bulunmaktadır. Bu bağlamda şirketlerde şeffaflığının geliştirilmesi önemli bir olgu haline gelmektedir.

Bu tez çalışmasının iki amacı vardır: Bunlardan ilki, hisse senetleri Borsa İstanbul 30 endeksinde işlem gören firmaların kamuya açıklamaları temel alınarak kurumsal şeffaflık endeksi oluşturulmasıdır. Diğer amaç ise; oluşturulan kurumsal şeffaflık endeks skorları ile firma değeri temsilcileri ve firma performans göstergeleri arasındaki ilişkilerin modellenmesidir. Bu amaçla çalışmanın kapsamı, firmaların şeffaflık endeks skorları ve alt endeks skorları ile performans göstergeleri olan Tobin's Q oranı, fiyat kazanç oranı, piyasa defter değeri oranı, fiyat nakit akımı oranı, fiyat satış oranı, aktif karlılığı, özsermaye karlılığı ve hisse senetlerinin normalüstü getirileri arasındaki ilişkinin incelenmesi olarak belirlenmiştir.

Literatür taramalarında incelenen çalışmalarda şeffaf işletmelerin hisse senetlerine ilginin arttığı, söz konusu şirketlerin sermaye maliyetlerini düşürerek kendilerine yüksek ekonomik katkılar sağlayacağı belirtilmektedir. Gerek gelişmiş piyasalarda gerekse gelişmekte olan piyasalarda yapılmış çalışmalarda, birçok araştırmacı ulaştıkları sonuçlarda, kurumsal yönetim ve şeffaflık uygulamalarının firma performansı üzerinde güçlü bir etkisi olduğunu iddia etmektedirler. Bu araştırmada elde edilecek bulgular doğrultusunda BİST'in öncelikle gelişmiş olan piyasalar ile ardından gelişmekte olan piyasalar ile ne tür benzerlikler ve farklılıklar taşıdığı açık bir şekilde ortaya konulacaktır.

Birçok uluslararası derecelendirme kuruluşu, hem tabi oldukları ülke mevzuatına göre hem de küresel ilkelere göre şirketlerin şeffaflık uygulamalarının kalitesini değerlendirmek için de derecelendirme yapmaktadır. Son yıllarda yaşanan şirket skandalları nedeniyle, bu yönetim puanları bireysel yatırımcılar, müşteri firmalar ve düzenleyici kurumlar arasında giderek etkili ve popüler hale gelmiştir. Bu derecelendirme kuruluşlarından birisi olan Standart & Poor's, mülkiyet yapısı ve yatırımcı ilişkileri, finansal şeffaflık ve kamuyu bilgilendirme, yönetim kurulu ile yönetimin yapısı ve işleyişi başlıklarında firmaları değerlendirmeye tabi tutarak şeffaflıklarına göre derecelendirmekte ve verdikleri puanlar üzerinden firmalar arası ve ülkeler arası kurumsal şeffaflık karşılaştırmaları yapmaktadır. Bu çalışmada dünyada birçok ülkede ve birçok şirket için kullanılan Standart & Poor's (S&P) tarafından geliştirilen "Şeffaflık ve Kamuya Açıklama Endeksi" metodolojisi kullanılacaktır. Bu yöntemle göre, mülkiyet yapısı ve yatırımcı ilişkileri, finansal şeffaflık ve kamuyu bilgilendirme ve yönetim kurulu ile yönetimin yapısı ve işleyişi konularında olmak üzere her başlığa ilişkin alt endeksler oluşturulmuş ve bunların

toplamından oluşan toplam şeffaflık endeks puanı elde edilmiştir.

Uluslararası piyasalarda kurumsal şeffaflık ile firma değeri ve firma performansı arasındaki ilişkilerin incelenmesinde farklı istatistiksel yöntemler kullanılmaktadır. Birden çok dönemi kapsayan çalışmalarda, verilerin hem zaman boyutu hem de kesit boyutu olmalarından dolayı yoğunlukla panel veri analizi kullanıldığı görülmüştür. Bu çalışmada birden fazla dönem ele alındığı için istatistiksel yöntem olarak panel veri analizi kullanılmıştır.

Bu kapsamda çalışmanın birinci bölümünde, bilginin önemi ve asimetrik bilgi kavramı ve neden olduğu piyasa aksaklıkları incelenmiş, literatürde kurumsal şeffaflık ve kamuya açıklama konusunu ve etkin bir şirket yönetiminin nasıl olması gerektiğini açıklamaya çalışan vekalet teorisi, işlem maliyetleri teorisi ve menfaat sahipleri teorisi hakkında bilgiler verilmiş, bu teorilerle şeffaflık uygulamaları arasındaki ilişkilere değinilmiş ve ortaya çıkan sorunlar, bunların çözüm yolları ve şirketin yapısına etkileri teorik olarak incelenmiştir.

Çalışmanın ikinci bölümünde; şeffaflık kavramının tanımlanması, kurumsal şeffaflığın faydaları, bilginin önemi, kurumsal şeffaflık bilgi ilişkisi, şeffaflığın önündeki engeller, kurumsal şeffaflık ile kamuyu aydınlatma ve kurumsal yönetim ilişkisi ile ilgili açıklamalar ve çalışmalara yer verilmiştir. Şeffaflığı artırmaya yönelik mekanizmalar olarak zorunlu ve gönüllü kamuyu aydınlatma yükümlülükleri, muhasebe ve finansal raporlama standartları, bağımsız denetim ve iç kontrol ve risk yönetimi konuları vurgulanmış, ülkelerin ve uluslararası kuruluşların şeffaflık düzenlemeleri ile Türkiye'deki kurumsal yönetim ve şeffaflık düzenlemelerine yer verilmiştir.

Üçüncü bölümde öncelikle şeffaflık, kamuya açıklama ve kurumsal yönetim ile likidite ve sermaye maliyeti ilişkisi ile ilgili uluslararası piyasalarda ve Türkiye'de yapılan çalışmalara yer verilmiştir. Daha sonra ise kurumsal yönetim ve şeffaflık endeks skorları ile firma performans göstergeleri ve firma değerleri arasındaki ilişkileri konu alan, uluslararası piyasalarda ve BİST'te yapılmış çalışmalar özetlenmiştir.

Uygulama çalışmalarının yer aldığı dördüncü ve son bölümde; 2000 ile 2012 yılları arasında Borsa İstanbul 30 endeksinde yer almış ve örneklem dönemi boyunca

sürekli işlem görmüş firmaların kamuya açıklamaları kullanarak, Standart and Poors'un geliştirdiği şeffalık ve kamuya açıklama endeks modelinin metodolojisinden faydalanılarak, bir şeffalık endeksi oluşturulmuştur. Daha sonra, oluşturulan endeks ile firma değeri temsilcileri ve firma performans göstergeleri arasındaki ilişki, ana endeks ve alt endeksler temelinde modellenmiştir. Çalışmada ekonometrik yöntem olarak panel veri analizi yürütülmüş, bu analiz için kullanılan yöntem ve veriler, test sonuçları ile birlikte yorumlanmıştır.

BİRİNCİ BÖLÜM

1. TEORİK ÇERÇEVE ile BİLGİNİN ÖNEMİ

Bilgi, sözlük anlamıyla öğrenme, araştırma veya gözlem yoluyla elde edilen gerçek olarak tanımlanmaktadır. Ekonomik birimlerin alacağı kararları ve bu kararlardan beklenen faydayı artırma olanağı sağladığı için bilgi değerlidir ve onu elde etmek belirli bir maliyete katlanmayı gerektirir. Ekonomide kullanılan “tam bilgi” kavramı, piyasada yer alan tüm tarafların mal ve hizmetler hakkında aynı bilgiye eş zamanlı sahip olmasını, yani bilginin simetrik olmasını ifade eder. Piyasada yer alan taraflardan birinin daha fazla bilgiye sahip olduğu durumda ise asimetrik bilgi kavramından bahsedilir (Philips, 1988).

Finansal piyasalarda işleme konu olan unsur bilgidir. Finansal piyasalar bilgi temelinde işlem görmektedir (Soydemir, 2001). Sermaye piyasalarında işleme konu olan esas; firmalar, yatırımcılar, bankalar ve aracı kurumlar hakkında bilgidir. Başkalarının sahip olmadığı bilgiye sahip olanlar haksız kazanç olarak ciddi paralar kazanabilmektedirler. O nedenle sermaye piyasasına ilişkin kurallar, asimetrik bilgiyi kullananlarca daha fazla para kazanılmasının engellenmesi ve bilginin kamuoyuna zamanında aktarılmasının sağlanması üzerine kurulmuştur. Sermaye piyasasına ilişkin kurallar, aynı zamanda kaynak sağlamak amacıyla hisse senedi, tahvil gibi finansal araçları halka arz veya ihraç ederek sermaye piyasalarına yönelen şirketler için, ilgili bütün çıkar gruplarına performansları hakkında şeffaf bilgi sunmaları sorumluluğunu da beraberinde getirmiştir. (Şamiloğlu, 2002).

Tasarruf ve yatırım kararlarının ayrı birimler tarafından alındığı ekonomik yapılanmada, sermaye piyasası, bu kararların koordinasyonunu ve kaynakların etkin dağılımını sağlayarak önemli bir görevi yerine getirmektedir. Yatırım kararlarını verecek olan tasarrufçu açısından, piyasadaki çeşitli yatırım fırsatları arasından seçim yapabilmek için alternatif yatırım fırsatları hakkında bir bilgi akışının olması gereklidir. Yatırımcı, topladığı ve değerlendirdiği bilgiler ışığında yatırım tercihlerini belirleyecektir. Bu durumda, piyasadaki etkinliği bozabilecek önemli aksaklıklardan biri, taraflar arasındaki bilgi akışında oluşabilecek sorunlar, kısacası asimetrik bilgi

dağılımının (“asimetrik bilgi dağılımı” bundan sonra “asimetrik bilgi” olarak kullanılacaktır) varlığıdır.

1.1 Asimetrik Bilgi Dağılımı Yaklaşımı ve Piyasa Aksaklıkları

Bilginin piyasalarda paydaşlar arasında eşit, simetrik ve homojen dağılmaması asimetrik bilgi sorununu ortaya çıkarmaktadır. Bilgi asimetrisi, bir işleme konu olan taraflardan birinin söz konusu işlem için önemli olan bilgilere, diğer tarafa göre daha fazla sahip olması olarak ifade edilmektedir. Asimetrik bilginin olduğu durumlarda daha fazla bilgiye sahip olan taraflar, bu bilgileri kullanarak diğer taraflara göre daha fazla menfaat elde edeceklerdir (Ökte, 2011).

Asimetrik bilgi yaklaşımı, finansal krizleri açıklamayı amaçlayan ve son yıllarda ortaya çıkmış olan modern bir teoridir. Asimetrik bilgi, finansal bir sözleşmedeki tarafların sahip oldukları bilginin farklı olması halinde ortaya çıkmaktadır. Asimetrik bilgi yaklaşımına göre finansal kriz, finansal piyasalardaki bilgi akışının aksamaması nedeniyle, finansal piyasaların görevlerini yapamadığı bir durumdur. Finansal piyasalarda tarafların farklı düzeyde bilgiye sahip olmaları ile yapılan sözleşmelerin kontrol ve uygulanma süreçlerinin maliyetli olması, bilgi asimetrisini ortaya çıkarırken, finansal piyasaların etkin biçimde fonksiyonlarını icra etmelerini de engellemektedir (Aras ve Müslümov, 2004).

Menfaat sahiplerinin karar almalarında önemli olan bilgiye erişimleri; bilginin maliyetli olması, bilgiye ulaşmadaki zorluk ve teknolojik imkânlardaki farklılıklardan dolayı tüm katılımcılar için farklı düzeyde olabilmektedir. Başka ifade ile piyasada asimetrik bilgi söz konusu olabilmektedir. Asimetrik bilginin varlığı finansal piyasaların işleyişinde önemli etkisi olan ters seçim ve ahlaki tehlikeye neden olmakta ve finansal piyasaların etkin çalışmasını engellemektedir.

Asimetrik bilgi probleminin var olduğu bir ortamda, karşılaşılabilecek sorunlardan ters seçim problemi, kişilerin karar vermelerinden önce sahip oldukları bilgilerin farklı düzeyde olması nedeniyle ortaya çıkmaktadır. Bu durum bir asimetrik bilgi sorunu olup, gizli bilgiden kaynaklanmaktadır. Gizli bilgi, piyasadaki taraflardan birisinin kendisi hakkında bildiği, diğer tarafın bilmek istediği fakat öğrenemediği gerçeklerdir. Finans literatüründe, bilgi asimetrisinin önemli olmasının nedeni, firmaya maliyet

yüklemesi ve sermaye piyasalarını olumsuz etkiliyor olmasıdır. Ters seçim ortamında, sözleşme öncesi bilgi asimetrisinin klasik piyasa mekanizmasının işleyişini engelleyeceği belirtilmektedir (Kutlar, Sarıkaya, 2003).

Ahlaki tehlike ise, piyasalarda belirli bir işlem gerçekleştikten sonra asimetrik bilgiye bağlı olarak, karar vericilerin aldıkları karar gerçekleştikten sonra, taraflar arasındaki bilgi düzeyinin farklılaşmasından kaynaklanan sorun şeklinde ifade edilmektedir. Ahlaki tehlike, sözleşme yapıldıktan sonra ortaya çıkmakta ve gizli faaliyetten kaynaklanmaktadır. Gizli faaliyet, ekonomik ilişkide bir tarafın faaliyetinin diğeri tarafından gözlenememesidir. Finansal piyasalar, temel aracılık işlevlerinin yanında, bu tür bilgi problemleriyle de ilgilenmek zorunda kalmaktadır. Finansal araçlar, işlem maliyetini azaltarak, riski dağıtarak ve ters seçim ve ahlaki tehlikenin neden olduğu problemlerin çözümüne katkıda bulunarak finansal piyasalarda önemli bir rol oynamaktadırlar (Varian, 2003).

Bu sorunu açıklayıcı ilk çalışma 1970 yılında George A. Akerlof (The Market for "Lemons": Quality, Uncertainty, and the Market Mechanism) makalesinde anlatılmıştır. İkinci el otomobil piyasası üzerine kurulan bir örnek üzerinde açıklandığı için literatürde "lemons problem" olarak da anılmaktadır. Limon piyasası modeli, finansal meseleler üzerinde teorik ilerleme yapma imkânını arttıran çalışmaların başlangıcı olarak kabul edilmektedir. İşleme konu olan "şey"nin niteliğinin belirlenmesinin maliyetli olduğu, kalitenin belirsizlikle ilişkilendirildiği, yani tarafların "şey" hakkında aynı bilgiye sahip olmadığı (asimetrik bilgi) esasına dayalı modelde, satıcıların satışa sundukları kullanılmış arabaların kalitesini bildikleri, fakat alıcıların bu konuda bir bilgilerinin olmadığı varsayılmaktadır. Bu durumda, alıcı ortalama bir arabanın kalitesi hakkında tahmin yapmak ve ödeyeceği fiyatı ona göre belirlemek zorundadır. Bu fiyattan satış yapmak isteyenler ise, kaliteli araba (plums) satıcılarını piyasa dışında bırakacak şekilde sadece kalitesiz araba (lemons) satıcıları olacaktır. Bu bir piyasa başarısızlığıdır ve iyi kaliteli mal satıcıları ile kötü kaliteli mal satıcıları arasındaki dışsallıktan kaynaklanmaktadır. Akerlof'un modelinde bazı değişiklikler yapılarak, alıcılar ve satıcılar arasındaki bilgi sorunlarının, iki kalitede malın da üretimini durduracak şekilde önemli sonuçlar doğurabileceği gösterilmektedir (Varian, 2003).

Finansal piyasalarda karşılaşılan ahlaki risk problemi, kredi sözleşmesi yapıldıktan sonra, borç veren tarafların, bu kredilerin borç alanlar tarafından nerede kullanıldığını gözlemleyememeleri sonucunda oluşmaktadır. Asimetrik bilgi varsayımı altında, sözleşme sonrası bilgi edinme bir sorun haline gelmektedir. Fiyat sistemi bu konuda bilgi iletmediğine göre, sözleşmede belirlenmiş olan ilkelere uygunluğunun denetlenmesi gündeme gelmelidir. Aksi takdirde, ex post bilgi problemi nedeniyle, borç alan taraf karşılıklı olarak üzerinde anlaşmaya varıldan daha fazla risk almayı deneyebilir ve bunun için daha fazla bir bedel ödemeyebilir (Mishkin, 2004).

Akerlof, Adam Smith'in geliştirdiği görünmez el ilkesinin geçerli olmayacağını göstermiştir (Löfgren, Persson and Weibull, 2002). Bir piyasada eksik bilginin varlığı fiyat mekanizmasının işlemlerini engelleyeceği için piyasa başarısızlığına yol açacaktır. Akerlof sadece bilgisel asimetrinin nasıl piyasa başarısızlıklarına yol açtığını açıklamamış, aynı zamanda geniş kapsamlı sonuçlarına da değinmiştir (Yiğitbaş, 2012).

Hisse senedi piyasasında alıcı, beklenen getirisi yüksek, riski düşük işletme ile beklenen kârı düşük ancak riski yüksek olan işletmeleri ayırt edemeyebilir. Bu durumda menkul kıymet yatırımcısı olan alıcı, hisse senedi için ortalama bir fiyat ödemeye razı olacaktır. Bu fiyat, iyi işletme ile kötü işletmenin hisse senetlerinin fiyatları arasında yer alacaktır. Bu fiyat, aynı zamanda işletmelerin ortalama kalitesini yansıtan bir fiyattır. Ancak, işletmenin iyi durumda olduğunu bilen yöneticiler ya da işletme sahipleri, hisse senetlerini bu ortalama fiyattan satmaya razı olmazlar. Bunun nedeni, işletme sahip veya yöneticilerinin potansiyel yatırımcılardan daha fazla bilgi sahibi olmaları ve işletmelerinin gerçekten iyi bir durumda olduğunu bilmeleridir. Alıcının teklif ettiği fiyat, işletme hisse senedinin gerçek değerinin altındadır. Dolayısıyla, bu fiyattan satış gerçekleşmez. Bu durumda piyasada menkul kıymetlerini satmak isteyenler sadece yüksek riskli işletmeler olacaktır. Çünkü alıcının teklif ettiği fiyat, bu işletmelerin menkul kıymetlerinin gerçek değerinin üzerinde olacaktır (Yiğitbaş, 2012).

Büyük işletmeler daha az bilgi asimetrisiyle karşılaşmaktadırlar. Araştırma ve geliştirme faaliyetlerinin yoğun biçimde yapıldığı işletmelerde, içeriden bilgi

öğrenmenin yatırımcılara yüksek getiri sağlamasından dolayı bilgi asimetrisi fazladır. Büyüme fırsatları fazla olan işletmelerin de yüksek düzeyde asimetrik bilgiyle karşılaştıkları belirtilmektedir (Cai v.d., 2002).

Asimetrik bilgi problemi piyasada taraflar arasında haksız kazanç transferlerine sebep olmakta, fırsat eşitliğini bozmakta ve işlem maliyetlerini artırmakta ve bu şekilde piyasa mekanizmasının başarısız olmasına neden olmaktadır. Asimetrik bilgi sorununu ortadan kaldırmanın en önemli yolu; piyasada paydaşlar tarafından sahip olunan bilgiyi arttırmaya yönelik kamu düzenlemelerinin yapılmasıdır. Düzenleyici otoritelerin, finansal ve finansal olmayan bilgilerin belli standartlara göre hazırlanması ve periyodik olarak halka açıklanması konusunda gerekli düzenlemeleri yapması ve bunlara uyulup uyulmadığına ilişkin denetimler yapması gerekmektedir. Şeffaflığın artırılmasına yönelik yapılacak düzenlemeler, piyasanın hassas olduğu bilgilerin ve işletmenin finansal bilgilerinin sağlanarak, yatırımcıların şirketle ilgili bilgilere rahatlıkla ulaşip, daha rasyonel davranmalarına katkı sağlayacaktır.

Aras ve Müslümov (2004), asimetrik bilgi sorunun, ters seçim ve ahlaki tehlikenin yanı sıra temsilcilik sorununa da neden olduğunu belirtmektedirler. Literatürde kurumsal şeffaflık ve kamuya açıklama konusunu açıklamaya çalışan birçok teorik çalışma mevcuttur. Bunlardan, en yaygın olan üç tanesi; vekâlet teorisi, işlem maliyetleri teorisi ve menfaat sahipleri teorileridir.

1.2 Vekalet Teorisi

Mali piyasaların gelişim sürecinde, sınırlı sorumluluk kavramının ortaya çıkışı ve şirket sahipliğinin hisse satın almak yoluyla herkes için mümkün hale gelmesinin şirketler üzerinde önemli etkileri olmuştur. Piyasa mekanizması varlıkların sahipliği sermayedarlara ait iken, bu varlıkların yani şirketin yönetiminin profesyonel yöneticilerin elinde olması sonucunu doğurmuştur. Başka bir deyişle, yöneticiler aslında sonuçları doğrudan doğruya şirket sahiplerini etkileyen işlemleri yapmakla görevlendirilmişlerdir. İşte şirket sahipliği ile yöneticiliği arasındaki bu ayrılık, günümüzün halka açık şirketlerinin temel problemini oluşturmakta ve bugün de yoğun olarak sorulan “etkin bir şirket yönetimi nasıl olmalıdır ” sorusuna cevap arayan pek çok çalışmaya temel teşkil etmektedir. İşletmelerde, sermayenin tabana

yayılmasına bağlı olarak, profesyonel yöneticilerin istihdam edilmesi sonucunda işletme sahipleri ile işletme yöneticileri arasında ayrışmalar ortaya çıkmaktadır (Keown v.d., 2005).

Hissedarlar işletmenin gerçek sahipleri iken, bir temsilci, işletme sahibinin işlerini yürütmede karar verme fonksiyonunu yerine getirmesi için kendisine yetki verilen kişidir. Bu nedenle, hissedarlar ve yönetim arasındaki ilişki, temsilci ilişkisi olarak tanımlanmaktadır. Yöneticilerin, işletme sahiplerinin değer maksimizasyonu amacından sapan, iş için daha az enerji harcıyıp daha çok ücret alma isteği gibi kişisel çıkarlarını maksimize etme çabaları sonucu ortaya çıkan amaç çatışmaları, vekalet teorisi olarak isimlendirilmektedir (Ross v.d., 2008).

Veklet teorisi ilk olarak Berle ve Means'in 1932 yılında yaptıkları çalışmayla gündeme gelmiş, daha sonra literatürdeki en çok bilinen çalışma olan Jensen ve Meckling 1976 yılında yaptıkları çalışmalarla bu konuya ilişkin ayrıntılı bulgular ortaya koymuşlardır. Jensen ve Meckling mülkiyet hakları, vekillik ilişkileri ve finansa dayalı bir sahiplik yapısı teorisi geliştirmişler, dağınık ortaklık yapısı ve sonucunda ayrışmış sahiplik ve kontrol ile tanımlanan gelişmiş piyasalarda, temel çıkar çatışmasının hissedarlar ile yöneticiler arasında olduğunu ileri srmuşlerdir. Teoriyi oluşturan vekâlet problemi, şirket sahiplerinin bir sözleşme aracılığıyla yetkilerini kendi çıkarları doğrultusunda hareket etmek üzere yöneticilere devretmelerinden kaynaklanmaktadır.

Vekalet teorisine göre, şirket sahipleri ile vekilin çıkar ve beklentileri başlangıçta tam olarak nceliklendirilmemiştir. Genellikle yöneticiler bir taraftan itibarlarını korumak, diğer taraftan da kişisel servetlerini artırmak isterken, sermayedarlar da doğal olarak şirket varlıklarının değerinin maksimize edilmesi yani kendi kişisel servetlerinin artırılması beklentisi içindedirler. Yani aslında vekâlet teorisi temel olarak bu ilişkideki tarafların her birinin kendi bireysel çıkarlarını koruma eğiliminde olacaklarını ve şirket sahipleri ile yöneticilerin çıkarlarının çoğunlukla çatıştığı varsayımına dayanmaktadır. Bu atışma, taraflar arasında yapılacak sözleşmeler yoluyla çözümlenmeye çalışılmaktadır. Bu sözleşmeler taraflar arasındaki vekâlet ilişkisinin koşullarını belirlemeye ve netleştirmeye yönelik olarak akdedilirler (Moldoveanu ve Martin 2001).

Jensen ve Meckling (1976)'in çalışmalarında bu durumdan sözleşmeler ağı olarak söz edilmektedir. Jensen ve Meckling'in sözü edilen çalışmasını takiben, yöneticiler ile şirket sahipleri arasındaki çıkar çatışmalarının niteliğini açıklamaya ve bunları çözmeye yönelik pek çok başka çalışma yapılmış ve bu konuda geniş bir literatür oluşmuştur. Vekalet teorisinin dayandığı çıkar çatışması varsayımı, şirket sahiplerinin yöneticileri kontrol etme ihtiyacını ortaya çıkarır. Şirket sahiplerinin, şirket ile ilgili olarak kendilerinden çok daha fazla bilgiye sahip olan yöneticileri kontrol etme ihtiyacı nedeniyle gündeme gelen denetim ve gözetim mekanizmalarının oluşturulması, şirket sahipleri için yeni bir maliyet unsurudur. Ancak yöneticileri kontrol etmek için katlanılan bu maliyet sonuçta yöneticilere yansıtılır (Solomon&Solomon 2006, Çürük 2004).

Jensen ve Meckling (1976) vekâlet maliyetini, izleme maliyetleri, tazmin edici garanti verici sözleşme maliyetleri ve önlenemeyen kayıp maliyetlerinin toplamı olarak tanımlamışlardır.

Temsil sorunu ve bilgi asimetrisi problemini azaltmaya yönelik olarak kontrol faaliyetlerinden kaynaklı izleme maliyetleri; hisse senedi sahiplerinin kendilerini, yöneticilerin aşırı ölçüde imtiyaz kullanımını da içeren ahlaki çöküş ve yapılması gerekli yatırımlardan yoksun kalma gibi karar ve işlemlerini değerlendirmek ve kontrol etmek için katlanılan maliyetleridir. Bu izleme faaliyetini gerçekleştirecek olan denetçilere ödenen ücretler ve izleme için harcanan zaman izleme maliyetlerini oluşturur. İzleme maliyetleri hisse senedi sahipleri tarafından yüklenildiği gibi borç verenler tarafından da yüklenilebilir. Örneğin firmaya borç veren banka vb. kreditorler, firmanın faaliyetlerini izlemekle görevli elemanlar istihdam edeceklerdir. Bu da borç veren tarafın yüklendiği izleme maliyetidir.

Tazmin edici garanti verici sözleşme maliyetleri; vekillerce yetki verenlere yetki verenlerin zararına hareket edilmeyeceği, edildiğinde ortaya çıkacak zararın tazminine yönelik sözleşmelerle somutlaştırılan güvenceler verilmesinden kaynaklanan maliyetlerdir. Yöneticiler gözetim ve kontrol faaliyetlerinden kaçınmayı isteyeceklerinden, ortaklara karşı hesap verebilir, şeffaf ve onların çıkarlarını gözetim işlemler yapmakta olduklarını göstermek için yeni bazı mekanizmalar geliştirme eğilimindedirler. Bu mekanizmalara örnek olarak muhasebe sürecine

ekstra maliyetler ekleyecek olmasına rağmen yıllık raporlarda risk yönetimine ilişkin daha fazla bilgi açıklamak, yine ek maliyetlere katlanmayı göze alarak ana ortaklarla özel bilgilendirme toplantıları düzenlemek örnek olarak gösterilebilir. Örneğin, belirli bir projenin kabul edileceği yönünde tahvil sahiplerine güvenceler verilir, ya da belirli oranda kar payı ödeneceği veya hiç ödenmeyeceğine ilişkin yükümlülükler üstlenilir. Tazmin edici anlaşmalarda ise verilmiş güvencelerin yerine getirilmemesi durumunda tazminat ödemesi kabullenilir. Bu tür anlaşmaların yapılmasının getirdiği asıl maliyet, firmanın üretim, yatırım ve finansman politikalarının birbirine bağlantılı olmasından kaynaklanır. İşte yöneticilerin bu gibi faaliyetleri gerçekleştirmeleri için kullanılan kaynakların oluşturduğu maliyetler, vekâlet maliyetinin ikinci bileşenini oluşturmakta ve tazmin edici garanti verici sözleşme maliyetleri olarak adlandırılmaktadır (Solomon, 2007, Turaboğlu 2003).

Oluşturulan gözetim ve izleme yöntemlerine ve yöneticilerin sermayedarların çıkarına hareket etmelerini sağlamak için geliştirilen bağlayıcı mekanizmalara karşın, şirket sahipleri ile yöneticilerin çıkarları arasındaki çatışma hala tam olarak giderilememiştir. Bu nedenle yöneticiler, örneğin, gelirlerini şirket tarafından finanse edilen tatiller ya da ofis malzemelerinin kişisel kullanımı gibi yöntemlerle artırmaya çalışmak gibi, aslında şirket sahiplerinin gelirlerinde kesinti anlamına gelen ve hala çıkar çatışmalarından kaynaklanan bazı kayıplar yaratmaya devam ederler (McColgan 2001).

Temsil ve bilgi asimetrisi problemini azaltmaya yönelik en bilinen yöntem izleme faaliyetleridir. Yöneticileri izlemedeki en temel uygulama, yöneticilerce, firmanın ve kendilerinin performansını gösteren raporların hazırlanmasıdır. Hazırlanan raporların bağımsız denetim kuruluşlarının kontrolünden geçerek sunulması uygulaması da bilginin doğruluğunu sağlamak için yapılan bir uygulamadır. Ayrıca yapılan çalışmalarla, rapor içerikleri standartlaştırılmaya çalışılarak, hem bilginin niteliğine ilişkin yaşanacak sıkıntıların, hem de firmanın hangi bilgiyi verip vermeyeceği konusunda yasayacağı kararsızlığın yaratacağı izleme maliyetleri azaltılmaya çalışılmaktadır.

Bir diğer izleme yöntemi, firma bünyesinde hisse senedi sahiplerince seçilen yönetim kurulu üyelerinin izlenmesi görevini yerine getirir. Yönetim kurulu üyelerine

de izleme maliyetini oluşturacak şekilde maaş 6denir. Ancak, zaman içerisinde y6netim kurulu 6yeleri y6neticilerle karşı karşıya gelmek yerine, hisse senedi sahiplerinin hakları 6zerinden çıkar ilişkisine girebilirler. Bunu 6nlemek için ise, çalışanlar arasında rekabet sağlayacak biçimde izlemeyi teşvik edici bir organizasyon kurulabilir (Turaboğlu, 2002).

Piyasadaki rekabetin firmayı disipline ettiğinden hareketle ele alınabilecek bir diğer izleme y6ntemi, firmanın menkul kıymet piyasalarına açılmasıdır. Menkul kıymet piyasalarında yer alan firmalar b6t6n yatırımcılar tarafından izleneceğinden, firmanın piyasa değeri, 6zellikle y6neticiler açısından iyi bir g6stergedir. Aynı zamanda firma kendi uygulayabileceğinden daha fazla d6zenlemeye ve denetlemeye tabi olacaktır.

Y6neticilerin değer maksimizasyonu amacından sapmalarını engellemek, hissedarların uzun d6nemli amaçlarıyla bağdaşmayan kararlar vermelerini 6nlemek ve hissedar ile t6m çalışanların çıkarlarını yaklaştırmak için kendilerine hisse senedi opsiyonları, bonuslar ve ikramiyeleri içeren teşvikler verilmesiyle, işteki motivasyonlarının artırılması iyi bir 6z6m olabilmektedir. Çalışanlar, hisse opsiyonlarına sahip olduğunda, hisse fiyatının artışıyla, opsiyonlarının değeri de artacaktır. Buna bağlı olarak, 6nemli tutarda opsiyona sahip çalışanlar, şirketin değerini artırmak için motive olacaklardır (Gillan, 2005). Y6neticiler için uygulanacak 6cret ve teşvik sistemleri, hissedarların amaçlarına ve çıkarlarına uygun olan stratejik faaliyetler ve amaçlarla ilişkili olduğunda, 6st y6netim kendi çıkarlarını da gerçekleştirmeyi sağlayacak bu faaliyetlerle ilgili kararları kolaylıkla verebilecektir.

Kurumsal şeffaflıkta şirket hissedarlarının doğru bilgilere zamanında ulaşmaları 6nemli bir husustur. Bilgilerin hissedarlara ulaştırılması y6neticilerin hissedarlara karşı sorumluluğu olup, şirket faaliyetlerini şirketin gerçek sahibi olan hissedarlara açıklamaları gerekmekte, kısacası şirketlerini olabildiğince şeffaf y6netmeleri gerekmektedir (Monks ve Minow, 2004). Hissedarların şirket y6netimini tam olarak kontrol edebilmeleri, şirketin şeffaf olması ve stratejik bilgilerin bilinmesiyle m6mk6n olabilir. Ancak şirkete değer katacak, rekabet 6st6nl6ė6 sağlayacak bilgilerin hissedarlara ve y6netim kuruluna açıklanması her zaman doğru olmayabilir. Bu bilgilerin bilinmesi, şirketin finansal ve stratejik pozisyonlarını k6t6 duruma d6ř6rebilir. şirkete değer katacak bilgilerin açıklanması, başka firmaların da bunu

kopyalamalarına yol açıp şirketin uzun dönemli karının azalmasına neden olurken; şirket hakkındaki olumsuz bilgilerin açıklanması ise kısa dönemde şirket değerini olumsuz etkileyecektir. Bu ve bunun gibi nedenlerden dolayı hissedarlar da bu bilgilerin açıklanmasından memnun kalmayabilirler. Bu durumun varlığı ise her zaman bilgi asimetrisini doğuracağı için hissedarların yönetimi denetlemesi ve kontrol altına alması hem teoride hem de pratikte mümkün olamayacaktır (Çolpan, 2006).

Sonuç olarak asimetrik bilgi dağılımı piyasa başarısızlığına yol açarken, vekâlet-temsil sorununun yol açtığı maliyetler, günümüz rekabet koşullarında firmaları oldukça zorlamaktadır. Bilgi paylaşımındaki problemler ve bu nedenle bilgisel etkinliğin sağlanamaması sonucu piyasa etkinliğinin azalması, gerekli ve yeterli bilginin piyasaya sağlanması için kamuya görevler yüklemektedir. Bu durum birçok ülkede, düzenleyici otoriteleri, araştırmacıları, hatta şirketlerin kendilerini, bilginin iletilmesine yönelik, araştırmalar ve düzenlemeler yapmaya yöneltmiştir. Yapılan düzenlemelerle firmalar, şeffaflık ve kamuyu bilgilendirilmeye yönlendirilmekte ve bu tür uygulamalar ile piyasaların etkinliğini bozan hususların ortadan kaldırılmasına çalışılmaktadır.

1.3 İşlem Maliyetleri Teorisi

İşlem maliyetleri teorisi, şirketlerin işlemlerini bir taraftan insan faktörünün sınırlı olarak rasyonel olduğunu dikkate alarak, diğer taraftan da faydacılığın zararlarına karşı koruma oluşturacak şekilde organize etmesi gerektiğini söyler. Teoriye göre şirketlerin değişim işlemlerini maliyeti en düşük olacak şekilde yürütmeleri beklenir. Ancak bu en düşük maliyetli değişim kararları, bu kararları verecek yöneticilerin kendi çıkarları doğrultusunda hareket etmeye yönelik davranışlarından etkilenir. Sonuç olarak, bu teori üretilen mal ve hizmetlerin değişimi sırasında ortaya çıkan işlem maliyetlerinin minimize edilmesi esasına dayandığına ve bu ilişkileri gerçekleştirenler de yöneticiler olduğuna göre, burada da yönetimin iş ve işlemlerinin kontrolü gerekmekte ve şirketin en düşük işlem maliyetleri ile ekonomik verimini maksimize edebileceği bir organizasyonun kurulması hedeflenmektedir (Solomon ve Solomon 2005)

Piyasalarda yapılmak istenen işlemleri gerçekleştirebilmek için ihtiyaç duyulan bilgileri sağlamak, beraberinde belirli maliyetleri getirmektedir. Özellikle işlemlerin yoğun olarak gerçekleştirildiği finansal piyasalar, bilgi maliyetleri açısından en üst sıradadır. Bazı durumlarda piyasada fon arz ve talep edenler finansal piyasaların doğasından kaynaklanan yüksek bilgi edinme maliyetleri nedeniyle işlemlerini gerçekleştiremezken, yüksek işlem maliyetlerine katlandıkları durumlarda ise toplam maliyetler ve fiyatlar artacağı için piyasa talep yapısında bir daralmayla karşılaşmaktadırlar. Ayrıca finansal aracılık kurumlarının zamanla gelişmesi, bilgi edinme maliyetleri üzerinde azaltıcı etkide bulunurken, bu piyasalarda işlem yapanlar oldukça yüksek işlem maliyetlerine katlanmak zorunda da kalmaktadırlar (Karahan, 2003).

Piyasalarda artan şeffaflık uygulamaları ile birlikte asimetrik bilgi azalmakta; böylece piyasalarda işlem maliyetleri düşmektedir. Zira yetersiz şeffaflığın neden olduğu asimetrik bilgi, alıcılar ile satıcılar arasında ters seçimlere ve dolayısıyla işlem maliyetlerinin yükselmesine yol açmaktadır. Lambert v.d. (2007) şeffaflık düzeylerini artıran şirketlerin, ekonomik ve istatistiksel olarak anlamlı fayda elde ettiklerini belirtmektedirler. Ayrıca artan şeffaflaşmanın daha dar fiyat aralığı ve daha fazla işlem görme oranı/devir hızı ile ilişkili olduğunu ve daha düşük işlem maliyetlerine neden olduklarını belirtmektedirler. Alchian ve Demsetz (1972) makalelerinde mülkiyet haklarının etkin biçimde karakterize edilmesi durumunda işlem maliyetlerinin azalacağını belirtmektedirler (Bonson ve Escobar, 2006).

Sayar (2003), şirket hisse senetlerinin likiditesi ile şirketlerin şeffaflık dereceleri arasındaki ilişkinin incelendiği her bir modelde, şeffaflık ile likidite arasında anlamlı ve kuvvetli bir ilişki bulunduğunu, şeffaflığın ve etkin kamuyu aydınlatma mekanizmasının, hisse senetlerinin işlem gördüğü piyasalarda asimetrik bilgi sorununu azalttığını ve dolayısıyla işlem maliyetlerini düşürerek söz konusu hisse senetlerinin likiditesini artırdığını belirtmektedir.

1.4 Menfaat Sahipleri Teorisi

Menfaat sahipleri teorisinin kurucusu olarak kabul edilen R. Edward Freeman'ın 1984 tarihli "A Stakeholder Theory of The Modern Corporation: Kantian Capitalism" adlı çalışmasında menfaat sahipleri; bir şirketin amaçlarına ulaşması sürecinde

sonuçları etkileyebilen ve bu sonuçlardan etkilenen herkes olarak tanımlanmaktadır. Freeman, “Şirketler tüm menfaat sahiplerinin çıkarlarını sağlamada yardımcı olmalıdır. Bu menfaat sahipleri; çalışanlar, fon sağlayanlar, müşteriler, işverenler ve diğer gruplardır” diyerek de menfaat sahiplerini tanımlamıştır. Freeman’ın çalışması menfaat sahipleri yaklaşımının yönetim literatürüne girmesinde dönüm noktası olmuştur (Carson, 2003).

Menfaat sahipleri teorisi, bir şirketin bünyesinde barındırdığı çok sayıdaki menfaat sahibinin çıkarlarını gözetecek ve dengeleyecek kurumsal yönetim alternatiflerini geliştirme çabaları olarak ifade edilebilir. Bu teoriye göre, şirket yöneticilerinin verecekleri kararlarda şirketin tüm menfaat sahiplerinin yararlarını dikkate almaları gerekmektedir. Zira bir şirketin sadece pay sahiplerinin menfaatlerini dikkate alarak başarılı olması mümkün değildir (Jensen, 2008).

Menfaat sahipliği ilişkisi, menfaat sahipleri grubunun şirkete sunduğu “katkı” ile kendi çıkarlarının tatmin edilmesi beklentisinin değişimi olarak tanımlanmaktadır. Bu çerçevede içinde aslında tüm toplum menfaat sahibi olarak değerlendirilebilir. Çünkü toplumu oluşturan bireyler de vergi ödemek suretiyle şirketin içinde faaliyet gösterebildiği ulusal altyapıyı sağlamış olurlar (Solomon ve Solomon 2005).

Bu durumda da menfaat sahipleri grubunun bir üyesi olarak şirketten beklentileri, hayatlarının kolaylaştırılması veya en azından mevcut yaşam şartlarının kötüleştirilmemesidir. Dolayısıyla menfaat sahipleri teorisi, temelde toplumla kurum arasındaki görünmez bir anlaşmanın varlığından yola çıkan, kurumsal sosyal sorumluluk kavramının devamı gibi de değerlendirilebilir (Naipoğlu 2002).

Menfaat sahipleri yaklaşımına göre;

- Şirketler toplum içinde faaliyet gösterdiklerinden dolayı hem toplumu etkilemekte hem de toplum tarafından etkilenmektedirler. Bu etkiler sonucunda, şirketlerin birçok menfaat sahibi vardır ve şirket faaliyetleri bu menfaat sahiplerini etkilemektedir.
- Şirketin amaçlarına ulaşması asıl hedeftir. Konuya menfaat sahipleri yaklaşımı açısından bakıldığında öncelikli hedef kâr maksimizasyonu değildir. Kâr, menfaat sahipleri ile olan karşılıklı ilişkinin bir sonucudur. Bu

ilişkinin devamlılığı şirketin sürekliliğini sağlayacak, daha güçlü bir konuma getirecektir. Uzun sürede hem şirket hem de menfaat sahipleri kazanacaktır.

- Tüm menfaat sahiplerinin çıkarlarının sağlanılmasında yardımcı olunmalıdır. Her menfaat sahibine şirkete katkısı oranında karşılığı da verilmelidir. Şirket yöneticilerinin menfaat sahiplerine farklı davranması, çıkar çatışmalarına ve güvensizliğe yol açabilir, bu engellenmelidir.
- Yöneticiler, şirket ile menfaat sahipleri arasında güvenilir ilişkiler sağlamalıdır. Şirket yöneticilerinin menfaat sahipleri ile uzun süreli ilişkiler kurması, bu ilişkiler aracılığı ile şirketin hedeflerine ulaşması daha etkili olacaktır. Uzun süreli ilişkiler şirket ile menfaat sahipleri arasındaki güveni artıracak, belirlenen hedeflere ulaşmayı kolaylaştıracaktır.
- Menfaat sahipleri kendi çıkarlarını etkileyecek kararlara katılmalıdır. Böylece şirket ve menfaat sahipleri arasındaki kararlar ortak alındığından, menfaat sahipleri arasındaki çıkar çatışması sonlanacak veya asgari düzeye indirilmiş olacaktır (Carson, 2003).

Japonya, Almanya ve Fransa gibi ülkelerde kurumsal yönetim uygulamalarında hakim olan görüş menfaat sahipleri teorisi yaklaşımıdır (Ülgen ve Mirze, 2007). Menfaat sahipleri teorisi yaklaşımının, işletme ile ilgili bütün paydaşların refahını en üst seviyeye çıkarma gerekliliğine işaret etmesi, bu yaklaşımın hem güçlü hem de zayıf noktasını oluşturmaktadır. Teorik olan böyle bir gereklilik güzel ve adaletli olmakla birlikte, paydaş çıkarlarının çelişmesi ve asimetrik bilgi vb. nedenlerle uygulamada pek olası görünmemektedir (Memiş ve Çetenak, 2012)

Şirketin faaliyetlerini sürdürebilmesi menfaat sahipleri ile kurulacak iyi ilişkilere bağlıdır. Menfaat sahipleri ile şirket arasında oluşturulacak beraberlik şirketi daha güçlü kılacaktır. Bu beraberliğin oluşturulması için menfaat sahiplerinin şirket hakkında ihtiyaç duyduğu bilgilerin karşılanması gerekmektedir. Menfaat sahipleri ile şirket arasındaki ilişkilerin doğal bir sonucu olarak, menfaat sahipleri şirket faaliyetleri ve amacı konusunda kapsamlı bilgiye sahip olmayı meşru bir hak olarak görmektedirler (Oliver 2004). Bu hak menfaat sahiplerinin şeffaflığa ilişkin taleplerini sürekli artırmaktadır.

Kurumsal şeffaflık uygulamalarında amaçlardan birisi, menfaat sahiplerinin mevzuat veya sözleşmeler ile düzenlenen haklarının garanti altına alınmasıdır. Şeffaflığın

sağlanması, bu kesimlerin bilgi ihtiyacının karşılanması ile yatırımcı güveni artabilecek, bilgi asimetrisi ve piyasalarda şirkete ait pay senedinin fiyat oynaklığı azalabilecektir (Board v.d., 2002).

Çalışmanın bundan sonraki bölümünde asimetrik bilginin azaltılması için gerekli olan kurumsal şeffaflık, kurumsal şeffaflığın faydaları, önündeki engeller, kamuyu aydınlatma ve kurumsal yönetim ilişkisi ile ilgili açıklamalara yer verilmekte; şeffaflığı artırmaya yönelik mekanizmalar ve uluslararası kuruluşların ve bazı ülkelerin şeffaflık düzenlemeleri ile Türkiye'deki kurumsal yönetim ve şeffaflık düzenlemeleri ele alınmaktadır.

İKİNCİ BÖLÜM

2. KURUMSAL ŞEFFAFLIK ve UYGULAMALARI

Güçlü bir sermaye piyasası, azınlık pay sahiplerinin şirketin işlemleri hakkında zamanında ve yeterli bilgiye sahip olmasını, şirketlerin yöneticileri ile büyük ortaklarınca şirket yatırımlarının değerini azaltıcı işlemler yapılmayacağından emin olmalarını sağlayıcı hukuki ve kurumsal yapıların oluşmasıyla mümkündür (Black 2001).

Şeffaflığın şirket düzeyinde benimsenmesi, yatırımcı haklarının korunması ve piyasa güveninin kazanılması için bir gerekliliktir. Şirketler uluslararası alanda kabul görmüş ilkeleri ve rehber niteliğindeki prensipleri izleyerek, şeffaflık derecelerini arttırabilmektedirler (Poroy Arsoy, 2008).

2.1 Şeffaflığın Tanımı

Şeffaflık, pay sahiplerinin ve sermaye piyasasında rol sahibi tüm aktörlerin, tam bilgilendirilmesini ve aydınlatılmasını hedefler. Ayrıca şeffaflık, şirketlerin rekabet güçlerini tehlikeye sokacak ticari sır niteliğindeki, henüz kamuya açıklanmamış bilgiler hariç olmak üzere, şirket ile ilgili finansal ve finansal olmayan bilgilerin zamanında, doğru, eksiksiz, anlaşılabilir, gerçeği yansıtan, kapsamlı, karşılaştırılabilir, kolayca analiz edilebilir, düşük maliyetle ve kolay erişilebilir bir şekilde kamuya sunulmasını ifade etmektedir (SPK, 2005).

Şeffaflık kavramı, kamunun bilgilenme ihtiyacı/talebi ile işletmenin ticari sırlarını saklama hakkının kesişme noktasında yer almaktadır. Kamunun bilgilenme ihtiyacı, menfaat sahiplerinin; işletmenin mevcut finansal durumu, yönetimi, faaliyetleri, strateji ve politikaları, geleceğe ilişkin hedef ve planları ile ilgili bilgilenmesi anlamına gelmektedir. İşletmenin sır saklama hakkı ise, işletme ile ilgili tüm bilgilerin işletmenin faaliyetlerini aksatmayacak ve rekabet gücünü zayıflatmayacak şekilde toplanmasının, kullanılmasının ve açıklanmasının kontrolünü elinde tutması anlamına gelmektedir (Borgia, 2005). Şeffaflık ilkesi bağlamında işletmelerin kamuyu aydınlatmalarının geliştirilmesi, işletme ile menfaat ilişkisi bulunan bütün kesimlere bilgi akışının sağlanması ve hızlandırılması amaçlanmıştır (Paslı, 2005).

Bir bilginin ticari sır niteliğinde olup olmadığını belirlemek için çoğu ülke “geçerlilik” ve “önem derecesi” kavramlarına başvurmaktadır. Buna göre geçerli ve önemli bilgi, ekonomik kararları etkileyebilecek niteliğe sahip olan bilgidir. Bu çerçevede şirketlerin, açıklama yapmanın yatırım kararıyla ilgili tam bilgilendirme ve yatırımcıyı yanlış yönlendirmekten kaçınmak açısından zorunlu olduğu durumlar hariç olmak üzere, ticari sır niteliğindeki bilgileri açıklamaları beklenmemektedir (OECD, 2004).

Şirketin pasif olarak rol oynadığı “eski şeffaflık” kavramı, kurumsal yönetim uygulamaları çerçevesinde yerini “yeni şeffaflık” kavramına bırakmaktadır. Kurumsal şeffaflık, şirket ile ilgili gerçeklerin diğerleri tarafından bilinmesine izin vermektir. Bu bakış açısı, şeffaflık uygulamalarında şirketin pasif rolüne işaret etmektedir. Son yıllarda şeffaflık kavramı “aktif açıklama” (active disclosure) olarak ifade edilen yeni bir anlam içermektedir. Diğer bir deyişle, yeni şeffaflık kavramı hareket içermekte ve şirketlere yeni sorumluluklar yüklemektedir. Yeni şeffaflık kavramı, sadece, gerçeğin diğerleri tarafından bilinmesine izin verilmesi değil, şirket ile ilgili gerçeklerin tüm menfaat sahiplerine açıklanmasını gerektirmektedir (Poroy Arsoy, 2008).

Yönetim kurulu, hissedarlara karşı şeffaflık ve şirket içinde şeffaflık olmak üzere iki yönlü şeffaflıktan sorumludur. Hissedarlara karşı şeffaflık şu şekilde sağlanabilir (Uyar, 2004):

- Hissedarlar için karşılaştırılabilir, kapsamlı, kurallara uygun, güvenilir, tutarlı, anlaşılır, tarafsız ve ülkeye özel konuları kapsayan kaliteli bilgiler sağlanmalı, uzun vadeli çıkarlar gözetilmeli
- Dürüst, açık, zamanında, tarafsız ve tüm paydaşlar tarafından kolay erişilebilen, yüksek kaliteli iletişim sağlanmalı,
- Yönetim Kurulu ve üst yönetim sorumluluk üstlenmeli ve hesap verebilir olmalıdır.

Günümüzde finansal piyasalarda artık etik bir zorunluluk olarak kabul edilen şeffaflık, uluslararası finansal sistemlerin yapılanmasında ve bu sistemlerde yer alan ulusal ve uluslararası kuruluşların daha etkin ve daha rekabetçi olarak faaliyetlerini sürdürmelerinde, giderek daha fazla önem kazanmaktadır. Özellikle son yıllarda, uluslararası piyasalarda kurumsal yönetim uygulamaları çerçevesinde önemini artıran şeffaflığın, halka açık şirketler tarafından benimsenmesi bir zorunluluk haline

gelmiştir. Şeffaflığın benimsenmesi ve artırılması çabaları, sadece şirket düzeyinde değil, finansal raporlama sürecinde yer alan tüm taraflarca yürütülmektedir. Sermaye piyasalarında yaşanan küreselleşme olgusu çerçevesinde artan şeffaflık ihtiyacının, sadece finansal tablolarla giderilemeyeceği açıktır. Şirketler uluslararası alanda kabul görmüş kurumsal yönetim ilkelerinin benimsenmesi ile birtakım ek finansal ve finansal olmayan bilgileri de kamuya açıklamaktadırlar. Ancak bu bilgilerin, bir takım standartlar geliştirmek suretiyle, uluslararası bir formata sokulması, sermaye piyasalarında şeffaflığın artırılması için önemli bir adım olacaktır (Poroy Arsoy 2008).

Ülkemizde sermaye piyasalarında kamu düzenlemeleriyle bilginin sağlanması ve şeffaflığın artırılması, Sermaye Piyasası Kurulu (SPK)'nın düzenlemeleriyle gerçekleştirilmektedir. Bu aşamada finansal piyasalarda şeffaflaşmanın yararlarının anlatılması yerinde olacaktır.

2.2 Şeffaflığın Faydaları

Piyasa mekanizması ticari ve finansal riskleri etkin bir şekilde ele alan firmaları ödüllendirmektedir. Ekonomi teorisi, artan şeffaflık kavramını desteklemekte ve daha fazla bilginin ekonomide kaynakların dağılımını ve etkinliğini sağlayacağını iddia etmektedir (Vishwanath and Kaufmann, 2001).

Etkin bir bilgi açıklama sistemi, sermayeyi çekmeye ve sermaye piyasalarında güveni korumaya yardımcı olurken, şirketlerin piyasa bazında denetiminin önemli bir dayanak noktasını oluşturmaktadır. Gerek kamuya yapılan açıklamaların yetersizliği, gerekse şeffaf olmayan uygulamalar, etik olmayan davranışlara ve piyasa güvenilirliğinin azalmasıyla; şirket, hissedar ve ekonominin genelinin zarar görmesine neden olabilmektedir. Yetersiz ve muğlak bilgi, piyasaların işlemesine engel olabileceği gibi, sermayenin maliyetini yükseltebilmekte ve kaynakların yetersiz dağılımına yol açabilmektedir (OECD 2004).

Şeffaflığın sağlanması, paydaşların bilgi ihtiyacının karşılanması ve şirketin piyasa etkinliği ile yatırımcı güveni artabilecek, bilgi asimetrisi ve piyasalardaki fiyat oynaklığı azalabilecektir (Board v.d., 2002);

- **Şeffaflık şirketin piyasa etkinliğini artırır:** Yüksek düzeyde şeffaflık, tüm menfaat sahipleri için daha fazla kullanılabilir bilgi anlamına gelmektedir. Çünkü menfaat sahipleri ellerindeki sınırlı bilgiyi inceleyerek şirketi değerlendirmek yerine, alacakları kararlarla ilişkili daha fazla bilgiyi inceleyerek şirketi değerlendirirler. Bu durum o şirketin pay senetlerinin gerçek değerine ulaşmasına olanak sağlayacaktır.
- **Şeffaflık yatırımcı güvenini artırır:** Şirket hakkındaki bilgilerin zamanında ve doğru iletilmesi yatırımcıların gerek sermaye piyasalarına gerekse o şirketin pay senetlerine karşı güvenlerinin artmasına yol açmaktadır. Ayrıca, şirketle ticari ilişkide bulunan diğer kişi ve kurumların da şirket hakkındaki güven duygularının gelişmesine yol açarak, onların da gerçekçi kararlar almalarını sağlayacaktır.
- **Şeffaflık bilgi asimetrisini azaltır:** Tam şeffaflığın sağlanamaması durumunda şirkete yakın kişi ve gruplar, diğer menfaat sahiplerinden daha fazla bilgiye sahip olurken, tam şeffaflığın sağlanmasıyla tüm menfaat sahiplerine bilgiye eşit erişim olanağı sağlanmış olur. Böylece bilgi asimetrisi azalmış olur.
- **Şeffaflık piyasalarda şirkete ait pay senedinin fiyat oynaklığını azaltır:** Şeffaflığın artması şirket hakkında gerçek bilgilerin ihtiyaç sahipleri tarafından temin edilebilmesine, böylece karar vericilerin tutarlı davranmalarına yol açar. Şirkete ait pay senetlerine olan arz ve talep dengesi belirli fiyat aralığında kalarak aşırı oynaklık azalır. Bu durum, pay senetlerine yönelik spekülasyon hareketleri engeller. Piyasa ve yatırımcı güveni üzerinde olumlu katkı sağlar.

Gelişmiş ülkelerde, şeffaflığı finansal düzenlemelerdeki temel unsurlardan birisi olarak kabul etme eğilimi görülmektedir. Serbest piyasa ekonomisinin işleyişini sağlayan fiyat mekanizmasının, bu işlevini gerçekleştirebilmesi için bilginin tam ve ulaşılabilir olması gerekmektedir. Bu nedenle finansal piyasalarda şeffaflığın sağlanarak, bilginin ulaşılabilir kılınması büyük önem arz etmektedir. Bilgi problemi sermaye piyasalarında kaynakların etkin dağılımına da engel olmaktadır.

Şeffaflaşma bu problemin azaltılmasında da önemli bir rol oynamaktadır (Healy ve Palepu, 2000).

Şeffaflık, sermaye piyasalarında finansal istikrar için gerekli bir unsurdur. 2008 yılında yaşanan küresel finansal krizde olduğu gibi şeffaflık uygulamalarının eksikliği, finansal istikrar ve bütünlüğü olumsuz olarak etkileyebilmektedir. Şeffaflık uygulamaları ile birlikte, serbest piyasa mekanizması bilgi akışını firmalardan yatırımcılara erken ve etkin bir şekilde aktararak disiplini sağlamaktadır. Buna ilave olarak şeffaflık, belirsizlik zamanlarında piyasa oyuncularına bilgi sağlayarak piyasaların istikrarına katkı sağlar ve açıklanmış politikaların etkinliğine yardımcı olur. Zamanında kamuya yapılan bilgilendirme, piyasada yaşanabilecek krizlerin maliyetini azaltır ve karar vericilerin piyasada yaşananlar hakkında daha fazla bilgi sahibi olmasını sağlar.

Sonuç olarak, şeffaflık paydaşların bilgi ihtiyacının karşılanması ve şirketin piyasa etkinliği ile yatırımcı güveninin artmasına katkı sağlar. Bilgi asimetrisini ve piyasalarda şirkete ait pay senedinin fiyat oynaklığını azaltır. Yatırımcıların iyi firmalardan kötü firmaları ayırt edebilmelerine ve yatırım kararlarını vermelerine yardım etmek suretiyle, finansal krizler zamanında daha kırılgan firmaları tespit edebilmelerine olanak sağlar.

2.3 Şeffaflık Kapsamında Bilginin Taşınması Gereken Özellikler

Şeffaflık ile ilgili yapılan tüm tanımlamalardan görüldüğü üzere, şeffaflık ve kamuyu aydınlatmada en önemli unsur bilgidir. Yapılan tüm çalışmalar, düzenlemeler ve uygulamalar hangi bilgilerin, hangi standartta ve hangi yollarla kamuya paylaşılması gerektiğine yöneliktir. Bu nedenle öncelikle şeffaflık kapsamında sunulacak bilginin nasıl olması, hangi özellikleri taşıması gerektiğinin üzerinde durulması yararlı olacaktır.

Bilginin doğru olması, tüm menfaat sahipleri açısından kullanılacak bilginin kapsamlı ve güvenilir olarak sunulmasını sağlayacak ilgili verileri ifade etmektedir. Kapsamlı veriler, şirketin sahiplik yapısı, performansı ve yönetimi ile ilgili tam bilgi sağlayan verilerdir (Bandsuch v.d., 2006). İlgili veriler, menfaat sahiplerinin elde etmek isteyecekleri bilgilerin sunulmasını sağlayan verilerdir. Bilginin erişilebilir olması tüm

menfaat sahiplerinin çıkarlarının korunması için, bilgilere bu kişilerin eşanlı, eşit bir biçimde ve kolaylıkla erişmesi olarak ifade edilir. Bilginin açık olması ortalama bir menfaat sahibinin elde ettiği bilgiyi anlayabilmesi, önemini kavrayabilmesi ve buna göre hareket edebilmesidir. Bu yüzden bilginin aynı zamanda açık olması da gerekmektedir.

Bilgi akışının sağlanmasında her türlü iletişim kanalından yararlanılabilmesi gerekmektedir. Bilgi kullanıcılarının eğitim ve beceri düzeyleri, sunulan bilginin, kullanım ve yorumlamalarında farklılıklar meydana getirecektir. Burada önemli bir husus da bilginin eşit koşullarda sağlanmasıdır.

Kavramsal çerçevede şeffaflık uygulamalarında bilginin niteliksel özelliğinin belirlenmesi gerekmektedir. Bununla birlikte şeffaflık kapsamında açıklanacak bilgilerin tüm paydaşlar için anlaşılabilirlik, ihtiyaca uygunluk, güvenilirlik, karşılaştırılabilirlik ve maddesellik özelliklerini taşıması gerekmektedir (Poroy Arsoy, 2008) (TBB, 2002).

- **Anlaşılabilirlik:** Bilginin anlaşılabilir olması için;

- Maddi önemi olan bilgi uluslararası kabul görmüş standartlara uygun şekilde hazırlanmalı
- Periyodik olarak zamanında yayımlanmalı,
- Mali tablolar, şirketin bilanço içi ve dışı bütün işlemlerini kapsamalı,
- Muhasebe politikaları ile yöntemleri tutarlı olarak uygulanmalı ve uygulamalarda yapılan değişiklikler etkileri ile birlikte açıklanmalı,
- Risklerin yönetilmesinde kullanılan stratejiler hakkında bilgi verilmeli,
- Şirketler etkin iç kontrol sistemleri kullanmalı,
- Mali tablolar bağımsız denetçiler tarafından gözden geçirilmelidir (Working Group 1988).

- **Uygunluk ve Zamanlama:** Bilginin doğru karar almada faydalı olması için karar verme süreciyle ilişkili olması gerekmektedir. Bilgi, karar alıcılara beklenen riskleri, yatırım yapıldığında elde edilecek getirileri, borç verme ya da şirket ile ilgili diğer riskler ile şirketin gelecekteki performansını ve durumunu gösterdiği zaman anlam kazanmaktadır. Ayrıca, bilginin zamanında olması da gerekmektedir. Şirketin risk

profili ve yönetimi ile performansı hakkında doğru bir bakış açısı yakalamak için bilgi düzenli aralıklarla ve zamanında sağlanmalıdır.

- **Güvenilirlik:** Bilgi aynı zamanda güvenilir olmalıdır. Bu nedenle işlemlerin ihtiyatlı, açıkça ifade edilmiş, maddi açıdan eksiksiz ve hatasız sunulması gerekmektedir. Bununla birlikte, güvenilirliği sağlayan yöntemlerden birisi olan dış denetim, bilginin elde edilmesini geciktirmektedir (Özbay 2007).

- **Karşılaştırılabilirlik:** Gözetim ve denetim otoriteleri ve karar alıcılar bilginin kurumlar, ülkeler ve zaman içerisinde karşılaştırılmasına ihtiyaç duymaktadırlar. Bu durum şirketlerin uygun muhasebe politika ve yöntemleri ile tek düzen ilke ve yöntemlerinin kullanılması anlamına gelmektedir. Ayrıca, muhasebe politikaları değiştiği zaman, bu değişiklikler ve etkileri yayınlanmalıdır. Bilginin ülkeler arası karşılaştırılabilmesi, karar alıcılara diğer şirketlerin mali durumunu ve performansını gösterme imkânı sağlamaktadır(TBB 2002). Dönemler itibariyle yapılması, şirketin durumu ve performansı için gereklidir. Mali durum ve performansla ilgili eğilimlerin belirlenmesini kolaylaştırmak için, bir veya daha önceki dönemlerle ilgili karşılaştırmalı rakamlar mali raporlarda yer almalıdır.

- **Maddesellik:** Şirketler mali raporlarında her kalemi ayrı ayrı göstermeli veya açıklamalıdır. Bilginin maddesel özelliği, hata yapıldığında veya yanlış ifade edildiğinde, bilgiden yararlananların kararlarını değiştirmesi veya etkilemesiyle ilgilidir. Maddesel olmadığı için bilgilendirme yapılmayan bilgi, kurum içinde risk yönetimi amacıyla veya gözetim değerlendirmelerinde kullanılabilir(Özbay 2007, TBB, 2002).

2.4 Şeffaflığın Sağlanmasında Bilginin Önemi

Literatürde konuyla ilgili yapılan çalışmaların çoğu, şeffaflık ile ilgili düzenleme, uygulama ve bilgilerin, hangi formatta, hangi araçlarla ve hangi sıklıkta kamuya sunulması gerektiğini belirlemeye yöneliktir.

Piyasa mekanizması, risklerini etkin bir şekilde yöneten şirketleri ödüllendiren, risk yönetimi yetersiz ve ihtiyatsız olanları da cezalandıran bir disiplin anlayışına sahiptir. Bununla beraber piyasa disiplini ancak, karar alıcıların şirket faaliyetleri ile bu faaliyetlerin riskleri konusunda zamanında ve güvenilir bilgi temin etmeleri suretiyle

sağlanabilir. Bu nedenle şirketlerin piyasa gelişmelerine ve kendi faaliyetlerinin karmaşıklığına göre piyasalara yeterli ve anlamlı bilgi sunmaları gerekir.

Sağlam ve iyi yönetilen şirketlerin, mali konumu, performansı, riski yönetme ve kontrol etme yeteneği hakkında kapsamlı, kesin, eksiksiz ve zamanında bilgi sunmaları teoriye göre avantajlı duruma geçmelerine neden olmaktadır. Bu nitelikteki şirketler, piyasadaki diğer şirketlere göre daha etkin olarak sermaye piyasalarını kullanmaktadırlar.

Bilgi akışındaki düzensizlikler, piyasalarda krizlerin daha sık oluşmasına neden olmaktadır. Bilgilendirme sürdüğü müddetçe piyasa mekanizması disiplini daha erken ve etkin çalışabilir. Bilgilendirmelerin zamanında yapılması piyasalarda yaşanan krizlerin şiddetini azaltmaktadır. Çünkü düzenli yapılan bilgilendirmelerle karar alıcılar mevcut durum hakkında bilgi edinmekte ve bu bilgilere göre karar vermektedirler.

2.5 Şeffaflığın Önündeki Engeller

Piyasaların istenilen bilgiyi istenilen oranda ve istenilen zamanda paylaşma konusunda isteksiz oldukları görülebilmektedir. İhtiyaç duyulan bilginin bilgiyi sunanlar tarafından toplanması, tasnif edilmesi ve daha sonra da kamuoyuna duyurulması, beraberinde birtakım maliyetlerin ortaya çıkmasına neden olacaktır. Bu noktada bilgi sağlayanlar, kamuoyu bilgilendirmelerinden sağlayacakları marjinal yararlar bunun marjinal maliyeti arasında bir denge kurmaya çalışacaklardır ki bu da tamamen şeffaf olmak yerine daha az şeffaf olunmasının tercih edilmesine yol açabilmektedir. Maliyetlerdeki bu artışın bilgiyi kullanacak olanlara aktarılması şeffaf olmanın doğasına aykırıdır. Çünkü kararlardan etkilenenlerin beklentisi karar alıcılarca karşılanması gereken bir koşul halini almaktadır (Karan ve Karaçabey, 2003).

Bilginin kamuoyuna açıklanmaması için bazı stratejik nedenler etkili olabilmektedir. Kamuya açıklanmayan veya kamuoyunun bilgisine sunulmayan bilgiden, kar elde etme ihtimali bulunmaktadır. Stratejik olarak birbiriyle bağlantılı firmaların olması durumunda, daha fazla bilginin açıklanması rekabet avantajının kaybolmasına ve sonuçta firma karlılığının azalmasına neden olabilir. Açıklanan bilgi şirketlerin piyasada rekabet güçlerini azaltıcı ve rakiplerine avantaj sağlayacak nitelikteyse bu

bilgi üçüncü kişilerce paylaşılmak istenmeyecektir (TBB 2002) (Karan ve Karaçabey, 2003).

Son olarak, sektör veya ekonomi içindeki karşılıklı ilişki içindeki şirketlerin varlığı, şirketlerden biri için ulaşılan sonuçların, diğerleri için de kullanılmasına imkan verebilmektedir. Teorik çalışmalara göre bu durumda bilginin yayılması ekonomik verimliliği tehlikeye sokabileceği gibi girişimcilerin ve firmaların sosyal olarak uygun olan bilgi seviyesine ulaşmalarına engel oluşturabilir (Tuzcu, 2004).

2.6 Şeffaflığın Arttırılmasında Düzenlemeler

Sermaye piyasalarında yapılan düzenlemelerin en temel iki amacı yatırımcının korunması ve piyasa etkinliğinin artırılmasıdır. Bilginin kamuoyuna zamanında ve doğru aktarılması ile yatırımcıların korunması ve piyasaların düzgün işleminin sağlanması amaçlanmaktadır. Kamuya bilgilerin doğru aktarılması ile mevcut ve potansiyel yatırımcılara şirket yönetimi ve performansı hakkında bilgi iletilmekte, yatırımcıların bu bilgiler ışığında hareket etmesi sağlanmaktadır.

Kurumsal şeffaflık uygulamalarında genel yaklaşım, standartlar oluşturulduktan sonra piyasa disiplini içinde bunlara uyumun sağlanmasının beklenmesidir. Esasında piyasa disiplini, sağlam ve iyi yönetilen şirketlerin bilgi sahibi ve rasyonel davranan karar alıcılarla daha iyi koşullarda işlem yapması esasına dayanmaktadır. Kamuoyu bilgilendirmeleri ile piyasa disiplininin daha çabuk ve etkin çalışması sağlanmakta, böylelikle şirketler ihtiyatlı ve etkin bir şekilde çalışmalarını için teşvik edilmektedir (TBB, 2002).

Toplumda şirket faaliyetlerinden etkilenen tarafların varlığı, yasal otoriteleri bu grupların haklarını korumak amacıyla birtakım standart ve kurallar oluşturmak ve bu düzenlemelere uygunluğu denetlemeye yöneltmektedir (Tuzcu, 2004). Daha önce de değinildiği gibi şeffaflığın birtakım maliyetleri de vardır. İşte bu durumda düzenleyici otorite şeffaflığın faydaları ile maliyetleri arasında bir denge kurmalıdır. Şeffaflığın arttırılması konusunda atılacak adımların belki de en başında her sektörde iyi yönetim standartlarının uygulanması ve yönetimde şeffaflığın arttırılması esası gelmektedir (TTBB, 2002).

Şeffaflığın artırılması için yasal düzenlemeler yapılması tek başına yeterli olmamaktadır. Bu yasal düzenlemelere şirketlerin uyum göstermesi de gerekmektedir. Bazen yasal düzenlemelere gerekli hassasiyet gösterilmemekte veya gösterilememektedir. Şeffaflık sonucunda şirketler bir fayda elde ediyorsa yasal düzenlemelere uyum sağlamaya devam edeceklerdir. Ayrıca şirketlerin mevcut mevzuata ne derece uyduklarının, bağımsız kurum ve kuruluşlar tarafından denetlenmesi de şeffaflığı güçlendirecektir.

Bu süreçte, öncelikle şeffaflığın artırılmasının ekonomik faydanın artmasını sağlayıp sağlamayacağı konusu netleştirilmeli ve eğer şeffaflığın artırılmasının gerekli olduğuna karar verilmişse kamuya açıklanacak bilgilerin niteliğinin belirlenmesi ve bu bilgilerin hangi kurumlarca ve nasıl açıklanacağına ilişkin yükümlülükler tespit edilmelidir. Son aşamada ise düzenleyici politikalar ve kurumsal altyapı, ilgili piyasanın koşullarına göre şekillendirilmeli, bu kapsamda muhasebe politikaları dâhil tüm kamuyu aydınlatma uygulamalarının nihai hedef olarak sunulan bilginin güvenilirliğini artırmaya, geliştirilmesine yönelik gereken özen gösterilmelidir (Vishwanath ve Kaufmann, 1999).

Piyasadaki bilginin arttırılmasına yönelik olan çözüm önerilerinden, kamu düzenlemeleri yoluyla finansal piyasalarda şeffaflığın artırılarak piyasa disiplininin sağlanmasının son dönemde ön plana çıktığı görülmektedir. Şeffaflığın arttırılmasına yönelik uygulanabilecek mekanizmalar aşağıda özetlenmektedir.

2.6.1 Kamuyu Aydınlatma Yaklaşımı

Firmalar için kurumsal şeffaflığın sağlanabilmesi adına kullanılan düzenlemelerden kamuyu aydınlatma yaklaşımı, mevcut ve potansiyel yatırımcılara şirket performansı ve kurumsal yönetimi hakkında bilgi iletme yöntemidir. Bilgileri yatırımcılar açısından güvenilir kılmanın en etkin yollarından biri yasal olarak zorunlu kamuyu açıklama yükümlülükleri getirmek ve bunlara uymayanlar için de yaptırım mekanizmaları öngörmektir. Gelişme süreçlerini tamamlamamış sermaye piyasalarında bu kadar önemli bir konunun sadece gönüllü uygulamalara terk edilmesi mümkün değildir. Bu sebeple dürüst çalışan şirketler ile çalışmayan şirketler arasında ayırım yapılabilmesine imkan verecek şekilde yasal düzenlemelerle desteklenmiş, kamuyu aydınlatma mekanizmalarının ve etkin denetim süreçlerinin geliştirilmesi bir zorunluluktur (Schuster, O'Connel, 2006).

Tekinalp (1979)'a göre “Kamuyu aydınlatma ortaklık pay sahipleri ve alacaklarının çıkarlarını korumaya ve haklarını bilinçli ve etkili bir şekilde kullanmaya yardım eden; gelecekteki pay ve tahvil sahiplerinin ve sermaye piyasasının diğer ilgililerinin aldatılmalarını önleyip, ortaklık yararına kazanılmalarını sağlayan; özel ekonomik gücün, milli ekonominin gereklerine ve faydasına uygun çalışmasını gerçekleştiren; gerek iç gerek dış denetimi kapsamı içine alan ilkelerin tümüdür” (Tekinalp, 1979).

Kamuya açıklanan bilgiler genellikle mali tablolar ve önemli değişiklikleri kapsayan özel durum açıklamaları olarak iki grupta toplanmaktadır. Piyasaları ilgilendirebilecek bilgilerin kamuya açıklanmasında önemli bir role sahip olan borsalar ve düzenleyici kurumlar, piyasa katılımcılarının doğru ve güvenilir bilgilere eşit şekilde, zamanında ulaşmasını sağlamak amacıyla ayrıntılı düzenlemeler yapmaktadırlar (İMKB Araştırma Müdürlüğü, 2006).

Sermaye piyasalarında da yatırımcıların şirketlerin mali, idari ve diğer faaliyetleri ile ilgili bilgileri en doğru biçimde almaları, sistemin etkinliği açısından çok önemlidir. Gerçek ‘kötü haber’ de olsa mutlaka kendi talebini yaratacaktır. Zira finans teorisi de bize bunu söylemektedir. Biliyoruz ki bazı yatırımcılar riskten kaçınırken bazıları daha fazla risk almaya meyillidirler. Bu, yatırımcıların sermaye piyasalarından getiri beklentileri ile doğru orantılıdır. Gerçek durumu yatırımcısına zamanında aktaran şirketler riskli projelere de finansman sağlamada daha az maliyet yükleneceklerdir. Önemli olan kamuoyunda güven unsurunun yerleşmesidir (Özbay, 2007).

Türkiye’de sermaye piyasalarının gözetiminden sorumlu SPK, 1990’lı yılların başında “Kamuyu Aydınlatma Yaklaşımı”na geçmiştir. Ülkemizdeki sermaye piyasası düzenlemelerinde esas amaç yatırımcıların korunması olarak belirlenmiştir. Sermaye piyasasında yatırımcının korunması ile amaçlanan piyasanın olağan pozisyon riski ve fiyat düşüşleri sonucunda ortaya çıkan zararların karşılanması değildir. Asıl amaç; doğrudan finansman biçiminin hâkim olduğu sermaye piyasasına yatırım yapmış ve yapacak yatırımcıların, alacakları yatırım kararlarını etkileyen bilgileri tam, zamanında ve doğru edinmelerini sağlamak ve yatırımcıların varlıklarını bu piyasada faaliyet gösteren aracı kuruluşların mali risklerine karşı korumaktır (Sayar, 2003).

Kamuyu aydınlatmanın, sermaye piyasalarının gelişimi açısından önemi şu şekilde özetlenebilmektedir: (Bushman ve Simith, 2001).

- ✓ Kamuyu aydınlatma, yatırımcıların korunması için güçlü bir araçtır. Sermayenin çekilmesine ve piyasalara olan güvenin artırılmasına yardımcı olur.
- ✓ Zayıf kamuyu aydınlatma, sermaye piyasalarında etik olmayan davranışlara ve piyasa bütünlüğünün bozulmasına neden olur. Bu durum sadece şirketlere değil, bir bütün olarak ekonomiye de zarar verir.
- ✓ Açık olmayan ve yetersiz bilgiler sermaye piyasasının işleyişine zarar vererek sermaye maliyetini artırabilir.
- ✓ Güvenilir ve zamanlı bilgi, şirket bünyesindeki karar alıcıların güvenini artırır ve doğrudan büyümeyi ve karlılığı etkileyen başarılı şirket kararları almalarını mümkün kılar.
- ✓ Açıklanan bilgiler, şirketin hisse senedi fiyatına yaptıkları doğrudan etkinin yanında, şirket dışındaki karar alıcıların (menfaat sahipleri, yatırımcılar ve borç verenler), şirket ile ilgili bilgi toplama inisiyatiflerine etki ederek fiyatı dolaylı olarak da etkiler.
- ✓ Açıklanan bilgilerin niteliği ve niceliği arttıkça, şirketin değeri hakkındaki belirsizlikler ortadan kalkar.
- ✓ Daha kaliteli kamuyu aydınlatma ile şirket daha uzun dönemli yatırımcıları çekebilir, daha geniş anlamda analiz imkânı sağlanır, yönetimin kredibilitesi ve hesap verebilirlik düzeyi artar.

Kamuya aydınlatma yaklaşımına ilişkin olarak, işletmeler finansal durumunu ve faaliyet sonuçlarına ilişkin bilgilerin açıklanmasını iki farklı şekilde gerçekleştirilebilir. Bunlar zorunlu kamuyu aydınlatma sistemleri ve gönüllü kamuyu aydınlatma sistemleridir.

2.6.1.1 Zorunlu Kamuyu Aydınlatma Sistemleri

Zorunlu kamuyu açıklama en basit şekliyle “Temel bilgilere eşit olarak ulaşmayı sağlayan kurallar” olarak tanımlanmıştır; (Wong, 2001). Bu tanımlamada, zorunlu kamuyu aydınlatma ile yapılan açıklamaların muhasebe bilgi kullanıcılarının tümüne eşit şartlarda ulaşma imkanı sağlayan ve düzenlemelerle belirlenmiş olan kurallar

bütünü olarak belirtilmiştir. Kamu adına düzenlemeler yapan otoritelerce, yasal olarak belirlenmiş olan bilgilerin, işletme yöneticileri tarafından açıklanması zorunlu kamuyu aydınlatma olarak tanımlanabilmektedir. Zorunlu kamuya aydınlatma uygulamalarıyla, tüm halka açık firmalar arasında, bilgilerin açıklanması konusunda eşitlik sağlanmış olur. Zorunlu aydınlatma kapsamındaki bilgilerin çoğu, işletmelerin finansal tablolarına dayanan verilerdir (Çelik, 2002).

Zorunlu kamuyu aydınlatma sistemlerinin en önemli avantajı, kamu otoritesine piyasa katılımcılarının uyacakları asgari standartları belirleme imkânı sunmasıdır. Eğer sermaye piyasalarını düzenlemekle görevli kamu otoritesinin birinci önceliği “yatırımcının korunması” ise, kurumsal yönetim sistemlerinde de yer alan bu amaca ulaşmanın yollarından biri ve belki de en geçerlisi zorunlu düzenlemeler yapmak suretiyle etkin bir koruma mekanizması oluşturmaya çalışmaktır. Asgari ilkelerin belirlendiği bir kurumsal yönetim sistemi, yatırımcılar açısından şirketleri değerlendirmek bakımından temel bir çerçeve sunarken, gönüllü sistemler bu bağlamda ilkeleri kimin ne kadar uyguladığının yeterince bilinmemesi veya olası uygulama farklılıkları nedeniyle yatırımcının korunması ve şirket yönetiminin etkinleştirilmesi amaçlarına ulaşmada asgari bir garanti sağlamaktan uzak olacaktır (Anad, 2005).

2.6.1.2 Gönüllü Kamuyu Aydınlatma Sistemleri

Gönüllü kamuya açıklama; sermaye piyasası kanunu ve genel kabul görmüş muhasebe standartlarının, açıklanmasını zorunlu tuttuğu bilgiler dışında kalan, firmaya ilişkin bilgilerin, firmanın karar vereceği bir açıklama stratejisi ile isteğine bağlı olarak kamuya açıklanmasıdır. Gönüllü kamuyu aydınlatma, kamu otoritelerince koyulan yasal düzenlemelerin dışında işletmelerin ilgili taraflara kararlarında yardımcı olacak bilgi sağlanması olarak ifade edilebilir (Durukan 2003).

Gönüllü kamuyu aydınlatmanın zorunlu kamuyu aydınlatmadan en önemli farkı, gönüllü kamuyu aydınlatmada işletmelerin diledikleri bilgileri, diledikleri kadar, diledikleri şekilde ve diledikleri zamanda açıklayabilmeleridir. Oysa zorunlu kamuyu aydınlatmada, düzenleyici kamu otoriteleri tarafından açıklanması gerekli olan bilgilerin neler olduğu, nasıl sunulması gerektiği ya da ne zaman bu bilgilerin açıklanacağı en ince ayrıntısına kadar belirlenmiştir.

2.6.2 Muhasebe ve Finansal Raporlama Standartları

Kurumsal şeffaflığın sağlanabilmesi adına kullanılan mekanizmalardan bir diğeri de muhasebe ve finansal raporlama standartlarıdır. Bu amaçla eldeki mevcut bilgilerin kamuya sunulmasının yanı sıra bu bilgilerin tam, doğru, konu ile alakalı ve istenildiği zamanda erişilebilir olması da gereklidir. Buradaki bilginin kalitesi, hangi standartlara uygun olarak derlendiğine ve açıklandığına bağlıdır. Muhasebe ve denetim standartlarının belirlenmesi bu bakımdan önemlidir. Bu sebeple şirketlerin finansal durumlarının, faaliyetlerinin eşit koşullarda değerlendirilmesine imkan verecek muhasebe ve finansal raporlama standartlarına sahip olması gerekir.

Sermaye piyasalarında yaşanan küreselleşme olgusu ile birlikte, şeffaflık uygulamalarına duyulan ihtiyaç artmış ve finansal tablolar bu ihtiyacı tek başına karşılamakta yetersiz kalmıştır. Günümüzde şirketler uluslararası piyasalarda kabul görmüş bazı ilkeleri benimsemekte ve bir takım ek finansal tablolar çıkararak bu eksikliği gidermeye çalışmaktadırlar. Uluslararası arenada kabul edilmiş finansal raporlama standartlarının oluşturulması ve bu standartların uygulanması, finansal tabloların ve bu tablolar aracılığıyla kamuya açıklanan bilgilerin güvenilirliğini ve karşılaştırılabilirliğini artırmak suretiyle şeffaflığı arttırmaktadır (Poroy Arsoy, 2008).

2.6.3 Bağımsız Denetim

Kurumsal şeffaflığın sağlanması için kurulan mekanizmalardan bağımsız denetim, şirketlerin yıllık finansal tablo ve diğer finansal bilgilerinin, kamu otoritelerince belirlenmiş kriterlere uygunluğu ve doğruluğu hususunda yapılan denetimdir. Bu nedenle bağımsız denetim, şirket tarafından kamuya açıklanan tüm bilgilerin doğruluğunu denetleme ve olası yanlış uygulamaların önüne geçme adına önemli bir görevi yerine getirmektedir.

Bağımsız denetim, toplum nezdinde itibar edilen bağımsız kuruluşlarca şirketlerin denetlenmesi ve bu denetimin neticesinde bir denetim raporunun kamuya açıklanması süreci olarak değerlendirilebilir. Bu bağlamda bağımsız denetim süreci, muhasebe ve finansal raporlama uygulamalarının herhangi bir kamu otoritesince incelenmesi ya da denetlenmesi sürecinden çok daha etkindir (Gilson, 2000).

Bağımsız denetçi görüşünün finansal tablolarla birlikte kamuya açıklanması, şirket yönetiminin muhasebe standartlarını daha basiretli şekilde uygulamasını teşvik etmek suretiyle, kaliteli finansal tablo hazırlanması sürecine katkıda bulunmaktadır (Pirgaip 2005). Şirketin finansal tablolarının bağımsız kuruluşlar tarafından denetlenmesi, açıklanan bu bilgileri kullanıcılar açısından güvenilir kılarak, şeffaflığın artırılmasına katkıda bulunmaktadır. Bu elbette sadece şirket ortakları için değil şirketle ilgili tüm menfaat sahipleri için istenilen bir sonuçtur (Derin, 2006).

2.6.4 İç Kontrol ve Risk Yönetimi

Şeffaflığın arttırılmasına katkıda bulunmak üzere geliştirilen iç kontrol sistemi, kurumun faaliyetlerine değer katmak ve geliştirmek amacıyla tasarlanmış, bağımsız, tarafsız, güvence sağlama ve danışmanlık faaliyetidir. Ayrıca şirketlerin iyi bir iç kontrol sistemine sahip olmaları bağımsız denetim kalitesini de olumlu yönde etkilemektedir (Derin, 2006). Risk Yönetimi, kontrol ve yönetim süreçlerinin etkililiğini, sistematik ve disiplinli bir yaklaşımla değerlendirip, geliştirerek kurumun hedeflerine ulaşmasına yardımcı olur (Uzun, 2004).

İç kontrol ve risk yönetimi ile ilgili yapılan tanımlar dikkate alındığında, iç kontrol faaliyetinin diğer denetim faaliyetlerinden en büyük farkı, sağladığı güvence ve danışmanlık faaliyetlerini bir arada yürütmesidir. İç denetim, yönetimin bir parçası olduğu halde, fonksiyonel anlamda bağımsızlığa sahip bir mekanizma olarak faaliyette bulunmakta ve bu nedenle kurum ve kuruluşlarda yönetsel hesap verebilirlik müessesesinin yerleşmesine çok büyük katkı sağlamaktadır. Etkin işleyen iç kontrol sistemlerinin bir bileşeni de şirketin amaçlarına ulaşmasıyla ilgili olarak karşı karşıya olduğu risklerin belirlenmesi ve analizidir. İyi bir iç kontrol mekanizmasının varlığı, şirketin karşı karşıya olduğu risklerin etkin olarak yönetilmesini sağlamak suretiyle şeffaflığın artırılmasına katkıda bulunmaktadır (Solomon ve Solomon, 2005).

2.7 Kurumsal Şeffaflık ve Kamuyu Aydınlatma

Şeffaflık ve kamuyu aydınlatma, menfaat sahiplerinin haklarının korunması ile ilgili olan iki önemli konudur. Kurumsal şeffaflıkla ilgili şirket uygulamalarının yerine getirilmesi sürecinde, şeffaflık kavramının tamamlayıcısı olarak kamuyu aydınlatma kavramı karşımıza çıkmaktadır. Şirkette şeffaflık kültürü daha çok benimsendikçe,

açıklanan bilgilerin niteliği ve niceliği de artacaktır. Diğer yandan, özellikle sermaye piyasasını düzenleyici kurumlar tarafından açıklanması zorunlu bilgilerin formatı belirlendikçe, şirketlerin şeffaflık derecesi artacaktır (Cheung v.d., 2006).

Kurumsal şeffaflığın sağlanması adına tüm şirketlerin, kamunun aydınlatılması ile ilgili olarak bir bilgilendirme politikası oluşturmaları ve kamuya açıklamaları gerekmektedir. Bilgilendirme politikası, piyasa fiyatına etki edecek gelişmelerin ve kamuya yapılan açıklamalarda sonradan meydana gelen değişmelerin kamuya ve piyasaya hızlı şekilde duyurulması şeklinde olmalıdır. Bu bağlamda bilgilerin ne şekilde, hangi sıklıkla ve hangi yollardan kamuya duyurulacağı, yönetim kurulunun veya yöneticilerin basın ile hangi sıklıkta görüşeceği, kamunun bilgilendirilmesi için hangi sıklıkta toplantılar düzenleneceği, şirkete yöneltilen soruların yanıtlanmasında nasıl bir yöntem izleneceği vb. hususlar şirketler tarafından açıkça belirlenerek kamuya duyurulmalı ve uygulanmalıdır (Küçüksözen ve Küçükkocaoğlu, 2005).

Bununla birlikte, şirkette kamunun aydınlatılmasından sorumlu birimlerin veya kişilerin bulunması son derece önemlidir. Şirketler bünyelerinde böyle bir birim oluştururlarsa, bu birimler veya kişiler açıklayacakları bilgilerin iç ve dış paydaş gruplarına eşit şekilde ulaştırılmasına daha fazla dikkat edeceklerdir (SPK, 2005).

Şeffaflaşma ve kamuyu aydınlatma, halka açık şirketleri piyasa disiplinine alıştırmak hususunda etkili bir mekanizmadır. Bu nedenle, kamuya açıklanan mali tabloların, bilgi ihtiyacını karşılayacak derecede kapsamlı olması gerekmektedir. Çalışmalarda, şirketlerin riske maruz kaldıkları takdirde şeffaflığın artırılması yoluyla, piyasa disiplininin güçlendirilmesi ve mali istikrarın sağlanması tavsiye edilmektedir (TBB, 2002).

2.8 Kurumsal Şeffaflık ve Kurumsal Yönetim

Kurumsal yönetim; kurumsal sözleşme, kanunlar, resmi politika ve hukukun üstünlüğü ile tanımlandığı şekliyle, “bir şirketin hissedarları, yönetim kurulu ve yönetimi arasındaki ilişkiler sistemi veya zinciri” olarak ifade edilebilir. Kurumsal yönetim, şirketlerin amaçlarının belirlenmesi ve bu amaçlara ulaşma yolları ile performanslarının izlenmesinin önceden mümkün olmasını sağlayan belirli bir yapı veya program sunmaktadır. Kurumsal yönetim ayrıca ekonomik etkinlik ve

büyümenin geliştirilmesinde ve böylece ekonomik kalkınmayı da sağlayacak olan kilit belirleyici etmenlerden biri olarak da görülmektedir (OECD, 2004).

Kurumsal yönetim anlayışında yönetim kurulunun yapısı ve işleyişi, ortaklık yapısı ve etkileri, hissedarların hakları ve hissedarlarla ilişkiler, şeffaflık ve kamuyu aydınlatma önemli noktalardır ve kurumsal yönetimin temelini oluşturmaktadır (Özilhan, 2002).

OECD ve SPK'nın yayımlamış olduğu kurumsal yönetim ilkeleri içerisinde yer alan "kamunun aydınlatılması ve şeffaflık" ilkesi, şirketlerin pay sahiplerine yönelik bilgilendirme politikalarını oluşturmak üzerine kurulmuş olup, şirketlerin finansal durumu, performansı, ortaklık yapısı ve diğer maddi koşullar hakkında tüm pay sahiplerinin zamanında ve doğru bilgilendirilmesi bu ilkenin gereğidir. Ancak sadece faaliyet sonuçlarına ilişkin bilginin açıklanması, gerek pay sahipleri, gerek menfaat sahipleri grubunun tüm üyeleri ve gerekse potansiyel yatırımcılar için kontrol ve karar verme süreci açısından yeterli değildir. Bu nedenle OECD Kurumsal Yönetim İlkelerinin belirlediği çerçeve sadece operasyonel ve finansal sonuçlarla ilgili değil, aynı zamanda şirketin temel amaçlarının, politika ve uygulamaları hususlarında da doğru ve zamanında açıklama yapılmasını istemektedir. Ayrıca menfaat sahipleri ve kurumsal sosyal amaçlar hakkında açıklama yapılması da istenen düzeyde şeffaflık sağlanması için gereken unsurlar arasında yer almaktadır. Bu süreçte ülkelerin düzenleyici otoriteleri de kurumsal yönetim reformunun bir numaralı önceliği olarak şeffaflığa ilişkin kuralları düzenlemektedir (Derin, 2006).

Tüm dünyada özel sektöre güvenin artmasıyla birlikte, kurumsal yönetim kalitesi yasalara uygunluk ve kamu güveninin oluşturulması açısından giderek daha da önemli hale gelmektedir. Başarılı kurumsal yönetim uygulamaları sadece kaynakların boşa harcanmasını önleyen iyi bir muhafız olarak değil, aynı zamanda birçok ülkede talep edilen finansal şeffaflık, ortaklık faaliyetlerinin kontrol edilmesi ve yatırımcıların korunması konusunda önemli bir araç olarak da görülmektedir. Bu nedenle, gerek kamu sektörü gerekse özel sektör, yatırımcıların güvenini koruyabilmek amacıyla başarılı kurumsal yönetim anlayışı şartlarını oluşturmak ve geliştirmek durumundadır (Uyar, 2004).

Etkin bir kurumsal yönetim uygulaması, şirkete ait kaynakların nasıl değerlendirileceğine karar veren yöneticileri, yaptıkları her türlü işlem ve eylemden

dolayı sorumlu tutar; ciddi bir şekilde hesap vermelerini, sürekli gözetim ve denetim altında bulunmalarını ve şirket faaliyetlerinin tam şeffaflık içerisinde yürütülmesini sağlar. Böylece, şirket kaynaklarının rasyonel olmayan amaçlar için kullanılması engellenmiş ya da azaltılmış olur (Paslı, 2004).

Uluslararası piyasalarda yaşanan finansal raporlama ve denetim skandalları, dünyanın birçok ülkesinde kanun ve standartların şeffaflık uygulamalarını artırıcı yönde değişmesine neden olmuştur. Bununla ilgili gerek uluslararası kuruluşlar gerekse ülkeler düzenlemelere gitmişlerdir. Bir sonraki bölümde bu düzenlemelere ilişkin bilgiler verilmektedir.

2.9 Kurumsal Yönetim ve Şeffaflık Düzenlemeleri

Uluslararası piyasalarda yaşanan finansal krizler ve şirket skandallarından sonra bütün dünyada kurumsal yönetim ve şeffaflığın önemi daha iyi anlaşılmaya başlanmıştır. Uluslararası piyasaları etkileyen mortgage krizinde olduğu gibi şeffaflık uygulamalarının eksikliği, finansal istikrar ve bütünlüğü olumsuz olarak etkileyebilmektedir. Özellikle Amerika’da meydana gelen Enron skandalı ile birlikte, sadece gönüllülük esasına dayalı bir kurumsal yönetim anlayışının yeterli olmayacağı konusunda yoğun tartışmalar yaşanmış ve ardından yasal düzenlemeler yürürlüğe girmiştir. Bu düzenlemeleri, uluslararası kuruluşlarda ve diğer ülkelerde yapılan benzer düzenlemeler takip etmiştir.

Yasal düzenlemeler kurumsal yönetim ve şeffaflık uygulamalarında önemli katkılar sağlamaktadır. Kurumsal yönetime yönelik yasal düzenlemeler hem ülke içindeki şirketlerde uygulama birlikteliği sağlamakta, hem de başka ülkelerde benzer yasal düzenlemelerin yapılmasına yol açmaktadır. Sonraki bölümlerde Dünya’da ve Türkiye’de kurumsal yönetim ve şeffaflık uygulamalarına yönelik düzenlemeler ele alınmaktadır.

2.9.1 Dünya’da Kurumsal Yönetim ve Şeffaflık Düzenlemeleri

Bu bölümde, İngiltere’de Cadbury ve Greenbury raporları, ABD’de Sarbanes-Oxley Yasa’sı, OECD’nin kurumsal yönetim ilkeleri, Avrupa Birliği Şeffaflık Direktifi ve IOSCO düzenlemelerine yer verilmiştir.

2.9.1.1 İngiltere’deki Komite Raporları

Kurumsal yönetim kavramı ilk olarak, İngiltere’de yönetici ücretleri gibi bazı konuların yönetim kurulu sorumluluğunun yerine getirilmesini engellediğine ilişkin eleştiriler ve büyük şirketlerin beklenmedik başarısızlıklarından sonra Sir Adrian Cadbury başkanlığındaki bir komite tarafından hazırlanan ve kısaca “Cadbury Raporu” olarak da adlandırılan 1992 tarihli Rapor ile tartışılmaya başlanmıştır. Bu komite, Londra sermaye piyasasında profesyonel muhasebecilerin uygulayacağı, kurumsal yönetimin finansal niteliklerinin araştırılması için Finansal Raporlama Konseyi tarafından oluşturulmuştur (Higson, 2003).

Cadbury komitesi; şirketi yönetenlerin ve denetleyenlerin görevlerini açıklayan Cadbury Raporunu yayınlamıştır. Raporda bu komitenin amacı, hem kurumsal yönetim standartlarını yükseltmek, hem de finansal raporlama ve denetimde yatırımcının güven düzeyini artırmak şeklinde ifade edilmiştir. Cadbury Raporu, CEO ve yönetim kurulu başkanının görevlerinin ayrılması, yönetim kurulunun dengeli oluşumu, icradan sorumlu olmayan yöneticilerin seçim süreci, çeşitli komitelerin rolleri, finansal raporlamada şeffaflık ve iyi içsel kontrol için gerekli unsurlar üzerinde pek çok tavsiye sunmuş, ayrıca bunları şirketlerin uymaları gereken standartlar olarak belirlemiştir. En iyi uygulama kodlarını ve onlara ait tavsiyeleri içeren Cadbury Raporu, Londra Hisse Senetleri Borsası listeleme kurallarına dâhil edilmiştir (Cadbury, 1992).

Cadbury Raporu, kurumsal yönetimi bir sistem olarak ele almakla kalmamış, bu sistemi oluşturan parçaların birbiri ile ilişkilerinin önemi üzerinde de durmuş ve İngiltere ile diğer birçok ülkede kurumsal yönetim ile ilgili iyileştirmelerin gerçekleştirilmesinde önemli bir rol oynamıştır. Cadbury Komitesi tarafından oluşturulan öneriler dünya çapında kabul edilen bir model haline gelmiş, Ekonomik İşbirliği ve Kalkınma Örgütü (OECD) Kurumsal Yönetim İlkeleri’ni belirlerken bu önerileri dikkate almıştır.

İngiltere’ de Cadbury raporuyla başlayan yasal düzenlemeler daha sonra Aralık 1994’te, Sir Simon Rutteman başkanlığında oluşturulan çalışma grubunun hazırlamış olduğu “The Rutteman Guidelines” adlı çalışma ile devam etmiştir. 1 Ocak 1995 yılında uygulamaya konulan çalışmadan sonra 1995 yılında “The

Greenbury Committee” oluşturulmuştur. Greenbury komitesi kamu hizmeti yapan kuruluşlarda, kurul maaşları, işten ayrılma ödenekleri ile ilgili yasal düzenlemeler yapmış, başarılı olan yöneticilere verilecek ödemeler ve ödüller için başvuru kaynağı olmuştur. 1998 yılında oluşturulan The Hampel Committee; Londra Menkul Kıymetler Borsası'nda bulunan şirketlerin sürekliliğini ve sayısal artışını sağlamak için yatırımcıların çıkarlarını koruyan kurumsal yönetim ilkelerini yayınlamıştır. Komite, Cadbury ve Greenbury kurallarının içeriklerinin ve uygulamalarının tekrar gözden geçirilmesini sağlamış, borsada işlem gören şirketler için daha kapsamlı kurumsal yönetim çalışmalarına başlamıştır. Komite “Kurumsal Yönetim İlkelerini” (Principles of Corporate Governance) hazırlamıştır (CCGI, 2005).

2.9.1.2 Sarbanes–Oxley Yasası

Kurumsal yönetim ve şeffaflık uygulamaları alanında yapılan önemli düzenlemelerden bir diğeri de 30 Temmuz 2002’de ABD sermaye piyasalarında yürürlüğe giren Sarbanes–Oxley Act (SOA) olarak bilinen yasal düzenlemedir. ABD tarihindeki en büyük on iki iflasın yedisinin sadece 2002 yılında gerçekleşmesi, yatırımcıların sermaye piyasasına olan güvenlerini büyük ölçüde sarsmıştır. ABD’de yatırımcılar açısından oluşan bu olumsuz ortamı iyileştirmek ve sermaye piyasasına olan güveni artırmak amacıyla çalışmalar başlatılmıştır. Sarbanes-Oxley Yasası, finansal sıkıntılarda ve muhasebe skandallarında etken olan kurumsal yönetimle ilgili temel başarısızlık sebeplerine ilişkin önemli düzenlemeler getirmiştir (Lander, 2003).

New York Borsası, Sarbanes-Oxley Kanununun çıkarılmasını takiben Ağustos 2002’de New York Borsasına kote olan firmalar için kurumsal yönetimi iyileştirmeye yönelik prensipler yayınlamıştır. SOA, sadece ABD’deki şirketleri ilgilendiren bir yasal düzenleme olmakla kalmamış, benzer sorunları yaşayan birçok ülke SOA’ya uygun yasal değişiklikler yapmıştır.

2.9.1.3 OECD Kurumsal Yönetim İlkeleri

Dünyada kurumsal yönetim alanında belirli bir çerçeve oluşturmaya yönelik yapılan en önemli çalışmalardan birisi OECD Kurumsal Yönetim İlkeleri’dir. 1998 yılında bakanlar düzeyinde toplanan OECD Konseyi; hükümetler, diğer ilgili uluslararası

örgütler ve özel sektör temsilcileri ile birlikte OECD'yi kurumsal yönetim standartlarını ve buna ilişkin çerçeve ilkeler dizisini geliştirmeye çağırmıştır. Yapılan çalışmalar sonucunda, “adillik”, “şeffaflık”, “hesap verebilirlik” ve “sorumluluk” olarak belirlenen OECD Kurumsal Yönetim İlkeleri, OECD Bakanlar Kurulu tarafından 1999 yılında onaylanmış, 2004 yılında çeşitli değişikliklerle revize edilmiştir (OECD, 2004).

OECD kurumsal yönetim ilkeleri, OECD'ye üye olan ve olmayan hükümetler için, ülkelerinde kurumsal yönetim ile ilgili yasal, kurumsal ve düzenleyici çerçevenin belirlenmesinde ve kurumsal yönetim uygulamalarının geliştirilmesinde esas alacağı ortak bir temel oluşturmayı hedeflemektedir. Ayrıca bu ilkeler; borsalar, yatırımcılar, şirketler ve iyi kurumsal yönetim sürecinin gelişmesinde rolü olan diğer kurum ve kuruluşlara da rehberlik edip, önerilerde bulunmayı amaçlamaktadır. Bu ilkelerin sade, anlaşılır ve uluslararası topluluk tarafından erişilebilir olması amaçlanmıştır (OECD, 2004).

OECD'nin Küresel Kurumsal Yönetim Forumu, Dünya Bankası ve diğer OECD üyesi olmayan ülkelerin işbirliğinde, Rusya, Asya, Güney Doğu Avrupa, Latin Amerika ve Avrupa'da gerçekleştirilen Bölgesel Kurumsal Yönetim Yuvarlak Masa Toplantıları ile kurumsal yönetim ilkelerine yönelik çalışmalar yapılmıştır. Diğer taraftan, iş dünyası, yatırımcılar, ulusal ve uluslararası seviyede profesyonel gruplar, sendikalar, sivil toplum örgütleri ve uluslararası standart belirleyici kurullar gibi birçok ilgili tarafın görüşüne başvurularak, kurumsal yönetim ilkeleri belirlenmiştir. Kurumsal yönetim ilkelerinin belirlenmesinde, sadece OECD üyesi ülkelerde değil aynı zamanda OECD üyesi olmayan ülkelerde de yaşanan kurumsal yönetim deneyimleri dikkate alınmıştır (OECD, 2004).

OECD'nin hazırlamış olduğu kurumsal yönetim ilkeleri, başta üye ülkeler olmak üzere birçok ülke için rehber olmuştur. Bu ilkelerin uygulanmasının yaygınlaşması kurumsal yönetime gereken önemin verilmeye başlandığının en büyük göstergesidir.

2.9.1.4 Avrupa Birliği Şeffaflık Direktifi

Avrupa Birliği tarafından; doğru, kapsamlı ve zamanında açıklanan bilgilerin yatırımcı güveninin ve piyasa etkinliğinin sağlanmasına önemli katkısı bulunduğu

göz önüne alınarak hazırlanan, 2004/109 sayılı “şeffaflık direktifi” (transparency directive) 2004 yılının Aralık ayında yayınlanmıştır. Bu direktifte, borsaya kote olan şirketlerin dönemsel mali tabloları ve ortaklık yapılarındaki değişiklikler konusunda yaptıkları açıklamalar düzenlenmektedir.

Avrupa Birliği'nin şeffaflık direktifi, bütünleşmiş bir mali hizmetler piyasası oluşturulması amacı doğrultusunda, bir mali hizmetler eylem planı çerçevesinde, üye ülkelerdeki farklı düzenlemeleri uyumlaştırmayı; menkul kıymet ihraç eden şirketlerin dönemsel raporları ve ortaklık yapılarındaki değişiklikler konusunda yaptıkları açıklamaları düzenleyerek, sermaye piyasalarında şeffaflığı ve yatırımcının korunmasını sağlamayı hedeflemektedir (AB Şeffaflık Direktifi, 2004).

Avrupa Birliği şeffaflık direktifi ile tüm ihraççıların açıklamaları gereken yılsonu ve yarıyıl mali raporlarının asgari kapsamı belirlenmektedir. Hisse senetleri için, yönetim tarafından yapılan bazı açıklamaların yılda iki kez yayınlanması gerekmektedir. Üç aylık mali rapor açıklayan ihraççılar bu açıklamadan muaf tutulmaktadır.

Direktif kapsamında ihraççıların, mali raporları ve yönetim tarafından yapılan bazı açıklamaları yayınlamaları gerekmektedir. Üye ülkelerin merkezi ve yerel otoritelerinin, merkez bankalarının ve Avrupa Merkez Bankasının ihraç ettiği menkul kıymetler bu uygulamadan muaf tutulmuştur. Benzer şekilde, bu ülkelerden en az birinin üye olduğu uluslararası kuruluşlar (örneğin, kalkınma bankaları) da muafiyetten yararlanmaktadır. Yalnızca kupon değeri 50.000 avronun üzerinde olan tahvil ihraç edenler de bu bilgileri yayınlamaktan muaftır (AB Şeffaflık Direktifi, 2004).

İhraççılar oy haklarında meydana gelen değişiklikleri gecikmeksizin kamuya açıklamakla yükümlüdür. İhraççılarda meydana gelen oy hakkı değişiklikleri hakkında bilgi yayını da düzenlenmektedir. Oy hakkı değişiklikleri belli eşiklere (%5, %10, %15, %20, %25, %30, %50 ve %75) ulaştığı veya bu eşiklerin altına/üzerine indiği/çıktığı durumlarda hissedar ihraççıyı, ihraççı da kamuyu bilgilendirmekle sorumludur. Ayrıca ihraççı, yatırımcıların haklarını kullanmak için yeterli şartlara ve veriye sahip olmasını sağlamakla yükümlü kılınmaktadır. Bu kapsamda, bilgilendirme için elektronik yolların kullanılması imkanı getirilmektedir. İhraççılarda

meydana gelen oy hakkı değişiklikleri hakkında yapılan bilgilendirmede aşağıdaki bilgiler yer almalıdır (AB şeffaflık Direktifi, 2004):

- Oy haklarında meydana gelen değişim,
- Oy haklarını sağlayan bağlı ortaklıklar zinciri,
- Sınırların ulaşıldığı tarih,
- Pay sahibinin ve oy hakkı sahibinin kimliği.

Direktifte güdülen bir diğer önemli amaç, açıklanan bilgilere Avrupa Birliği çapında yaygın erişimin sağlanmasıdır. Direktifle, hem ulusal düzeyde hem de AB çapında bir elektronik platformun kurulması amaçlanmıştır.

Uluslararası kuruluşlar tarafından yapılan şeffaflık düzenlemelerinden bir tanesi Uluslararası Sermaye Piyasası Kurumları Teşkilat (IOSCO) Menkul Kıymetlerin Düzenlenmelerinin Amaç ve İlkeleridir.

2.9.1.5 IOSCO Menkul Kıymetlerin Düzenlenmelerinin Amaç ve İlkeleri

Uluslararası Menkul Kıymetler Komisyonları Örgütü (The International Organization of Securities Commissions-IOSCO), sermaye piyasalarındaki düzenleyici/denetleyici otoritelerin, ilgili alanlarda koordinasyonu ve işbirliğini sağlamak, sermaye piyasalarının yasal ve kurumsal yapısına ilişkin olarak ortak uluslararası standartlar oluşturmak ve üyeler arasında bilgi alışverişini olanaklı kılmak amacıyla, 1983 yılında oluşturdıkları bir kuruluştur (IOSCO).

IOSCO, Menkul Kıymet Düzenlemelerinin Amaç ve İlkeleri'nin uygulanmasına yönelik değerlendirme yapılabilmesi için, 9 kategoride sınıflandırılmış 38 kriterden oluşan yöntem geliştirmiştir. Bu ilkeler Menkul Kıymet Düzenlemelerinin Amaç ve İlkeleri'nin yorumlanmasını sağlamakla kalmayıp, aynı zamanda İlkelerin uygulanma düzeyi ile ilgili kendi içinde veya dışarıdan (kendileri veya üçüncü taraflarca) yapılacak değerlendirme çalışmalarına da rehberlik (kılavuzluk) edecek, yol gösterecek şekilde tasarlanmıştır.

IOSCO Menkul Kıymetlerin Düzenlenmelerinin Amaç ve İlkeleri üç amaç üzerinde temellendirilmiştir (IOSCO).

Bunlar;

- Yatırımcıların korunması,
- Piyasaların adil, etkin ve şeffaf bir şekilde çalışmalarının sağlanması,
- Sistemik riskin azaltılmasıdır.

Bu üç amaç arasında yakın ve süreklilik arz eden bir ilişki mevcuttur. Bu anlamda, adil, etkin ve şeffaf bir piyasanın varlığını amaçlayan düzenlemelerin veya yükümlülüklerin çoğu, aynı zamanda yatırımcının korunması ve sistemik riskin azaltılması ile de bağlantılıdır. Benzer şekilde, sistemik riski azaltmayı amaçlayan mekanizmaların bazıları, aynı zamanda yatırımcının korunması açısından yararlı önlemlerdir. Ayrıca gözetim ve uyum programları aracılığıyla, etkin yaptırım ve diğer düzenleme otoriteleri ile yakın işbirliği bu üç amacın gerçekleştirilmesi için önemli unsurlardır. Bu üç amaç IOSCO tarafından detaylı olarak anlatılmaktadır.

1.Yatırımcıların Korunması

IOSCO tarafından oluşturulan raporda belirtilen ilkelere göre; yatırımcılar, yanlış yönlendirilmelerden, manipülasyon içerikli veya hileli uygulamalardan korunmalıdır. Yatırımcıların korunmasındaki en etkili araç, yatırımcıların kararlarına yön verecek doğru bilgilendirmelerdir. Yatırımcı kararları açısından önem taşıyan bilgilere ilişkin olarak getirilen tam ve doğru kamuyu aydınlatma yükümlülüğü, yatırımcı menfaatlerinin korunmasını sağlayan çok önemli bir mekanizmadır. Bu sayede, yatırımcıların, kendi yatırımlarının olası risk ve getiri değerlendirmelerini yapmaları ve bilgiye dayalı bir şekilde karar almaları mümkün olacaktır. Böylelikle yatırımcılar potansiyel riskleri ve getirileri değerlendirebilecek ve kendi çıkarlarını koruyabileceklerdir. Uluslararası kabul görmüş muhasebe ve denetim standartlarına uygun bilgilendirmelerin yapılması gerekmektedir.

Menkul kıymet yatırımcıları özellikle aracı kurumlar tarafından yanlış yönlendirilebilir. Bu durumda, yatırımcıların yapabilecekleri şeyler kısıtlıdır. Menkul kıymet işlemlerinin karmaşık yapısı ve hileli modeller, menkul kıymet kanunlarının etkin bir şekilde uygulanmasını gerekli kılmaktadır. Yatırımcıların karşılaştıkları sorunların çözümü için mahkemeler gibi tarafsız mekanizmalar kurulmalıdır. Etkin denetim ve

yaptırımın sağlanması hususu ise hem yerli hem de yabancı düzenleme otoriteleri arasındaki yakın işbirliğine bağlıdır (IOSCO).

2. Piyasaların adil, etkin ve şeffaf bir şekilde çalışmalarının sağlanması

Söz konusu ilkelere göre piyasaların adil bir şekilde işlemesi, yatırımcıların korunması, özellikle de doğru olmayan ticari faaliyetlerin önlenmesiyle yakından bağlantılıdır. Düzenlemeler, piyasada manipülasyonların yapılmasını önlemeye ve gerekli cezaların verilmesine yönelik olmalıdır. Düzenlemeler yatırımcıların piyasa faaliyetlerine adil şekilde katılmasını, doğru fiyat ve piyasa bilgilerini almalarını sağlamalıdır.

Şeffaflık alım satım işlemleri ile ilgili bilgilerin kamuoyuna zamanında duyurulması anlamına gelmektedir. Ülkelerde yapılacak olan düzenlemeler şeffaflığın en üst düzeyde olmasını sağlamalıdır. Ayrıca, düzenlemeler piyasada katılımcılarının emirlerinin gerçekleştirilmesinde adil davranılmasını ve fiyatın belirlenmesi sürecinin güvenilir olmasını sağlamalıdır. Piyasa katılımcıları etkin bir piyasada gerekli bilgileri zamanında elde etmeli ve bu durum fiyatın belirlenmesi sürecinde etkili olmalıdır. Düzenlemeler piyasa etkinliğini teşvik etmelidir (IOSCO, 2010).

3. Sistemik riskin azaltılması

Düzenleme otoritelerinin, aracı kurumların iflasını önlemeleri beklenmemekte ama düzenlemelerin (sermaye ve iç kontroller aracılığıyla) iflas riskini azaltması beklenmektedir. Mali iflasın önlenmesinin mümkün olmadığı durumlarda ise iflasın olumsuz etkilerinin azaltılmasına çalışılmalıdır. Aracı kurumlar bu nedenle sürekli olarak asgari sermaye ve ihtiyati zorunlulukları karşılamalıdır. Aracı kurumlar eğer zorunluysa müşterilerine, iş yaptıkları üçüncü kişilere veya piyasaya zarar vermeden iflaslarını isteyebilirler.

Kurumsal yönetim ve şeffaflığa ilişkin dünyada yapılan çalışmaların incelenmesinden sonra, Türkiye’de bu konuda yapılan çalışmalara değinilmektedir.

2.9.2 Türkiye’de Kurumsal Yönetim ve Şeffaflık Düzenlemeleri

Türkiye’de Kurumsal Yönetim ve Şeffaflık Çalışmaları; TÜSİAD tarafından yapılan şeffaflık çalışmaları, SPK Kurumsal Yönetim İlkeleri ve yeni Türk Ticaret Kanunu ile getirilen şeffaflık ve kurumsal yönetime ilişkin düzenlemeler başlıkları altında incelenebilir.

2.9.2.1 TÜSİAD ve Kurumsal Yönetim

2001 yılında TÜSİAD çatısı altında oluşturulan çalışma grubunun çabalarıyla, 2002 yılında kurumsal yönetim uygulamalarının artırılması amacıyla "Kurumsal yönetim: En iyi uygulama kodu" rehberi hazırlanmıştır. 2002 yılında TÜSİAD’ın yayınladığı kurumsal yönetim uygulama kodları, ülkemizde bu alandaki ilk uygulama niteliğindedir.

Çalışma Grubu, 2003 yılında Türkiye Kurumsal Yönetim Derneği’nin kuruluşuna da öncülük etmiştir. Kurumsal Yönetim Çalışma Grubu, OECD’nin Kurumsal Yönetim İlkeleri ve Kamu İşletmeleri için Kurumsal Yönetim Rehberi’ni Türkçeye çevirerek uluslararası alandaki gelişmeleri yansıtmıştır. Çalışma grubu ayrıca, aile şirketleri ve sermayesi halka kapalı şirketler için kurumsal yönetim prensiplerini hazırlamıştır.

OECD’nin kurumsal yönetim ilkelerinde yer alan; şeffaflık, hesap verilebilirlik, sorumluluk, adillik ilkeleri TÜSİAD tarafından hazırlanan çalışmada da yer almaktadır. Çalışmada ele alınan temel noktalar: Yönetim kurulu ve sorumlulukları, yönetim kurulu üyelerinin nitelikleri, üyelik yapısı, yeni kurul üyelerinin seçimi, davet ve intibak, yönetim kurulu başkanı ve icra başkanlarının görevlerinin ayrılması, yönetim kurulu başkanının rolü, üye sayısı ve karar alma mekanizması, kurulun görev süresi ve toplantıları, yeniden seçilme ve emeklilik, üyelerin ödüllendirilmesi, yönetim kurulunun ve icra başkanlarının performanslarının değerlendirilmesi, yönetim kurulunun hissedarlar, yatırımcılar, basın ve müşterilerle ilişkileri, yönetim kurulunda oluşturulan komitelerin sayısı, yapısı ve bağımsızlığı, denetleme komitesi, komitelerin faaliyet süresi, toplantıların sıklığı, uzunluğu ve gündemi, yönetim kurulu toplantılarında yapılan açıklama ve tartışmalar, açıklamaların içerik ve niteliği,

hissedarların hakları ve oy kullanma yetkileri ve genel kurul toplantıları şeklinde ifade edilebilir (TÜSİAD 2002).

TÜSİAD'ın yapmış olduğu çalışmalar, yönetim kurullarının yapısı ve işleyişine ilişkin ilkeler, başta halka açık anonim şirketler olmak üzere tüm işletmelerdeki gönüllü uygulamalar için bir rehber niteliğindedir (TÜSİAD, 2010).

Kurumsal yönetim uygulamalarının artırılması amacıyla ülkemizde yapılan çalışmalara, TÜSİAD öncülük etmekte, bunu SPK'nın Kurumsal Yönetim alanında yaptığı çalışmalar takip etmektedir.

2.9.2.2 SPK Kurumsal Yönetim İlkeleri

SPK, OECD'nin yayımladığı ilkeleri temel alarak "Kurumsal Yönetim İlkeleri"ni 04.07.2003 tarih ve 35/835 sayılı kararıyla 2003 yılı Temmuz ayında yayımlamıştır. Bu ilkeler; Sermaye Piyasası Kurulu, Borsa İstanbul, Türkiye Kurumsal Yönetim Forumu'nun uzmanlarından oluşan komite, birçok akademisyen, özel sektör temsilcisi, kamu kuruluşları ile çeşitli meslek örgütlerinin görüş ve önerileri ile birlikte OECD'nin yaptığı düzeltmeler ve son gelişmeler de dikkate alınarak 2005 yılında tekrar yayımlanarak kamuya duyurulmuştur.

2003 yılından 2011 yılına kadar bu ilkelere yer alan birçok düzenleme, sermaye piyasası mevzuatına işlenmiş ve çoğu şirket tarafından da benimsenmiştir. Ancak bu İlkeler, her ne kadar çoğu şirket tarafından önemli ölçüde benimsenmiş ve finansal alanda önemli olsa da, şirketlerin uygulaması gereken zorunlu uygulama haline gelmemiş, yönlendirici uygulama olarak kalmıştır. Bu İlkelerin yasal ve zorunlu olarak uygulanması amacıyla, 654 sayılı Kanun Hükmünde Kararname ile SPK'nın görev ve yetkileri arasına *"sermaye piyasasında kurumsal yönetim ilkelerini tespit ve ilan etmek, yatırım ortamının iyileştirilmesine katkıda bulunmak üzere, borsada işlem gören halka açık anonim ortaklıklardan halka açıklık oranları, yatırımcı sayısı ve niteliği, dâhil oldukları endeks ve belirli bir zaman dilimindeki işlem yoğunluğunu dikkate alarak belirlemiş olduğu gruplarda yer alanların kurumsal yönetim ilkelerine kısmen veya tamamen uymalarını zorunlu tutmak"* yetkisi eklenmiştir. Bu kapsamda, 654 Sayılı KHK'nın SPK'ya vermiş olduğu bu yetki doğrultusunda, İlkeler, ulusal ve uluslararası finansal gelişmeler dikkate alınarak değişiklikler

yapılmak suretiyle, SPK tarafından Tebliğ niteliğinde bir düzenlemeye dönüştürülmüştür.

Bu çerçevede Tebliğ ile piyasa değeri ve işlem hacmi gibi kriterler bakımından piyasamızın önde gelen şirketlerinin dahil olduğu BİST 30 endeksinde yer alan bankalar haricindeki halka açık anonim ortaklıklar tarafından, özellikle küçük yatırımcıların etkin bilgilendirilmelerini ve şirket yönetimlerinde etkin ve adil temsili sağlamak amacıyla, seçilmiş bazı ilkelerin zorunlu olarak uygulanmasına karar verilmiştir. Daha sonra bankalar haricindeki BİST-30 Endeksinde yer alan halka açık anonim ortaklıklar için belirlenen kapsam, Gelişen İşletmeler Piyasası ve Gözaltı Pazarında işlem görenler hariç olmak üzere payları BİST'te işlem gören halka açık anonim ortaklıkları içine alacak şekilde genişletilmiştir. Bu çerçevede ilk etapta, yatırımcıların sağlıklı bir biçimde karar vermelerini kolaylaştırmak amacıyla genel kurul toplantı ilanlarının zamanlamasına ve içeriğine ilişkin yükümlülükler getirilmiş, ayrıca küçük yatırımcıların etkin bir biçimde temsil edilebilmesini ve yönetim kurulunun olası menfaat çatışmalarından uzak bir biçimde etkili çalışabilmesini teminen, bağımsız yönetim kurulu üyeliği bir zorunluluk olarak düzenlenmiştir.

SPK Kurumsal Yönetim İlkeleri'nde (2005) yer verilen kurumsal yönetimin ana başlıkları; Pay Sahipleri, Kamuyu Aydınlatma ve Şeffaflık, Menfaat Sahipleri, Yönetim Kurulu olarak dört grupta toplanmıştır.

Pay sahipleri bölümünde, pay sahipliği haklarının kullanımının kolaylaştırılmasına, pay sahiplerinin bilgi alma ve inceleme hakkına, genel kurula katılım ve oy verme hakkına, kâr payı alma hakkına ve azınlık haklarına ayrıntılı olarak yer verilmekte, ayrıca pay sahipliğine ilişkin kayıtların sağlıklı olarak tutulması ve payların serbestçe devri ve satışı konuları ile pay sahiplerine eşit işlem ilkesi yer almaktadır.

Kamuyu aydınlatma ve şeffaflık bölümünde, kamunun aydınlatılması ve şeffaflık kavramları ile ilgili ilkeler yer almaktadır. Kamuyu aydınlatma araçları ve esasları, şirket ile pay sahipleri, yönetim kurulu üyeleri ve yöneticiler arasındaki ilişkilerin kamuya açıklanması, ticari sır kavramı ve içerden öğrenenlerin ticareti, kamuya açıklanması gereken önemli olay ve gelişmeler belirlenmiş, ayrıca, dünyadaki güncel gelişmeler ve Türkiye koşulları göz önünde bulundurularak dönemsel mali

tablo ve raporlarda yer alacak bilgiler bir standarda bağlanmış ve işlevsellik ön planda tutularak ayrıntılandırılmıştır.

Menfaat sahipleri bölümünde, şirket ile menfaat sahipleri arasındaki ilişkilerin düzenlenmesine yönelik ilkeler yer almaktadır. Menfaat sahiplerine ilişkin şirket politikası, menfaat sahiplerinin şirket yönetimine katılımının desteklenmesi, şirket malvarlığının korunması, şirketin insan kaynakları politikası, müşteriler ve tedarikçilerle ilişkiler, etik kurallar, sosyal sorumluluk konuları ele alınmaktadır.

Yönetim kurulu bölümünde ise; yönetim kurulunun temel fonksiyonları, görev ve sorumlulukları, faaliyet esasları, yönetim kurulunun oluşumu ve seçimi ile yönetim kuruluna sağlanan mali haklar ve yönetim kurulunun faaliyetlerinde yardımcı olmak üzere kurulacak komitelerin sayısı, yapı ve bağımsızlığı başlıklarına ilişkin ilkeler yer almaktadır.

Türkiye’de kurumsal yönetim derecelendirme notu belirlenirken, SPK Kurumsal Yönetim İlkeleri’nde belirtilen her bir dört alt başlık (Pay Sahipleri, Kamuyu Aydınlatma ve Şeffaflık, Menfaat Sahipleri, Yönetim Kurulu) ağırlıklandırılarak toplamı alınmakta ve genel şirket notu olarak derecelendirilmektedir. Toplam derecelendirme notunu belirlemede her bir alt başlık için; pay sahipleri bölümü %25, kamuyu aydınlatma ve şeffaflık %35, menfaat sahipleri bölümü %15, yönetim kurulu bölümü %25 biçiminde ağırlıklandırma uygulanmaktadır.

2.9.2.3 Yeni TTK ve Kurumsal Yönetim

13 Ocak 2011 tarihinde Türkiye Büyük Millet Meclisi tarafından kabul edilen ve 14 Şubat 2011 tarihinde resmi gazetede yayımlanan YTTK’nın belirli maddeleri, kapsamına göre 2012 ve 2013 yıllarında yürürlüğe girmiştir.

OECD Kurumsal Yönetim İlkeleri ile SPK’nın Kurumsal Yönetim İlkeleri, tüm anonim ortaklıklar açısından büyük ölçüde yeni kanunda yer almaktadır. Bu kapsamda, icracı yönetici ile icra yetkilerini taşımayan yöneticinin ayrılması, şirketin finansal yapısının şeffaflaştırılması ve sıkı kurallara tabi tutulması, pay sahipliği haklarının etkinliğinin artırılması, finansal tablolarının uzman tarafından denetimi ve olumlu veya sınırlı olumlu denetçi raporunun alınamaması halinde şirkette mali nitelikteki

kararların alınamaması, pay sahipliği değerin en çoklaştırılması gibi ilkeler kanunda yer almıştır.

Kurumsal yönetimin adil olma, şeffaflık, hesap verebilirlik ve sorumluluk ilkeleri, kanunda ağırlıklı bir biçimde yansıtılmaktadır. Eşitlik ilkesinin kanunda yer bulması, azınlık haklarının ve bireysel pay sahibi haklarının özel güvencelere kavuşturulması, pay sahipliği değerin yükselmesine hizmet edebilecek faktörlerdir. Yönetim kurulunun eşitlik ilkesine aykırı kararlarının geçersiz sayılacağı, artık kanunda açıkça düzenlenmektedir. Pay sahibinin inceleme ve bilgi alma hakları da, son derece geniş bir kapsama kavuşmaktadır.

Kurumsal şeffaflık ve kurumsal yönetim ile ilgili teorik çerçeve ve düzenlemelere ilişkin bilgilerden sonra bir sonraki bölümde şeffaflık, kamuya açıklama ve kurumsal yönetim ile likidite, sermaye maliyeti, firma performans göstergeleri ve firma değerleri arasındaki ilişkileri inceleyen uluslararası piyasalar ve BİST üzerine yapılmış belli başlı çalışmalar özetlenmektedir.

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

3. KURUMSAL ŞEFFAFLIK FİRMA DEĞERİ VE PERFORMANSI İLİŞKİSİ LİTERATÜR İNCELEMELERİ

Menkul kıymet piyasalarında, yatırımcıları eşit koşullar ve eş zamanda aydınlatma, yatırımcıların korunması ve piyasaların düzgün işleminin temel ilkesidir. Bilgi sistemlerinin oldukça gelişmiş olduğu günümüzde piyasaya gelen tüm yeni bilgiler, piyasa katılımcıları tarafından en kısa süre içerisinde öğrenilerek değerlendirilmekte ve yatırım kararları bu bilgilere göre belirlenmektedir. Şirketlerin kaynak sağlamak amacıyla hisse senetlerini halka arz ederek veya tahvil ihraç ederek sermaye piyasalarına yönelmeleri, başta hissedarlar ve borç verenler olmak üzere bütün çıkar gruplarına performansları hakkında şeffaf bilgi sunmaları sorumluluğunu da beraberinde getirmiştir.

Şeffaflık ve kamuyu aydınlatma kurumsal yönetim kalitesinin önde gelen göstergelerinden biridir. Bu nedenle, kurumsal yönetim ile ilgili yapılan araştırma kadar, akademik veya akademik olmayan birçok araştırma da özellikle kamuyu aydınlatma ve şeffaflık uygulamaları üzerine yapılmaktadır.

Kamuyu aydınlatma ve şeffaflık uygulamaları ile ilgili olarak finansal tabloları faaliyet raporları vb. araçların içeriğine yönelik çeşitli derecelendirme kuruluşları tarafından çalışmalar yapılmaktadır. Bu kuruluşlar tarafından yapılan çalışmalarla, şirketler ve ülkeler kurumsal yönetim, kamuyu aydınlatma ve şeffaflık uygulamalarında gösterdikleri performanslar açısından değerlendirilerek, endeksler oluşturulmakta ve karşılaştırmalar da yapılmakta, bununla birlikte bu uygulamaların, sermaye piyasaları ile ilişkisi ve firmaya olan etkileri üzerinde durulmaktadır.

3.1 Uluslararası Piyasalarda Yapılmış Çalışmalar

Şirketlerin kurumsal yönetim, kamuya açıklama ve şeffaflık uygulamalarının sermaye maliyeti, likidite düzeyleri, firma değeri ve firma performansına olan etkilerini araştırmak üzere uluslararası piyasalarda birçok çalışma yapılmıştır. Bu çalışmalar aşağıdaki bölümlerde değerlendirilmektedir.

3.1.1 Kurumsal Yönetim Şeffaflık ve Sermaye Maliyeti İlişkisi Uluslararası Piyasalarda Yapılan Çalışmalar

3.1.1.1 Gelişmiş Piyasalara Yönelik Yapılan Çalışmalar

Şeffaflık düzeyinin sermaye maliyeti üzerine etkisi, hayli önemli ve ilgi uyandıran bir konu olarak kabul edilmekte olup, birçok çalışmada şeffaflık düzeyi ile işletmelerin sermaye maliyetleri arasındaki ilişki incelenmiştir. Botosan (1997) ABD piyasalarını kapsayan çalışmasında, korelasyon ve regresyon analizi kullanarak yüksek kamuya açıklama derecesine sahip firmaların, düşük sermaye maliyetine sahip oldukları sonucuna ulaşmıştır (Botosan, 1997).

Ashbaugh v.d. (2004) sermaye ve borç maliyetiyle kamuyu aydınlatma arasındaki ilişkiyi test etmişlerdir. Bu testi yaparken doğru, zamanında ve ayrıntılı olarak açıklanan bilgi ile yatırımcıların açıklama yapan firma hakkında öngördükleri riskin daha düşük olacağı ve dolayısıyla firmanın borç ve sermaye maliyetinin görece daha düşük olacağı varsayımında bulunmuşlardır. Çalışmada elde edilen bulgular yüksek kamuya açıklama derecesine sahip firmaların, düşük sermaye maliyetine sahip oldukları yönünde olmuştur.

Şeffaflık düzeyi ile sermaye maliyeti arasındaki ilişkiyi inceleyen Botosan ve Plumlee (2001), daha fazla şeffaflığın daha düşük bir sermaye maliyeti sağladığı sonucunu elde etmişlerdir. Beklenen sermaye maliyeti ile kamuya açıklama derecesi arasındaki ilişkinin incelenmesine yönelik çalışmalarında, kamuya açıklama skorları yüksek olan hisse senetlerinin, beklenen sermaye maliyetinin daha düşük olduğu belirtilmiştir. Richardson ve Welker (2001) kamuyu daha fazla bilgilendiren işletmelerin sermaye maliyetlerinin düşük olduğunu ortaya koymaktadır. Lambert v.d. (2007) şeffaflık düzeylerini artıran şirketlerin, ekonomik ve istatistiksel olarak anlamlı fayda elde ettiklerini belirtmektedirler. Çalışmada şeffaflık endeksi yüksek olan hisse senetlerine ilginin arttığını, söz konusu firmaların sermaye maliyetlerinin azaldığı sonucuna ulaşılmıştır.

Ashbaugh v.d. (2004), mülkiyet ve kontrolün birbirinden ayrılmasının doğurduğu temsil risklerini müzakere etmekte ve daha iyi yönetilen firmaların, hissedarları için daha düşük temsil riski arz ettiklerini ve bunun da daha düşük sermaye maliyeti ile

sonuçlandığını ortaya koymuşlardır. Söz konusu çalışmada kamuya açıklamaların güvenilirliği, zamanlılığı, karar vermede yardımcı olması ve anlaşılabilirliğinin yetersiz olması halinde, hisse senedi getirilerinin de o kadar belirsiz olacağı ve şirket hakkında bir takım kötü haberler olduğuna dair işaretlerin de o kadar güçleneceği, bu durumun da sermaye maliyetini artırıp, şirket hisselerine olan talebi azaltarak, firma değerlerinde düşüşe neden olacağı belirtilmektedir.

3.1.1.2 Gelişmekte Olan Piyasalara Yönelik Yapılan Çalışmalar

Chen v.d. (2009) Asya'daki gelişmekte olan piyasaları kapsayan çalışmalarında kurumsal yönetim ve şeffaflık uygulamalarının sermaye maliyeti üzerindeki etkilerini incelemişlerdir. Özellikle gelişmekte olan piyasalarda firma düzeyinde kurumsal yönetimin özsermaye maliyeti üzerindeki etkisini ve bu etkinin yatırımcıların ülke düzeyinde yasal olarak korunmalarına göre nasıl değişiklik gösterdiğini 14 gelişmekte olan ülke için inceleyen çalışmada; araştırmacılar firma düzeyindeki kurumsal yönetimin bu piyasalarda özsermaye maliyeti üzerinde istatistiki olarak anlamlı negatif etkisi olduğu sonucuna ulaşmışlardır. Gelişmekte olan piyasalarda firmaların özsermaye maliyetlerinin azaltılması konusunda, kurumsal yönetim uygulamaları ile birlikte ülke düzeyindeki hissedarların korunmasına ilişkin düzenlemelerin de önemli olduğunu belirten çalışmada; hissedarların yasal düzenlemelerle korunmalarının zayıf olduğu ülkelerde, kurumsal yatırımcılara iyi kurumsal yönetim uygulamaları olan firmalardaki hisseleri için daha yüksek prim ödenmesi konusunda firmaların istekli olduklarını belirtmişlerdir. Çalışmada kurumsal yönetimin şirket hakkındaki bilgileri arttırmak suretiyle sermaye maliyetini düşürdüğü sonucuna ulaşmışlardır. Kurumsal yönetimin; yatırımcı farkındalığını ve firmaya olan güveni arttırdığını, bunun sonucunda hisse senedi getirilerindeki belirsizliği ve sermaye maliyetini azaltmak suretiyle firma değerini yükselttiği ortaya konulmuştur.

3.1.2 Kurumsal Yönetim ve Şeffaflık ile Firma Performansı İlişkisine Yönelik Uluslararası Piyasalarda Yapılan Çalışmalar

3.1.2.1 Gelişmiş Piyasalara Yönelik Yapılan Çalışmalar

ABD piyasalarında, şirketler arası kamuyu aydınlatma farklılıklarını şirket özellikleri, ortaklık yapısı ve kurumsal yönetim temelinde inceleyen çalışmada, bağımlı değişken olarak alınan kamuyu aydınlatma seviyesi ile şirket büyüklüğü, şirket performansı ve şirket dışı finansman ihtiyacı arasında pozitif ilişki; hisse senedi getirileri ve kar arasında negatif ilişki bulunmuştur (Ettredge v.d., 2002).

Yirmi iki ülkeden altıyüz şirketin kamuyu aydınlatma uygulamalarının incelendiği diğer bir çalışmada, ülkedeki genel kamuyu aydınlatma ortamı ile birlikte şirket büyüklüğü, ABD piyasalarında kotasyon ve yüksek teknoloji sektöründe faaliyet gösterme gibi şirket özelliklerinin de kamuyu aydınlatma seviyelerini pozitif etkilediğini bulmuşlardır (Debrecey v.d., 2002).

Gompers, Ishii, Metrick (2003), hisse senedi normalüstü getirisi ile kurumsal şeffaflık endeksi arasındaki ilişkiyi inceleyen çalışmalarında, 1990'lı yıllar boyunca ABD hisse senedi piyasalarında işlem gören 1500 şirket için 24 değişkenli bir "Kurumsal Yönetim Endeksi" (G Governance Index) oluşturmuşlardır. Elde ettikleri sonuçlara göre kurumsal yönetim derecesi düşük olan şirketlerin hisse senetlerini satıp, yüksek olan şirket hisse senetlerini satın alan bir yatırımcı stratejisinin yıllık % 8,5 kadar normalüstü getiri elde ettiklerini hesaplanmışlardır. Kurumsal şeffaflık endeksi ile Tobin's Q oranı arasındaki ilişki iki dönem halinde incelenmiştir. İlk dönemde G endeksinde yaşanan %1'lik artışın Tobin's Q oranında %2,2'lik bir düşüşe neden olduğu, ikinci dönemde ise G endeksindeki %1'lik artışın Tobin's Q oranında %11,4'lük bir düşüşe neden olduğu ve bu nedenle kurumsal şeffaflık endeksi ile değerlendirme arasında anlamlı ilişki bulunduğu sonucuna ulaşmışlardır. Son olarak kurumsal yönetim düzeyi yüksek olan şirketlerin, daha yüksek şirket değeri, kar ve büyüme oranlarına sahip olduklarını tespit etmişlerdir (Gompers, Ishii ve Metrick, 2003)

Patel ve Dallas (2003) Amerikan piyasalarında şeffaflık ve kamuya açıklama derecelendirmesi ile piyasa riski, piyasa değeri defter değeri oranı arasındaki ilişkileri ölçmeye çalışan bir araştırma yapmışlardır. Çalışma kapsamında kullanılan şeffaflık ve kamuya açıklama endeksi, S&P tarafından 2001 yılında geliştirilmiş olan “S&P” şeffaflık ve kamuya açıklama derecelendirmesi endeksidir. Çalışmada istatistiksel metot olarak korelasyon analizi kullanılmıştır. Çalışma sonucunda şeffaflık ve kamuya açıklama derecelendirmesi endeksi ile piyasa riski ve piyasa defter değeri oranı arasında pozitif yönlü yüksek korelasyon olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Diğer bulgulara göre ise daha büyük firmaların daha yüksek şeffaflık ve kamuya açıklama derecelendirmesine sahip oldukları belirlenmiştir.

Hiraki, Inoue, Ito, Kuroki, Masuda (2003), çalışmalarında mülkiyet yapısı ve banka kredilerinin alternatif kurumsal yönetim mekanizmaları üzerindeki etkilerini incelemişlerdir. Tokyo Hisse Senedi Borsasının 1985–1998 yılları arasında işlem gören üretim işletmelerinin incelendiği çalışma, iki dönem halinde yapılmıştır. İlk dönem olan 1985-1992 yılları için bankalardan alınan kredilerle şirket değeri arasında negatif ilişki bulunmuştur. Bununla birlikte banka ile müşteri arasındaki sahiplik ilişkisinin bulunması ile şirket değeri arasında negatif ilişki tespit edilmiştir. Bulgular, tek taraflı iştirak ilişkisi ile firma değeri arasında pozitif, fakat karşılıklı iştirak ilişkisi ile şirket değeri arasında negatif ilişki olduğunu ortaya çıkarmıştır. Yönetmelik sahiplik ile firma değeri arasında pozitif ilişki tespit edilmiştir. İkinci 6 yılı kapsayan 1992 ile 1998 yılları arasında içsel yönetsel sahiplikle firma değeri arasında ilişki tespit edilememiştir (Hiraki, v.d., 2003).

Brown ve Caylor (2004), Compustat ve Crisp verilerini kullanarak 2327 firmanın dahil olduğu ve sekiz yönetim kategorisini içine alan 51 farklı faktörden oluşan ve karma ölçüm olan Yönetim Puanını (CG Score) oluşturmuşlardır. Bu yönetim puanını beş performans göstergesi ile ilişkilendirmiş ve daha iyi yönetilen firmaların daha karlı, daha değerli, daha az riskli oldukları ve hissedarlarına daha çok getiri sağladıkları sonucuna ulaşmışlardır. Yine Brown ve Caylor (2006) çalışmalarında ISS’in (Institutional Shareholder Services) sağlamış olduğu verileri kullanarak, 1868 firmanın dahil olduğu 51 farklı faktörden oluşan Yönetim Puanı (Gov Score) ile firma değeri arasındaki ilişkiyi ölçmüştür. Çalışma sonucunda Gov-Score ile Tobins’ Q oranı arasında pozitif ve anlamlı sonuçlar elde edilmiştir.

Bauer, Guenster ve Otten (2004), Avrupa ve İngiltere için yapmış oldukları çalışmada, FTSE Eurotop 300'de yer alan şirketler için yönetim standartları ile kazanç temelli firma performans değişkenleri arasındaki ilişkiyi ölçmüşlerdir. Kurumsal yönetim endeksi olarak kullandıkları Deminor Kurumsal Yönetim Derecelendirmesi (DGCR) ile firma performans değişkenleri olarak kullandıkları net kar marjı ve özsermaye getirisi arasında anlamlı negatif ilişki bulmuşlardır. Bununla birlikte Cheung, vd. (2008) çalışmalarında kurumsal yönetim uygulamaları ile firma performansları arasında herhangi bir ilişkiye rastlamamışlardır.

Larcker v.d. (2005) çalışmalarında kurumsal yönetim ilkeleri ve çeşitli firma değişkenleri arasındaki ilişkiler araştırılmıştır. Çalışmada kurumsal yönetim göstergeleri kullanılarak 2106 şirket için 39 kurumsal yönetim yapısal ölçütü ele alınmıştır. Bu kurumsal yönetim göstergeleri; yönetim kurulunun özellikleri, hisse sahipliği, kurumsal sahiplik, aktif hisse sahipliği, şirket tahvili karşılığında borç verenlerin varlığı, yönetici ücretlendirme karması, satın almaya karşı değişkenler başlıklarında oluşturulmuştur. Daha sonrasında belirlenen kurumsal yönetim göstergeleri temel bileşenler yöntemi ile 14 yönetim değişkenine indirgenmiştir. Yapılan analizler sonucunda temel bileşenler yöntemine göre elde edilen 14 değişkenin Tobin's Q ve normalüstü getiriler ile istatistiksel olarak ilişkili oldukları ortaya konmuştur (Larcker v.d., 2005).

Chen v.d. (2007), çeşitli firma değişkenleri ile kurumsal yönetim mekanizmaları arasındaki ilişkiyi incelemek üzere yapmış oldukları çalışmada, S&P 500 endeksinde işlem gören 405 hisse senedi verilerini kullanmışlardır. Bu kapsamında seçilen 405 hisse senedi için kullanılan şeffaflık endeksi, S&P tarafından geliştirilen ve değerlemesi mevcut olan T&D "S&P" Şeffaflık ve Kamuya Açıklama Derecelendirme endeksidir. S&P endeks açıklama günü Eylül 16 olması nedeniyle çalışma dönemleri 2002 yılındaki 52 işlem günüdür. Çalışmada panel veri analizi kullanılmıştır. Kurulan denklemde bağımlı değişkenler bilgi değişkenleri, bağımsız değişkenler T&D derecelendirmesi, hisse senedi kapanış fiyatı, günlük hacim, getiri standart sapması, işlem miktarı ve piyasa değeridir. Çalışma sonucunda INF'nin işlem miktarı dışında tüm değişkenlerle 0,05 güven seviyesinde anlamlı çıktığını gösterdiği belirtilmektedir. T&D derecelendirme katsayısı -,3070 çıkmış ve istatistiksel olarak sıfırdan farklı çıkmıştır. Çalışmada elde edilen sonuçlar tahmin ettikleri gibi yüksek T&D derecelendirmesi daha düşük efektif spread ve dolayısıyla daha iyi bir

likidite anlamına gelmektedir. Bununla birlikte düşük kamuya açıklama ve şeffaflık uygulamalarının daha büyük ekonomik maliyetlere neden olduğu sonucuna ulaşmışlardır.

Bhagat ve Bolton 2008 yılında yaptıkları çalışmalarında GIM G Endeksi (Global Index Monitor), ve BCF Endeksi (Bebchuk, Cohen and Ferrell Index) gibi kurumsal yönetim endeksleri ile firma faaliyet performanslarını panel veri analizi ile karşılaştırmışlardır. Faaliyet performans ölçütleri olarak kaldıraç, aktif karlılığı, hisse senedi getirisi ve Tobin's Q oranı kullanılan çalışmada, G kurumsal yönetim endeksinde meydana gelen %1'lik değişimin faaliyet performansında mevcut dönem %0,854, gelecek yıl %0,763, iki yıl sonra ise %0,287'lik bir değişime neden olacağı ileri sürülmektedir. E kurumsal yönetim endeksinde meydana gelen değişimin ise faaliyet performansında mevcut ve gelecek dönemlerde daha düşük değişimlere neden olduğu ileri sürülmektedir. GIM ve BCF endekslerinin firmanın mevcut ve gelecek yıllardaki faaliyet performansı ile yakından ilişkili olduğu ileri sürülen çalışmada, BCF ve GIM endekslerinin mevcut ve gelecek yıldaki firma performansları ile pozitif ilişkili olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

Satın alma ve birleşmelerde, satın alan firmaların bazı kurumsal yönetim özelliklerinin birleşmenin ardından faaliyet performansındaki değişim üzerinde istatistiksel olarak anlamlı etkisinin olduğunu ortaya koymuşlardır. Kurumsal yönetim uygulamaları ile faaliyet performansı ve faaliyet nakit akımları arasındaki ilişkilerin incelendiği çalışma kapsamında araştırmacılar, satın alma ve birleşmelerde satın alma veya birleşmenin firmalarda kurumsal yönetim uygulamalarında değişimlere neden olduğu, bu durumun da faaliyet performansı üzerinde istatistiksel olarak anlamlı etkiler oluşturduğunu belirtmişlerdir. Özellikle yönetim kurulu sahipliği, yönetim kurulu büyüklüğü ve blok hisse kontrolü ve pay sahipliğinin kurumsal tercihlerin sonuçları üzerindeki etkisini değerlendirirken, yönetim kurulu içindeki sahiplik payına bağlı dağılımın önemli olduğunu fakat şimdiye kadar ihmal edilen bir faktör olduğunu belirtmişlerdir (Carline v.d., 2009).

Ertuğrul ve Hedge (2009) kurumsal yönetim skorları ile firma hisse senedi performansı ve faaliyet performansı arasındaki ilişkiyi araştırmışlardır. ABD'deki üç önemli derecelendirme kuruluşu tarafından verilen kurumsal yönetim notlarının incelendiği çalışmada kullanılan değişkenler; aktif karlılığı, aktif devir hızı ve hisse

senedi getirileridir. Çalışmada 2002 yılının skoru ile 2003 yılı performans arasındaki ilişkiler incelenmiştir. Yazarlar BAR endeksi ile performans değişkenleri arasındaki ilişkiyi tek yıl olduğu için regresyon analizi ile ölçmeye çalışmışlardır. Bu analiz sonucunda BAR endeksi ile firma performans değişkenleri arasında anlamlı ilişki bulunmuş ancak şeffaflık skorlarının genel olarak gelecekteki firma performansını tahminde zayıf olduklarını belirlemişlerdir.

3.1.2.2 Gelişmekte Olan Piyasalara Yönelik Yapılan Çalışmalar

Patel, Balic ve Bwakira (2002)'nin, 19 gelişmekte olan ülke piyasasına yönelik 354 firmayı kapsayan çalışmalarında, S&P şeffaflık ve kamuya açıklama derecelendirme endeksi kullanılarak ülkeler ve sektörler arasındaki şeffaflık düzeyleri karşılaştırılmış, ayrıca şeffaflık trendi 3 yıllık analiz edilmiştir. Asya ve Kuzey Afrika'daki gelişmekte olan ülkelerdeki şeffaflık düzeylerinin; Latin Amerika, Doğu Avrupa ve Orta Doğu'daki ülkelere göre daha yüksek olduğu, Asya ve Kuzey Afrika ülkeleri ile diğer ülkeler arasındaki şeffaflık düzeyi farkının üç yıl süresince daha fazla açıldığı sonucuna ulaşılmıştır. Sektörlerin şeffaflık düzeyleri arasında herhangi anlamlı bir ilişkinin bulunmadığı çalışmada, 3 yıllık trend değişiminde ise Brezilya, Polonya, Güney Afrika, Hindistan, Tayland ve Kore piyasaları için ekonomik sektörlerde farklılaşma yaşandığını belirtilmiştir. Piyasa defter değeri oranı ile şeffaflık ve kamuya bilgilendirme endeksi arasında yapılan korelasyon analizinde Asya piyasaları için istatistiksel olarak pozitif anlamlı ilişkiler elde edilmiş, Brezilya, Polonya ve Kuzey Afrika için istatistiksel olarak negatif anlamlı ilişkiler elde edilmiştir.

Klapper ve Love (2004), 14 gelişmekte olan ülke finansal piyasalarında kurumsal yönetimin etkileri üzerine çalışma yapmışlardır. Firma performansı ve firma değeri ile kurumsal yönetim arasındaki ilişkiyi saptamaya yönelik yapılan korelasyon analizlerinde; firma değeri ve firma performansı ile kurumsal yönetim endeks skorları arasında pozitif ve anlamlı ilişki olduğu ortaya konulmuştur. Kurumsal yönetim açısından, mevzuatı zayıf olan ülkelerdeki firmaların ortalama şeffaflık endekslerinin düşük olduğu savunulan çalışmada, ülkeler bazında endeks skorlarında çok büyük farklılıklar olduğu ayrıca ülkelerdeki kurumsal yönetime ilişkin yasal düzenlemelerin de firmaların şeffaflık seviyelerini doğrudan etkilediği belirtilmiştir.

Khanna, Palepu, Srinivasan (2004) 24 Asya-Pasifik ve Avrupa ülkesinden toplam 794 firma için S&P tarafından geliştirilen şeffaflık ve kamuyu aydınlatma endeksi kullanılarak yapılan çalışmada, S&P şeffaflık endeksi ile piyasa değişkenleri arasındaki ilişkiler ortaya çıkarılmıştır. 2000 ve 2001 yılı verilerinin kullanıldığı çalışma kapsamında kullanılan veriler ile S&P tarafından kullanılan yıllık raporlar eşleştirilerek tasnif edilmiştir. Çalışmada korelasyon analizi uygulanmış olup, firma büyüklüğü ile beraber T&D derecelendirmesi, düzeltilmiş hisse senedi performansı (getiri) ile pozitif ve finansal kaldıraç ile negatif anlamlı sonuçlar elde edilmiştir.

Leal ve Silva (2005) çalışmalarında, 24 sorudan oluşan anket üzerine oluşturulan CGI endeksi ile çeşitli değişkenler arasındaki ilişkileri ölçmeye çalışmışlardır. Çalışmada, Brezilya ve Şili firmalarının kurumsal yönetimin diğer etkenlerinden ziyade kamuya açıklama derecesi artıka daha iyi performans gösterdikleri belirlenmiştir. Firma büyümesi, firma riski, finansal kaldıraç ve firma büyüklüğünün kontrol değişkenleri olarak belirlendiği çalışmada, CGI endeksi ile firma değeri arasında istatistiksel olarak güçlü ve pozitif ilişki bulunmuştur. CGI endeksinde en kötü gelişmeden en iyi gelişme gösteren firmalar arasında 2002 yılında Tobin's Q değerinde % 38 daha fazla gelişme kaydedilmiştir. DPR (kar payı dağıtım oranı) ile ilgili anlamlı etkiler bulunamamıştır.

Durnev ve Kim (2005) kurumsal yönetim endeksi ile firmaların piyasa değeri arasındaki ilişkinin tespit edilmesi için uluslararası piyasalarda işlem gören hisse senetlerini kullanmıştır. 27 ülkeden 859 büyük firmanın kullanıldığı çalışmada kurumsal yönetim endeksleri olarak CLSA kurumsal yönetim endeksi ve S&P tarafından açıklanan endekslerden faydalanmıştır. Çalışmada hem CLSA hem de S&P tarafından açıklanan kurumsal yönetim endeksleri ile Tobin's Q oranı arasında anlamlı ve pozitif ilişki bulunduğu sonucuna ulaşmışlardır.

Jiamsagul (2007), Tayland SET 100 endeksi kapsamında 2005 yılında işlem gören hisse senetleri üzerine firma performans ölçütleri ile kurumsal yönetim endeksi arasındaki ilişkiyi ölçmek için araştırma yapmıştır. Bu çalışmada, şeffaflık, kamuya açıklama ve yönetim kuruluna ilişkin performans etkilerinin ölçümü için üç değişken kullanılmıştır. Bu değişkenler ROA (Aktif Getirisi), Tobin's Q değeri ve hisse senedi getirileri olarak belirlenmiştir. Kurumsal yönetim etkilerinin firma performansı üzerindeki etkisinin hemen gözükmeceği gerçeğinden hareketle, firmanın gelecek

yıldaki performansı ile t-1 yılındaki T&D skorları üzerinden çalışma yapılmıştır. 2004 yılında elde edilen skorlar ile 2005 yılında ki performans oranları arasındaki ilişki incelenmiştir. Şeffaflık ve kamuya açıklama değişkeni olarak da S&P tarafından oluşturulan T&D skora sistemi kullanılmış olup, bu skora sistemi üç alt kategoride değerlendirilmiştir. Çalışmada kullanılan istatistiki yöntem korelasyon analizi ile değişkenler arasındaki ilişki incelenmiş olup, regresyon analizi ile bağımlı değişkenin bağımsız değişkenler ile açıklanma güçleri araştırılmıştır. Çalışma sonucunda finansal şeffaflık ve bilgilerin ifşası, yönetim kurulu yapısı ve aday/tazminat komisyonlarının varlığının, SET100 firmalarının performansları üzerinde olumlu etkisi olduğu görülmüştür. Bu etkiye sebep olarak, şeffaflık ve kamuya açıklama düzeyinin artırılması sonucunda firmaların asimetric bilgiyi azaltarak, firma performansının arttırması gösterilebilir. Bununla birlikte bağımsız yönetim kurulu üyesi sayısının yüksek olması ve aday/ücret komisyonlarının varlığının temsil maliyetlerini düşüren ve performansı artıran karakteristikler olarak görülmüştür (Jiamsagul, 2007).

Kanellos ve Karathanassis (2007), Atina Hisse Senedi Borsasında işlem gören hisse senetleri için oluşturmuş oldukları yönetim endeksi ile firma performansı arasındaki ilişkiyi ölçtükleri çalışmalarında, endeks kapsamına aldıkları şirketleri skorlarına göre üç portföye ayırmışlardır. En yüksek skordan en düşüğe göre şirketlere sırasıyla demokratik, yarı demokratik ve diktatör şirketler olarak sıralayıp, portföyler ile portföy performansları arasındaki ilişkiyi ölçmüşlerdir. Örnekleme aldıkları firmaların çoğunluğunun yarı demokrasi sınıfına girdiği, bunu demokrasi sınıfına giren şirketlerin takip ettiği, en alt grupta ise diktatör şirketlerin bulunduğu çalışmada, demokratik şirketlerin Tobin's Q oranlarının diğer sınıflara göre daha yüksek olduğu sonucu elde edilmiştir. Bununla birlikte normalüstü getiri ile şeffaflık düzeyleri arasında anlamlı ve negatif ilişki ortaya çıktığı belirtilmektedir.

Bathula (2008) Yeni Zelanda hisse senetleri piyasasında, yönetim kurulu yapısı ve firma performansı arasındaki ilişkiyi, 2004 ile 2007 yılları arasında işlem görmüş 156 firma için yıllık verileri kullanarak genelleştirilmiş en küçük kareler yöntemi ile ortaya çıkarmaya çalışmıştır. Çalışmada firma performansı göstergesi olarak aktif getiri oranı kullanılmıştır. Elde edilen bulgular aktif getiri oranı ile yönetim kurulu yapısı değişkenleri arasında anlamlı ve pozitif ilişki olduğunu göstermiştir.

Garay ve Gonzalez'in (2008), yapmış oldukları çalışmada; iyi kurumsal yönetim uygulamalarının Venezüella Caracas borsasında işlem gören 46 firma için firmaların değeri üzerinde güçlü bir etkisi olduğu gösterilmiştir. İyi kurumsal yönetim uygulamalarının firmaların değeri ile arasındaki ilişkiyi ölçmeyi amaçlayan çalışmada, KYE'ye (Kurumsal Yönetim Endeksi) ilişkin oluşturulacak endeks ile ilgili sorularının her birinin detaylı bir analizi yapılmış ve CGI endeksi (Corporate Government Index) oluşturulmuştur. Bu endekste daha önce yapmış oldukları çalışmada endeks skorları oluşturmak için kullandıkları soruların, Venezüella piyasasıyla doğrudan ilgili olmayan bölümlerini elemişlerdir. Bununla birlikte soruları şirketlere göndermek yerine kendileri yanıtlamış, kendi kendine seçim (self-selection) ve kendi kendini raporlama (self-reported) hatalarından çalışmayı uzak tuttuklarını ileri sürmüşlerdir. Çalışma sonuçlarına göre CGI endeksindeki %1'lik değişim, DPR'de (kar payı dağıtım oranı) %11,3, PD/DD'de %9,9, Tobin's Q oranında ise %2,7 değişime neden olmuştur.

Firma performansı ve kurumsal yönetim arasındaki ilişkiyi inceleyen Mersland ve Strom (2009) çalışmalarında, bağımsız derecelendirme kuruluşlarından toplayarak oluşturdukları finans kuruluşlarına ilişkin verileri kullanmışlardır. Panel data rassal etkili tahmin modeli kullanılan çalışmada araştırmacılar, finans kuruluşlarının yönetim kurulu ve CEO, firma sahiplik yapısı, müşteri-firma ilişkisi, rekabet ve yasal düzenleme özelliklerinin finansal performansı üzerindeki etkilerini incelemişlerdir. Araştırmacılar, finansal performansın uluslararası müdürlerden ziyade yerel yöneticilerle, bir iç denetçi ve kadın CEO ile iyileştiğini ortaya koymuşlardır. Müşteri sayısının CEO/yönetim kurulu başkanının farklı kişiler olması ile arttığını iddia eden çalışmada, müşteri erişiminin grupları kredilendirme yerine bireylerin kredilendirmesinde daha düşük olduğu görülmüştür (Mersland ve Strom, 2009).

Kim ve Lim (2010) bağımsız yönetim kurulu üyeliği ile Güney Kore KOSPI borsasında işlem gören firmaların değerleri arasındaki ilişkiyi ölçmeye çalışmışlardır. Çalışmada, firma değeri ile yönetim kurulunda yer alan bağımsız üyelerinin (mali müşavir) oranları arasında negatif, devlet tecrübesi bulunan bağımsız yönetim kurulu üyelerinin oranları arasında pozitif ilişki bulunmuştur. Ayrıca bağımsız dış üyelerin akademik unvanlarının veya yaşlarının firma değeri üzerinde pozitif etkileri olduğu tespit edilmiştir. Çalışma sonucunda elde edilen bulgulara göre, bağımsız yönetim kurulu üyelerinin yalnızca sayısının değil aynı zamanda niteliğinin de Güney

Kore KOSPI’de işlem gören firmaların değerlerini etkilediğini ortaya konulmaktadır (Kim ve Lim, 2010).

Black, Jang ve Kim (2012), KSE’de işlem gören halka açık 515 Kore firması için 2011 yılı verilerini temel alarak kurumsal yönetim indeksi (KCGI) oluşturmuşlardır. Bu oluşturulan endeks için firmalardan elde edilen bilgilerden yola çıkılarak 0-100 arası skorlar elde edilmiştir. Çalışmada oluşturulan bu endeks ile firmalara özgü çeşitli değişkenler arasında ilişkiler araştırılmıştır. Bağımsız değişkenler olan Tobin’s Q oranı, piyasa defter değeri oranı ve fiyat satış oranı ile oluşturulan KCGI endeksi arasında pozitif ilişki bulunmuştur. Çalışmada elde ettikleri istatistiksel kanıtlar, gelişmekte olan piyasalarda toplam kurumsal yönetim endeksinin Kore’deki halka açık şirketlerin daha yüksek piyasa değerini ve yüksek hisse senedi fiyatlarını açıklamada önemli ve nedensel faktör olarak ortaya koyduğunu ileri sürmektedirler. Bununla birlikte gelişmekte olan piyasalarda daha fazla yönetim kurulu bağımsızlığının daha yüksek hisse senetleri fiyatlarına neden olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

3.2 Türkiye Sermaye Piyasalarında Yapılmış Çalışmalar

Türkiye’de şeffaflık ve kamuya açıklama ile kurumsal yönetim uygulamalarına ilişkin çalışmalar mevcut olmakla birlikte, çok geniş ve ayrıntılı çalışmaların yapılmadığı görülmektedir.

3.2.1 Kurumsal Yönetim ve Şeffaflık Çalışmaları Literatür İncelemesi

Standart & Poors’ un (S&P) gelişmiş ülkelerde ve gelişmekte olan ülkelerde yapmış olduğu araştırmalar sonucu oluşturduğu bir dizi şeffaflık sıralaması dünyada yatırımcılar tarafından dikkatle takip edilmektedir. Sabancı Üniversitesi Kurumsal Yönetim Forumu ‘nun S&P ile işbirliği içinde, Türk şirketlerinin Şeffaflık ve Kamuya Açıklama standartlarını araştırmak üzere 2004 yılında başlattığı çalışmaların sonuçları “Kurumsal Yönetim: Türkiye Şeffaflık ve Kamuya Açıklama Araştırması (Corporate Governance: Turkish Transparency and Disclosure Survey)” başlıklı raporda yayımlanmıştır (Balic ve Bradley, 2005). Çalışma, şirketlerin kamuya yeterince açıklama yapıp yapmadıkları konusuna odaklanmıştır. Halka açık şirketlerin şeffaflık ve kamuya açıklama düzeylerinin incelendiği çalışmada,

şirketlerin tutarlı bir kamuyu aydınlatma şeffaflık politikasının bulunmadığı, şeffaflığın artırılması için mali tabloların ve raporların önemli olduğu sonuçlarına ulaşılmıştır.

Aksu ve Köseadağ (2006) çalışmalarında, Standard & Poor's (S&P) ile işbirliği yaparak, BİST'te işlem gören en büyük ve en likit 52 firmayı, kamuya açıklanan bilgilere göre değerlendirmişlerdir. Araştırmacılar, Uluslararası Finansal Raporlama Sistemi ve Kurumsal Yönetim uygulamalarının finansal tablolar ve dipnotların şeffaflığına pozitif etkisi olduğu sonucuna ulaşmışlardır. Çalışma sonuçlarına göre 52 BİST firmasının şeffaflık notları oldukça düşük çıkmıştır. Bununla birlikte, Türkiye'nin ortalama şeffaflık ve Kamuyu Bilgilendirme notunu 10 üstünden 5 olarak hesaplamışlardır.

Arslantaş ve Fındıklı (2010) araştırmalarında, 2009 yılının üçüncü çeyreğinde BİST-50 endeksinde yer alan şirketlerin yönetim kurulu yapılanmalarını incelemişlerdir. Gerekli bilgiler şirketlere ait internet sitelerinden toplanmış, ulaşılan veriler tanımlayıcı analizler aracılığıyla anlamlandırılmıştır. Şirketlerde yönetim kurulu üye sayılarının düşük olduğu, yönetim kurulu başkanı ve icra kurulu başkanının farklı kişiler olduğu, yönetim kurullarında icrada görevli olmayan üye sayısının yüksek olduğu, bağımsız üye sayısının yeterli olmadığı, yönetim kurulu alt komitelerinin yaygın olmadığı, komite başkanlarının önemli oranda bağımsız olmadığı, komite üyelerinin çoğunluğunun icrada görevli olduğu ve yönetim kurulu üyelerinin genellikle birden fazla komitede görev aldığı görülmüştür(Arslantaş ve Fındıklı 2010).

3.2.2 Kurumsal Yönetim ve Şeffaflık ile Firma Performansı İlişkisine Yönelik Yapılan Çalışmalar

Türkiye'de kurumsal yönetim düzeyini sorgulayan, kurumsal yönetim ilkelerinin uygulanma derecesini ve bu ilkelerin şirketlerin performanslarına yansımalarına ilişkin en kapsamlı çalışmalardan biri İMKB Araştırma Müdürlüğü tarafından yapılmıştır. 1998-1999 dönemini inceleyen ve aracı kurumların yanı sıra yaklaşık 275 borsa şirketini kapsayan çalışmada, öncelikle kurumsal yönetim ilkeleri konusunda genel bilgiler verilmiş, en yaygın referans niteliğindeki OECD kurumsal yönetim ilkeleri baz alınarak hazırlanan anketlerin değerlendirilmesi suretiyle, İMKB'de işlem gören şirketlerin kurumsal yönetim uygulamaları ile piyasa karakteristikleri, piyasa ve

finansal performansları arasındaki ilişki incelenmiştir. Bu çerçevede, uluslararası literatürde sıkça kullanılan piyasa değeri, kırılganlık, düzeltilmiş getiri piyasa performansını ölçmek için kullanılırken; finansal performansın belirlenmesi için borçlanma, kârlılık, likidite oranları kullanılmıştır. Yapılan anket ile amaçlananın Türkiye’de Kurumsal Yönetim İlke ve Standartlarının İMKB’de işlem gören şirketlerde ve İMKB üyesi (Üyeler) kurumlarda uygulanma derecesini belirlemek ve bu ilkeleri uygulamanın şirket performanslarındaki etkisini irdelemek olduğu vurgulanmıştır. Kurumsal yönetim ilke ve standartlarını göreceli olarak daha fazla uygulayan şirketlerin, gerek finansal, gerekse piyasa getirisi performansı daha az uygulayanlara göre daha yüksek olduğu sonucuna ulaşılmıştır (Varış v.d., 2001).

Churaev (2003), BİST-30 endeksi kapsamındaki şirketlerin kurumsal yönetim uygulamalarının performansa olan etkisini inceledikleri çalışmada, Sermaye Piyasası Kurulu’nun yayımladığı Kurumsal Yönetim İlkeleri Rehberi’ni esas alarak, BİST-30 endeksine dahil 30 şirkete anket uygulanmıştır. Churaev, görece daha gelişmiş kurumsal yönetim düzeyine sahip şirketlerin, alacaklılarda daha fazla güven uyandırdığı iddiasında bulunmaktadır. Churaev, daha iyi yönetilen şirketlerin daha fazla borçlanma olanağına sahip olduklarını, ancak örneklemin küçük olmasının; kurumsal yönetimin, şirketlerin mali yapısı üzerindeki etkisi hakkında kesin yargıda bulunmaya izin vermediğini iddia etmektedir. Regresyon ve korelasyon analizleri; kurumsal yönetim, düzeltilmiş getiriler ve sermaye kârlılığı arasında % 1 anlamlılık düzeyinde pozitif bir ilişkinin varlığını ortaya koymuştur. Finansal kaldıraç ile kurumsal yönetim arasında bulunan pozitif ilişki ise, kurumsal yönetimin şirkete yatırımcı güveniyle, itibar kazandırdığı hipotezini desteklemektedir (Gürbüz,2005).

Ergincan ve Gürbüz (2004) tarafından yapılan çalışmada, kurumsal yönetim ilkelerini daha iyi uygulayan şirketlerin borsa performanslarının, bu ilkeleri yeteri kadar uygulamayan şirketlere göre daha yüksek olduğu, kurumsal yönetim ilkelerini ileri derecede uygulayan şirketlerin özsermaye kârlılığının daha yüksek olduğu, yüksek halka açıklık oranlarına sahip şirketlerin ileri derecede kurumsal yönetim ilkeleri uyguladıkları, daha iyi yönetilen şirketlerin kreditorlere güven duygusu verdikleri ve bu şekilde dış finansmandan daha fazla yararlanma olanağı buldukları sonucuna ulaşılmıştır. Sonuçta kurumsal olarak iyi yönetilen şirketler, dış finansman kaynaklarından daha fazla yararlanma olanağına sahip olmaktadır.

Özbay (2007) çalışmasında, hisse senetleri BİST'te işlem gören şirketlerin şeffaflık düzeyleri ile likiditeleri arasındaki ilişkiyi araştırmıştır. Bu amaçla, 2005 yılında hisse senetleri BİST'te işlem gören 288 şirket arasından, aynı yıl itibariyle BİST Ulusal Pazar'da oluşan işlem hacminin %56'sını oluşturan 27 şirket seçilerek, 1995-2005 dönemine ait yıllık bazda şeffaflık tablosu ve likidite tablosu oluşturulmuştur. Şirketlerin şeffaflık düzeylerinin göstergesi olarak faaliyet raporları, bağımsız denetim raporları ve web sitelerinde kamuya açıkladıkları bilgilerden oluşturulan şeffaflık skor tablosu; likiditelerinin göstergesi olarak yıllık bazda işlem görme oranları esas alınmıştır. Çalışmada likidite bağımlı değişken, şeffaflık skor tablosu bağımsız değişken olup, basit regresyon denklemi kurulmuştur. Daha sonra şirketlerin kârlılık oranları da denkleme ikinci bağımsız değişken olarak dâhil edilmiştir. Regresyon sonuçlarından, şirketlerin 1995 – 2005 dönemindeki şeffaflık düzeyleri ile likiditeleri arasında anlamlı ilişki bulunduğu ve şirketlerin likiditelerindeki değişimlerin %2'sinin şeffaflık düzeylerindeki değişimler ile açıklandığı görülmüştür. Şirketlerin likiditeleri ile kârlılık oranları arasında ise anlamlı bir ilişki olduğu sonucuna ulaşılamamıştır.

Efecik (2007), firmaların kamuyu aydınlatma düzeyleri ile firma değerleri ve firma karakteristikleri arasındaki ilişkiyi çoklu doğrusal regresyon analizi ile hesaplamıştır. Kamuyu aydınlatma düzeyi ile firma değeri arasında pozitif bir ilişki olduğu öngörülmüştür. Ancak sadece, firmaların fiyat kazanç oranı, kurumsal yatırımcı oranı ve halka açık kısım piyasa değerleri ile kamuyu aydınlatma düzeyi arasında pozitif bir ilişki bulunmuştur. Diğer değişkenler için anlamlı bir ilişki tespit edilememiştir. Yürütülen her üç regresyon modelinde de, ortak sonuç, firmaların halka açık kısım piyasa değeri ile kamuyu aydınlatma düzeyleri arasında pozitif ilişki olduğu yönündedir.

Topçu (2007) çalışmasında, BİST 100 endeksinde hisse senetleri işlem gören şirketlerin üst yönetimlerinin işletme içinde ve dışında yer alan çıkar gruplarının talep ve beklentilerine olan bakış açısı ile yönetimlerin çıkar gruplarının talep ve beklentilerine karşı geliştirdikleri politika ve stratejiler tespit edilmeye çalışılmıştır. Türkiye'de faaliyet gösteren şirketlere özgü hazırlanan anket, Borsa İstanbul (BİST) 100 Endeksinde yer alan 100 şirkete gönderilmiş, %59'undan geri dönüş sağlanmıştır. Anket şirketlerin yönetim kurulu üyelerine, finansal raporlama ve muhasebeden sorumlu genel müdür yardımcılarına, yatırımcı ilişkileri birimlerinde

alışan yönetici ve yetkilileri ile diğerk st yöneticilerine uygulanmıştır. Ankette kurumsal yönetim uygulamaları ve firma değeri ilişkisi altı ana bölümde (hissedar hakları ve şeffaflık, mali şeffaflık, yönetim kurulu yapısı ve sorumlulukları, paydaş hakları, yönetimin hak ve menfaatleri, kurumsal yönetim uygulamaları ve şirket performansı ilişkisi) araştırılmıştır. Çalışmada, şirketlerde yönetim kurulunun yapısı ve sorumlulukları ile ilgili kurumsal yönetim uygulamalarının firma değeri üzerinde etkisi olduğu saptanmıştır. Diğerk ana başlıklar ile firma değeri arasında ise herhangi bir ilişki saptanamamıştır.

Yıldırım (2007) alışmasında, hisse senetleri BİST Ulusal 100 Endeksi “İmalat Sanayi Sektöründe işlem gören şirketlerin, 2002–2006 dönemindeki mülkiyet kontrol yapılarının finansal performansa etkilerine ilişkin sonuçları analiz etmiştir. Bu çalışmada şirketlerin hukuki, ekonomik ve sosyal unsurlarla şekillenen sermaye sahipliği (mülkiyet) ve kontrol yapıları incelenerek, şirketlerin finansal performanslarına etkilerinin saptanmasına çalışılmıştır. Bu amaca yönelik olarak gerçekleştirilen çalışmada, kurumsal yönetim uygulamalarının analizine yönelik olarak literatürde kullanılan sermaye sahiplik (mülkiyet) yapısına ilişkin değişkenler ile kontrol yapısını analiz etmek için geliştirilen değişkenler kullanılmıştır. BİST 100 endeksinde işlem gören 44 şirketin finansal performansları üzerine çoklu regresyon analizleri kullanılarak etkileri araştırılmıştır. Bu amaçla, sermaye sahipliği ve kontrol yapısına ilişkin değişkenler ile finansal performans değişkenleri ilişkilendirilmiştir. Kurumsal yönetim uygulamalarının, finansal performans değişkenleri üzerindeki etkilerinin saptanabilmesi amacıyla sermaye sahipliği ve kontrol yapısı temelinde regresyon modelleri oluşturularak hipotezler test edilmiştir.

Analiz sonuçlarına göre; örneklemde yer alan şirketlerde en büyük hissedarın pay oranının ortalama olarak %48 olduğu, en büyük hissedarın şirketlerdeki pay oranı en düşük %20; en yüksek %93 düzeyinde gerçekleştiği, bu şirketlerde en büyük hissedarın pay oranı ile finansal performans göstergeleri arasındaki ilişki incelendiğinde; en büyük hissedarın pay oranı ile aktif karlılığı, satışların karlılığı ve zsermayenin karlılığı gibi finansal performans göstergeleri arasında negatif yönlü ve istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki bulunduğu, en büyük hissedarın pay oranı ile piyasa değeri ve Tobin’s Q değeri gibi finansal performans göstergeleri arasında ise pozitif yönlü ve istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki bulunduğu ve korelasyon tablosundaki veriler en büyük hissedarın pay oranı ile aktif karlılığı ve zsermayenin

karlılığı arasında negatif yönlü zayıf bir ilişkiyi ifade ederken; en büyük hissedarın pay oranı ile Tobin's Q değeri arasında pozitif yönlü ancak zayıf bir ilişkinin var olduğunu gösterdiği sonucuna ulaşılmıştır.

Akdoğan (2009) çalışmasında, BİST 100 Endeksinde yer alan şirketlerin, SPK tarafından yayımlanan kurumsal yönetim ilkelerine uyum düzeyleri ile finansal performansları arasında ilişki olup olmadığını araştırmaktadır. Bu çerçevede şirketlerin kurumsal yönetim ilkelerine uyum düzeylerine, standart ve mukayese edilebilir bir nitelik kazandırmak amacıyla kurumsal yönetim uyum derecelendirmesi yapılmıştır. Finansal performansa ilişkin göstergeler, muhasebe ve piyasa performansı olmak üzere iki başlık altında incelenmiştir. Analiz sonucunda şirketlerin kurumsal yönetim ilkelerini uygulama düzeyleri ile muhasebe performansı göstergeleri (aktif kârlılığı, özsermaye kârlılığı) arasında anlamlı ve pozitif yönlü ilişki olduğu bulgusuna ulaşılmıştır. Piyasa performansına ilişkin değişkenler incelendiğinde ise kurumsal yönetim ilkelerine uyum düzeyi ile piyasa değeri defter değeri oranı ve fiyat kazanç oranı arasında ilişki olmadığı, ancak kurumsal yönetim ilkelerine uyum düzeyi ile Tobin's Q oranı ve hisse senedi getirileri arasındaki ilişkinin şartlı kabul edildiği bulgusuna ulaşılmıştır.

Dağlı v.d. (2010) çalışmalarında 2007 Eylül – 2009 Kasım dönemi Türkiye'deki kurumsal yönetim endeksini risk - getiri açısından değerlendirmişlerdir. Çalışmada, portföy performans değerlendirmesinde yaygın olarak kullanılan Sharpe, Treynor ve Jensen performans endekslerine yer verilmiş ve her bir performans endeksine göre çalışma kapsamında yer alan endekslerin araştırma dönemi itibarıyla performans durumları ortaya konmuştur. Analiz kapsamındaki endekslerin Sharpe, Treynor ve Jensen performans endekslerine göre hesaplanan performans sıralamalarında en başarılı endeksin BİST Ulusal-30 endeksi ve kurumsal yönetim endeksinin ise orta düzeyde başarılı olduğu görülmektedir. Bu çalışmadaki kurumsal yönetim endeksi kapsamında yer alan işletmelerin, yatırımcılarına ek bir gelir sağlamadığı gibi yatırımcıların hisse senedine yatırım yapmak yerine risksiz finansal araçlara yatırım yapmaları durumunda daha kazançlı çıkacaklarından dolayı, potansiyel kar kaybına neden olduğu sonucuna varmışlardır. Bu durum, risk-getiri arasında doğrudan pozitif ilişkinin mevcut olduğu göz önüne alındığında, ilgili portföylerin iyi yönetilmediğini ve tam bir çeşitlendirme sağlanamadığını göstermektedir.

Araştırmacılar bu sonuca ulaşılmasında yaşanmakta olan küresel finansal krizin etkili olduğunu belirtmişlerdir (Dağlı, Ayaydın ve Eyüboğlu, 2010).

Cefakar (2010), BİST'te Kurumsal Yönetim Endeksine dahil firmaların verilerini kullanarak, kurumsal yönetim uygulamaları gelişmiş firmalarda bu olgunun piyasa fiyatına yansımalarını korelasyon ve veri zarflama analizi tekniklerinin yardımıyla ölçmeye çalıştığı çalışmada, kurumsal yönetim uygulamaları gelişmiş şirketlerin piyasa fiyatlarının bu faktörden etkilendiği görülmüştür. Büyük ve istikrarlı şirketlerde bu etkinin pozitif yönde daha yüksek olduğu, daha küçük şirketlerde ise kurumsal yönetimin henüz istenen düzeyde piyasa fiyatını etkilemediği tespit edilmiştir. Türkiye'deki halka açık şirketlerin kurumsal yönetim uygulama oranlarının henüz %10 civarında olduğundan, henüz çok gelişmemiş olduğu belirtilmiştir.

Süer (2011), Türkiye'de kurumsal yönetimin firma değeri üzerindeki etkisini araştırmaya yönelik çalışmada, BİST 100 endeksinde yer alan firmalardan oluşan örnek kütleden 2009 yılına ait bilgiler toplanarak Kurumsal Yönetim Endeksi (KYE) oluşturmuştur. Modelde kontrol değişkenleri şirket büyüklüğü, aktif getiri oranı ve finansal kaldıraçtır. Kullanılan bağımlı değişkenlerden biri hisse başına piyasa fiyatının defter değerine bölünmesi suretiyle hesaplanan piyasa değeri defter değeri oranı, ikinci değişken firma aktiflerinin piyasa değerinin, defter değerine bölünmesiyle bulunan Tobin's Q (TQ) oranıdır. Kurumsal yönetim çalışmalarının pek çoğunda firma değerine ilişkin olarak bağımlı değişken için Tobin's Q oranının kullanıldığı gözlenmektedir. Sonuç olarak regresyon modellerinde, KYE ile firma değeri arasında, TQ ile beklendiği gibi pozitif fakat istatistiksel olarak zayıf anlamlılık, F/DD ile yine pozitif fakat istatistiksel olarak anlamlı olmayan ilişkiler bulunmuştur.

Sonuç olarak, kurumsal yönetim konusu ile ilgili bilimsel araştırmaların Türkiye için oldukça yeni olduğu görülmektedir. Verilere ulaşmanın zorluğu ve karşılaştırılabilirlik konusunda duyulan endişe nedeniyle, birçok araştırmada örneklem sayısı düşük kalmaktadır. Bu da sonuçlar hakkında kesin yargılara ulaşılmasını zorlaştırmaktadır. Gün geçtikçe, yatırımcıların şeffaflığa olan talebinin ve dolayısıyla işletmelerin de bu konuya olan ilgilerinin artmasıyla, yapılacak olan çalışmaların daha geçerli sonuçlar verebileceği söylenebilir.

DÖRDÜNCÜ BÖLÜM

4 KURUMSAL ŞEFFAFLIK, FİRMA DEĞERİ VE FİRMA PERFORMANSLARI İLİŞKİSİ BİST İNCELEMESİ

4.1 Araştırmanın Amacı ve Kapsamı

Kurumsal şeffaflık ve firma değeri konusunda uluslararası piyasalarda yapılmış pek çok çalışma bulunmaktadır. Türkiye’de kurumsal şeffaflık ve kamuya açıklama ile ilgili halka açık şirketlerin uygulamaları hakkında yapılmış araştırmalar mevcut olmakla birlikte, kurumsal şeffaflık ve kamuya açıklama ile firma performans göstergeleri ve firma değeri arasındaki ilişkileri inceleyen çalışmaların sayısının az olmasının yanında ayrıca bu çalışmalarda kullanılan yöntem ile toplanan veri setleri de sınırlı kalmaktadır.

Bu tez çalışmasının iki amacı vardır. Bunlardan ilki; hisse senetleri BİST’te işlem gören firmaların kamuya açıklamaları temel alınarak kurumsal şeffaflık endeksi oluşturulmasıdır. Diğer amaç ise; oluşturulan kurumsal şeffaflık endeks skorları ile firma değerleri ve firma performans göstergeleri ile arasındaki ilişkilerin araştırılmasıdır. Bu amaçla çalışmanın kapsamı, şirketlerin şeffaflık düzeylerinin göstergesi olarak faaliyet raporları, bağımsız denetim raporları ve web sitelerinde kamuya açıkladıkları bilgilerden faydalanılarak şeffaflık endeksi geliştirilmesi ve geliştirilen bu endeks ile firma değeri ve firma performans göstergeleri olarak analize dahil edilen Tobin’s Q oranı, fiyat kazanç oranı, piyasa defter değeri oranı, fiyat nakit akımı oranı, fiyat satış oranı, aktif karlılığı özsermaye karlılığı ve hisse senetlerinin normalüstü getiri değişkenleri arasındaki ilişkilerin incelenmesidir.

Uluslararası piyasalarda yapılan çalışmalarda kurumsal şeffaflık düzeyleri ile firma performansları arasındaki ilişki teorik yaklaşımlara göre ele alındığında, ne yönde bir ilişki olduğuna dair çok farklı sonuçlar elde edilmiştir. Bununla birlikte uluslararası piyasalarda kurumsal yönetim ve şeffaflık endeksi ile performans değişkenleri arasında yapılan analizlerde, şeffaflık arttıkça hisse senetlerinin performanslarının arttığını ileri süren çalışmalar mevcuttur. Türkiye’de kurumsal yönetim uygulamaları ve düzenleyici otoritelerce getirilen kurallara, halka açık şirketlerin uyumu konusunda yapılmış araştırmalar mevcuttur. Fakat kurumsal

yönetim uygulamalarının firma değerine etkilerini değerlendirmeye yönelik araştırmaların az sayıda olduğu, daha çok tanımsal araştırma modellerinin kullanıldığı, yöntem ve veri toplama yönünden de belirli kısıtların bulunduğu görülmektedir. Bu çalışma bulgularının hissedarlar, yatırımcılar, yöneticiler, bu konuda araştırma yapan kişi veya kurumlar için faydalı olacağı düşünülmektedir.

Kurumsal şeffaflık uygulamalarına yönelik olarak yapılan ampirik endeks oluşturulma çalışmalarında birçok yöntem uygulanabilmektedir. Bu uygulamalar, derecelendirme şirketlerinin verdiği notların kullanılması olabileceği gibi, derecelendirme şirketlerinin uygulamış olduğu mevcut metodolojiden faydalanılarak bir endeks elde edilmesi veya araştırmacının bir veya birkaç derecelendirme yöntemi kullanarak bir şeffaflık metodolojisi geliştirmesi ve kapsamlı kriterlerden sonra bir endeks oluşturulması olabilmektedir. Çalışmamızda, mevcut derecelendirme faaliyeti yapan kuruluşlardan birinin geliştirmiş olduğu şeffaflık ve kamuya açıklama endeks modeline yönelik metodoloji tercih edilmiş ve bu kapsamda söz konusu derecelendirme şirketinin belirlemiş olduğu kriterler temel alınıp, uygulamış olduğu yöntemler takip edilerek BİST'te işlem gören firmalara yönelik bir şeffaflık endeksi elde edilmiştir. Bu endeks ile firma değerleri ve performansları arasındaki ilişkiler sorgulanmaya çalışılmıştır.

Çalışmanın temel hipotezi;

H₀: Hisse senetlerine ilişkin şeffaflık endeksleri ile firma değerleri ve firma performansları arasında bir ilişki yoktur.

H₁: Hisse senetlerine ilişkin şeffaflık endeksleri ile firma değerleri ve firma performansları arasında bir ilişki vardır.

Yapılan bu tez çalışması sonucunda ilişkilerin varlığı veya yokluğu ile yönü ve büyüklüğü hakkında istatistiksel olarak anlamlı ve güçlü sonuçlara ulaşılması hedeflenmektedir.

4.2 Örneklem Seçim Kriterleri

Bu bölümde ilk olarak örnek gruba dahil edilen firmaların hangi ölçütlere göre seçildikleri ve bunlara ait verilerin hangi kaynaklardan elde edildikleri anlatılmaktadır. Araştırmada, 2000 – 2012 döneminde herhangi bir yıl BİST 30'da

yer almış ve örneklem dönemi boyunca sürekli işlem görmüş firmalar örnekleme dahil edilmiştir. Bir firmanın örnek gruba dâhil edilebilmesi için $t-1$ yılının hisse senedi fiyatı, hisse senedi adedi ve mali tablo verileri ve şeffaflık endeksi oluşturulması için gerekli yayınlanmış bilgileri ile t yılının hisse senedi fiyatı, hisse senedi adedi ve mali tablo verilerinin biliniyor olması gerekmektedir. Burada $t = 2001, 2002, 2002, 2003, 2004, 2005, 2006, 2007, 2008, 2009, 2010, 2011, 2012$ yıllarıdır. Bu çalışmada $t-1$ yılının firmaların şeffaflık endeks skorları ile t yılının değişkenleri eşleştirilmiştir.

Anakütle olarak alınan 2000 – 2012 dönemi içinde herhangi bir dönemde BİST 30’da yer almış ve örneklem dönemi boyunca sürekli işlem görmüş şirketler içinden, bankalar ve diğer finansal kuruluşlar dışarıda bırakılmıştır. Bankalar ve finansal kuruluşlar tabi oldukları özel düzenlemeler ve farklı kurumsal yapıları ile sektörel özelliklerinden kaynaklanan, kurumsal yönetim uygulamalarının farklılığı nedeniyle örnekleme dahil edilmemiştir (Andrade v.d., 2009, Vieira ve Pinho 2011).

Çalışmada kullanılan veriler, BİST tarafından kamuyu bilgilendirme amaçlı olarak yayınlanan şirket yıllıklarından, şirketler tarafından yayınlanan yıllık faaliyet raporlarından, şirketlere ait genel kurul toplantı tutanakları ve hazırlan cetvellerinden, şirket ana sözleşmelerinden, bağımsız denetim raporlarından ve BİST’in ağ sayfasındaki finansal tablolardan oluşmaktadır. Toplanan verilerden BİST şirketlerinden 29 adedine ait veriler kullanılabilir düzeyde görülmüştür.

4.3 Kurumsal Şeffaflık Endeksinin Oluşturulması

Dünyada önde gelen derecelendirme kuruluşları şirketlerin kurumsal yönetim uygulamalarının kalitesini değerlendirmek için özel bir puanlama yöntemi kullanmaktadırlar. Büyük yatırımcı grupları bu yönetim derecelendirme kuruluşlarının tipik müşterileri arasında yer almaktadırlar. Ayrıca, son yıllardaki şirket skandallarından sonra, bu yönetim puanları bireysel yatırımcılar, müşteri firmalar ve düzenleyici kurumlar arasında giderek etkili ve popüler hale gelmiştir. Ülkemizde de kurumsal yönetim derecelendirmesi yapan birkaç şirket bulunmaktadır. Bu şirketlerin SPK’nın belirlemiş olduğu ilkelere uyması ve bu ilkelere göre derecelendirme yapması gerekmektedir. Türkiye’de derecelendirme notu, SPK Kurumsal Yönetim İlkeleri’nde belirtilen dört alt başlık (Pay Sahipleri, Kamuyu Aydınlatma ve Şeffaflık, Menfaat Sahipleri, Yönetim Kurulu) için ve

bunların ağırlıklandırılmış toplamı olarak genel şirket notu olarak verilmektedir. Toplam derecelendirme notu, her bir alt başlık için SPK direktifleri doğrultusunda; pay sahipleri bölümü için %25, kamuyu aydınlatma ve şeffaflık için %35, menfaat sahipleri bölümü için %15, yönetim kurulu bölümü için %25 biçiminde ağırlıklandırılarak belirlenmektedir.

Bu çalışmada dünyada birçok ülkede ve birçok şirket için kullanılan Standart & Poor's (S&P) tarafından geliştirilen "Şeffaflık ve Kamuya Açıklama Endeksi" metodolojisi kullanılmıştır. Bu yöntemin kullanılma nedeni, S&P metodolojisine göre derecelendirilmesi yapılan dünyadaki diğer şirketler ve ülkeler için karşılaştırma yapılabilmesine imkan verecek olmasıdır.

S&P, The McGraw-Hill Companies bünyesinde faaliyet gösteren derecelendirme şirketlerindendir (McGraw-Hill 2008). Dünyanın önde gelen derecelendirme kuruluşlarından S&P'nin gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerde ve finansal piyasalarda yaptığı araştırmalar neticesinde oluşturduğu bir dizi şeffaflık sıralaması dünyada yatırımcılar tarafından dikkatle takip edilmektedir. S&P, şirketlerin kurumsal yönetim uygulama düzeylerini belirlemek için "Kurumsal Yönetim Puanlaması" (Corporate Governance Scores, CGS) adı ile puanlama yapmaktadır. S&P'nin kurumsal yönetim puanlamasının temel ilkelerini şeffaflık, doğruluk, sorumluluk ve hesap verebilirlik oluşturmaktadır. S&P bu temel ilkelere bağlı olarak hem ülke hem de şirket temelinde kurumsal yönetimin uygulama düzeyini analiz etmektedir (S&P 2004).

S&P'ye göre kurumsal yönetim puanlaması, bir şirketin kurumsal yönetim ilkelerine ve ilkelere belirtilen açıklamalara uyma ve bu ilkeleri uygulama düzeyi hakkında fikir verir. Kurumsal yönetim puanlaması; şirket yönetimi, yöneticiler, hissedarlar ve diğer menfaat sahipleri arasında etkileşimli bir süreci gerektirmektedir. Gerçekleştirilen puanlama da bu sürecin bir tür işlerliğini göstermektedir.

S&P kurumsal yönetim hizmetleri ülke ve şirket puanlaması olarak ikiye ayrılmaktadır. Ülke puanlaması; ülkedeki yasaların, düzenleyici kuruluşların, bilgilendirme ve piyasa altyapısının şirketlerin uygulayacağı kurumsal yönetim uygulamalarına yaptığı etkinin tespitine yönelik olarak yapılır. Bu puanlama

kurumsal yönetim uygulamalarını etkileyen makro düzeydeki faktörleri tespiti yönelik dış analizdir (S&P 2004).

Şirket puanlaması ise, şirket yöneticileri, yönetim kurulu, hissedarlar ve diğer menfaat sahipleri arasındaki etkileşimin etkinliğini ölçer ve şirketlerin yönetim yapısı ve süreçleri üzerine odaklanır. Bu nedenle, S&P yapmış olduğu puanlama faaliyetini, şeffaflık ölçütlerine uygun olarak standartlaştırmış bir analiz sürecinin sonunda oluşturulan bağımsız bir fikir olarak ileri sürmektedir. S&P tarafından kullanılan kurumsal yönetim puanlama analizi dört ana bölümden oluşmaktadır (S&P 2004).

- Sahiplik Yapısı
- Finansal Menfaat Sahipleri İle İlişkiler
- Finansal Şeffaflık ve Bilgi Açıklamaları
- Yönetim Kurulunun Yapısı ve Süreci

Yukarıdaki bölümlerden her biri ayrı ayrı puanlandırılır ve bu puanlar S&P'nin belirlediği bir oranda genel kurumsal yönetim puanının oluşturulmasında kullanılır. S&P tarafından şirketlere 1 ile 10 arasında bir puan verilmekte olup, 10 en yüksek kurumsal yönetim uyum düzeyini, 1 ise en düşük kurumsal yönetim uyum düzeyini göstermektedir. Ayrıca, ilgili şirketin şeffaflık, kamuyu aydınlatma ve denetim alt bölümlerinden oldukça düşük bir puan alması halinde diğer ana bölümler hakkında sağlıklı bir değerlendirme yapmak mümkün olmayacağı düşüncesiyle şirketin kurumsal yönetim puanı tespit edilmemektedir. S&P'nin kurumsal yönetim puanlaması, şirketin kamuya açıklanan bilgileri ile birlikte, şirket yetkilileri ile yapılan görüşmeler ve diğer kaynaklardan elde edilen bilgiler dikkate alınarak yapılmaktadır.

S&P, kurumsal yönetim puanlama sürecinde OECD'nin kurumsal yönetim ilkelerini temel almaktadır. Bu ilkelere ek olarak puanlaması yapılacak şirketin bulunduğu ülkedeki yerel kanunlar da incelenmekte ve objektif bir puanlama seti oluşturulmaktadır. Puanlama faaliyetleri, kapsamında şirket ile ilgili kamuya sunulmuş bilgileri toplanarak ve şirket yöneticileri ile görüşmeler yapılarak, bu bilgi ve görüşmeler belgelendirilmektedir. S&P'nin kurumsal yönetim hizmetler

bölümünün analiz ekibinde yer alan uzman ve diğer yardımcı personel tarafından puanlama komitesi oluşturulmakta, bu komite yerel kuruluşlarla da görüşebilmekte, gerekirse onlardan destek isteyebilmektedir. Komite, çalışmaları sonucunda şirkete ait puanı belirlemekte ve puanlama sonucu bir raporla şirkete sunmaktadır (S&P, 2004).

Bu kapsamda, Sabancı Üniversitesi Kurumsal Yönetim Forumu'nun, S&P ile işbirliği içinde Türk şirketlerinin şeffaflık ve kamuya açıklama standartlarını araştırmak üzere 2004 yılında başlattığı çalışmaların sonuçları " Kurumsal Yönetim: Türkiye Şeffaflık ve Kamuya Açıklama Araştırması (Corporate Governance: Turkish Transparency and Disclosure Survey)" raporunda yayımlanmıştır (Balic ve Bradley, 2005). Daha sonra bu çalışma 2006 ve 2007 yıllarında da tekrarlanmış ve bu yıllar arasındaki şirketlerin şeffaflık düzeylerinde yaşanan eğilimler ölçülmeye çalışılmıştır. Bu tez çalışmasında kullanılan şeffaflık endeks skorlarının elde edilmesinde, S&P tarafından Türkiye'deki hukuki, kurumsal, kültürel ve ekonomik ortama ve SPK'nın ilan ettiği Kurumsal Yönetim Prensiplerinde yer alan şeffaflık ve kamuyu bilgilendirme tavsiyelerine uyacak şekilde geliştirilen şeffaflık tablosu kullanılmıştır.

Şeffaflık tablosunda, her bir halka açık şirketin şeffaflık seviyesini ayrı ölçen, halka açık şirketlerin yıllık mali tablo ve raporlarının kamuyu aydınlatma açısından yeterlilik ve kalitesinin ölçümünün yer aldığı bir şeffaflık skoru yer almaktadır. Bu tablo, S&P tarafından şeffaflık ve kamuyu bilgilendirme, şirketlerin faaliyet raporlarında ve web sitelerinde yer alması beklenen 106 niteliğin bulunup bulunmadığının araştırılması üzerine geliştirilmiştir. Söz konusu 106 nitelik, S&P'nin dünya çapında önde gelen firmaların yıllık rapor ve hesaplarının, düzenleyici beyanlarının ve web sitelerinin incelenmesinden elde edilen 98 nitelikten yola çıkılarak geliştirilmiştir. Farklı piyasa özelliklerine hitap etmek için, endeks skorları oluşturulmak üzere kullanılan nitelikler Rusya ve Türkiye'de bir miktar değiştirilmiştir. Türkiye çalışmasında, yeni SPK düzenlemeleri, aile mülkiyeti, holding kuruluşları ile bunlara bağlı şirketler arasındaki ilişkiler gibi bazı piyasaya özel hususların dahil edilmesi için Ek 1'de yer alan 106 soruluk nitelikler listesi hazırlanmış ve sunulmuştur. Bu nitelikler S&P'nin diğer çalışmalarında da kullandığı üç alt kategori halinde gruplandırılmaktadır: Esas itibarıyla şirketlerin internet sitelerinde yıllık mali tablo ve raporlarında (bağımsız denetim ve yıllık faaliyet raporları), özel durum

açıklamalarında, fayda görülen bilgilerin bir listesini içermektedir (Aksu ve Köseadağ, 2005).

Bu kategoriler;

1. Mülkiyet yapısı ve yatırımcı ilişkileri (MYI)
2. Finansal şeffaflık ve kamuyu bilgilendirme (FSKB)
3. Yönetim Kurulu ile yönetimin yapısı ve işleyişi (YKYI)
4. Toplam Kurumsal Şeffaflık (TKSE)

Bu çalışmada da söz konusu temel açıklama kriterleri kullanılarak 106 puanlık bir şeffaflık skor tablosu oluşturulmuştur. Kamuya açık bilgilerden derlenen şirketlerin kurumsal şeffaflık uygulamalarına ilişkin veriler kurumsal şeffaflık endeksinin hesaplandığı tabloya yansıtılmıştır. Şeffaflık skor tablosunda yer alan ilgili kritere ilişkin kurumsal şeffaflık uygulamasının şirkette mevcut olduğuna ilişkin olumlu yanıtlar 'evet' (1 puan), olumsuz yanıtlar 'hayır' (0 puan) olarak cevapların karşılığı olan çift değişkenli bir hesaplama ile puanlandırılmıştır. Her 'evet' cevabı bir puana eşittir ve her şirketin toplam puanı evet puanlarının toplamının elde edilebilecek en fazla toplam puana bölünmesi sonucu olarak oluşturulmuştur.

Kullanılan şeffaflık tabloları hesaplama;

$$ŞE = \sum_j \sum_k C_{ik} / TP$$

i = nitelik kategorisi alt simgesi,

k = soru maddesi alt simgesi,

TP = her kategorideki elde edilebilecek en fazla toplam puan,

C_{jk} = her bir kategori için, evet cevaplarının toplamı.

S&P uluslararası piyasalarda yapmış olduğu çalışmalarda endeks skorlarını hesaplarken, değerlendirmeyi 10 puan üzerinden yapmıştır. Bu puanlama hesaplanırken elde edilen endeks skorlarını bir üst sayıya yuvarlayarak 10 puan üzerinden de şeffaflık endeksi derecelendirmesi yapılmıştır. Bu çalışmada ise toplam puanlar 100 üzerinden değerlendirilmekte ve herhangi bir yuvarlama

uygulanmamaktadır. Şirketlerin toplam Şeffaflık Endeks puanları, faaliyet raporları ve şirket web sitelerinde bulunan kamuyu aydınlatıcı soru maddelerinin evet cevaplarının her kategorideki maksimum olası evet sayısına oranı olarak yansıtılmaktadır. Üç alt kategorinin ayrı ayrı değerlendirilmesi de, her bir alt kategori için elde edilebilecek en fazla olası evet sayısını referans alarak benzer şekilde hesaplanmaktadır. Bu şekilde her üç alt kategori ve toplam şeffaflık tablosu için dört farklı endeks skoru elde edilmektedir. Sonuç olarak her bir şirket için, mülkiyet yapısı ve yatırımcı ilişkileri (MYYI), finansal şeffaflık ve kamuyu bilgilendirme (FSKB), yönetim kurulu ile yönetimin yapısı ve işleyişi (YKYYI) olmak üzere her üç alt endekse ilişkin ayrı ayrı tespit edilen endeksler ve bunların toplamından oluşan toplam şeffaflık (TKSE) puanı tespit edilmiştir.

Şeffaflık endeksi veri setinin oluşturulmasında ikincil kaynaklar kullanılmıştır. Çalışmada araştırmaya konu olan firmalara ilişkin verilerin elde edildiği aylık fiyat ve getiri verileri, ayrıntılı bilançolar, gelir tabloları, dipnotlar Borsa İstanbul Eğitim ve Yayın Müdürlüğünden sağlanmıştır. BİST tarafından yayınlanan firmalara ilişkin veri tabanından, özellikle Kamuyu Aydınlatma Platformu (KAP) ortamından başta finansal veriler olmak üzere birçok veri elde edilmiştir. Bunlar; şirket ağ sayfalarında yayımlanan kurumsal yönetim uyum raporları başta olmak üzere BİST tarafından kamuyu bilgilendirme amaçlı olarak yayınlanan şirket yıllıklarından, şirketler tarafından yayınlanan yıllık faaliyet raporlarından, şirketlere ait genel kurul toplantı tutanakları ve hazırlanmış cetvellerinden, şirket ana sözleşmelerinden, bağımsız denetim raporlarından ve BİST'in ağ sayfasındaki finansal tablolardan oluşmaktadır.

Verilerin ham hali derlendikten sonra, endeks hesaplamasına uygun biçimde yerleştirilmesi ve bazı eksik bilgilerin giderilmesi gerekmiştir. Firma faaliyet raporunda, yıllık raporunda, ya da şirket ana sözleşmelerinde kesin olarak tespit edilememiş bilgiler diğer kaynaklar taranarak tamamlanmıştır. Bunlar birbirinin alternatifi olabilecek kaynaklardan (örneğin genel kurul toplantı tutanakları, bağımsız denetim raporu, kamuya açıklama bildirimleri) kontroller yapılarak tamamlanmıştır. İnternet sitesinde eksik veri bulunan firmalardan telefon ve e-mail yoluyla bilgilerin tamamlanmasına çalışılmıştır. Buna rağmen bilgileri tamamlanamayan firmalar çalışma kapsamından çıkarılmıştır. Toplanan verilerden

BİST şirketlerinden 29 adedine ait veriler kullanılabilir düzeyde görülmüştür. Elde edilen şeffaflık ve kamuya açıklama endeks skorları EK 3'de verilmiştir.

4.4 Veriler ve İstatistiksel Yöntem

Hisse senedi BİST'te işlem gören firmaların şeffaflık düzeyleri ile firma değerleri ve firma performans göstergeleri arasındaki ilişkilerin incelenmesi bu tezin amaçlarından bir diğerini oluşturmaktadır. Sayar (2003) çalışmasında, şeffaf işletmelerin hisse senetlerine ilginin arttığı, söz konusu hisse senetlerinin likiditesinin üst seviyelere ulaştığı ve sermaye maliyetlerinin azaldığını belirtmektedir.

Black, Jang ve Kim (2012), Garay ve Gonzalez (2008), Gompers, Ishii ve Metrick (2003), Jiamsagul (2007), Klapper ve Love (2004), Khanna, G. Palepu ve Srinivasan (2004), Bhagat ve Bolton (2008), Chen, Chen ve Wei (2009) gibi birçok araştırmacı ulaştıkları sonuçlarda kurumsal yönetimin firma performansı üzerinde güçlü bir etkisi olduğunu iddia etmektedirler. Bu çalışmada elde edilecek olan bulgular doğrultusunda, BİST'in öncelikle gelişmiş piyasalar ile ardından gelişmekte olan piyasalar ile ne tür benzerlikler ve farklılıklar taşıdığı açık bir şekilde ortaya konulmaya çalışılacaktır.

4.4.1 Değişkenlerin Belirlenmesi

Kurumsal şeffaflık ve kamuya açıklama ile ilgili yapılmış çalışmalarda araştırmacılar, firma değerini ve performansını temsil eden oranları bağımlı değişken olarak kullanmışlardır. Bunlar genellikle, Tobin's Q oranı, fiyat kazanç oranı, fiyat nakit akımı oranı, fiyat satış oranı, piyasa değeri defter değeri oranı, özsermaye karlılığı, aktif karlılığı ve normalüstü hisse senedi getirisinden oluşan değişkenler olmuştur. Çalışmada kullanılan bağımsız değişkenler ise kurumsal şeffaflık firma değeri ve firma performansını araştıran çalışmalarda kullanılan değişkenler temel alınarak belirlenmiştir. Bunlar toplam şeffaflık endeksi ve bu endeksin alt endeksleri olan mülkiyet yapısı ve yatırımcı ilişkileri, finansal şeffaflık ve kamuyu bilgilendirme, yönetim kurulu ile yönetimin yapısı ve işleyişi bileşenleridir. Bunun yanında yine literatürde sıklıkla kullanılan firma büyüklüğü ve finansal kaldıraç oranı kontrol değişkenleri olarak modele dahil edilmişlerdir.

Tablo 1: Analizlerde Kullanılan Değişkenler

Değişken	Kullanılan Oran	Referans
Şeffaflık Endeks Skorları	Mülkiyet yapısı ve yatırımcı ilişkileri (MYI) Finansal şeffaflık ve kamuyu bilgilendirme (FSKB) Yönetim Kurulu ile yönetimin yapısı ve işleyişi (YKYI) Toplam Kurumsal Şeffaflık Endeksi (TKSE)	Black, Jang ve Kim (2012), Jiamsagul (2007), Patel ve Dallas (2003), Chen, Chen ve Wei (2009) Chen, Chung, Lee ve Liao (2007), Khanna, G. Palepu ve Srinivasan (2004), Carline, Linn ve Yadav (2009), Gompers, Ishii ve Metrick (2003), Balic (2007), Balic, Bradley (2005), Balic, Kochetygova, (2006), Aksu (2005)
Firma Değeri	Tobin's Q = Varlıkların Piyasa Değeri / Toplam Varlıkların Defter Değeri Fk = Özsermayenin Piyasa Değeri / Net Kar Pddd =Özsermayenin Piyasa Değeri / Defter Değeri Fna =Özsermayenin Piyasa Değeri / Nakit Akımları Fs = Özsermayenin Piyasa Değeri / Net Satış Hasılatı	Hiraki, Inoue, Kurok ve Masuda (2001), Patel ve Dallas (2003), Tudor (2013), Gompers, Ishii ve Metrick (2003), Klapper ve Love (2004), Brown ve Caylor(2006), Jiamsagul (2007), Garay ve Gonzalez (2008), Bhagat ve Bolton (2008) Chen, Chen ve Wei (2009) Carline, Linn ve Yadav (2009), Black, Jang ve Kim (2012),
Getiri	Borsa İstanbul'da işlem gören hisse senetlerinin aylık normalüstü getirileri	Chen, Chung, Lee ve Liao (2007), Bhagat ve Bolton (2008), Gompers, Ishii ve Metrick (2003), Jiamsagul (2007), Klapper ve Love (2004),

		Khanna, G. Palepu ve Srinivasan (2004), Bhagat ve Bolton (2008) Ararat (2005)
Karlılık	Aktif Karlılığı (Faiz Vergi Öncesi Kar / Aktif Toplamı) Özsermaye Karlılığı (Net Kar / Özsermaye Toplamı)	Ertuğrul Hegde (2009), Jiamsagul (2007), Brown ve Caylor(2006), Garay ve Gonzalez (2008), Hiraki, Inoue, Kurok ve Masuda (2001), Bhagat ve Bolton (2008) Bathula (2008)
Büyüklik	Borsa İstanbul'da işlem gören Şirketin net satışlarının logaritması	Patel ve Dallas (2003), Khanna, G. Palepu ve Srinivasan (2004) Klapper ve Love (2004) Chen, Chung, Lee ve Liao (2007), Ertuğrul Hegde (2009),
Kaldıraç	Finansal Kaldıraç = Toplam Borç / Toplam Aktif	Bhagat ve Bolton (2008), Khanna, Palepu ve Srinivasan (2004)

Tobin's Q (TQ_i):

Bu yöntem ilk kez 1969 yılında Nobel ödüllü ünlü iktisatçı James Tobin tarafından hesaplanmıştır. Yöntemin esası bir varlığın piyasa değeri ile bu varlığın yerine koyma maliyeti arasındaki orana dayanmaktadır. Yöntemde varlığın piyasa değerinin, yerine koyma maliyetini aşan kısmı entelektüel sermaye olarak belirtilmektedir (Tobin, 1969). McConnel ve Servaes (1990), Morck, Shleifer ve Vishny (1988) Tobin's Q oranını firma değerinin göstergesi olarak kullanmışlardır.

Tobin's Q kurumsal şeffaflık çalışmalarında gelişmiş ve gelişmekte olan piyasalarda firma performansı göstergesi olarak yaygın biçimde kullanılmaktadır. Bu değişken aynı zamanda bir şirketin mali gücünü göstermekte ve şirketin mali piyasalardaki performansının ölçümü için bir gösterge olarak kullanılmaktadır. Tobin's Q,

varlıkların (özsermaye ve borç) piyasa değerinin varlıkların yerine koyma değerine bölünmesi ile hesaplanır (Bhagat ve Jefferis, 1994; Gompers, Ishii ve Metrick, 2003; Beiner ve Schmid, 2005).

Black, Jang ve Kim (2012) yapmış oldukları çalışmada KSE’de işlem gören 515 Kore firması için kurumsal yönetim indeksi (KCGI) ile Tobin’s Q oranı arasında pozitif ilişki olduğuna dair kanıtlar elde etmişlerdir. Durnev ve Kim (2005) 27 ülkeden 859 büyük firmanın kullanıldığı çalışmada; kurumsal yönetim endeksleri olarak CLSA kurumsal yönetim indeksi ve S&P tarafından geliştirilen T&D endeksleri ile Tobin’s Q oranı arasında anlamlı ve pozitif ilişki bulunduğu sonucuna ulaşmışlardır. Kanellos ve Karathanassis (2007) yüksek kurumsal şeffaflık skorlarına sahip şirketlerin Tobin’s Q oranlarının daha yüksek olduğu sonucu elde edilmiştir.

Aşağıda t dönemi için bir şirketin Tobin’s Q oranı formülü yer almaktadır.

$$TQ_t = \frac{VPD_t}{TVDD_t}$$

Burada,

TQ: Tobin’s Q

VPD: Varlıkların Piyasa Değeri

TVDD: Toplam Varlıkların Defter Değeri

büyükliklerini ifade etmektedir. Varlıkların Piyasa Değeri ise aşağıdaki formülle hesaplanmıştır.

$$VPD = KVK + UVK + ÖSPD$$

Eşitlikte,

VPD: Toplam Varlıkların Piyasa Değeri

KVK: Kısa Vadeli Yabancı Kaynakların Defter Değeri

UVK: Uzun Vadeli Yabancı Kaynakların Defter Değeri

ÖSPD: Özsermayenin Piyasa Değeri

büyüklikleri için kullanılmaktadır.

Özsermayenin piyasa değeri, ödenmiş sermayeyi temsil eden hisse senedi sayısı ile şirket hisse senedinin borsa fiyatıyla çarpılması ile bulunmuştur. Şirket toplam

varlıklarının piyasa değeri, şirketin borç verenlerine ve hissedarlarına olan toplam yükümlülüklerinin piyasa değerine eşit olması gerektiğinden, şirketin borçlarının ve özsermayelerinin piyasa değeri toplamı, şirket varlıklarının piyasa değeri olarak alınmıştır.

Piyasa Değeri Defter Değeri Oranı (PDDD):

Piyasa Değeri Defter Değeri Oranı finansal piyasalarda firma değerinin göstergesi olarak yaygın kullanılan değişkenlerden bir tanesidir. Oran özsermayenin piyasa değerini defter değeri ile karşılaştırmaktadır. Değişken aynı zamanda bir hisse senedini sürekli tutmanın getirisi olarak değerlendirilmektedir (Peirson v.d., 2000).

$$Piyasa\ Defter\ Değeri\ Oranı = \frac{Özsermayenin\ Piyasa\ Değeri}{Özsermaye\ Defter\ Değeri}$$

Piyasa değeri defter değeri oranı Garay ve Gonzalez (2008) ve Leal ve Carvahalda-Silva (2005) Patel, Balic ve Bwakira (2002), Patel ve Dallas (2003) gibi araştırmacıların yapmış oldukları çalışmalarda kurumsal şeffaflık ve firma değeri ilişkisinde kullanılan değişkenlerden bir tanesidir. Şirket değerinin temsilcilerinden birisi olarak kullanılan piyasa değeri defter değeri oranı (PD/DD), BİST'te dönem sonlarında oluşan piyasa fiyatının yine dönem bilançolarında yer alan özsermayeye bölünmesi suretiyle hesaplanmıştır.

Black, Jang ve Kim (2012) KSE'de işlem gören halka açık 515 Kore firması için kurumsal yönetim indeksi (KCGI) ile piyasa defter değeri oranı arasında pozitif ilişki bulmuşlardır. Patel ve Dallas (2003) ABD piyasalarında S&P tarafından geliştirilen şeffaflık ve kamuya açıklama derecelendirme endeksi ile piyasa defter değeri oranı arasında istatistiksel olarak anlamlı ilişki bulmuşlardır.

Fiyat kazanç oranı

F/K oranı, bir işletmenin hisse senedinin piyasada oluşan fiyatının o işletmenin bir dönem içinde gerçekleştirdiği hisse başı net kazançla bölünmesi ile oluşan oran olarak ifade edilmektedir.

$$\text{Fiyat Kazanç Oranı} = \frac{\text{Hisse Senedinin Piyasa Fiyatı}}{\text{Hisse Başına Kar}}$$

Regalli ve Soana (2012) çalışmalarında, İtalya hisse senedi piyasalarında işlem gören hisse senetlerinin şeffaflık düzeyleri ile kurumsal şeffaflık derecelendirme endeksi olarak kullanılan GIM endeksi arasında pozitif ve anlamlı ilişki ortaya koymuşlardır. Efecik (2007) firmaların kamuyu aydınlatma düzeyleri ile firma değerleri ve firma karakteristikleri arasındaki ilişkinin çoklu doğrusal regresyon analizi ile hesaplanan çalışmada firmaların fiyat kazanç oranı ile kamuyu aydınlatma düzeyi arasında pozitif bir ilişki bulunmuştur. Akdoğan (2009), BİST 100 Endeksinde yer alan şirketlerin, SPK tarafından yayımlanan kurumsal yönetim ilkelerine uyum düzeyleri ile finansal performansları arasında ilişki olup olmadığının araştırıldığı çalışmada, kurumsal yönetim ilkelerine uyum düzeyi ile fiyat kazanç oranı arasında ilişki olmadığı bulgusuna ulaşmıştır.

Fiyat satış oranı

Sektördeki faaliyet sonuçları ve satışlar ilişkisinin sabit olduğu, değerlemede bulunulan firmanın faaliyet harcamalarının kıyaslanabilir firmalarla aynı türde olduğu varsayımına dayanan bir yöntem olarak ifade edilmektedir.

Fiyat satış oranı aşağıdaki formül yardımıyla hesaplanabilmektedir:

$$\text{Fiyat Satış Oranı} = \frac{\text{Hisse Senedinin Piyasa Fiyatı}}{\text{Hisse Başına Satış Geliri}}$$

Fiyat satış oranı Tudor (2013), Leal ve Carvahal-da-Silva (2005), Black, Jang ve Kim (2012) gibi araştırmacıların yapmış oldukları çalışmalarda kurumsal şeffaflık ve firma değeri ilişkisinde kullanılan değişkenlerden bir tanesidir. Black, Jang ve Kim (2012) Kore KSE’de işlem gören halka açık 515 Kore firması için kurumsal yönetim indeksi (KCGI) ile firma performansları arasındaki ilişkinin araştırılması için yapmış oldukları çalışmada KCGI endeksi ile fiyat satış oranı arasında anlamlı pozitif ilişki bulurken Leal ve Carvahal-da-Silva (2005) ise herhangi bir ilişki bulamamışlardır. Romanya piyasaları için Tudor (2013) RCGI (Reported Corporate Governance Index) kurumsal yönetim endeksi ile fiyat satış oranı arasında negatif ve anlamlı ilişki olduğu sonucuna ulaşarak, RCGI’de meydana

gelen %1'lik değişimin fiyat satış oranında %2,2'lik bir düşüşe neden olduğu sonucunu elde etmektedir.

Fiyat nakit akımı oranı

Bu oran, piyasa fiyatının hisse başına düşen nakit akımı ile oranlanması yoluyla elde edilmektedir (Demirkol, 2006).

Fiyat nakit akımı oranı aşağıdaki formül yardımıyla hesaplanabilmektedir:

$$\text{Fiyat Nakit Akımı Oranı} = \frac{\text{Hisse Senedinin Piyasa Fiyatı}}{\text{Hisse Başına Nakit Akımı}}$$

Fiyat nakit akımı oranı Carline v.d. (2009) ve Leal ve Carvahal-da-Silva (2005), John v.d. (2010) gibi araştırmacıların yapmış oldukları çalışmalarda kurumsal şeffaflık ve firma değeri ilişkisinde kullanılan değişkenlerden bir tanesidir. Carline v.d. (2009) çalışmalarında kurumsal yönetim uygulamaları ile faaliyet performansı ve faaliyet nakit akımları arasındaki ilişkiyi inceledikleri çalışmada kurumsal yönetimin nakit akımları üzerinde pozitif etkisi olduğunu iddia etmişlerdir. John v.d. (2010) kurumsal yönetimin serbest nakit akımları üzerinde etkisi olduğunu, yöneticiler ve hissedarlar arasındaki vekalet sorunlarının merkezindeki çatışmanın nakit akımları olduğunu ve kurumsal yönetim ile birlikte çıkar çatışmalarının önüne geçilebileceğini ileri sürmüşlerdir. Baek v.d. (2004) Kore piyasalarında nakit akımları ile kurumsal yönetim arasında anlamlı ilişkiler olduğunu ortaya koymuştur.

Hisse Senedi Normalüstü Getirisi (R_i);

Bhagat Bolton (2008) yapmış oldukları çalışmada, kurumsal yönetim endeksleri ile firma faaliyet performansları karşılaştırılmış, çalışmanın temel alındığı yıl ile bir sonraki yılda hisse senedinin performansları ile pozitif ilişkili olduğu sonucuna ulaşmışlardır. Jiamsagul'un Tayland SET 100 'de işlem gören firmaların kurumsal yönetimlerinin performans etkileri incelemek için yaptığı çalışmada, finansal şeffaflık ve bilgilerin ifşası, yönetim kurulu yapısı ve aday/tazminat komisyonlarının varlığının SET100 firmalarının performansları üzerinde olumlu etkisi olduğu görülmüştür. Ararat (2005) çalışmasında 2002 yılında herhangi bir şeffaflık ve kamuyu bilgilendirme puan kategorisinde iki uç çeyrekte yer alan firmaların

normalüstü getirileri arasında istatistiksel olarak anlamlı bir fark olmamasına rağmen, 2003'te toplam şeffaflık puanları ile genel kurul ve yönetim puanları bakımından iki uç çeyreğin normalüstü getirileri arasında anlamlı bir fark tespit edildiği belirtilmektedir. Amerikan piyasalarında, Gompers, Ishii, Metrick (2003), kurumsal yönetim derecesi düşük olan şirketlerin hisse senetlerini satıp, yüksek olan şirket hisse senetlerini satın alan bir yatırımcı stratejisinin % 8,5 kadar normalüstü getiri elde ettiklerini hesaplanmışlardır.

Yaptığımız bu çalışmada firma performans ölçütlerinden birisi olarak hisse senedi normalüstü getirileri kullanılmıştır. Normalüstü getirilerin elde edilmesinde BİST internet sitesindeki verilerden faydalanılmıştır.

Aşağıda t dönemi için bir şirketin hisse senedinin getiri formülü yer almaktadır.

$$Rh_t = \frac{F_t * (BDL + BDZ + 1) - RUF * BDL + T - F_{t-1}}{F_{t-1}}$$

Bu formülde;

Rh_{it} : "t" ayına ait hisse senedi getirisini,

F_t : "t" ayına ait en son kapanış fiyatını

BDL: Ay içinde alınan bedelli hisse adedini

BDZ: Ay içinde alınan bedelsiz hisse adedini

RUF: Rüçhan hakkı kullanma fiyatını

T: Ay içinde 1.000 TL nominal değerli bir hisse senedine ödenen net temettü tutarını

F_{t-1} : "t" ayından bir önceki aya ait en son kapanış fiyatını

ifade etmektedir.

Aşağıda t dönemi için bir şirketin hisse senedinin normalüstü getiri formülü yer almaktadır.

$$Ri_{it} = Rh_{it} - Ri_m$$

Ri_{it} : "t" ayına ait BİST-100 endeks getirisinden arındırılmış ekstra aylık getirileri

Rh_{it} : "t" ayına ait hisse senedi getirisini,

R_{im} : “t” ayına ait BİST-100 endeks getiriği,

Aktif Karlılığı (AK)

Çalışmada faaliyet performansı göstergelerinden biri olarak aktif kârlılığı kullanılmıştır. Aktif karlılığı şirketin dönem gelir tablosunda yer alan faaliyet karı rakamının yine aynı dönem bilançosunda yer alan aktif toplamı rakamına bölünmesidir.

Aşağıda t dönemi için bir şirketin aktif karlılığı formülü yer almaktadır.

$$AK_t = \frac{FK_t}{AT_t}$$

Burada,

AK: Aktif Karlılığı Oranı

FK: Faaliyet Karı

AT: Aktif Toplam Değeri

büyüküklerini ifade etmektedir.

Bhagat Bolton (2008) yapmış olduğı çalışmada kurumsal yönetim endeksleri ile aktif karlılığı arasında pozitif ilişki olduğı Yıldırım (2007) ise negatif ilişki olduğı sonucuna ulaşmışlardır. Bathula (2008) Yeni Zelanda hisse senetleri piyasasında, aktif getiri oranı ile yönetim kurulu yapısı değişkenleri arasında anlamlı ve pozitif ilişki olduğı sonucunu ulaşmıştır. Jiamsagul (2007), Tayland SET 100 endeksi kapsamında işlem gören hisse senetleri üzerine firma performans ölçütleri ile kurumsal yönetim endeksi arasındaki ilişkiyi ölçtüğü araştırmada S&P tarafından oluşturulan T&D şeffaflık endeksinin ROA (Aktif Getirisi), üzerinde olumlu etkisi olduğı sonucuna ulaşmıştır.

Özsermaye Karlılığı (ÖK)

Çalışmada faaliyet performans göstergelerinden bir diğeri olarak özsermaye kârlılığı kullanılmıştır. Özsermaye karlılığı, şirketin dönem gelir tablosunda yer alan net kar rakamının yine aynı dönem bilançosunda yer alan özsermaye rakamına bölünmesiyle hesaplanmaktadır

Aşağıda t dönemi için bir şirketin özsermaye karlılığı formülü yer almaktadır.

$$\ddot{O}K_t = \frac{NK_t}{\ddot{O}S_t}$$

Burada;

ÖK: Özsermaye Karlılığı Oranı

NK: Net Karı

ÖS: Özsermaye Değeri Toplamı

büyükliklerini ifade etmektedir.

Bauer, Guenster ve Otten (2004), Avrupa ve İngiltere için FTSE Eurotop 300’de yer alan şirketlerin yönetim standartları ile kazanç temelli firma performans değişkenleri arasındaki ilişkiyi ölçtükleri çalışmada, kurumsal yönetim endeksi olarak kullandıkları Deminor Kurumsal Yönetim Derecelendirmesi (DGCR), ile özsermaye getirisi arasında anlamlı negatif ilişki bulmuşlardır.

Değişkenlerin belirlenmesi ile birlikte kavramsal çerçeve Tablo 2’deki gibi oluşturulmuştur.

Tablo 2: Kavramsal Çerçeve
Şeffaflık Endeksleri

- Mülkiyet yapısı ve yatırımcı ilişkileri (MYYI)
- Finansal şeffaflık ve kamuyu bilgilendirme (FSKB)
- Yönetim Kurulu ile yönetimin yapısı ve işleyişi (YKYYI)
- Toplam Kurumsal Şeffaflık (TKSE)

Etki →

Firma Performansı Değişkenleri

- **Faaliyet Performansı**
 - ROA
 - ROE
- **Firma Değeri**
 - Tobin's Q Oranı
 - Fiyat Kazanç Oranı
 - Fiyat Satış Oranı
 - Fiyat Nakit Akımı Oranı
 - Piyasa Değeri Defter Değeri Oranı
- **Finansal Performans**
 - Hisse Senedi normalüstü aylık getiri

4.4.2 Panel Veri Analizinde Yöntem

Yapılan literatür taramalarında kurumsal şeffaflık, firma değeri ve firma performansı arasındaki ilişkilerin incelenmesi için istatistiki olarak birçok yöntemin kullanıldığı görülmüştür. Bu yöntemlerden en fazla kullanılanı ise panel veri analizi ve kısmi korelasyon analizidir. Birden çok dönem için yapılan çalışmalarda, verilerin hem zaman boyutu hem de kesit boyutuna sahip olmalarından dolayı panel veri analizi kullanılmaktadır (Bhagat and Bolton, 2008; Black and Kim, 2008). Ancak tek dönem için yapılan çalışmalarda ise kısmi korelasyon analizinin sıklıkla kullanıldığı göze çarpmaktadır (Jiamsagul 2007). Yaptığımız bu çalışmada birden fazla dönem ele alındığı için istatistiksel yöntem olarak panel veri analizinin kullanılmasına karar verilmiştir. Bunun için firmaların şeffaflık düzeyleri ile firma değerleri ve performans ilişkileri 2000 – 2012 dönemi için Panel Veri Analizi ile incelenmektedir.

Panel veri modeli aşağıdaki gibi ifade edilmektedir:

$$\gamma_{it} = \beta_1 + \beta_2 \chi_{2it} + \dots + \beta_k \chi_{kit} + \varepsilon_{it}$$

$$i=1, \dots, N \quad t=1, \dots, T$$

Hipotezin testi için sekiz farklı bağımlı değişken kullanılmıştır. Modelde kullanılan bağımlı değişkenler Y_{it} ; Tobin's Q oranı, fiyat kazanç oranı, piyasa değeri defter değeri oranı, fiyat nakit akımı oranı, fiyat satış oranı, hisse senetlerinin aylık normalüstü getirileri, özsermaye karlılıkları ve aktif karlılıklarıdır. Bağımsız değişkenler $\beta_{it} \chi_{it}$ olarak S&P'nin tarafından geliştirilen ve birçok çalışmada kullanılan üç alt kategori halinde gruplandırılan şeffaflık ve kamuya açıklama endeksi kullanılmıştır. Bu endeksler mülkiyet yapısı ve yatırımcı ilişkileri (MYYİ), finansal şeffaflık ve kamuyu bilgilendirme (FSKB), yönetim kurulu ile yönetimin yapısı ve işleyişi (YKYYI) ile bu üç kategorinin toplamı olan toplam kurumsal şeffaflık endeksi (TKSE) olarak modele dahil edilmişlerdir. Tablo 1'de de bazı çalışmaların verildiği şeffaflık ile ilgili literatür çalışmaları incelendiğinde, bir kısım bağımsız değişkenler, kontrol değişkenleri olarak kullanılmaktadır. Bu şekilde kurumsal şeffaflık ve alt endeksleri dışında bağımlı değişkeni açıklayabilecek olan değişkenler de modele dahil edilmiş olmaktadır. Bu amaçla bağımlı değişkenleri açıklama konusunda etkisi olabilecek diğer değişkenler de kontrol değişkeni olarak modele dahil edilerek, bağımsız değişkenin etkisi ortaya çıkarılmaya ve modeldeki içselliğin önüne geçilmeye çalışılmaktadır. Modelimizde kullanılan kontrol değişkenleri, şirketlerin net satışları olarak dahil edilen firma büyüklüğü ve toplam borcun aktif toplama oranı olan finansal kaldıraçtır. { Bhagat ve Bolton (2008) Bebchuk, Cohen ve Ferrell (2004), Graham, Lang, Shackleford (2004), Khanna and Tice (2005) , Baker ve Wurgler (2002) Bhagat ve Black (1999) } Literatürde incelenen çalışmaların birçoğunda firma büyüklüğü değişkenine logaritmik dönüşüm uygulanarak modele dahil edildiği görülmektedir. Bu nedenle analizlerimizde kullandığımız firma büyüklüğü net satışların logaritmik dönüşüm halidir. Modelde i şirketi, t ise dönemleri temsil etmektedir.

Bu bölümde ampirik çalışmamızda istatistiksel yöntem olarak kullanılan panel veri analizi tanıtılmakta, bu kapsamda Klasik Model, Sabit Etkiler (Fixed Effects Model) ve Rassal Etkiler Modellerinden (Random Effects Model) hangisinin seçileceğine

ilişkin tahmin süreçleri ile panel veri analizinin varsayımlarının testlerine ilişkin yöntemler incelenmektedir. Çalışmaya ilişkin literatür taramasının yapıldığı bölümden de kolayca anlaşılabileceği gibi, kurumsal yönetim ve şeffaflık endekslerinin firma performans göstergeleri ve firma değerine olan etkilerini inceleyen ampirik çalışmalarda panel veri yöntemi yaygın olarak kullanılmıştır.

İstatistiksel analizlere ilişkin veriler; yatay kesit verileri, zaman serisi verileri ve yatay ve kesit verilerin bileşimi olan karma veriler olmak üzere üç şekilde karşımıza çıkmaktadır. Yatay kesit verileri, bireylerin zamanın bir noktasında tekrarlı bir biçimde yapılan ölçümlerini, zaman serisi verileri sadece bir bireyin zaman boyutunda ölçülmesini ifade etmektedir. Karma veriler ise farklı kesit biriminin zaman içinde izleniyor olması olup, bu verilere panel veri denilmektedir (Gujarati 2003). Hem zamanın hem de birimlerin aynı anda ele alınıp incelenmesi panel veri analizi olarak adlandırılmaktadır. Kısacası, zaman boyutuna ait kesit verilerin kullanılarak ekonomik ilişkilerin tahmin edilmesi yöntemi panel veri analizidir (Greene, 2003). Panel veri analizlerinde yatay kesitte yer alan gözlemlerin yıllar itibarıyla tekrarı söz konusu olmaktadır (Pazarlıoğlu, 2001).

Ekonomik araştırmalarda farklı veri türleri kullanılmaktadır. Bu veri türleri ancak yapılarına uygun modellerle incelenebilmektedir. Zaman serisi ve yatay dikey kesit verileri ile ayrı ayrı analizler yapılabilmektedir. Şayet veri setinde kayıp gözlem yoksa bu veri seti dengeli panel (balanced panel) olarak adlandırılmaktadır. Fakat kayıp gözlemler varsa, veri seti boyutu tüm gözlemler için aynı değilse, bu veri seti de dengesiz panel (unbalanced panel) olarak adlandırılmaktadır. Bu analizde zaman serileri ile kesit serileri bir araya getirilerek, hem zaman hem de kesit boyutuna sahip dengeli bir panel veri seti oluşturulmaktadır. Son yıllarda panel veri, hem gelişmiş hem de gelişmekte olan ülkelerde aşağıda belirtilen avantajlarından dolayı tercih edilmektedir. Panel veri analizinin güçlü ve zayıf yanları aşağıda özetlenmektedir.

Güçlü Yanları

- Kesit veri analizlerine göre daha yüksek düzeyde serbestlik derecesi, daha az doğrusallık ve örnek değişkenliği içerir.

- Gözlem sayısının zaman serisi ve kesite göre daha fazla olması nedeniyle parametre tahminleri daha güvenilir olmakta ve tahmin edilen model daha az kısıtlayıcı varsayıma dayanmaktadır.
- Gruplar arasındaki heterojenlik etkileri daha kolay kontrol edilmekte, dinamik ilişkileri daha kolay ortaya çıkarmaktadır (Frees, 2004).
- Açıklayıcı değişkenler arasında çoklu bağlantıyı azaltmaya imkan vermesi ve analizden çıkarılan verilerin etkilerinin kontrol edilmesi daha kolaydır. Değişkenler arasındaki etkileşimi azalttığından ekonometrik tahminler daha etkin olmaktadır (Hasio, 1986).
- Panel veri bireysel farklılaşmayı kontrol etmektedir. Zaman serisi ve kesitsel çalışmalar bireysel farklılığı kontrol etmediği için sonuçların yanıltıcı olma riski mevcuttur (Baltagi, 2005).
- Panel veri genellikle mikro birimlerden elde edildiğinden ve birçok değişken mikro düzeyde daha doğru ölçüldüğünden, buradan kaynaklanan sapmalar ortadan kaldırılabilir (Baltagi, 2005). Özellikle, mikro bazda hisse senedi davranışlarını inceleyen modeller açısından bakıldığında, diğer yöntemlere göre daha sağlıklı sonuç vermektedir (İvgen, 2009).
- Tekrar eden yatay kesit gözlemleri kullanıldığından, değişim dinamikleri üzerinde araştırma yapmak için daha uygun bir yöntemdir (Gujarati, 2003).
- Kısa vadeli vurgulayan zaman serilerine göre daha uzun vadeli bir bakış sağlamaktadır (Baltagi, 2005).

Zayıf Yanları

Panel veri analizinin faydalarının yanında birtakım dezavantajları da vardır. Bunları şu şekilde özetlemek mümkündür:

- Diğer veri yapılarına göre veri toplama konusunda ciddi maliyetler söz konusudur (Diggle v.d.,1996).
- Kısa zaman serisi boyutunun varlığında; zaman boyutunun kısa, yatay boyutunun da büyük olması, özellikle sabit etkiler modelinde sonuçların gücünü etkilemekte ve sahte sonuçlar üretebilmektedir. Bunun yanında zaman boyutunun varlığı korelasyon sorununa neden olabilmektedir (Baltagi, 2005).

Çalışmada şirketlerin kurumsal şeffaflık uygulamaları düzeyini karşılaştırmak için tanımlayıcı analizler kullanılmış, şirket değerleri, kurumsal şeffaflık endeksleri ve

kontrol değişkenleri arasında ikili korelasyonlar ölçömlenmiştir. Anlamlılık düzeyine ilişkin, %10 olasılık istatistiksel olarak zayıf düzeyde anlamlılık, %5 olasılık istatistiksel olarak anlamlılık, %1 olasılık ise istatistiksel olarak güçlü düzeyde anlamlılık olarak belirlenmiştir.

4.4.3 Panel Veriler ile Düzenlenen Doğrusal Modeller

Panel veri analizi bireylerarası etkileri ve zaman etkilerini veya her ikisini birden incelemeye olanak sağlamaktadır. Panel veri modellerinde basit (tek bağımsız değişkenli) doğrusal bir model,

$$Y_{it} = \alpha_{it} + \beta_{it}X_{it} + \mu_{it}$$

şeklinde ifade edilmektedir. Bu denklemde;

$i = 1, 2, \dots, N$ adet yatay kesit birimi,

$t = 1, 2, \dots, T$ zaman dönemini,

y_{it} = t zamanında bağımlı değişkenin i'nci biriminin değeri,

x_{it} = t zamanında bağımsız değişkenin i'nci biriminin değeri,

μ_{it} = sıfır ortalama ($E[\mu_{it}] = 0$) ve sabit varyanslı ($E[\mu_{it}^2] = \sigma^2$) hata terimi,

α_{it} ve β_{it} bilinmeyen katsayıları göstermektedir.

Yukarıdaki denklemde, bağımsız değişkenlere ait katsayılar (β_{it}) farklı birimler için farklı zaman dönemlerinde farklı değerler alabilmektedir. Verilerde birimlere veya birimlere ve zamana göre oluşabilecek farklılıklar modelin katsayılarında değişmeye sebep olacak kadar önemli ya da modelin katsayılarını etkilemeyecek kadar önemsiz olabilmektedir (Er ve Bolat, 2005).

Panel veri modelinin tahmininde havuzlanmış (pooled) regresyon, sabit etkiler (fixed effects) ve rassal etkiler (random effects) olmak üzere üç yaklaşım vardır. İhmal edilmiş sabit etkilerden ve rassal etkilerden, yatay kesit değişkenlerinin bağımsız olduğunun bilinmesi durumunda pooled regresyonu kullanmak daha doğru sonuçlar üretecektir. Panel veri değişkenlerinden yatay kesitlerde veya dikey kesitlerde birim eksik değişken olması halinde, kısacası verilerin dengesiz panel (unbalanced panel) olması halinde, panel veri analizi modellerinden rassal etkiler modeli

kullanılamamaktadır. Bu nedenle analizde kullanılacak model sabit etkiler modeli olacaktır. Bunun sonucunda da analizde rassal etkiler mi yoksa sabit etkiler yaklaşımının mı kullanılacağı ile ilgili karar için testlerin yapılmasına gerek kalmayacaktır.

4.4.3.1 Ortak Sabit Regresyon (Pooled Regresyon)

Ortak sabit regresyon modelinde sabit parametre (α^*) ve bağımsız değişkenlere ait parametreler (β_{kit}), birimlere veya birimlere ve zamana göre farklılık göstermemektedir. Yani, bu yöntemde ortak sabit tahmin edici her bir kesit birim için aynı sabiti tahmin ederek α 'nın kesit birimler için aynı olduğunu farz etmektedir.

Tüm i ve t ler için

$$\beta_{kit} = \beta_k \text{ ve } \alpha^* = \alpha_0$$

olarak gösterilmekte ve bu model aşağıdaki hale dönüşmektedir:

$$y_{it} = \alpha + x_{it}\beta + \mu_{it}$$

Böylelikle bu model ile ilgili olarak hata teriminin birimlere veya birimlere ve zamana göre farklılıkları içerdiği kabul edilmektedir. Aynı zamanda bu model klasik model (pooled model) olarak da adlandırılmaktadır.

Ancak bu modelle ilgili N tane yatay kesit biriminden T dönemde elde edilen veriler, bir dönemde toplanmış veriyle bir tutulmaktadır. Bu sayede zaman boyutu yok edilmiş olmakta ve kimi gözlemlere yanıltıcı bir ağırlık kazandırılmış olmaktadır. Örneğin, bağımsız değişkenin cinsiyet olması durumunda, cinsiyet T dönem boyunca sabit kalacağı için aynı değer örneğe T kez girmiş gibi olacağından parametre tahminlerini saptıracaktır. Bu nedenle, panel veriyle klasik regresyon analizi yapmak etkin ve tutarlı bir analiz olmayacaktır (Er ve Bolat, 2005).

4.4.3.2 Sabit Etkiler (Fixed Effects) Modeli

Katsayıların birimlere veya birimler ile zamana göre değiştiğinin varsayıldığı modellere sabit etkili modeller denmektedir (Pazarlıoğlu ve Gürler, 2007). Sabit

etkiler modelinde, birimlerin davranışlarındaki farklılıklar eğitim katsayılarının sabit olduğu varsayılarak, sabit terimdeki farklılıklarla ifade edilmeye çalışılmaktadır. Buradaki sabit niteliği, katsayının birimlere göre değişebilmesi ancak zamana göre sabit olması anlamına gelmektedir. Ayrıca gözlenemeyen bireysel etkilerin modelde yer alan açıklayıcı değişkenlerle alakalı olduğu kabul edilmektedir (Greene, 2003). Bu yüzden birimler arasındaki farklılıklar regresyon fonksiyonunda parametrik değişim olarak modellenmektedir.

Bu model ülkeler, firmalar, hane halkları ya da birimler arasındaki bireysel farklılıkların, sabit terimdeki farklılıklarla ifade edilebileceğini varsaymaktadır. Bu nedenle, modelde her bir birimi temsil etmek amacıyla farklı bir sabit terim mevcuttur. Yani modelde N kadar sabit terim yer almaktadır. Tek değişkenli sabit etkiler modeli aşağıdaki gibi ifade edilmektedir (Artan, 2004):

$$\gamma_{it} = \beta_1 \chi_{it} + \alpha_i + \varepsilon_{it}$$

$$i = 1, \dots, N; t = 1, \dots, T$$

Yukarıda yer alan denklemde sadece sabit terim (α_i) değişmekte ve sabit terim zamana göre değil kesit bazında farklılıklar göstermektedir. Tek değişkenli sabit etkiler modeli ortak bir sabit cinsinden aşağıdaki gibidir:

$$\gamma_{it} = \beta_0 + \beta_1 \chi_{it} + \gamma_2 D_{2i} + \gamma_3 D_{3i} + \dots + \gamma_n D_{ni} + \varepsilon_{it}$$

$$i = 1, \dots, N; t = 1, \dots, T$$

β_0 denklemin ortak sabit terimini göstermekte olup, denklemde her şirketin bireysel etkileri $D_2, D_3, \dots, D_n$ gibi kukla değişkenler tarafından temsil edilmektedir. Denklemden kukla değişken sayısı, çoklu bağlantı sorunu olmaması için (N-1) tane olmaktadır.

İki denklem arasındaki temel fark, birinci denklemde şirketlerin bireysel farklılıkları sabit terim tarafından temsil edilmekte ve her şirket için farklı bir sabit terim söz konusu olmaktadır. İkinci denklemde ise sabit terim ortak olmakta ve firmaların bireysel farklılıkları (N-1) tane kukla değişken ile ifade edilmektedir. Bunun için ikinci denklemde birinci firma ya da birey için;

$$\gamma_{it} = \beta_0 + \beta_1 \chi_{it} \text{ ve } \alpha_i = \beta_0$$

Diğer şirketler ya da değişkenler için;

$$\gamma_{it} = \beta_0 + \beta_1 \chi_{it} + \gamma_i \text{ ve } \alpha_i = \beta_0 + \gamma_i \ (i \geq 2)$$

şeklinde olmaktadır. Kukla değişkenlerin kullanılması nedeniyle ikinci denkleme kukla değişkenli en küçük kareler yöntemi denilmektedir. Bu model hata terimi ile açıklayıcı değişkenler arasında ilişki varsa, uygun model olarak değerlendirilmektedir. Kesit birimi az ve gözlem sayısı büyükse sabit etkiler modeli tercih edilebilmektedir.

4.4.3.3 Rassal Etkiler (Random Effects) Modeli

Sabit etkiler modeli, yatay kesit birimlerine ait gözlemlenemeyen etkileri zaman içinde sabit kalan bir parametre olarak dikkate almaktadır. Rassal etkiler modeli ise yatay kesit birimlerine ait farklılıkları i_t e gibi rassal değişkenler olarak incelemektedir. Bu açıdan, bu modele varyans bileşen modeli ya da hata bileşen modeli denilmektedir.

Sabit etkiler modelindeki bireysel etkiler modelde yer alan açıklayıcı değişkenlerle ilgili idi. Ancak söz konusu etkiler açıklayıcı değişkenlerle ilgili değilse, birimlere özgü sabit terimlerin birimlere göre rassal olarak dağıldığının varsayılması ve ona göre modelleme yapılması daha uygun olacaktır (Özer ve Biçerli, 2003).

Bu modelde birimler rassal olarak seçildiğinden birimler arasındaki farklılıklar rastlantısal olmaktadır. Rastlantısal etkiler örnekleme sürecinin bir sonucudur. Böylece ikinci denklemdeki β_1 'i rastlantısal değişken olarak ele alınıp;

$$\beta_{1i} = \bar{\beta}_1 + \mu_i \beta$$

şeklinde modellenebilmektedir. Denklemde μ_i , sıfır ortalama ve sabit varyansla rassal hata terimidir. Denklemde parametre dönüşüm modeli yerine konulduğunda;

$$\gamma_{it} = (\bar{\beta}_1 + \mu_i) + \beta_2 \chi_{2it} + \beta_3 \chi_{3it_i} + \varepsilon_{it}$$

$$\gamma_{it} = \bar{\beta}_1 + \sum_2^k \beta_k \chi_{kit} + (\varepsilon_{it} + \mu_i)$$

eşitlikleri elde edilmektedir. Denklemdaki hata bileşen modelinin genel biçimidir. ε_{it} tüm hataları, μ_i spesifik hataları ve ikisi birlikte hata bileşen ifadesini oluşturmaktadır.

Sabit etkili ve rastlantısal etkili modellerin arasından hangisinin seçileceği, etkiler ile açıklayıcı değişkenler arasındaki ilişkiye bağlı olmaktadır. Etkiler açıklayıcı değişkenlerle ilişkisiz ise rastlantısal etkiler tahmincisi tutarlı ve etkin iken, sabit etkiler tahmincisi tutarlı ancak etkin değildir. Etkiler açıklayıcı değişkenlerle ilişkili ise sabit etkiler tahmincisi tutarlı ve etkin, rastlantısal etkiler tahmincisi ise tutarsızdır. Sabit etkili modelde tahmin edilecek çok fazla parametre mevcuttur. Bu nedenle sabit etkili modelde serbestlik derecesi kaybı olurken, rassal modelde bu durumla karşılaşılmamaktadır (Er ve Bolat, 2005).

Sabit etkili model ile rassal etkili model arasındaki farka bakılacak olursa, sabit etkili modelde her kesit birimin ayrı bir sabit terimi varken, rassal etkili modelde sabit terim tüm kesit birimleri için ortalama sabit terimi (β_1) vermektedir. Ayrıca, hata terimi (μ_i) her kesit birimine ait sabit terimin bu ortalama sabit terimden rassal sapmasını göstermektedir. Panel veride yer alan kesit birimi sayısı fazla ve zaman dönemi kısa ise rassal model sabit modele göre daha etkin tahmin sağlamaktadır.

Diğer taraftan zaman dönemi fazla kesit birimi azsa iki tahmin sonucu arasında çok az farklılık gözlenmekte ve sabit etkili model daha fazla tercih edilmektedir. Bunun yanında, kesit dönemi fazla zaman dönemi az ise iki tahmin sonucu arasında açık bir farklılık beklenmektedir. O halde kesit birimlerinin büyük örnekten rassal olarak çekildiğine inanılıyorsa rassal etkili model, aksi ise sabit etkili modelin daha uygun bir model olduğu yönünde değerlendirme yapılmaktadır (Özer ve Biçerli, 2003).

4.4.4 Panel Veri Analizi Model Seçimi

Panel regresyon denklemleri tahmin edilmeden önce alternatif modellerden hangisinin kullanılacağını belirlemek gerekmektedir. Modellerin testlerine geçmeden önce hangi panel veri modelinin kullanılacağına dair analizler yapılmıştır.

Bu modeller; havuz modeli (pool model), sabit etkili model ve rassal etkili modelden

oluşmaktadır. Havuz modeli, herhangi bir panel enformasyonu kullanmadan EKK yöntemi ile tahmin edilebilen bir modeldir. Diğer modellerde ise denklemin eğimi aynı iken sabit terim, havuzu oluşturan her bir birim için farklılık göstermektedir. Söz konusu farklılıklar her bir birimin gözlemlenemeyen heterojenliği (unobserved individual heterogeneity) olarak adlandırılmaktadır. Üç modelin formül haline dönüştürülmüş şekli aşağıda yer almaktadır.

Havuz Modeli (Pool Model):

$$\gamma_{it} = \beta x_{it} + \varepsilon_{it}$$

Sabit Etkili Model (Fixed Effects Model):

$$\gamma_{it} = \alpha_i + \beta x_{it} + \varepsilon_{it}$$

Rassal Etkili Model (Random Effects Model):

$$\gamma_{it} = \mu + \beta x_{it} + \varepsilon_{it} + \mu_{it}$$

İhmal edilmiş sabit etkilerden yatay kesit değişkenlerinin bağımsız olması halinde, pooled regresyonunun kullanılması daha doğru sonuçlar vermektedir. Ancak öncelikle Breusch-Pagan testinin yapılması gerekmektedir. Breusch-Pagan testi, pooled regresyon veya rassal etkiler modelinden hangisinin uygulanacağını belirlemekte ve pooled regresyonun önkoşullarının sağlanıp sağlanmadığını göstermektedir. H_0 hipotezinin reddedilmesi datanın pool edilmesine uygun olmadığı anlamına gelmektedir. Ayrıca, gerekli önkoşul testlerinin de sağlanmadığını ifade etmektedir. H_0 hipotezinin kabul edilmesi durumunda ise rassal veya sabit etkiler tahminleyicilerinden hangisinin kullanılacağına karar vermek için Hausman testi uygulanmaktadır (Greene, 2003).

4.4.4.1 Breusch-Pagan Lagrange Çarpanı (LM) Testleri

Breusch Pagan (1980), bireysel heterojenliğin varlığını bir başka ifade ile havuzlanmış en küçük kareler modelinin uygun olup olmadığını rassal etkiler modeline karşı sınamak için, havuzlanmış en küçük kareler modelinin kalıntılarına dayanan, Lagrange Çarpanı (LM) testini geliştirmişlerdir (Tatoğlu 2013). Bu test,

rassal etkili model ile havuz modeli arasında seçim yapabilmeyi sağlayan bir testtir. Söz konusu test ile birim etkilerinin varyansının sıfır olması durumunda rassal etkili modelin havuz modeline dönüşeceği boş hipotez sınanmaktadır (Korkmaz v.d., 2010:100). Modelde değişen varyans probleminin olup olmaması Breush-Pagan testi ile sınanacaktır.

$$H_0: \text{Havuz Modeli } \sigma_{\alpha}^2 = 0$$

$$H_1: \text{Rassal Etkiler Modeli. } \sigma_{\alpha}^2 > 0$$

Bu test istatistiği 1 serbestlik dereceli χ^2 dağılımına uymakta, LM test istatistiğinin χ^2 tablosu ile karşılaştırılması sonucu, H_0 hipotezi reddedilemezse, birim etkilerin varlığı kabul edilmemekte ve klasik modelin uygun olduğu görülmektedir. Gruplar arası varyansın sıfır olduğunu söyleyen sıfır hipotezinin ret olması durumunda rassal etkiler modeli seçilmektedir.

4.4.4.2 F Score Testi

F Score testi, Chow testi olarak adlandırılmaktadır. Bu test, klasik modelin geçerliliğini test etmek için kullanılmakta, genel anlamda verinin birimlere göre farklılık gösterip göstermediği test edilmekte, havuzlanmış model ile sabit etki (bir yönlü ve iki yönlü) modeli arasında karar verilmesi sağlanmaktadır. Veri birimlere göre farklılık göstermiyorsa, klasik modelin uygulanması uygundur. Bu amaçla kısıtlı model ve kısıtsız model olmak üzere iki tür model kullanılmaktadır. Kısıtsız modelde değişkenlere ait verinin birimlere göre değer aldığı, kısıtlı modelde ise, birim farklılıklarının önemli olmadığı varsayımı yapılmaktadır (Tatoğlu 2013). F testi modelin tamamının istatistiksel olarak anlamlı olup olmadığını test etmektedir.

Kısıtsız model;

$$\gamma_{it} = \chi_i \beta_i + \mu_i \\ i = 1, \dots, N$$

şeklinde ve kısıtlı model;

$$\gamma_{it} = \chi \beta + \mu$$

olarak gösterilmektedir. F testinde hipotezler aşağıdaki şekilde kurulmaktadır:

$$H_0: \sigma_1 = \sigma_2 = \sigma_3 = \dots \sigma_k = 0 \text{ (sabit varyans)}$$

$$H_1: \sigma_1 \neq 0 \text{ (değişken varyans)}$$

Şeklinde gösterilmektedir. H_0 hipotezi reddedilemezse $\beta_i = \beta$ 'dır, bu durumda verinin havuzlanmışlığı kabul edilmektedir. Model klasik model ile ifade edilebilmektedir ve en küçük kareler yöntemi ile çözüm yapılmaktadır.

4.4.4.3 Hausman Testi

Modelin hem zaman hem de kesit veriler uyarlamasında tahmin yöntemi olarak regresyon ile tahmini aşamasında kullanılabilecek iki yöntem vardır. Bu yöntemler; Sabit etkiler yöntemi ve rassal etkiler yöntemidir. Panel veri analizinde Hausman testi, sabit etkili ve rassal etkili modeller arasında bir seçim yapılması gerektiği zaman, hangi modelin tercih edilmesi gerektiğine karar verilmesinde kullanılan bir testtir (Green, 2003). Birim veya birim ve zaman farklılıklarını temsil eden katsayıların yani rassal etkili modelin hata terimi bileşenlerinin modeldeki bağımsız değişkenlerden ilişkisiz olduğu hipotezinin geçerliliği, Hausman tarafından önerilen test istatistiği ile incelenebilmektedir.

Hausman test istatistiği ile birim veya birim ve zaman farklılıklarını temsil eden katsayıların yani rassal etkili modelin hata terimi bileşenlerinin modeldeki bağımsız değişkenlerden ilişkisiz olduğu hipotezinin geçerliliği incelenebilmektedir. Hausman test istatistiği "Rassal etkiler tahmincisi doğrudur." sıfır hipotezi altında, k serbestlik dereceli ki-kare dağılımı göstermektedir. Gerçekleşmesi durumunda rassal etkili modelin hata terimleri bileşenlerinin bağımsız değişkenlerle ilişkili olmadığı kararı verilebilmektedir. Bu durumda sabit etkili model, aksi halde ise rassal etkili model seçilmektedir (Pazarlıoğlu ve Gürler, 2007).

Hausman test istatistiği, yatay kesite özgü bireysel etkiler (ε_i) ile açıklayıcı değişkenler arasındaki korelasyonu test etmektedir. Bu test istatistiği asimptotik χ^2 dağılımına sahiptir. Sıfır hipotezinin reddedilmesi, rassal etkiler modeline karşı sabit etkiler modelinin kabul edilmesi gerektiği sonucuna ulaştırmaktadır. Bu bağlamda

hipotezler aşağıdaki gibi de oluşturulabilmektedir (Hausman, 1978):

$H_0: E(\varepsilon_i | X_{it}) = 0$ *Rassal etkili model.*

(ε_i) ile açıklayıcı değişkenler arasında korelasyon yok.

$H_1: E(\varepsilon_i | X_{it}) \neq 0$ *Sabit etkili model.*

(ε_i) ile açıklayıcı değişkenler arasında korelasyon var.

4.4.5 Panel Veri Analizi Modeli Varsayımların Testleri

Panel veri analizine başlamadan önce aşağıdaki varsayımların test edilmesi gerekmektedir. Varsayımların gerçekleşmemesi durumunda düzeltme işlemlerinin yapılması gerekmektedir. Test edilecek varsayımlar aşağıda belirtilmiştir:

- i. Birim Kök Testi (Durağanlık)
- ii. Değişen Varyans Testi
- iii. Otokorelasyon Testi

4.4.5.1 Birim Kök Testleri

Bütün zaman serileri analizinde olduğu gibi, hem zaman hem de yatay kesit analizini içeren panel veri analizinde değişkenler arasında sahte ilişkilerin ortaya çıkmaması için değişkenlerin durağan bir yapıda olması gerekmektedir (Korkmaz v.d., 2010). Panel verilerde birim kökün dahil olup olmadığını test etmede kullanılan yöntemler arasında Levin, Lin ve Chu-t testi (LLCt), Breitung-t testi, Im, Peseran ve Shin-W testi (IPSw), ADF-Dickey Fuller ve Choi Z testi ve Hadri-Z testi gibi testler bulunmaktadır. Son zamanlarda panel veri birim kök testinin yapıldığı çalışmalarda en yaygın olarak kullanılan ADF, LLCt ve IPSw testleri olmaktadır (Şamiloğlu v.d., 2011).

Çalışmada panel birim kök testlerinden Levin, Lin ve Chu testi ile ortak birim kök süreçleri araştırılırken, bunun yanı sıra her birim için (hisse senedi) Im, Peseran ve Shin testi ile birim kök süreci test edilmiştir. Birimlerden bağımsız serilerde durağanlık ise Genelleştirilmiş Dickey Fuller (ADF) birim kök sınama yöntemi ile

incelenmiştir. Levin, Lin ve Chu testinde ortak birim kökün varlığına dair boş hipotez test edilmekte iken, Im, Pesaran ve Shin testinde bireysel birim kökün varlığına dair boş hipotez test edilmektedir. Bunun yanı sıra, ADF testi ile seride panel birim kök varlığı test edilmiştir (Şamiloğlu v.d., 2011).

Levin, Lin ve Chu testi sabit parametrelerin tüm kesitler için ortak olduğunu varsaymakta ve ortak birim kök süreçlerini araştırmaktadır. Im-Pesaran-Shin testi birim kök sürecini araştırmakta olup, ADF testi ise birimlerden bağımsız serilerde durağanlık olması durumunda kullanılmaktadır. Levin, Lin ve Chu testi aslında ADF durağanlık testinin bir ileri aşamasıdır. Araştırmacıların kurmuş oldukları model aşağıda yer almaktadır (Levin v.d., 2002):

$$\Delta\gamma_{it} = \alpha_i + \rho\gamma_{it} - 1 + \sum_{k=1}^n \phi_k \Delta\gamma_{it-k} + \delta_{it} + \theta_t + \mu_i$$

Modelde birisi α_i 'lerden (sabit terimlerden) diğeri θ_t 'lerden (zaman boyutundan) olmak üzere kaynaklanabilecek iki yönlü sabit etkinin analizde ele alınması söz konusudur. Modelde sabit etkiler heterojenliğe sebep olmakta iken, γ_i 'nin laglerinin katsayısı paneldeki her birim için homojenliği zorunlu kılmaktadır (Asteriou ve Hall, 2007):

Panel birim kök testleri normal asimptotik dağılımlara sahip olmakla birlikte bireysel birim kök testleriyle kıyaslandığında testin gücü artmaktadır.

Değişkenlerin durağan olup olmadıklarını ölçmek için her üç testte de hipotezler aşağıdaki gibi kurulmuştur (Korkmaz v.d., 2010):

H_0 : Seride genel birim kök vardır.

H_1 : Seride genel birim kök yoktur.

4.4.5.2 Değişen Varyans Testi

Farklı hisseler için farklı hata varyanslarının oluşması mümkündür. Yatay-kesit verilerinden değişen varyans bulunması durumunda tahminciler tutarlı fakat sapmalı olur. Modelde, değişken varyanslılık sorununun mevcut olup olmadığı çeşitli testler ile sınanacaktır (Korkmaz v.d., 2010).

Modelin genel anlamlılığı için F testi, değişen varyans hipotezinin testi için ise LM (Langrange Çarpanları) istatistiği hesaplanarak χ^2 (k) kritik değeri ile karşılaştırılır. F testi istatistiksel olarak anlamlı olup, model genel olarak anlamlıdır. Değişen varyans hipotezi aşağıdaki gibi oluşturulmuştur.

H_0 : sabit varyans.

H_1 : değişen varyans.

Değişen varyans hipotezinin testi % 5 anlamlılık düzeyinde H_0 hipotezinin “değişen varyans” yoktur, açıklayıcı değişkenler sabit varyansa sahiptir hipotezi test edilecektir.

4.4.5.3 Panel Otokorelasyon Testleri

Bütün zaman serilerinde olduğu gibi panel veri analizlerinde de otokorelasyon önemli bir sorun olarak algılanmaktadır. Regresyon analizlerinin temel varsayımlarından birisi farklı gözlemler için aynı hatalar arasında ilişkinin (korelasyon) olmaması durumudur. Hata terimlerinin birbirleriyle ilişkili olma durumu otokorelasyon ya da serisel korelasyon olarak adlandırılmaktadır. Veri setlerinde otokorelasyon olup olmadığı otokorelasyon testleri ile araştırılmaktadır (Korkmaz v.d., 2010). Otokorelasyon testinin hipotezleri aşağıdaki gibidir:

H_0 : otokorelasyon yoktur

H_1 : otokorelasyon vardır

Birim kök testleri, otokorelasyon testleri ve eşvaryanslılığa ilişkin yapılan testlerden sonra panel veri modellerinin analizine geçilecektir. Analize girecek gerek bağımlı değişken, gerekse bağımsız değişkenlerin farklı birimlerde olması nedeniyle analize girecek değişkenlerin istatistik sonuçları bakımından anlamlı sonuçlar üretebilmesi ve üretilen çıktıların anlamlı bir şekilde yorumlanabilmesi için birimlere dönüştürme uygulanacaktır. Bu dönüştürme için uygulanan yöntem verilerin doğal logaritmalarının, kök uygulamalarının yapılması veya verilerin ağırlıklandırılması olabilmektedir.

Kurumsal şeffaflık endeksi ve firma performansı değişkenleri ile ilgili kurulan tüm

hipotezler aşağıdaki gibi tanımlanmaktadır.

Firmaların şeffaflık endeks skorları ile Tobin's Q oranları arasında bir ilişki olup olmadığını anlamaya yönelik hipotezler:

H_{0,1}: Hisse senetlerine ilişkin şeffaflık endeks skorları Tobin's Q oranları arasında bir ilişki yoktur.

H_{1,1}: Hisse senetlerine ilişkin şeffaflık endeks skorları ile Tobin's Q oranları arasında bir ilişki vardır.

Firmaların şeffaflık endeks skorları ile fiyat kazanç oranları arasında bir ilişki olup olmadığını anlamaya yönelik hipotezler:

H_{0,2}: Hisse senetlerine ilişkin şeffaflık endeks skorları fiyat kazanç oranları arasında bir ilişki yoktur.

H_{1,2}: Hisse senetlerine ilişkin şeffaflık endeks skorları ile fiyat kazanç oranları arasında bir ilişki vardır.

Firmaların şeffaflık endeks skorları ile piyasa değeri defter değeri oranları arasında bir ilişki olup olmadığını anlamaya yönelik hipotezler:

H_{0,3}: Hisse senedi şeffaflık endeks skorları ile piyasa değeri defter değeri oranları arasında bir ilişki yoktur.

H_{1,3}: Hisse senetlerine ilişkin şeffaflık endeks skorları ile piyasa değeri defter değeri oranları arasında bir ilişki vardır.

Firmaların şeffaflık endeks skorları ile fiyat satış oranları arasında bir ilişki olup olmadığını anlamaya yönelik hipotezler:

H_{0,4}: Hisse senetlerine ilişkin şeffaflık endeks skorları fiyat satış oranları arasında bir ilişki yoktur.

H_{1,4}: Hisse senetlerine ilişkin şeffaflık endeks skorları ile fiyat satış oranları arasında bir ilişki vardır.

Firmaların şeffaflık endeks skorları ile fiyat nakit akımı oranları arasında bir ilişki olup olmadığını anlamaya yönelik hipotezler:

H_{0,5}: Hisse senetlerine ilişkin şeffaflık endeks skorları fiyat nakit akımı oranları arasında bir ilişki yoktur.

H_{1,5}: Hisse senetlerine ilişkin şeffaflık endeks skorları ile fiyat nakit akımı oranları arasında bir ilişki vardır.

Firmaların şeffaflık endeks skorları ile hisse senedi BİST getirileri arasında bir ilişki olup olmadığını anlamaya yönelik hipotezler:

H_{0,6}: Hisse senedi şeffaflık endeks skorları ile BİST getirileri arasında bir ilişki yoktur.

H_{1,6}: Hisse senetlerine ilişkin şeffaflık endeks skorları ile BİST getirileri arasında bir ilişki vardır.

Firmaların şeffaflık endeks skorları ile aktif karlılığı arasında bir ilişki olup olmadığını anlamaya yönelik hipotezler:

H_{0,7}: Hisse senedi şeffaflık endeks skorları ile aktif karlılığı arasında bir ilişki yoktur.

H_{1,7}: Hisse senetlerine ilişkin şeffaflık endeks skorları ile aktif karlılığı arasında bir ilişki vardır.

Firmaların şeffaflık endeks skorları ile özsermaye karlılığı arasında bir ilişki olup olmadığını anlamaya yönelik hipotezler:

H_{0,8}: Hisse senedi şeffaflık endeks skorları ile özsermaye karlılığı arasında bir ilişki yoktur.

H_{1,8}: Hisse senetlerine ilişkin şeffaflık endeks skorları ile özsermaye karlılığı arasında bir ilişki vardır.

Bu noktadan sonra hipotezleri test etmek için panel veri analizi yürütülecek olup, bu analiz sonucunda elde edilen ilgili değişkenlere ait katsayılar belirlenen anlamlılık

düzeyinde incelenecektir.

4.5 Kurumsal Şeffaflık, Firma Değeri ve Firma Performansları İlişkisi BİST Uygulama

Bu kısımda, bir önceki kısımda anlatılmış olan yöntemler takip edilerek elde edilmiş bulgular ortaya konulacaktır. İlk olarak değişkenlere ait tanımlayıcı istatistikler hesaplanmıştır. Söz konusu istatistikler doğrultusunda firmaların şeffaflık düzeyleri ile firma değerleri ve performansları arasındaki olası ilişki incelenmiştir ve buna ilişkin bulgular belirtilmiştir.

Kurumsal şeffaflık endeksinde yer alan şirketlerin endeks skorları ile finansal tabloları kullanılarak hazırlanan değişkenlere ait tanımsal istatistikler Tablo 3'te yer almaktadır.

Tablo 3: Bağımlı ve Bağımsız Değişkenlere Ait Tanımsal İstatistikler

Değişken	Gözlem	Ortalama	Standart Sapma.	Minimum	Maksimum
Myyi	4524	.4429178	.1378037	.13	.78
Fskb	4524	.5679045	.146487	.22	.86
Ykyys	4524	.3574801	.1322962	.11	.68
Tkse	4524	.4554377	.1251446	.19	.75
Tobin's Q	4524	1.464076	2.160336	.15	41.95
Fk	4524	15.10805	47.7625	-295.935	711.5627
Pddd	4524	2.676203	3.676467	0.13	38.96
Fna	4524	13.93072	39.55907	-134.6356	652.481
Fs	4524	4.917668	32.93351	.03	596.36
Ri	4524	.0029074	.1208589	-.6335	2.574
Ak	4524	.0664072	.0831345	-.3642	.5252
Ok	4524	.1741139	.4409332	-4.4372	5.6716
Fb	4524	6.20309	0.817273	2.5905	7.889501
Kald	4524	.4900729	.2149667	.01	1.07

Tablo 3'ten de görüleceği üzere; kurumsal şeffaflık alt endekslerinden olan mülkiyet yapısı ve yatırımcı ilişkileri (MYI) endeksinde en yüksek değer 0.78 en düşük değer ise 0.13, finansal şeffaflık ve kamuyu bilgilendirme (FSKB) endeksinde en yüksek skor 0.86 en düşük skor ise 0.22, yönetim kurulu ile yönetimin yapısı ve işleyişi (YKYI) endeksinde en yüksek skor 0.68 en düşük skor ise 0.11, toplam kurumsal şeffaflık endeksinde (TKSE) en yüksek skor 0.75 en düşük skor ise 0.19 olmuştur.

Tablo- 4'de ise toplam kurumsal şeffaflık endeksi ve alt endeksler arasındaki korelasyon matrisleri verilmektedir.

Tablo 4: Kurumsal Şeffaflık Alt Endeks Korelasyonlar Matrisleri

	Mülkiyet yapısı ve yatırımcı ilişkileri	Finansal şeffaflık ve kamuyu bilgilendirme	Yönetim Kurulu ile yönetimin yapısı ve işleyişi	Toplam Kurumsal Şeffaflık Endeksi
Mülkiyet yapısı ve yatırımcı ilişkileri	1 0,000			
Finansal şeffaflık ve kamuyu bilgilendirme	0.7628 0,000	1		
Yönetim Kurulu ile yönetimin yapısı ve işleyişi	0.7047* 0,000	0.6789* 0,000	1	
Toplam Kurumsal Şeffaflık Endeksi	0.9056* 0,000	0.9100 0,000	0.8834* 0,000	1

p-değerleri her bir korelasyon katsayısının altında gösterilmiştir. Korelasyonlar 0,01 düzeyinde anlamlıdır.

Korelasyon matrislerinden de görülebileceği gibi modellerde kullanılan toplam kurumsal şeffaflık endeksi ile alt endeksler arasında yüksek düzeyde istatistiksel olarak anlamlı pozitif korelasyonlar bulunmaktadır. Alt endeksler arasında ise daha düşük düzeyde olmak üzere istatistiksel olarak anlamlı pozitif korelasyonlar görülmektedir. Korelasyon matrisleri sonucu ortaya çıkan tabloda şirketlerin şeffaflığı bir bütün olarak ele aldıkları ve uygulamaları alt endeks bazında değil, bir bütün olarak yerine getirdikleri görülmektedir. Bu şekilde ortaya çıkan korelasyonlar şirketlerin kurumsal şeffaflık ile ilgili tutumları hakkında fikir vermektedir.

Tablo 5: Tüm Değişkenlere ait Korelasyonlar Matrisleri

	myyi	fskb	ykyys	tkse	tobinsq	pddd	fk	fna	fs
myyi	1.000								
fskb	0.7628*	1.000							
	0.0000								
ykyys	0.7047*	0.6789*	1.000						
	0.0000	0.0000							
tkse	0.9056*	0.9100*	0.8834*	1.000					
	0.0000	0.0000	0.0000						
tobinsq	-0.2208*	-0.1517*	-0.1599*	-0.1968*	1.000				
	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000					
pddd	-0.3968*	-0.3060*	-0.3390*	-0.3843*	0.5655*	1.000			
	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000				
fk	-0.0693*	-0.0528*	-0.0259	-0.0550*	0.1888*	0.1251*	1.000		
	0.0003	0.0338	0.9996	0.0194	0.0000	0.0000			
fna	-0.1286*	-0.1233*	-0.1063*	-0.1321*	0.2397*	0.2834*	0.0604*	1.000	
	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0044		
fs	-0.0962*	-0.0813*	-0.0788*	-0.0972*	0.3145*	0.2557*	0.0710*	0.0764*	1.000

Tablo 5: Tüm Değişkenlere ait Korelasyonlar Matrisleri(Devam)

	myyi	fskb	ykyys	tkse	tobinsq	pddd	fk	fna	fs	ri	ak	ok	fb	kald
	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0002	0.0000						
rin	-0.0113	0.0017	-0.0207	-0.0110	0.0357	0.0767*	-0.0065	0.0227	0.0176	1.000				
	1.000	1.000	1.000	1.000	0.7741	0.0000	1.000	10.000	10.000					
ak	-0.0456	-0.0110	-0.0669*	-0.0456	0.1354*	0.0555*	-0.0829*	0.0007	-0.1076*	0.0472	1.000			
	0.1786	1.000	0.0006	0.1798	0.0000	0.0168	0.0000	10.000	0.0000	0.1264				
ok	-0.0985*	-0.0590*	-0.1070*	-0.0973*	0.0553*	0.2684*	0.0032	0.2587*	0.0341	0.0364	0.2698*	1.000		
	0.0000	0.0065	0.0000	0.0000	0.0177	0.0000	1.000	0.0000	0.8664	0.7331	0.0000			
fb	0.5595*	0.4048*	0.4100*	0.5056*	-0.2085*	-0.2304*	-0.0131	-0.1070*	-0.2078*	-0.0234	0.0628	0.0447	1.000	
	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	1.000	0.0000	0.0000	1.000	0.1521	0.2131		
kald	-0.0057	0.0579*	0.0770*	0.0533*	-0.0821*	0.0706*	-0.0397	-0.0519*	-0.2188*	-0.0024	-0.0626*	-0.0231	0.2989*	1.000
	1.000	0.0089	0.0000	0.0301	0.0000	0.0002	0.5017	0.0430	0.0000	1.000	0.0023	1.000	0.0000	

*% 1 Önem düzeyinde anlamlı, ** % 5 Önem düzeyinde anlamlı, ***% 10 Önem düzeyinde anlamlı

Tablo 5 modellerde yer alan 29 şirket örneğine ilişkin bağımlı ve bağımsız değişkenlerin korelasyon matrislerini vermektedir. Toplam kurumsal şeffaflık endeksi ve alt endeksler, modelde bağımlı değişken olarak kullanılacak olan firma değeri temsilcisi Tobin's Q oranı, piyasa değeri defter değeri, fiyat kazanç, fiyat satış ve fiyat nakit akımı oranlarıyla negatif ilişkili olarak görülmektedir. Özellikle Tobin's Q oranı ve piyasa değeri defter değeri oranıyla istatistiksel olarak anlamlı olan güçlü negatif korelasyon dikkat çekmektedir. Firma değeri temsilcilerinden PDDD oranı toplam kurumsal şeffaflık endeksi ile ve alt endeksler ile en yüksek korelasyona sahip değişkendir ve %38'ler civarında korelasyonlar görülmektedir. Bunların dışında diğer firma değeri temsilcileri ile olan korelasyonlar çok zayıf görünmektedir. Kontrol değişkenlerinden finansal kaldıracın bağımsız değişkenlerle olan korelasyonları incelendiğinde sadece yönetim kurulu yapısı ve işleyişi ile zayıf bir korelasyona sahip olduğu, diğer değişkenlerle aralarında korelasyon bulunmadığı görülmektedir. Diğer kontrol değişkeni olan firma büyüklüğünün ise toplam kurumsal şeffaflık endeksi ve alt endeksler ile istatistiki olarak anlamlı ve güçlü negatif korelasyonlara sahip olduğu, bağımlı değişkenlerle aralarındaki korelasyonlar incelendiğinde firma değeri temsilcisi değişkenlerle istatistiksel olarak anlamlı negatif korelasyonlar bulunduğu, hisse senetlerinin normalüstü getirileri ve aktif karlılığı ile korelasyona sahip olmadıkları ve özsermaye karlılığı ile istatistiksel olarak anlamlı zayıf negatif korelasyona sahip oldukları görülmektedir. Bu durum Garay ve Gonzalez (2008), Leal ve Carvahal-da-Silva (2005) ve Cai v.d. (2003)'de gözlemlendiği gibi daha büyük şirketlerin daha iyi kurumsal yönetim uygulamalarına sahip olma eğilimlerinin analizde kullanılan 29 şirket için geçerli olduğunu göstermektedir.

4.5.1 Panel Veri Analizinde Kullanılacak Model Seçimi

Panel veri analizlerine geçmeden önce, öncelikle hangi panel veri modelinin kullanılacağına dair analizler yapılmış, daha sonra ise panel veri analizinin varsayımlarının testleri gerçekleştirilmiştir. Bütün bu testlerden sonra modelin anlamlılığına ilişkin analizler yapılmıştır. Hangi modelin seçileceğine ilişkin olarak rassal etkiler ile klasik model arasında tercih yapmak için Breusch ve Pagan Lagrange Çarpanı testi, sabit etkiler ile klasik model arasında tercih yapmak için F-Testi ve son olarak sabit etkiler ve rassal etkiler modelleri arasında tercih yapmak için Hausman testi kullanılmıştır.

Yürütülecek panel veri analizinde hangi modelin seçileceğinin belirlenmesi için öncelikle Breusch-Pagan testinin yapılması gerekmektedir. H_0 : Havuz Modeli kullanılacağını ileri süren hipotezinin reddedilememesi durumunda ise rassal veya sabit etkiler tahminleyicilerinden hangisinin kullanılacağına karar vermek için Hausman testi uygulanmaktadır. H_0 reddedilmesi halinde rassal etkiler ile klasik modelden hangisinin kullanılacağına dair F Score testleri yürütülecektir.

4.5.1.1 Breusch-Pagan Lagrange Çarpanı (LM) Testleri

B-P testi ile birim etkilerin varyansının sıfır olması durumunda rassal etkili modelin havuz modeline dönüşeceği boş hipotezi sınanmaktadır.

$$H_0: \text{Havuz Modeli } \sigma_{\alpha}^2 = 0$$

$$H_1: \text{Rassal Etkiler Modeli. } \sigma_{\alpha}^2 > 0$$

Breusch-Pagan test istatistikleri Tablo 6’de yer almaktadır.

Tablo 6: Breusch-Pagan Lagrange Çarpanı Test İstatistikleri Sonuçları

Panel Regresyon	Kikare	Olasılık	Seçilen Yöntem
TobinsQ- myyi-fb-kald	9902.18	0.0000	Rassal Etkiler
TobinsQ- fskb-fb- kald	9735.78	0.0000	Rassal Etkiler
TobinsQ- ykyys-fb- kald	8522.90	0.0000	Rassal Etkiler
TobinsQ- tkse-fb- kald	9189.13	0.0000	Rassal Etkiler
Fk- myyi-fb- kald	2323.44	0.0000	Rassal Etkiler
Fk- fskb-fb- kald	2322.32	0.0000	Rassal Etkiler
Fk- ykyys-fb- kald	2305.85	0.0000	Rassal Etkiler
Fk- tkse-fb- kald	2327.83	0.0000	Rassal Etkiler
Pddd- myyi-fb- kald	38544.37	0.0000	Rassal Etkiler
Pddd - fskb-fb- kald	35648.31	0.0000	Rassal Etkiler

Pddd - ykyys-fb- kald	27927.78	0.0000	Rassal Etkiler
Pddd - tkse-fb- kald	33860.55	0.0000	Rassal Etkiler
Fna- myyi-fb- kald	2662.05	0.0000	Rassal Etkiler
Fna - fskb-fb- kald	2526.21	0.0000	Rassal Etkiler
Fna - ykyys-fb- kald	2837.99	0.0000	Rassal Etkiler
Fna - tkse-fb- kald	2681.02	0.0000	Rassal Etkiler
Fs- myyi-fb- kald	15699.05	0.0000	Rassal Etkiler
Fs - fskb-fb- kald	15546.04	0.0000	Rassal Etkiler
Fs - ykyys-fb- kald	15497.00	0.0000	Rassal Etkiler
Fs - tkse-fb- kald	15594.38	0.0000	Rassal Etkiler
Rin- myyi-fb- kald	0.06	0.4060	Klasik Model
Rin - fskb-fb- kald	0.07	0.3981	Klasik Model
Rin - ykyys-fb- kald	0.08	0.3857	Klasik Model
Rin - tkse-fb- kald	0.07	0.3931	Klasik Model
Ak- myyi-fb- kald	31884.93	0.0000	Rassal Etkiler
Ak - fskb-fb- kald	30774.31	0.0000	Rassal Etkiler
Ak - ykyys-fb- kald	30290.49	0.0000	Rassal Etkiler
Ak - tkse-fb- kald	31526.67	0.0000	Rassal Etkiler
Ok- myyi-fb- kald	2715.78	0.0000	Rassal Etkiler
Ok - fskb-fb- kald	2317.30	0.0000	Rassal Etkiler
Ok - ykyys-fb- kald	1996.59	0.0000	Rassal Etkiler
Ok - tkse-fb- kald	2353.19	0.0000	Rassal Etkiler

Birim etkinin altında, birim etkinin varyansının sıfıra eşit olduğu hipotezinin test edildiği Breusch-Pagan test istatistiklerinde bağımlı değişkene, birim etkiye ve artık kalıntıya ait sırasıyla varyans ve standart hatalar hesaplanmıştır. Tablo 6'da görüleceği Kikare (1), olasılık değeri ve seçilen yöntem yer almaktadır. Kurulan model sonuçlarına göre, birim etkinin varyansının sıfıra eşit olduğunu ileri süren H_0 hipotezi olasılık değeri $p < 0,05$ olan modeller %5 anlamlılık düzeyinde reddedilmekte dolayısıyla modelin havuzlanamayacağı ve klasik modelin uygun olmadığı sonucuna ulaşılmaktadır. Birim etkinin varyansının sıfıra eşit olduğunu ileri süren H_0 hipotezi olasılık değeri $p > 0,05$ olan modeller %5 anlamlılık düzeyinde reddedilememekte dolayısıyla modelin havuzlanabileceği ve klasik modelin uygun olduğu sonucuna ulaşılmaktadır. Test istatistik sonuçlarına göre hisse senedi getirileri ile kurumsal şeffaflık endeksi ve alt endekslerine ilişkin kurulan modeller dışında kalan tüm modellerin havuzlanamayacağı ve klasik modelin uygun olmadığı dolayısıyla rassal etkiler modelinin geçerli olduğu sonucuna varılmıştır. Hisse senedi getirileri ile kurulacak modellerde ise klasik modelin uygun olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

Breusch-Pagan testinde hisse senedi getirileri ile kurumsal şeffaflık endeksi ve alt endekslerine ilişkin kurulan modeller için klasik modelin geçerli olduğunu belirten sonuçlar sonrasında, sabit etkiler modeli ile klasik model arasında seçim yapmayı sağlayan F testi yapılmıştır.

$$H_0: \text{Havuz Modeli } \sigma_{\alpha}^2 = 0$$

4.5.1.2 F Score Testi

F Testi test istatistikleri Tablo 7'de yer almaktadır.

Tablo 7: F-Testi Test İstatistikleri Sonuçları

Panel Regresyon	F değeri	Olasılık > F	Seçilen Yöntem
Rin- myyi-fb- kald	1.24	0.1792	Klasik Model
Rin - fskb-fb- kald	1.18	0.2308	Klasik Model
Rin- ykyys-fb- kald	1.19	0.2277	Klasik Model

Rin - tkse-fb- kald	1.23	0.1915	Klasik Model

Tablo 7’deki test istatistikleri sonuçları incelendiğinde, klasik model ile sabit etkiler modelinden hangisinin kullanılacağını belirten F-istatistikleri sonuçlarına göre %5 anlamlılık seviyesinde birim etkilerin olmadığını iddia eden H_0 hipotezi reddedilememektedir. Dolayısıyla hisse senedi getirileri ile toplam kurumsal şeffaflık endeksi ve alt endeksleri için kurulacak modellerde klasik modelin geçerli olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

Hisse senedi getirileri dışında kalan tüm bağımlı değişkenler için kullanılacak model ile ilgili, sabit etkiler ve rassal etkiler yöntemleri arasında bir seçim yapılması gerektiği zaman, hangi modelin tercih edilmesi gerektiğine karar verilmesinde kullanılan Hausman testi kullanılmaktadır.

4.5.1.3 Hausman Testi

Bu aşamada panel veri analizinde, sabit etkiler ve rassal etkiler yöntemlerinden hangisinin kullanılacağına karar vermek için Hausman testi yapılmış ve her iki model parametreleri arasındaki farkın istatistiksel olarak anlamlı olup olmadığı incelenmiştir. Hausman test istatistikleri aşağıda Tablo 8’de yer almaktadır.

Tablo 8: Hausman Test İstatistikleri Sonuçları

Panel Regresyon	Kikare	Olasılık	Seçilen Yöntem
TobinsQ- myyi-fb- kald	82.54	0.0000	Sabit Etkiler
TobinsQ- fskb-fb- kald	51,55	0.0000	Sabit Etkiler
TobinsQ- ykyys-fb- kald	145.37	0.0000	Sabit Etkiler
TobinsQ- tkse-fb- kald	116.67	0.0000	Sabit Etkiler
Fk- myyi-fb- kald	6.59	0.0860	Rassal Etkiler
Fk- fskb-fb- kald	7.43	0.0780	Rassal Etkiler
Fk- ykyys-fb-kald	11.22	0.0106	Rassal Etkiler

Fk- tkse-fb-kald	8.81	0.0542	Rassal Etkiler
Pddd- myyi-fb-kald	55.13	0.0000	Sabit Etkiler
Pddd - fskb-fb-kald	43.77	0.0000	Sabit Etkiler
Pddd - ykyys-fb-kald	125.56	0.0000	Sabit Etkiler
Pddd - tkse-fb-kald	74.68	0.0000	Sabit Etkiler
Fna- myyi-fb-kald	16.73	0.0008	Sabit Etkiler
Fna - fskb-fb-kald	16.27	0.0010	Sabit Etkiler
Fna - ykyys-fb-kald	22.02	0.0001	Sabit Etkiler
Fna - tkse-fb-kald	16.87	0.0008	Sabit Etkiler
Fs- myyi-fb-kald	59.02	0.0000	Sabit Etkiler
Fs - fskb-fb-kald	29.86	0.0000	Sabit Etkiler
Fs - ykyys-fb-kald	33.51	0.0000	Sabit Etkiler
Fs - tkse-fb-kald	24.65	0.0000	Sabit Etkiler
Ak- myyi-fb-kald	2.98	0.3953	Rassal Etkiler
Ak - fskb-fb-kald	5.63	0.1313	Rassal Etkiler
Ak - ykyys-fb-kald	0.93	0.8599	Rassal Etkiler
Ak - tkse-fb-kald	0.76	0.8599	Rassal Etkiler
Ok- myyi-fb-kald	15.88	0.0012	Sabit Etkiler
Ok - fskb-fb-kald	17.24	0.0006	Sabit Etkiler
Ok - ykyys-fb-kald	12.23	0.0066	Sabit Etkiler
Ok - tkse-fb-kald	12.95	0.0048	Sabit Etkiler

Tablo 8'de Hausman test istatistikleri sonuçları incelendiğinde; her bir bağımlı değişkenin sabit etkiler ve rassal etkiler modellerinde tahmin edilen parametreler,

sabit etkiler ve rassal etkiler modellerinden elde edilen asimptotik varyans kovaryans matrisleri arasındaki farkın karekökü yer almaktadır. Test istatistiği parametre sayısına eşit 3 serbestlik dereceli χ^2 tablosu ile karşılaştırılmış, test sonucunda “parametreler arasındaki fark sistematik değildir, rassal etkili model geçerlidir” şeklinde kurulan H_0 hipotezi fiyat kazanç oranı ve aktif karlılık oranı dışında olasılık değeri $p < 0,05$ olduğundan %5 anlamlılık düzeyinde reddedilmiştir. Dolayısıyla ile fiyat kazanç oranı ve aktif karlılık oranı dışında toplam kurumsal şeffaflık endeksi ve alt endeksleri ile kurulacak modeller dışında diğer modellerin rassal etkiler tahmincisinin tutarsız olduğu ve sabit etkiler tahmincisinin geçerli olduğu sonucuna ulaşılmaktadır. Fiyat kazanç oranı ve aktif karlılık oranı ile kurulacak modeller için olasılık değeri $p > 0,05$ olduğundan %5 anlamlılık düzeyinde rassal etkiler modelinin geçerli olduğunu iddia eden H_0 hipotezi kabul edilmiştir.

Analizde kullanılacak Panel veri modeli seçiminden sonra panel veri modelinin varsayımlarının testine geçilmiştir.

4.5.2 Panel Veri Analizi Varsayımlarının Testleri

Panel veri analizinde modellerin testinden önce varsayımların test edilmesi gerekmektedir. Varsayımların testi için öncelikle durağanlık testleri yapılmış, sonrasında ise sabit etkiler ve rassal etkiler modelinde değişen varyans Wald testi ile klasik modelde değişen varyans White testi ile sınanmıştır. Otokorelasyon testleri için ise, sabit ve rassal etkiler modelinde Durbin Watson ve Baltagi Wu testleri, klasik modelde Wooldridge testleri kullanılmıştır.

4.5.2.1 Panel Veri Analizi Birim Kök Testleri

Bütün zaman serileri analizlerinde olduğu gibi, hem zaman hem de yatay kesit analizini bir arada gerçekleştiren panel veri analizlerinde de değişkenler arasında sahte ilişkilere neden olunmaması için değişkenlerin durağan olması gerekmektedir. Çalışmada panel birim kök testlerinden Levin, Lin ve Chu testi ile ortak birim kök süreçleri araştırılırken, bunun yanı sıra her birim için Im, Pesaran and Shin testi ile birim kök süreci test edilmiştir. Birimlerden bağımsız serilerde durağanlık ise Genelleştirilmiş Dickey Fuller (ADF) birim kök sınama yöntemi ile incelenmiştir. Levin, Lin ve Chu testinde ortak birim kökün varlığına dair boş hipotez test edilmekte

iken, Im, Pesaran and Shin testinde bireysel birim kökün varlığına dair boş hipotez test edilmektedir. Panel birim-kök testi için Stata paket programları kullanılmıştır.

Her şirketin 12 yıllık (2000 - 2012) kurumsal şeffaflık endeksleri, firma değeri değişkenleri ve finansal performans oranlarından oluşan panel veri setine uygulanan panel birim kök testi sonuçlarına göre, durağanlık %5 anlamlılık düzeyinde sınanmıştır. Stata istatistik programı aracılığıyla yapılan özet birim kök test sonuçları Tablo 9’da sunulmuştur. Yapılan analiz sonucunda p(olasılık) değeri, 0,05’ten küçük olan seriler durağan; 0,05’ten büyük olan seriler ise durağan olmayan seri olarak kabul edilmiştir. Serinin durağan olması, seride yer alan verilerin analizde hiçbir değişikliğe uğramadan kullanılması anlamına gelir. Durağan olmayan bir zaman serisini durağan hale getirmek için, ihtiyaç durumuna göre serinin genellikle bir veya iki defa farkı alınır (Bircan ve Karagöz, 2003).

Durağanlık testleri bulguları aşağıdaki tabloda özetlenmektedir.

Tablo 9: Panel Birim Kök Testi Sonuçları

	Levin, Lin & Chu t* istatistiği		Im, Pesaran and Shin W- istatistiği		ADF – Fisher Ki-Kare	
	İstatistik	P-değeri**	İstatistik	P-değeri**	İstatistik	P-değeri**
myyi	-2,3503	0,0094	-6,9521	0,0000	2,1514	0,0157
fskb	-3,6818	0,0001	-7,8725	0,0000	3,2099	0,0007
ykyys	-1,5201	0,0442	-5,0589	0,0000	1,12870	0,0488
tkse	-4,403	0,0000	-8,8088	0,0000	5,1452	0,0000
tobin’s Q	-13,436	0,0000	-13,7178	0,0000	18,6971	0,0000
fk	-6,902	0,0000	-12,5989	0,0000	13,3137	0,0000
fna	-12,999	0,0000	-17,2182	0,0000	28,9371	0,0000
fs	-8,8246	0,0000	-13,7301	0,0000	16,7659	0,0000
pddd	-21,4261	0,0000	-22,5211	0,0000	54,4822	0,0000
rin	-51,0702	0,0000	-54,0846	0,0000	204,1167	0,0000

ak	-2,0648	0,0000	-6,0377	0,0000	-6,0377	0,0000
ok	-10,8399	0,0000	-12,9903	0,0000	18,3453	0,0000
fb	-12,496	0,0000	-23,9511	0,0000	56,3566	0,0000
kald	1,4039	0,0398	-1,6784	0,0323	-2,3224	0,0499

Normal durağanlık testlerinde olduğu gibi panel durağanlık testlerinde de sıfır hipotezi serilerin birim kök içerdiği şeklinde kurulmaktadır.

H_0 : Seride genel birim kök vardır.

H_1 : Seride genel birim kök yoktur.

Panel birim kök testlerine ait sonuçlar incelendiğinde, serilerin birim kök içermediklerini söylemek mümkündür. Tablo 9'dan görülebileceği gibi hesaplanan p değerleri 0,05 kritik değerinden daha küçük olup, serilerin birim kök içerdiğini ifade eden H_0 hipotezi reddedilmiştir. Bu nedenle serilerin durağan olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Durağanlık testlerinden sonra değişen varyans testleri yürütülmüştür.

4.5.2.2 Panel Veri Analizi Değişen Varyans Testleri

Kurulacak tüm modeller için değişen varyans probleminin gözlenip gözlenmediği ise klasik model için White testi ile sabit etkiler ve rassal etkiler modeli için Wald testi ile sınanmıştır. Değişen varyans testi % 5 anlamlılık düzeyinde H_0 hipotezinin “değişen varyans yoktur”, açıklayıcı değişkenler sabit varyansa sahiptir şeklinde test edilmiştir.

Tablo 10: Klasik Modelde Birimlere Göre Değişen Varyans White Testi İstatistikleri Sonuçları

Panel Regresyon	Kikare	Olasılık
Ri- myyi-fb-kald	66.23	0.0000
Ri - fskb-fb-kald	69.18	0.0000
Ri - ykyys-fb-kald	68.36	0.0000

Ri - tkse-fb-kald	67.92	0.0000

Tablo 10'daki test istatistikleri sonuçlarında χ^2 değeri ve olasılık değeri sonuçlarına göre $p < 0,05$ olduğundan %5 anlamlılık düzeyinde reddedilmekte, varyansın birimlere göre değiştiği ($\sigma_i^2 \neq \sigma^2$) ve dolayısıyla birimlere göre değişen varyans olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

Sabit etkiler modeli ve Rassal etkiler modelinde değişen varyansın varlığı Wald testi ile sınanmıştır. Bu testte varyans için ilk aşamada zamana göre ortalamalar alınmakta, daha sonra zamana göre birim ortalamalar regresyonu standart hataya (σ_i) bölünerek elde edilmektedir. Bu test istatistiği $[K(K+1)/2]$ serbestlik derecesi ile χ^2 dağılımına uymaktadır.

Tablo 11: Sabit ve Rassal Etkiler Modelinde Değişen Varyans Wald Test İstatistikleri Sonuçları

Panel Regresyon	Kikare	Olasılık
TobinsQ- myyi-fb-kald	1.7e+05	0.0000
TobinsQ- fskb-fb-kald	2.0e+05	0.0000
TobinsQ- ykyys-fb-kald	2.7e+05	0.0000
TobinsQ- tkse-fb-kald	2.1e+05	0.0000
Fk- myyi-fb-kald	1.1e+06	0.0000
Fk- fskb-fb-kald	1.7e+06	0.0000
Fk- ykyys-fb-kald	1.8e+06	0.0000
Fk- tkse-fb-kald	1.4e+06	0.0000
Pddd- myyi-fb-kald	9256.35	0.0000
Pddd - fskb-fb-kald	9153.11	0.0000
Pddd - ykyys-fb-kald	11626.42	0.0000
Pddd - tkse-fb-kald	8919.18	0.0000

Fna- myyi-fb-kald	7.1e+05	0.0000
Fna - fskb-fb-kald	3.9e+05	0.0000
Fna - ykyys-fb-kald	5.0e+05	0.0000
Fna - tkse-fb-kald	4.4e+05	0.0000
Fs- myyi-fb-kald	2.0e+06	0.0000
Fs - fskb-fb-kald	2.6e+06	0.0000
Fs - ykyys-fb-kald	2.1e+06	0.0000
Fs - tkse-fb-kald	2.6e+06	0.0000
Ak- myyi-fb-kald	1.1e+05	0.0000
Ak - fskb-fb-kald	46559.74	0.0000
Ak - ykyys-fb-kald	55227.60	0.0000
Ak - tkse-fb-kald	59122.79	0.0000
Ok- myyi-fb-kald	1.2e+05	0.0000
Ok - fskb-fb-kald	1.7e+05	0.0000
Ok - ykyys-fb-kald	1.5e+05	0.0000
Ok - tkse-fb-kald	1.6e+05	0.0000

Tablo 11'deki test istatistikleri sonuçlarında $\sigma_i^2 = \sigma^2$ şeklinde kurulan H_0 hipotezi 29 serbestlik dereceli χ^2 değeri ve olasılık değeri sonuçlarına göre $p < 0,05$ olduğundan %5 anlamlılık düzeyinde reddedilememekte, varyansın birimlere göre değiştiği ($\sigma_i^2 \neq \sigma^2$) sonucuna ulaşılmıştır. Yapılan testler sonucunda modelde ortaya çıkan değişen varyans sorununun giderilmesi için White tahmincisi metodundan yararlanılacaktır. Bu yöntem ile birimlere göre kümelenme yoluyla değişen varyans varlığında dirençli standart hatalar elde edilmeye çalışılarak, her bir yatay kesitteki farklı hata varyanslarının olduğu kadar yatay kesitler arası korelasyon sorununa da bir çözüm

getirilmeye çalışılacaktır. Değişen varyans testlerinden sonra modellerde otokorelasyon testleri yürütülmüştür.

4.5.2.3 Panel Veri Analizi Otokorelasyon Testleri

Bütün zaman serilerinde olduğu gibi, panel veri analizlerinde de otokorelasyon önemli bir sorundur. Regresyon analizlerinin temel varsayımlarından birisi farklı gözlemler için aynı hatalar arasında ilişkinin (korelasyon) olmamasıdır. Eğer hata terimleri birbirleri ile ilişkili ise bu durum otokorelasyon ya da serisel korelasyon olarak adlandırılmaktadır. Veri setinde otokorelasyonun olup olmadığı klasik model için Wooldridge testi ile sabit ve rassal etkiler modelleri için Durbin Watson ve Baltagi Wu testleri ile sınanmıştır. Otokorelasyon, % 5 anlamlılık düzeyinde H_0 hipotezi “otokorelasyon yoktur”, şeklinde test edilmiştir. Otokorelasyon testi sonuçları Tablo 12’de gösterilmektedir.

Tablo 12: Klasik Model Wooldridge Otokorelasyon Testi Sonuçları

Wooldridge Testi	F Değeri	Olasılık
Ri- myyi-fb-kald	3.325	0.0879
Ri - fskb-fb-kald	3.547	0.0701
Ri - ykyys-fb-kald	3.577	0.0690
Ri - tkse-fb-kald	3.606	0.0679

Tablo 13’deki Wooldridge otokorelasyon test istatistiği sonucuna göre, olasılık değerleri tüm modeller için $p > 0,05$ olduğundan modelde birinci dereceden otokorelasyon olmadığını ifade eden H_0 hipotezi %5 anlamlılık düzeyinde reddedilememiştir. Denklemlerdeki hata terimleri arasında otokorelasyon problemi gözlenmemiştir.

Tablo 13: Sabit ve Rassal Etkiler Modelleri Durbin Watson ve Baltagi Wu Otokorelasyon Testi Sonuçları

Panel Regresyon	Durbin Watson	Baltagi-Wu LBI
TobinsQ- myyi-fb-kald	.09062231	.18704953

TobinsQ- fskb-fb-kald	.09243716	.18976901
TobinsQ- ykyys-fb-kald	.09609931	.19396639
TobinsQ- tkse-fb-kald	.09187649	.18928284
Fk- myyi-fb-kald	.18098009	.21350531
Fk- fskb-fb-kald	.17962945	.21165833
Fk- ykyys-fb-kald	.18020633	.21199001
Fk- tkse-fb-kald	.21199001	.21244644
Pddd- myyi-fb-kald	.19472537	.26585769
Pddd - fskb-fb-kald	.17922013	.25072716
Pddd - ykyys-fb-kald	.17385845	.24991838
Pddd - tkse-fb-kald	.25320801	.18104133
Fna- myyi-fb-kald	.31813492	.32861877
Fna - fskb-fb-kald	.32806388	.31730888
Fna - ykyys-fb-kald	.31889452	.32977823
Fna - tkse-fb-kald	.31830633	.32893575
Fs- myyi-fb-kald	.07983397	.17322758
Fs - fskb-fb-kald	.08068917	.17409258
Fs - ykyys-fb-kald	.0815497	.1750347
Fs - tkse-fb-kald	.08034893	.17371995
Ak- myyi-fb-kald	.08472577	.10297939
Ak - fskb-fb-kald	.08427347	.10271821
Ak - ykyys-fb-kald	.0840675	.10226352
Ak - tkse-fb-kald	.08443597	.10271173
Ok- myyi-fb-kald	.39666757	.43020458
Ok - fskb-fb-kald	.39048762	.42469582

Ok - ykyys-fb-kald	.39121446	.42515907
Ok - tkse-fb-kald	.39298943	.42684128

Tablo 13'deki Durbin Watson ve Baltagi Wu otokorelasyon test istatistiği sonuçlarına göre, denklemlerdeki hata terimleri arasında otokorelasyon problemi gözlenmiştir. Yapılan testler sonucunda modelde ortaya çıkan otokorelasyon sorunu için Arellano (1987), Froot (1989) ve Roger (1993) tarafından geliştirilen ve kalıntıların bağımsız dağılımlı olması varsayımının esnekleştiği durumda da tahminler yapılmasına imkan veren yöntem kullanılacaktır.

4.5.3 Kurulan Şeffaflık Modellerinin Panel Veri Test İstatistikleri

Panel veri analizinde yöntem seçimi ve varsayımların testlerinin sonrasında modellerin analizine geçilmiştir. Bütün modellerde toplam 29 yatay kesit ve 156 periyottan oluşan 29 hisse senedine ait toplam 4524 gözlem verili dengeli panel (balanced panel) ile bir havuz oluşturulmuştur. Bu kapsamda kurumsal şeffaflık endeksi ve alt endeksleri ile firma değeri temsilcileri ve firma performans göstergeleri arasında modeller kurulmuştur. Bu modellerde şeffaflık endekslerinde yaşanan yüzdelik değişimin firma değeri temsilcisi veya firma performans göstergesi üzerinde ne kadarlık bir değişime neden olacağı incelenmiştir. Doğrusal modellerde β_0 , endeks skorunun sıfır olması durumunda bağımlı değişkenin ne kadar olacağını ifade etmektedir. Endeks puanının sıfır olması durumunda bile bir firma değerinin mevcut olması makul olduğundan, modellerde β_0 sabitine yer verilmiştir. β_1 , finansal kaldıraç ve firma büyüklüğü sabit tutulduğunda endeks skorundaki değişimin şirket değerinde veya şirket performansında ne kadarlık bir değişime neden olacağını gösteren katsayıdır. Finansal kardıraç ve firma büyüklüğü modelde kontrol değişenleri olarak kullanılmıştır. Literatüre uygun olarak firma büyüklüğü değerinin doğal logaritmik dönüşümleri sağlanarak modele dahil edilmişlerdir.

Yapılan testler sonucunda modelde ortaya çıkan varyans sorununun giderilmesi için White tahmincisi metodundan yararlanılmıştır. Bu yöntem ile birimlere göre kümelenme yoluyla değişen varyans varlığında dirençli standart hatalar elde edilmeye çalışılmış ve her bir yatay kesitteki farklı hata varyanslarının olduğu kadar yatay kesitler arası korelasyonun varlığı halinde bu sorununa da bir çözüm

getirilmeye çalışılmıştır. Modellerde ortaya çıkan otokorelasyon sorunu için Arellano (1987), Froot (1989) ve Roger (1993) tarafından geliştirilen ve kalıntıların bağımsız dağılımlı olması varsayımının esneklediği durumda da tahminler yapılmasına imkan veren yöntem kullanılmıştır. Kalıntıların panel veri modellerinde birim içerisinde korelasyonlu ve kümeler arasında korelasyonsuz olduğu durumda dirençli hatalar üretilmiş modeller bu şekilde çalıştırılmıştır.

4.5.3.1 Tobin's Q Oranı ile Toplam Kurumsal Şeffaflık Endeksi ve Alt Endekslerin İlişkisinin Analizi

Bu analizler çerçevesinde kurulan ilk model toplam kurumsal şeffaflık endeksinin alt endekslerinden olan mülkiyet yapısı ve yatırımcı ilişkileri endeksi ile Tobin's Q oranı arasındaki ilişkinin incelenmesidir.

Şirketlerin mülkiyet yapısı ve yatırımcı ilişkileri endeks skorları, firma büyüklüğü ve finansal kaldıraç ile Tobin's Q oranı arasında bir ilişkinin olup olmadığının araştırılması için iki değişkenin ve kontrol değişkenlerinin birlikte kullanıldığı panel veri analizi uygulanmıştır. Panel veri analizinde hangi modelin kullanılacağına dair yürütülen Breusch-Pagan Lagrange Çarpımı Testi ve Hausman testi sonucunda sabit etkiler modelinin kullanılmasına karar verilmiştir. Panel veri regresyon denklemi aşağıdaki gibidir.

$$TobinsQ_{it} = \beta_0 + \beta_1 myyi_{it} + \beta_2 fb_{it} + \beta_3 finkald_{it} + \varepsilon_{it}$$

2000 - 2012 yılı dönemi için firmaların Tobin's Q oranları bağımlı değişken, mülkiyet yapısı ve yatırımcı ilişkileri endeks skorları bağımsız değişken ve firmaların net satışlarının logaritması ve firmaların toplam borçlarının aktive oranı olan finansal kaldıraç oranları kontrol değişkenleri olarak analize dahil edilmişlerdir. İstatistik test sonuçları aşağıda özetlenmektedir.

Tablo 14: Tobin's Q Oranı ve MYYİ Panel Veri Sabit Etkiler Modeli Test İstatistikleri Sonuçları

corr(u_i, Xb) = -0.6890		Olasılık > F = 0.0008		Düz R-Kare = 0.2954	
tobinsq	Katsayı	Dirençli Std. Hata	t	P> t	

myyi	-.4588894	1.096864	-0.42	0.679
fb	-.0117528	.0038212	-3.08	0.005
kald	-1.972655	1.266029	-1.56	0.130
Sabit	4.820799	1.202104	4.01	0.000
-----+-----				
sigma_u	1.5338129	sigma_e	1.8133653	rho .4170597

Sabit Etkiler Modeli Panel regresyon analizi sonuçlarına göre; olasılık(F-istatistik) değeri modelde $p=0.008<0.05$ olduğundan tahmin edilen denklemin % 5 anlamlılık düzeyinde istatistikî olarak anlamlı olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Mülkiyet yapısı ve yatırımcı ilişkileri, firma büyüklüğü ve finansal kaldıraçın Tobin's Q oranı üzerinde etkisinin olmadığını iddia eden H_0 hipotezi reddedilmiştir. Modelin açıklayıcılığı düzeltilmiş $R^2 = 0,2954$ olarak elde edilmiştir. Tobin's Q oranındaki değişimin %29.54 'ünü modeldeki değişkenler açıklayabilmektedir. Birim etki ile bağımsız değişkenler arasındaki korelasyon katsayısı -0.6890 olarak hesaplanmıştır. Ayrıca $\sigma_\mu \cong 1.53$, $\sigma_u \cong 1.81$ olmak üzere, toplam varyans içerisindeki birim etkinin varyans oranını veren $\rho = 0.42$ olarak elde edilmiştir.

Panel veri kısmi regresyon test sonuçlarına göre; olasılık (t-istatistik) değeri finansal kaldıraç oranı için $p=0.130>0.05$, olduğundan finansal kaldıraç oranının Tobin's Q oranı üzerinde etkisinin olmadığını iddia eden H_0 hipotezi reddedilememiştir. Mülkiyet yapısı ve yatırımcı ilişkileri endeksinin için panel veri test istatistikleri sonuçları olasılık (t-istatistik) değeri $p=0.679>0.05$ olduğundan, mülkiyet yapısı ve yatırımcı ilişkileri endeksinin Tobin's Q oranı üzerinde etkisi olmadığını iddia eden H_0 hipotezi reddedilememiştir. Test istatistikleri sonuçlarına göre, finansal kaldıraç ile mülkiyet yapısı ve yatırımcı ilişkileri endeksi ile Tobin's Q oranı arasındaki ilişki anlamlı değildir. Son olarak firma büyüklüğü için panel veri test istatistikleri sonuçları olasılık(t-istatistik) değeri $p=0.005<0.05$ olduğundan, firma büyüklüğünün ve Tobin's Q oranı üzerinde etkisi olmadığını iddia eden H_0 hipotezi reddedilmiştir. Firma büyüklüğü ile Tobin's Q oranı arasında ilişki vardır ve bu ilişki test istatistiği katsayısı negatif işaretli olduğu için negatif yönlüdür.

Elde edilen bulgulara göre; Türkiye'de BİST 30'da işlem gören firmalar için mülkiyet yapısı ve yatırımcı ilişkilerine yönelik olarak yapılan şeffaflık uygulamalarının firma değeri temsilcisi olarak kullanılan Tobin's Q oranı ile ilişkisinin bulunmadığı

görülmüştür. Bununla birlikte yine örneklem dahilinde olmak üzere firma büyüklüğü ile Tobin's Q arasında negatif bir ilişki olduğu, firma büyüklüğü arttıkça Tobin's Q oranının düştüğü sonuçlarına ulaşılmıştır.

Kurulan ikinci model; finansal şeffaflık ve kamuyu bilgilendirme endeksi ile Tobin's Q oranı arasındaki ilişkinin incelenmesidir.

Şirketlerin finansal şeffaflık ve kamuyu bilgilendirme endeks skorları, firma büyüklükleri ve finansal kaldıraçları ile Tobin's Q oranları arasında bir ilişkinin olup olmadığının araştırılması için panel veri regresyon analizi yürütülmüştür. Breusch-Pagan Lagrange Çarpımı testi ve Hausman testi sonucunda, panel veri analizi sabit etkiler modeli kullanılmıştır. Regresyon denklemi aşağıdaki gibidir.

$$TobinsQ_{it} = \beta_0 + \beta_1 fskb_{it} + \beta_2 fb_{it} + \beta_3 finkald_{it} + \varepsilon_{it}$$

2000 yılı ile 2012 yılları itibariyle firmaların Tobin's Q oranları bağımlı değişken, finansal şeffaflık ve kamuyu bilgilendirme endeks skorları bağımsız değişken ve firma büyüklüğü ile finansal kaldıraç oranları kontrol değişkenleri olarak analize dahil edilmişlerdir. İstatistik test sonuçları aşağıda özetlenmektedir.

Tablo 15: Tobin's Q Oranı ve FSKB Panel Veri Sabit Etkiler Modeli Test İstatistikleri Sonuçları

			Olasılık > F	=	0.0006
corr(u_i, Xb)			=	-0.7133	
			Düz R-Kare	=	0.2956
		Dirençli			
tobinsq		Katsayı	Std. Hata	t	P> t
fskb		.5882865	.9663466	0.61	0.548
fb		-.0130874	.0042025	-3.11	0.004
kald		-1.84739	1.225794	-1.51	0.143
Sabit		4.470383	1.021397	4.38	0.000
sigma_u		1.5969039	sigma_e		1.8130839
			rho		.43685766

Test analizi sonuçlarına göre; olasılık(F-istatistik) değeri panel veri modeli için $p=0.0001 < 0.05$ olduğundan tahmin edilen denklemin % 5 anlamlılık düzeyinde istatistiki açıdan anlamlı olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Finansal şeffaflık ve kamuyu

bilgilendirme, firma büyüklüğü ve finansal kaldıraçın Tobin's Q oranı üzerinde etkisinin olmadığını iddia eden H_0 hipotezi reddedilmiştir. Modelin açıklayıcılığı düzeltilmiş $R^2 = 0,2956$ olarak elde edilmiştir. Tobin's Q oranındaki değişimin %29.56 'sını modeldeki değişkenler açıklayabilmektedir. Birim etki ile bağımsız değişkenler arasındaki korelasyon katsayısı -0.7133 olarak hesaplanmış, ayrıca $\sigma_u \cong 1.59$, $\sigma_u \cong 1.81$ olmak üzere, toplam varyans içerisindeki birim etkinin varyans oranını veren $\rho = 0.44$ olarak elde edilmiştir.

Panel veri kısmi regresyon test sonuçlarına göre; olasılık (t-istatistik) değeri finansal kaldıraç oranı için $p=0.143>0.05$, olduğundan finansal kaldıraç oranının Tobin's Q oranı üzerinde etkisinin olmadığını iddia eden H_0 hipotezi reddedilememiştir. Finansal şeffaflık ve kamuyu bilgilendirme endeksinin test istatistikleri sonuçları olasılık (t-istatistik) değeri $p=0.548>0.05$ olduğundan, finansal şeffaflık ve kamuyu bilgilendirme endeksinin Tobin's Q oranı üzerinde etkisi olmadığını iddia eden H_0 hipotezi reddedilememiştir. Test istatistikleri sonuçlarına göre, finansal kaldıraç ile finansal şeffaflık ve kamuyu bilgilendirme endeksi ile Tobin's Q oranı arasındaki ilişki anlamlı değildir. Son olarak firma büyüklüğü için panel veri test istatistikleri sonuçları olasılık(t-istatistik) değeri $p=0.005<0.05$ olduğundan, firma büyüklüğünün ve Tobin's Q oranı üzerinde etkisi olmadığını iddia eden H_0 hipotezi reddedilmiştir. Firma büyüklüğü ile Tobin's Q oranı arasında ilişki vardır ve bu ilişki test istatistiği katsayısı negatif işaretli olduğu için negatif yönlüdür.

Yukarıdaki sonuçlara göre; Örneklem dahilindeki 29 firma için finansal şeffaflık uygulamalarındaki herhangi bir değişim firma değeri temsilcisi olarak değerlendirilen Tobin's Q oranı üzerinde değişime neden olmamaktadır. Finansal şeffaflık uygulamaları ile Tobin's Q oranı arasında uygulama dönemi içinde ilişki bulunamamıştır.

Kurulan üçüncü model yönetim kurulu ile yönetimin yapısı ve işleyişi endeksi ile Tobin's Q oranı arasındaki ilişkinin incelenmesidir.

Yönetim kurulu ile yönetimin yapısı ve işleyişi endeksi, firma büyüklükleri ve finansal kaldıraç ile Tobin's Q oranı arasında bir ilişkinin olup olmadığının araştırılması için panel veri regresyon analizi yürütülmüştür Breusch-Pagan Lagrange Çarpanı testi

ve Hausman testi sonucunda panel veri analizi sabit etkiler modeli kullanılmıştır. Regresyon denklemi aşağıdaki gibidir.

$$TobinsQ_{it} = \beta_0 + \beta_1 ykyy_{it} + \beta_2 fb_{it} + \beta_3 finkald_{it} + \varepsilon_{it}$$

2000 yılı ile 2012 yılları itibariyle firmaların Tobin's Q oranları bağımlı değişken, yönetim kurulu ile yönetimin yapısı ve işleyişi endeks skorları bağımsız değişken ve firma büyüklüğü ile finansal kaldıraç oranları kontrol değişkenleri olarak analize dahil edilmişlerdir. İstatistik test sonuçları aşağıda özetlenmektedir.

Tablo 16: Tobin's Q Oranı ve YKYYS Panel Veri Sabit Etkiler Modeli Test İstatistikleri Sonuçları

			Olasılık > F	=	0.0001			
corr(u_i, Xb)			=	-0.7275	Düz R-Kare	=	0.2998	
		Dirençli						
tobinsq		Katsayı	Std. Hata	t	P> t			
-----+								
ykyy		-1.631945	1.430259	1.14	0.264			
fb		-.0140578	.004644	-3.03	0.005			
kald		-1.716443	1.180279	-1.45	0.157			
Sabit		4.337471	.9466707	4.58	0.000			
-----+								
sigma_u		1.6529454	sigma_e		1.8077405	rho		.45535973

Panel veri test istatistikleri sonuçlarına göre; olasılık(F-istatistik) değeri $p=0.0000<0.05$ olduğundan tahmin edilen denklemin % 5 anlamlılık düzeyinde istatistikî açıdan anlamlı olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Yönetim kurulu ile yönetimin yapısı ve işleyişi, firma büyüklüğü ve finansal kaldıraçın Tobin's Q oranı üzerinde etkisinin olmadığını iddia eden H_0 hipotezi reddedilmiştir. Modelin açıklayıcılığı düzeltilmiş $R^2 = 0,2998$ olarak elde edilmiştir. Tobin's Q oranındaki değişimin % 29.98 'ini modeldeki değişkenler açıklayabilmektedir. Birim etki ile bağımsız değişkenler arasındaki korelasyon katsayısı -0.7275 olarak hesaplanmıştır. Ayrıca $\sigma_\mu \cong 1.65$, $\sigma_u \cong 1.80$ olmak üzere, toplam varyans içerisindeki birim etkinin varyans oranını veren $\rho = 0.46$ olarak elde edilmiştir.

Panel veri kısmi regresyon test sonuçlarına göre; olasılık (t-istatistik) değeri finansal kaldıraç oranı için $p=0.157>0.05$, olduğundan finansal kaldıraç oranının Tobin's Q

oranı üzerinde etkisinin olmadığını iddia eden H_0 hipotezi reddedilememiştir. Yönetim kurulu ile yönetimin yapısı ve işleyişi endeksinin test istatistikleri sonuçları olasılık (t-istatistik) değeri $p=0.264>0.05$ olduğundan, yönetim kurulu ile yönetimin yapısı ve işleyişi endeksinin Tobin's Q oranı üzerinde etkisi olmadığını iddia eden H_0 hipotezi reddedilememiştir. Test istatistikleri sonuçlarına göre, finansal kaldıraç ile finansal şeffaflık ve kamuyu bilgilendirme endeksi ile Tobin's Q oranı arasındaki ilişki anlamlı değildir. Son olarak firma büyüklüğü için panel veri test istatistikleri sonuçları olasılık(t-istatistik) değeri $p=0.005<0.05$ olduğundan, firma büyüklüğünün ve Tobin's Q oranı üzerinde etkisi olmadığını iddia eden H_0 hipotezi reddedilmiştir. Firma büyüklüğü ile Tobin's Q oranı arasında ilişki vardır ve bu ilişki test istatistiği katsayısı negatif işaretli olduğu için negatif yönlüdür.

Analiz sonuçlarında; örnekleme dahil edilen 29 BİST 30 firması için yönetim kurulu yapısı ve işleyişine ilişkin olarak firmaların şeffaflık uygulamalarının Tobin's Q oranı üzerinde herhangi bir değişime neden olmadığı, yönetim kurulu yapısındaki değişimlerin firma değeri üzerinde etkili olmadığı sonucu elde edilmiştir.

Firma değeri temsilcisi Tobin's Q oranı ile ilgili kurulan son model toplam şeffaflık endeksi ile Tobin's Q oranı arasındaki ilişkinin incelenmesidir.

Şirketlerin mülkiyet yapısı ve yatırımcı ilişkileri, finansal şeffaflık ve kamuyu bilgilendirme ve yönetim kurulu ile yönetimin yapısı ve işleyişi toplamından oluşan toplam kurumsal şeffaflık endeks skorları, firma büyüklükleri ve finansal kaldıraçları ile Tobin's Q oranı arasında bir ilişkinin olup olmadığının araştırılması için panel veri regresyon analizi yürütülmüştür. Hangi panel veri modelinin kullanılacağını belirlemek için yapılan Breusch-Pagan Lagrange Çarpımı testi ve Hausman test istatistikleri sonucunda sabit etkiler modeli kullanılmasına karar verilmiştir. Kurulan regresyon denklemi aşağıdaki gibidir.

$$TobinsQ_{it} = \beta_0 + \beta_1 tkse_{it} + \beta_2 fb_{it} + \beta_3 finkald_{it} + \varepsilon_{it}$$

2000 yılı ile 2012 yılları itibariyle firmaların Tobin's Q oranları bağımlı değişken, toplam kurumsal şeffaflık endeks skorları bağımsız değişken ve firma büyüklüğü ile finansal kaldıraç oranları kontrol değişkenleri olarak analize dahil edilmişlerdir. İstatistik test sonuçları aşağıda özetlenmektedir.

Tablo 17: Tobin's Q Oranı ve TKSE Panel Veri Sabit Etkiler Modeli Test İstatistikleri Sonuçları

			Olasılık > F	=	0.0000
corr(u_i, Xb) = -0.7163			Düz R-Kare	=	0.2959
		Dirençli			
tobinsq		Katsayı	Std. Hata	t	P> t
tkse		.779035	. 1.256551	0.62	0.540
fb		-.013298	.0045331	-2.93	0.007
kald		-1.830186	1.20913	-1.51	0.141
Sabit		4.480460	1.005363	4.46	0.000
sigma_u		1.6073262	sigma_e	1.8127153	rho .44016125

Panel veri test istatistikleri sonuçlarına göre; olasılık(F-istatistik) değeri $p=0.0000<0.05$ olduğundan tahmin edilen denklemin % 5 anlamlılık düzeyinde istatistikî açıdan anlamlı olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Toplam kurumsal şeffaflık endeksi, firma büyüklüğü ve finansal kaldıraç Tobin's Q oranı üzerinde etkisinin olmadığını iddia eden H_0 hipotezi reddedilmiştir. Modelin açıklayıcılığı düzeltilmiş $R^2 = 0,3008$ olarak elde edilmiştir. Tobin's Q oranındaki değişimin % 30.08 'sini modeldeki değişkenler açıklayabilmektedir. Birim etki ile bağımsız değişkenler arasındaki korelasyon katsayısı -0.7163 olarak hesaplanmıştır. Ayrıca $\sigma_\mu \cong 1.61$, $\sigma_u \cong 1.81$ olmak üzere, toplam varyans içerisindeki birim etkinin varyans oranını veren $\rho = 0.44$ olarak elde edilmiştir.

Panel veri kısmi regresyon test sonuçlarına göre; olasılık (t-istatistik) değeri finansal kaldıraç oranı için $p=0.141>0.05$, olduğundan finansal kaldıraç oranının Tobin's Q oranı üzerinde etkisinin olmadığını iddia eden H_0 hipotezi reddedilememiştir. Toplam kurumsal şeffaflık endeksinin test istatistikleri sonuçları olasılık (t-istatistik) değeri $p=0.540>0.05$ olduğundan, toplam kurumsal şeffaflık endeksinin Tobin's Q oranı üzerinde etkisi olmadığını iddia eden H_0 hipotezi reddedilememiştir. Test istatistikleri sonuçlarına göre, finansal kaldıraç ile toplam kurumsal şeffaflık endeksi ile Tobin's Q oranı arasındaki ilişki anlamlı değildir. Son olarak firma büyüklüğü için panel veri test istatistikleri sonuçları olasılık(t-istatistik) değeri $p=0.007<0.05$ olduğundan, firma büyüklüğünün ve Tobin's Q oranı üzerinde etkisi olmadığını iddia eden H_0 hipotezi

reddedilmiştir. Firma büyüklüğü ile Tobin's Q oranı arasında ilişki vardır ve bu ilişki test istatistiği katsayısı negatif işaretli olduğu için negatif yönlüdür.

Teoriye göre kurumsal yönetim ve şeffaflık uygulamaları asimetrik bilgiyi düşürerek yatırımcı farkındalığını ve firmaya olan güveni arttırmakta, bunun sonucunda firmalar için risk oranını ve sermaye maliyetini azaltmak suretiyle firma değerini yükseltmektedir.

Firmanın piyasa değerinin aktiflerin yerine koyma maliyetine oranı olarak tanımlanan Tobin's Q oranı literatür incelemelerinde, kurumsal yönetim ve şeffaflık uygulamaları ile firma değeri arasındaki ilişkinin araştırılması için en fazla kullanılan bağımlı değişken olduğu gözlenmektedir (La Porta v.d., 2002; Gompers v.d., 2003, Brown ve Caylor 2006, Bhagat ve Bolton 2008, Black, Jang ve Kim 2012). Bu değişken aynı zamanda bir şirketin finansal gücünü göstermekte ve şirketin finansal piyasalardaki performansının ölçümü için bir gösterge olarak da kullanılmaktadır. Tobin's Q oranının 1'den büyük olması, firmanın kıt kaynakları etkin kullandığının bir göstergesi olarak yorumlanmaktadır. Bu nedenle çalışmamızda şeffaflık uygulamaları sonucu firma değerinde yaşanan değişimin gözlenmesi için esas bağımlı değişken olarak Tobin's Q oranı kullanılmıştır.

Örnekleme dahil edilen 29 BİST 30 firması için uygulama dönemi içinde firmaların mülkiyet yapısı, yatırımcı ilişkileri, finansal şeffaflık, kamuyu bilgilendirme ve yönetim kurulu yapısı ve işleyişi konularında yapılan şeffaflık ve kamuyu bilgilendirme uygulamalarının firma değeri üzerindeki etkisi incelenmiştir. Elde edilen bulgulara göre, ülkemizde kurumsal yönetim ve şeffaflık uygulamalarının finansal performansı artırıcı veya azaltıcı etkisinin olmadığı dolayısıyla Tobin's Q oranı özelinde firma değeri üzerinde herhangi bir değişime neden olmadığı, sonuçlarına ulaşılmıştır. Bu nedenle şeffaflık uygulamalarının firmanın kıt kaynaklarının etkin kullanımını arttırmadığı ve dolayısıyla firma değerine olumlu veya olumsuz yönde bir katkı sağlamadığı şeklinde yorumlanmaktadır. Elde edilen bulgular nedeniyle ülkemiz piyasası için yatırımcıların yatırım kararları verirken şeffaflık dışında birçok faktörü göz önüne alarak kararlar verdiği ve firma değerinin şeffaflık uygulamaları dışında çoğunlukla başka (firmanın finansal ve ekonomik durumu, sektör ve ülke faktörü vb.) faktörler tarafından belirlendiği düşünülmektedir.

Bununla birlikte analizde elde edilen bir diğer sonuç ise Tobin's Q oranı ile firma büyüklüğü arasında ters yönlü ilişki bulunduğu firma büyüklüğü arttıkça Tobin's Q oranının düştüğü görülmüştür. Küçük firmaların Tobin's Q oranlarının büyük firmalara göre daha yüksek olmasının sebebinin küçük firmaların risklerinin daha fazla olmasından kaynaklı olduğu düşünülmektedir. Son olarak kontrol değişkeni olarak analize dahil edilen finansal kaldıraç ile Tobin's Q oranı arasında ilişki bulunmadığı, finansal kaldıraçta yaşanan değişimin Tobin's Q oranını etkilemediği sonuçları elde edilmiştir.

Kurumsal yönetim ve şeffaflık uygulamalarının Tobin's Q özelinde firma değeri üzerinde etkisi olmadığı yönünde elde edilen sonuçlar, Türkiye'de yapılan çalışmalardan Süer (2011) çalışması ile tutarlılık göstermektedir. Ancak Yıldırım (2007) çalışmasında sermaye sahipliği ve kontrol yapısının Tobin's Q oranını arttırdığı şeklinde sonuçlara ulaşmıştır. Bu farklılığın Yıldırım (2007) tarafından kullanılan örneklem büyüklüğü ve örneklem döneminden kaynaklandığı düşünülmektedir.

Kurumsal yönetim ve şeffaflık ile firma değeri temsilcisi Tobin's Q oranı için uluslararası çalışmalarda elde edilen sonuçlar çok farklı sonuçlar vermektedir. Bazı ülkelerde pozitif ilişki elde edilirken, bazı ülkelerde negatif, bazı ülkelerde ise herhangi bir ilişki bulunmadığı sonuçlarının elde edildiği görülmüştür. Gelişmiş olan piyasalarda yapılan çalışmalardan, ABD piyasaları için Brown ve Caylor (2006), Gompers, Ishii ve Metrick (2003), Japonya piyasaları için Hiraki v.d. (2003) kurumsal yönetimin firma değerini arttırdığı, Kanada piyasaları için Gupta v.d. (2006) firma değerini azalttığı yönünde sonuçlara ulaşmışlardır. Gelişmekte olan piyasalarda yapılan çalışmalardan Brezilya piyasaları için Leal ve Silva (2005), Tayland piyasaları için Jiamsagul (2007), Yunanistan piyasaları için Kanellos ve Karathanassis (2007), Venezuela piyasaları için Garay ve Gonzalez (2008) ve Kore piyasaları için Black, Jang ve Kim (2012) kurumsal yönetim ve şeffaflık uygulamalarının Tobin's Q özelinde firma değerini arttırdığı, Endonezya piyasaları için Herly ve Sisnuhadi (2011) firma değerini azalttığı yönünde sonuçlara ulaşmışlardır.

Kuramsal olarak kurumsal yönetim ve şeffaflık uygulamaları ile firma değeri arasında pozitif bir ilişki olduğu savunulsa da literatürde çelişkili sonuçların elde edildiği çalışmalar bulunmaktadır. Bu çalışmada elde edilen bulgular şeffaflık uygulamalarının firma değerini etkilediğini destekler nitelikte değildir. Özellikle bu çalışmada kullanıldığı gibi firma büyüklüğü etkisinin kurumsal yönetim uygulamalarının varlığını etkilediği düşünülmektedir.

Sonuç olarak analiz kapsamında elde sonuçlara göre; kurumsal şeffaflığın teoriye aykırı olarak Türkiye piyasaları için çalışma döneminde firma değerini etkileme gücünün olmadığı düşünülmektedir.

4.5.3.2 Piyasa Değeri Defter Değeri Oranı ile Toplam Kurumsal Şeffaflık Endeksi ve Alt Endekslerin Analizi

Kurumsal şeffaflığın firma değeri temsilcilerinden olan piyasa değeri defter değeri oranı üzerindeki etkisini incelemek amacıyla, ilk olarak şeffaflık alt endeksi olan mülkiyet yapısı ve yatırımcı ilişkileri endeks skorları, firma büyüklüğü ve finansal kaldıraç ile piyasa değeri defter değeri oranı arasındaki ilişkinin varlığının araştırılması için panel veri regresyon analizi yürütülmüştür. Panel veri analizinde Breusch-Pagan Lagrange Çarpımı Testi ve Hausman testi sonucunda sabit etkiler modeli kullanılmıştır. Regresyon denklemi aşağıdaki gibidir.

$$pddd_{it} = \beta_0 + \beta_1 myyi_{it} + \beta_2 fb_{it} + \beta_3 finkald_{it} + \varepsilon_{it}$$

2000 yılı ile 2012 yılları itibariyle firmaların piyasa değeri defter değeri oranları bağımlı değişken, mülkiyet yapısı ve yatırımcı ilişkileri endeks skorları bağımsız değişken ve firmaların net satışlarının logaritması ve firmaların toplam borçlarının aktive oranı olan finansal kaldıraçları kontrol değişkenleri olarak kullanılmıştır. Bu analizlere ait istatistik sonuçları aşağıda özetlenmektedir.

Tablo 18: Piyasa Değeri Defter Değeri Oranı ve MYYİ Panel Veri Sabit Etkiler Modeli Test İstatistikleri Sonuçları

	Olasılık > F = 0.0000
$corr(u_i, Xb) = -0.5487$	Düz R-Kare = 0.5221

pddd	Katsayı	Std. Hata	t	P> t
myyi	-7.763888	1.892233	-4.10	0.000
fb	-.0192564	.0039309	-4.90	0.000
kald	1.572745	1.340699	1.17	0.251
Sabit	8.927055	.9501475	9.40	0.000
sigma_u	2.8766433	sigma_e	2.5416567	rho .56158962

Sabit Etkiler Modeli Panel regresyon analizi sonuçlarına göre; olasılık(F-istatistik) değeri modelde $p=0.0000<0.05$ olduğundan tahmin edilen denklemin % 5 anlamlılık düzeyinde istatistikî açıdan anlamlı olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Mülkiyet yapısı ve yatırımcı ilişkileri, firma büyüklüğü ve finansal kaldıraçın piyasa değeri defter değeri oranı üzerinde etkisinin olmadığını iddia eden H_0 hipotezi reddedilmiştir. Modelin açıklayıcılığı düzeltilmiş $R^2 = 0,5221$ olarak elde edilmiştir. Piyasa değeri defter değeri oranındaki değişimin % 52.21 'ini modeldeki değişkenler açıklayabilmektedir. Birim etki ile bağımsız değişkenler arasındaki korelasyon katsayısı -0.5487 olarak hesaplanmıştır. Ayrıca $\sigma_\mu \cong 2.87$, $\sigma_u \cong 2.54$ olmak üzere, toplam varyans içerisindeki birim etkinin varyans oranını veren $\rho = 0.56$ olarak elde edilmiştir.

Mülkiyet yapısı ve yatırımcı ilişkileri endeks skorları, firma büyüklüğü ve finansal kaldıraçın, piyasa değeri defter değeri oranı üzerindeki etkisini gösteren kısmi regresyon test sonuçlarına göre; olasılık(t-istatistik) değeri finansal kaldıraç oranı için $p=0.251>0.05$ olması nedeniyle finansal kaldıraç oranının piyasa değeri defter değeri oranı üzerinde etkisinin olmadığını iddia eden H_0 hipotezi reddedilememiştir. Test istatistikleri sonuçlarına göre, finansal kaldıraç ile piyasa değeri defter değeri oranı arasındaki ilişki anlamlı değildir. Firma büyüklüğü için panel veri test istatistikleri sonuçları olasılık(t-istatistik) değeri $p=0.000<0.05$ olduğundan, firma büyüklüğünün piyasa değeri defter değeri oranı üzerinde etkisi olmadığını iddia eden H_0 hipotezi reddedilmiştir. Firma büyüklüğü ile piyasa değeri defter değeri oranı arasında ilişki vardır ve bu ilişki test istatistiği katsayısı negatif işaretli olduğu için negatif yönlüdür. Son olarak Mülkiyet yapısı ve yatırımcı ilişkileri endeksi için panel veri test istatistikleri sonuçları olasılık(t-istatistik) değeri $p=0.000<0.05$ olduğundan, mülkiyet yapısı ve yatırımcı ilişkileri endeksinin piyasa değeri defter değeri oranı üzerinde etkisi olmadığını iddia eden H_0 hipotezi reddedilmiştir. Mülkiyet yapısı ve yatırımcı ilişkileri endeksi ile piyasa değeri defter değeri oranı

arasında ilişki vardır ve bu ilişki test istatistiği katsayısı negatif işaretli olduğu için negatif yönlüdür. Test istatistik sonuçlarına göre; mülkiyet yapısı ve yatırımcı ilişkileri endeksinde yaşanan %1'lik değişim, finansal kaldıraç ve firma büyüklüğünde değişim olmadığı varsayımı altında piyasa değeri defter değeri oranı üzerinde % 7.76'lık bir değişime yol açtığı sonucuna ulaşılmaktadır.

Kurumsal şeffaflığın firma değeri temsilcilerinden olan piyasa değeri defter değeri oranı üzerindeki etkisini incelemek amacıyla, ikinci olarak şeffaflık alt endeksi olan finansal şeffaflık ve kamuyu bilgilendirme endeks skorları, firma büyüklüğü ve finansal kaldıraç ile piyasa değeri defter değeri oranı arasındaki ilişkinin varlığının araştırılması için panel veri regresyon analizi yürütülmüştür. Panel veri analizinde Breusch-Pagan Lagrange Çarpımı Testi ve Hausman testi sonucunda sabit etkiler modeli kullanılmıştır. Panel veri regresyon denklemi aşağıdaki gibidir.

$$pddd_{it} = \beta_0 + \beta_1 fskb_{it} + \beta_2 fb_{it} + \beta_3 finkald_{it} + \varepsilon_{it}$$

2000 yılı ile 2012 yılları itibariyle firmaların piyasa değeri defter değeri oranları bağımlı değişken, finansal şeffaflık ve kamuyu bilgilendirme endeks skorları bağımsız değişken ve firma büyüklüğü ile finansal kaldıraç oranları kontrol değişkenleri olarak modele dahil edilmişlerdir. Analizlere ait istatistik sonuçları özetlenmektedir.

Tablo 19: Piyasa Değeri Defter Değeri Oranı ve FSKB Panel Veri Sabit Etkiler Modeli Test İstatistikleri Sonuçları

corr(u_i, Xb) = -0.5987		Olasılık > F = 0.0000		Düz R-Kare = 0.5038	
			Dirençli		
pddd		Katsayı	Std. Hata	t	P> t
-----+					
fskb		-4.82551	2.24124	-2.15	0.040
fb		-.02377	.00587	-4.05	0.000
kald		1.81246	1.52363	1.19	0.244
Sabit		8.95236	1.04817	8.54	0.000
-----+					
sigma_u		3.0307092	sigma_e		2.58976
				rho	.57797423

Panel veri test analizi sonuçlarına göre; olasılık(F-istatistik) değeri panel veri modeli için $p=0.0000<0.05$ olduğundan tahmin edilen denklemin % 5 anlamlılık düzeyinde istatistikî açıdan anlamlı olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Finansal şeffaflık ve kamuyu bilgilendirme, firma büyüklüğü ve finansal kaldıraçın piyasa değeri defter değeri oranı üzerinde etkisinin olmadığını iddia eden H_0 hipotezi reddedilmiştir. Modelin açıklayıcılığı düzeltilmiş $R^2 = 0,5038$ olarak elde edilmiştir. Piyasa değeri defter değeri oranındaki değişimin % 50.38 'ini modeldeki değişkenler açıklayabilmektedir. Birim etki ile bağımsız değişkenler arasındaki korelasyon katsayısı -0.5987 olarak hesaplanmıştır. Ayrıca $\sigma_u \cong 3.03$, $\sigma_u \cong 2.59$ olmak üzere, toplam varyans içerisindeki birim etkinin varyans oranını veren $\rho = 0.58$ olarak elde edilmiştir.

Finansal şeffaflık ve kamuyu bilgilendirme endeks skorları, firma büyüklüğü ve finansal kaldıraçın piyasa değeri defter değeri oranı üzerindeki etkisini gösteren kısmi regresyon test sonuçlarına göre; olasılık(t-istatistik) değeri finansal kaldıraç oranı için $p=0.244>0.05$ olması nedeniyle finansal kaldıraç oranının piyasa değeri defter değeri oranı üzerinde etkisinin olmadığını iddia eden H_0 hipotezi reddedilememiştir. Test istatistikleri sonuçlarına göre, finansal kaldıraç ile piyasa değeri defter değeri oranı arasındaki ilişki anlamlı değildir. Firma büyüklüğü için test istatistikleri sonuçları olasılık(t-istatistik) değeri $p=0.000<0.05$ olduğundan, firma büyüklüğünün piyasa değeri defter değeri oranı üzerinde etkisi olmadığını iddia eden H_0 hipotezi reddedilmiştir. Firma büyüklüğü ile piyasa değeri defter değeri oranı arasında ilişki vardır ve bu ilişki test istatistiği katsayısı negatif işaretli olduğu için negatif yönlüdür. Son olarak finansal şeffaflık ve kamuyu bilgilendirme endeksi için olasılık(t-istatistik) değeri $p=0.040<0.05$ olduğundan, finansal şeffaflık ve kamuyu bilgilendirme endeksinin piyasa değeri defter değeri oranı üzerinde etkisi olmadığını iddia eden H_0 hipotezi reddedilmiştir. Finansal şeffaflık ve kamuyu bilgilendirme endeksi ile piyasa değeri defter değeri oranı arasında ilişki vardır ve bu ilişki test istatistiği katsayısı negatif işaretli olduğu için negatif yönlüdür. Finansal şeffaflık ve kamuyu bilgilendirme endeksinde yaşanan %1'lik değişim, finansal kaldıraç ve firma büyüklüğünde değişim olmadığı varsayımı altında piyasa değeri defter değeri oranı üzerinde % 4.82'lik bir değişime yol açtığı sonucuna ulaşılmaktadır.

Kurumsal şeffaflığın firma değeri temsilcilerinden olan piyasa değeri defter değeri oranı üzerindeki etkisini incelemek amacıyla ikinci olarak şeffaflık alt endeksi olan yönetim kurulu ile yönetimin yapısı ve işleyişi endeks skorları, firma büyüklüğü ve finansal kaldıraç ile piyasa değeri defter değeri oranı arasındaki ilişkinin varlığının araştırılması için panel veri regresyon analizi yürütülmüştür. Panel veri analizinde Breusch-Pagan Lagrange Çarpımı Testi ve Hausman testi sonucunda sabit etkiler modeli kullanılmıştır. panel veri regresyon denklemi aşağıdaki gibidir.

$$pddd = \beta_0 + \beta_1 ykyy_{it} + \beta_2 fb_{it} + \beta_3 finkald_{it} + \varepsilon_{it}$$

2000 yılı ile 2012 yılları itibariyle firmaların Piyasa değeri defter değeri oranları bağımlı değişken, yönetim kurulu ile yönetimin yapısı ve işleyişi endeks skorları bağımsız değişken ve firma büyüklüğü ile finansal kaldıraç oranları kontrol değişkenleri olarak modele dahil edilmişlerdir. Analizlere ait istatistik sonuçları aşağıda özetlenmektedir.

Tablo 20: Piyasa Değeri Defter Değeri Oranı ve YKYYS Panel Veri Sabit Etkiler Modeli Test İstatistikleri Sonuçları

			Olasılık > F	=	0.0000			
corr(u_i, Xb)			=	-0.6296	Düz R-Kare	=	0.4977	
		Dirençli						
pddd		Katsayı	Std. Hata	t	P> t			
ykyy		-3.19681	1.98701	-1.61	0.119			
fb		-.02636	.00597	-4.41	0.000			
kald		2.02311	1.59860	1.27	0.216			
Sabit		7.73291	.85339	9.06	0.000			
sigma_u		3.1284257	sigma_e		2.6055333	rho		.59044011

Panel veri test analizi sonuçlarına göre; olasılık(F-istatistik) değeri $p=0.0000 < 0.05$ olduğundan tahmin edilen denklemin % 5 anlamlılık düzeyinde istatistiki açıdan anlamlı olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Yönetim kurulu ile yönetimin yapısı ve işleyişi, firma büyüklüğü ve finansal kaldıraçın piyasa değeri defter değeri oranı üzerinde etkisinin olmadığını iddia eden H_0 hipotezi reddedilmiştir. Modelin açıklayıcılığı düzeltilmiş $R^2 = 0,4977$ olarak elde edilmiştir. Piyasa değeri defter değeri oranındaki

değişimin % 49.77 'sini modeldeki değişkenler açıklayabilmektedir. Birim etki ile bağımsız değişkenler arasındaki korelasyon katsayısı -0.6296 olarak hesaplanmıştır. Ayrıca $\sigma_u \cong 3.12$, $\sigma_u \cong 2.60$ olmak üzere, toplam varyans içerisindeki birim etkinin varyans oranını veren $\rho = 0.59$ olarak elde edilmiştir.

Yönetim kurulu ile yönetimin yapısı ve işleyişi endeks skorları, firma büyüklüğü ve finansal kaldıraçın piyasa değeri defter değeri oranı üzerindeki etkisini gösteren kısmi regresyon test sonuçlarına göre; olasılık(t-istatistik) değeri finansal kaldıraç oranı için $p=0.216>0.05$ olması nedeniyle finansal kaldıraç oranının piyasa değeri defter değeri oranı üzerinde etkisinin olmadığını iddia eden H_0 hipotezi reddedilememiştir. Test istatistikleri sonuçlarına göre, finansal kaldıraç ile piyasa değeri defter değeri oranı arasındaki ilişki anlamlı değildir. Yönetim kurulu ile yönetimin yapısı ve işleyişi endeksi için panel veri test istatistikleri sonuçları olasılık(t-istatistik) değeri $p=0.119>0.05$ olduğundan, Yönetim kurulu ile yönetimin yapısı ve işleyişi endeksinin piyasa değeri defter değeri oranı üzerinde etkisi olmadığını iddia eden H_0 hipotezi reddedilememiştir. Test istatistikleri sonuçlarına göre yönetim kurulu ile yönetimin yapısı ve işleyişi ve finansal kaldıraç ile piyasa değeri defter değeri oranı arasındaki ilişki anlamlı değildir. Son olarak firma büyüklüğü için panel veri test istatistikleri sonuçları olasılık(t-istatistik) değeri $p=0.000<0.05$ olduğundan, firma büyüklüğünün piyasa değeri defter değeri oranı üzerinde etkisi olmadığını iddia eden H_0 hipotezi reddedilmiştir. Firma büyüklüğü ile Tobin's Q oranı arasında ilişki vardır ve bu ilişki test istatistiği katsayısı negatif işaretli olduğu için negatif yönlüdür.

Son olarak şirketlerin mülkiyet yapısı ve yatırımcı ilişkileri, finansal şeffaflık ve kamuyu bilgilendirme ve yönetim kurulu ile yönetimin yapısı ve işleyişi toplamından oluşan toplam kurumsal şeffaflık endeks skorları ile firma büyüklükleri ve finansal kaldıraç oranları ile piyasa değeri defter değeri oranları arasındaki ilişkinin varlığının araştırılması için panel veri regresyon analizi yürütülmüştür. Hangi panel veri modelinin kullanılacağını belirlemek için yapılan Breusch-Pagan Lagrange Çarpımı testi ve Hausman test istatistikleri sonucunda sabit etkiler modeli kullanılmasına karar verilmiştir. Kurulan regresyon denklemi aşağıdaki gibidir.

$$pddd_{it} = \beta_0 + \beta_1 tkse_{it} + \beta_2 fb_{it} + \beta_3 finkald_{it} + \varepsilon_{it}$$

2000 yılı ile 2012 yılları itibariyle firmaların piyasa değeri defter değeri oranları bağımlı değişken, toplam kurumsal şeffaflık endeks skorları bağımsız değişken ve firma büyüklüğü ile finansal kaldıraç oranları kontrol değişkenleri olarak kullanılmıştır. Analizlere ait istatistik sonuçları aşağıda özetlenmektedir.

Tablo 21: Piyasa Değeri Defter Değeri Oranı ve TKSE Panel Veri Sabit Etkiler Modeli Test İstatistikleri Sonuçları

			Olasılık > F	=	0.0000			
corr(u_i, Xb)			=	-0.5778	Düz R-Kare	=	0.5088	
		Dirençli						
pddd		Katsayı	Std. Hata	t	P> t			
-----+								
tkse		-3.103334	2.132179	-2.86	0.008			
fb		-.0223903	.0055036	-4.07	0.000			
kald		1.705221	1.484252	1.15	0.260			
Sabit		8.786151	.9354128	9.39	0.000			
-----+								
sigma_u		2.9522376	sigma_e		2.5766976	rho		.56761075

Panel veri analizi sonuçlarına göre; olasılık(F-istatistik) değeri $p=0.0000<0.05$ olduğundan tahmin edilen denklemin % 5 anlamlılık düzeyinde istatistikî açıdan anlamlı olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Toplam kurumsal şeffaflık endeksi, firma büyüklüğü ve finansal kaldıraçın piyasa değeri defter değeri oranı üzerinde etkisinin olmadığını iddia eden H_0 hipotezi reddedilmiştir. Modelin açıklayıcılığı düzeltilmiş $R^2 = 0,5088$ olarak elde edilmiştir. Piyasa değeri defter değeri oranındaki değişimin % 50.88 'ini modeldeki değişkenler açıklayabilmektedir. Birim etki ile bağımsız değişkenler arasındaki korelasyon katsayısı -0.5778 olarak hesaplanmıştır. Ayrıca $\sigma_\mu \cong 2.95$, $\sigma_u \cong 2.57$ olmak üzere, toplam varyans içerisindeki birim etkinin varyans oranını veren $\rho = 0.56$ olarak elde edilmiştir.

Panel veri kısmi regresyon test sonuçlarına göre; olasılık(t-istatistik) değeri finansal kaldıraç oranı için $p=0.260>0.05$ olması nedeniyle finansal kaldıraç oranının piyasa değeri defter değeri oranı üzerinde etkisinin olmadığını iddia eden H_0 hipotezi reddedilememiştir. Test istatistikleri sonuçlarına göre, finansal kaldıraç ile piyasa değeri defter değeri oranı arasındaki ilişki anlamlı değildir. Firma büyüklüğü için panel veri test istatistikleri sonuçları olasılık(t-istatistik) değeri $p=0.000<0.05$

olduğundan, firma büyüklüğünün piyasa değeri defter değeri oranı üzerinde etkisi olmadığını iddia eden H_0 hipotezi reddedilmiştir. Firma büyüklüğü ile piyasa değeri defter değeri oranı arasında ilişki vardır ve bu ilişki test istatistiği katsayısı negatif işaretli olduğu için negatif yönlüdür. Son olarak toplam kurumsal şeffaflık endeksi için olasılık(t-istatistik) değeri $p=0.008<0.05$ olduğundan, toplam kurumsal şeffaflık endeksinin piyasa değeri defter değeri oranı üzerinde etkisi olmadığını iddia eden H_0 hipotezi reddedilmiştir. Toplam kurumsal şeffaflık endeksi ile piyasa değeri defter değeri oranı arasında ilişki vardır ve bu ilişki test istatistiği katsayısı negatif işaretli olduğu için negatif yönlüdür. Toplam kurumsal şeffaflık endeksinde yaşanan %1'lik değişim, finansal kardıraç ve firma büyüklüğünde değişim olmadığı varsayımım altında piyasa değeri defter değeri oranı üzerinde % 3.10'luk bir değişime yol açtığı sonucuna ulaşılmaktadır.

Firmanın özsermayesinin piyasa değerinin, özsermayesinin defter değerine oranı olarak tanımlanan piyasa değeri defter değeri oranı literatür incelemelerinde kurumsal yönetim ve şeffaflık uygulamaları ile firma değeri arasındaki ilişkinin araştırılması için bağımlı değişken olarak kullanılan firma değeri temsilcilerinden bir diğeridir (Patel, Balic ve Bwakira 2002, Patel ve Dallas 2003, Leal ve Carvahal-da-Silva 2005, Garay ve Gonzalez 2008). Bu değişken aynı zamanda bir hisse senedini sürekli tutmanın getirisi olarak değerlendirilmektedir. Bu nedenle çalışmamızda şeffaflık uygulamaları sonucu firma değerinde yaşanan değişimin gözlenmesi için bir diğer bağımlı değişken olarak piyasa değeri defter değeri oranı kullanılmıştır.

Örnekleme dahil edilen 29 BİST 30 firması için uygulama dönemi içinde firmaların mülkiyet yapısı, yatırımcı ilişkileri, finansal şeffaflık, kamuyu bilgilendirme ve yönetim kurulu yapısı ve işleyişi konularında yapılan şeffaflık ve kamuyu bilgilendirme uygulamalarının piyasa değeri defter değeri üzerindeki etkisi incelenmiştir. Elde edilen bulgulara göre, ülkemizde özellikle mülkiyet yapısı, yatırımcı ilişkileri, finansal şeffaflık, kamuyu bilgilendirmeye yönelik şeffaflık uygulamalarının firma değerini azaltıcı etkisinin olduğu dolayısıyla piyasa değeri defter değeri oranı özelinde firma değeri üzerinde negatif bir değişime neden olduğu sonuçlarına ulaşılmıştır. Bu sonuçlara göre şeffaflık uygulamaları arttıkça firma değeri düşmektedir. Bununla birlikte analizde elde edilen bir diğer sonuç ise piyasa değeri defter değeri oranı ile firma büyüklüğü arasında ters yönlü ilişkidir. Firma büyüklüğü arttıkça piyasa değeri

defter değeri oranının düştüğü görülmüştür. Küçük firmaların piyasa değeri defter değeri oranlarının büyük firmalara göre daha yüksek olmasının sebebinin küçük firmaların risklerinin daha fazla olmasından kaynaklı olduğu düşünülmektedir. Son olarak kontrol değişkeni olarak analize dahil edilen finansal kaldıraç ile Piyasa değeri defter değeri oranı arasında ilişki bulunmadığı, finansal kaldıraçta yaşanan değişimin Piyasa değeri defter değeri oranını etkilemediği sonuçları elde edilmiştir.

Firma değeri ile şeffaflık uygulamalarının piyasa değeri defter değeri özelinde firma değeri üzerinde negatif etkisi olduğu yönünde elde edilen sonuçlar, Türkiye’de yapılan çalışmalardan Süer (2011) çalışması ile farklılık göstermektedir. Süer (2011) çalışmasında kurumsal yönetimin piyasa değeri defter değeri oranını üzerinde herhangi bir değişime neden olmadığı sonuçlarına ulaşmıştır. Bu farklılığın Süer (2011) tarafından kullanılan kurumsal yönetim endeksinin farklı olması, örneklem büyüklüğü ve örneklem döneminden kaynaklandığı düşünülmektedir.

Kurumsal yönetim ve şeffaflık ile firma değeri temsilcisi piyasa değeri defter değeri oranı için uluslararası çalışmalarda elde edilen sonuçlar çok farklı sonuçlar vermektedir. Bazı ülkelerde pozitif ilişki elde edilirken, bazı ülkelerde negatif, bazı ülkelerde ise herhangi bir ilişki bulunmadığı sonuçlarının elde edildiği görülmüştür. Gelişmiş olan piyasalarda yapılan çalışmalardan, ABD piyasaları için Patel ve Dallas (2003) kurumsal yönetimin piyasa değeri defter değeri özelinde firma değerini artırdığını, Japon piyasaları için Hiroyuki ve Pascal (2008) ise herhangi bir değişime neden olmadığını ileri sürmüşlerdir. Gelişmekte olan piyasalarda yapılan çalışmalardan Patel, Balic ve Bwakira (2002) piyasa defter değeri oranı ile şeffaflık ve kamuya bilgilendirme endeksi arasında yapılan korelasyon analizinde Asya piyasaları için istatistiksel olarak pozitif anlamlı ilişkiler elde etmiş, Brezilya, Polonya ve Kuzey Afrika için istatistiksel olarak negatif anlamlı ilişkiler elde etmişlerdir. Kore piyasaları için Black, Jang ve Kim (2012), pozitif ilişki elde ederken yine Brezilya piyasaları için Leal ve Carvahal-da-Silva (2005) ise kurumsal yönetim ile piyasa değeri defter değeri oranı arasında herhangi bir ilişki olmadığını ileri sürmüşlerdir.

Yapılan bu tez çalışmasında şeffaflık uygulamaları ve piyasa değeri defter değeri oranı arasındaki ilişkiye yönelik elde edilen sonuçlar gelişmekte olan piyasalarda yapılan bazı çalışmalar ile tutarlılıklar göstermektedir. Ancak şeffaflık endeksleri ve

piyasa değeri defter değeri oranı arasında elde edilen negatif yönlü ilişkiler ile firma büyüklüğü ile şeffaflık endeksleri arasındaki yüksek ve pozitif yönlü ilişkiler birlikte incelendiğinde firma değerinde yaşanan bu düşüşün şeffaflık uygulamalarından kaynaklı olmadığı, firma büyüklüğünden kaynaklı olduğu düşünülmektedir. Elde edilen bulgulara göre firma büyüklüğü arttıkça ülkemizde şeffaflık uygulamalarının arttığı ve yine firma büyüklüğü arttıkça piyasa değeri defter değeri oranının istatistiksel olarak güçlü bir şekilde düştüğü ve bu ilişki nedeniyle şeffaflık endeksi arttıkça piyasa değeri defter değeri oranının düştüğü şeklinde değerlendirilmektedir.

Teoriye göre kurumsal yönetim ve şeffaflık uygulamaları ile firma değeri arasında pozitif bir ilişki olduğu savunulsa da literatürde çelişkili sonuçların elde edildiği çalışmalar bulunmaktadır. Bu çalışmada piyasa defter değerine ilişkin elde edilen sonuçlar genel teoriye aykırı sonuçlar verse de, firma büyüklüğü etkisinin kurumsal yönetim ve şeffaflık uygulamalarının varlığını etkilediği düşünülmektedir.

4.5.3.3 Fiyat Kazanç Oranı ile Toplam Kurumsal Şeffaflık Endeksi ve Alt Endekslerin İlişkisinin Analizi

Şirketlerin şeffaflık dereceleri ile fiyat kazanç oranları arasındaki ilişkinin incelenmesi için kurulan ilk model; şirketlerin mülkiyet yapısı ve yatırımcı ilişkileri endeks skorları, firma büyüklüğü ve finansal kaldıraçları ile fiyat kazanç oranları arasında bir ilişkinin olup olmadığının araştırılması için panel veri analizinin uygulanmasıdır. Panel veri analizinde hangi modelin kullanılacağına dair yürütülen Breusch-Pagan Lagrange Çarpımı Testi ve Hausman testi sonucunda rassal etkiler modeli kullanılmıştır. Kurulan panel veri regresyon denklemi aşağıdaki gibidir.

$$fk_{it} = \beta_0 + \beta_1 myyi_{it} + \beta_2 fb_{it} + \beta_3 finkald_{it} + \varepsilon_{it}$$

2000 yılı ile 2012 yılları itibarıyla firmaların fiyat kazanç oranları bağımlı değişken, mülkiyet yapısı ve yatırımcı ilişkileri endeks skorları bağımsız değişken ve firmaların net satışlarının logaritması ve firmaların toplam borçlarının aktive oranı olan finansal kaldıraç oranları kontrol değişkenleri olarak kullanılmıştır. Bu analizlere ait istatistik sonuçları aşağıda özetlenmektedir.

Tablo 22: Fiyat Kazanç Oranı ve MYYİ Rassal Etkiler Modeli Panel Veri Test İstatistikleri Sonuçları

			Olasılık > F	=	0.0873
corr(u_i, Xb) = -0.3279			Düz R-Kare	=	0.0933
		Dirençli			
fk		Katsayı	Std. Hata	t	P> t
myyi		-34.35989	24.26091	-1.42	0.157
fb		-.00950	.0309611	-0.31	0.759
kald		-17.56267	10.36187	-1.69	0.090
Sabit		40.70268	12.21804	3.33	0.001
sigma_u		14.082035	sigma_e		45.480435
			rho		.0874828

Panel veri analizi sonuçlarına göre; mülkiyet yapısı ve yatırımcı ilişkileri endeksi, firma büyüklüğü ve finansal kaldıraçın fiyat kazanç oranı üzerinde etkisinin olmadığını iddia eden H_0 hipotezi reddedilememiştir. Olasılık(F-istatistik) değeri panel veri modeli için $p=0.0873>0.05$ olduğundan tahmin edilen denklemin % 5 anlamlılık düzeyinde istatistikî açıdan anlamlı olmadığı sonucuna ulaşılmıştır. Modelin anlamlılığının olmaması nedeniyle panel veri kısmi regresyonlarının yorumlanmasına gerek duyulmamıştır.

Şirketlerin kurumsal şeffaflıkları ile fiyat kazanç oranları ile arasındaki ilişkinin tespiti amacıyla kurulan ikinci model olarak; şeffaflık alt endeksi olan finansal şeffaflık ve kamuyu bilgilendirme endeks skorları, firma büyüklüğü ve finansal kaldıraç ile fiyat kazanç oranı arasında bir ilişkinin olup olmadığının araştırılması için panel veri regresyon analizi yürütülmüştür. Panel veri analizinde Breusch-Pagan Lagrange Çarpımı Testi ve Hausman testi sonucunda rassal etkiler modeli kullanılmıştır. Kurulan panel veri regresyon denklemi aşağıdaki gibidir.

$$fk_{it} = \beta_0 + \beta_1 fskb_{it} + \beta_2 fb_{it} + \beta_3 finkald_{it} + \varepsilon_{it}$$

2000 yılı ile 2012 yılları itibariyle firmaların fiyat kazanç oranları bağımlı değişken, finansal şeffaflık ve kamuyu bilgilendirme endeks skorları bağımsız değişken ve firma büyüklüğü ve finansal kaldıraç oranları kontrol değişkenleri olarak modele dahil edilmişlerdir. Bu analizlere ait istatistik sonuçları aşağıda özetlenmektedir.

Tablo 24: Fiyat Kazanç Oranı ve YKYYS Panel Veri Rassal Etkiler Modeli Test İstatistikleri Sonuçları

			Olasılık > F	=	0.1555
corr(u_i, Xb) = -0.1716			Düz R-Kare	=	0.0873
		Dirençli			
fk		Katsayı	Std. Hata	t	P> t
ykyys		-8.32088	24.95968	-0.33	0.739
fb		-.0446923	.0292972	-1.53	0.127
kald		-14.52526	10.05596	-1.44	0.149
Sabit		33.51648	11.36417	2.95	0.003
sigma_u		13.898779	sigma_e		45.552021
			rho		.08516852

Panel veri analizi sonuçlarına göre; yönetim kurulu ile yönetimin yapısı ve işleyişi, firma büyüklüğü ve finansal kaldıraçın fiyat kazanç oranı üzerinde etkisinin olmadığını iddia eden H_0 hipotezi reddedilememiştir. Olasılık(F-istatistik) değeri panel veri modeli için $p=0.1555>0.05$ olduğundan tahmin edilen denklemin % 5 anlamlılık düzeyinde istatistikî açıdan anlamlı olmadığı sonucuna ulaşılmıştır. Modelin anlamlılığının olmaması nedeniyle panel veri kısmi regresyon sonuçlarının yorumlanmasına gerek duyulmamıştır.

Kurumsal şeffaflığın firma değeri temsilcilerinden olan fiyat kazanç oranı üzerindeki etkisini incelemek amacıyla son olarak şirketlerin mülkiyet yapısı ve yatırımcı ilişkileri endeksi, finansal şeffaflık ve kamuyu bilgilendirme endeksi ve yönetim kurulu ile yönetimin yapısı ve işleyişi endeksi toplamından oluşan toplam kurumsal şeffaflık endeks skorları, firma büyüklüğü ve finansal kaldıraç ile fiyat kazanç oranı arasında bir ilişkinin olup olmadığının araştırılması için panel veri regresyon analizi yürütülmüştür. Panel veri analizinde Breusch-Pagan Lagrange Çarpanı Testi ve Hausman testi sonucunda rassal etkilere model kullanılmıştır. Kurulan panel veri regresyon denklemi aşağıdaki gibidir.

$$fk_{it} = \beta_0 + \beta_1 tkse_{it} + \beta_2 fb_{it} + \beta_3 finkald_{it} + \varepsilon_{it}$$

2000 yılı ile 2012 yılları itibariyle firmaların fiyat kazanç oranları bağımlı değişken, toplam kurumsal şeffaflık endeks skorları bağımsız değişken ve firma büyüklüğü ve finansal kaldıraç oranları kontrol değişkenleri olarak modele dahil edilmişlerdir. Bu analizlere ait istatistik sonuçları aşağıda özetlenmektedir.

Tablo 25: Fiyat Kazanç Oranı ve MYYİ Panel Veri Rassal Etkiler Modeli Test İstatistikleri Sonuçları

$corr(u_i, Xb) = -0.1931$		Olasılık > F = 0.1139		Düz R-Kare = 0.0939	
		Dirençli			
fk	Katsayı	Std. Hata	t	P> t	
tkse	-61.87796	34.81686	-1.78	0.086	
fb	13.49601	10.43857	1.29	0.207	
kald	-17.14399	14.70416	-1.17	0.253	
Sabit	-70.69038	85.78795	-0.82	0.417	
sigma_u	14.479733	sigma_e	45.464609	rho	.09209087

Panel veri analizi sonuçlarına göre; toplam kurumsal şeffaflık endeksi, firma büyüklüğü ve finansal kaldıraçın fiyat kazanç oranı üzerinde etkisinin olmadığını iddia eden H_0 hipotezi reddedilememiştir. Olasılık(F-istatistik) değeri panel veri modeli için $p=0.1426>0.05$ olduğundan tahmin edilen denklemin % 5 anlamlılık düzeyinde istatistikî açıdan anlamlı olmadığı sonucuna ulaşılmıştır. Modelin anlamlılığının olmaması nedeniyle panel veri kısmi regresyon sonuçlarının yorumlanmasına gerek duyulmamıştır. Yapılan analizler sonucunda kurumsal şeffaflık endeksi ve bu endeksi oluşturan alt endekslerin firma değeri temsilcilerinden olan fiyat kazanç oranı üzerinde herhangi bir etkisinin olmadığı sonucuna ulaşılmıştır.

Daha önceki bölümlerde de değinildiği üzere teoriye göre kurumsal yönetim ve şeffaflık uygulamalarının asimetrik bilgiyi düşürerek firmalar için risk oranını ve sermaye maliyetini azaltmak suretiyle firma değerini yükselttiği ileri sürülmektedir.

Firmanın hisse senedinin piyasada oluşan fiyatının o firmanın bir dönem içinde elde ettiği hisse başı net kazanç bölünmesi olarak tanımlanan fiyat kazanç oranı literatür incelemelerinde, kurumsal yönetim ve şeffaflık uygulamaları ile firma değeri

arasındaki ilişkinin araştırılması için bağımlı değişken olarak kullanılan firma değeri temsilcilerinden bir tanesidir (Regalli ve Soana 2012, Özbay 2009). Bu değişken yatırımcılara hem piyasanın genel seyri hem de ilgili firmanın performansı hakkında bir yol gösterici olması nedeniyle şirketin finansal piyasalardaki performansının ölçümü için bir gösterge olarak da kullanılmaktadır. Bu nedenle çalışmamızda şeffaflık uygulamaları sonucu firma değerinde yaşanan değişimin gözlenmesi için kullanılan değişkenlerden biri de fiyat kazanç oranıdır.

Örnekleme dahil edilen 29 BİST 30 firması için uygulama dönemi içinde firmaların mülkiyet yapısı, yatırımcı ilişkileri, finansal şeffaflık, kamuyu bilgilendirme ve yönetim kurulu yapısı ve işleyişi konularında yapılan şeffaflık ve kamuyu bilgilendirme uygulamalarının firma değeri üzerindeki etkisi incelenmiştir. Elde edilen bulgulara göre, ülkemizde kurumsal yönetim ve şeffaflık uygulamalarının finansal performansı artırıcı veya azaltıcı etkisinin olmadığı dolayısıyla fiyat kazanç oranı özelinde firma değeri üzerinde herhangi bir değişime neden olmadığı, sonuçlarına ulaşılmıştır. Bu nedenle şeffaflık uygulamalarının şirketin finansal piyasalardaki performansını etkilemediği dolayısıyla firma değerine olumlu veya olumsuz yönde bir katkı sağlamadığı şeklinde yorumlanmaktadır. Elde edilen bulgular nedeniyle ülkemiz piyasası için yatırımcıların yatırım kararları verirken şeffaflık dışında birçok faktörü göz önüne alarak kararlar verdiği ve firma değerinin şeffaflık uygulamaları dışında çoğunlukla başka (firmanın finansal ve ekonomik durumu, sektör ve ülke faktörü vb.) faktörler tarafından belirlendiği düşünülmektedir.

Firma değeri ile şeffaflık uygulamalarının fiyat kazanç oranı özelinde firma değeri üzerinde etkisi olmadığı yönünde elde edilen sonuçlar, Türkiye’de yapılan çalışmalardan Akdoğan (2009) ile tutarlılık göstermekte ancak Özbay (2009) ile farklılıklar göstermektedir. Bu farklılığın kullanılan örneklem büyüklüğü ve örneklem dönemi ile birlikte kullanılan yöntemden kaynaklandığı düşünülmektedir. Kurumsal yönetim ve şeffaflık ile firma değeri temsilcisi fiyat kazanç oranı için uluslararası piyasalarda yapılan çok fazla çalışma bulunmamaktadır. Gelişmiş olan piyasalarda yapılan çalışmalardan, İtalya piyasaları için Regalli ve Soana (2012) pozitif ve anlamlı ilişki ortaya koymuşlardır.

Literatürde kurumsal yönetim ve şeffaflık uygulamaları ile firma değeri arasında pozitif bir ilişki bulunduğu ileri sürülmesine rağmen bu çalışmada fiyat kazanç oranına ilişkin elde edilen bulgular şeffaflık uygulamalarının artmasıyla hisse başına elde edilen kazançta herhangi bir değişimin yaşanmadığı ve bu şekilde firma değerini etkilemediğini göstermektedir.

Sonuç olarak analiz kapsamında elde sonuçlara göre; kurumsal şeffaflığın teoriye aykırı olarak Türkiye piyasaları için çalışma döneminde fiyat kazanç oranı temel alındığında firma değerini etkileme gücünün olmadığı düşünülmektedir.

4.5.3.4 Fiyat Nakit Akımı Oranı ile Toplam Kurumsal Şeffaflık Endeksi ve Alt Endekslerin İlişkisinin Analizi

Kurumsal şeffaflığın firma değeri temsilcilerinden olan fiyat nakit akımı oranı üzerindeki etkisini incelemek amacıyla ilk olarak şeffaflık alt endeksi olan mülkiyet yapısı ve yatırımcı ilişkileri endeks skorları, firma büyüklüğü ve finansal kaldıraç ile fiyat nakit akımı oranı arasında bir ilişkinin olup olmadığının araştırılması için panel veri regresyon analizi yürütülmüştür. Panel veri analizinde Breusch-Pagan Lagrange Çarpımı Testi ve Hausman testi sonucunda Sabit Etkiler Modeli kullanılmıştır. Panel veri regresyon denklemi aşağıdaki gibidir.

$$fna_{it} = \beta_0 + \beta_1 fskb_{it} + \beta_2 fb_{it} + \beta_3 finkald_{it} + \varepsilon_{it}$$

2000 yılı ile 2012 yılları itibariyle firmaların fiyat kazanç oranları bağımlı değişken, finansal şeffaflık ve kamuyu bilgilendirme endeks skorları bağımsız değişken ve firma büyüklüğü ve finansal kaldıraçları kontrol değişkenleri olarak kullanılmıştır. Bu analizlere ait istatistik sonuçları aşağıda özetlenmektedir.

Tablo 26: Fiyat Nakit Akımı Oranı ve MYYİ Panel Veri Sabit Etkiler Modeli Test İstatistikleri Sonuçları

$corr(u_i, Xb) = -0.4432$		Olasılık > F = 0.0014		Düz R-Kare = 0.1149
		Dirençli		
fna	Katsayı	Std. Hata	t	P> t
myyi	-20.94102	16.17431	-1.29	0.206
fb	-.0800387	.0319662	-2.50	0.018

kald		-9.749907		6.380845		-1.53		0.138
Sabit		42.87603		7.639482		5.61		0.000
-----+-----								
sigma_u		14.573783		sigma_e		37.217219		rho .13295334

Sabit Etkiler Modeli Panel regresyon analizi sonuçlarına göre; olasılık(F-istatistik) değeri modelde $p=0.0014<0.05$ olduğundan tahmin edilen denklemin % 5 anlamlılık düzeyinde istatistikî açıdan anlamlı olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Finansal şeffaflık ve kamuyu bilgilendirme, firma büyüklüğü ve finansal kaldıracın fiyat nakit akımı oranı üzerinde etkisinin olmadığını iddia eden H_0 hipotezi reddedilmiştir. Modelin açıklayıcılığı düzeltilmiş $R^2 = 0,1149$ olarak elde edilmiştir. Piyasa değeri defter değeri oranındaki değişimin % 11.59 'unu modeldeki değişkenler açıklayabilmektedir. Birim etki ile bağımsız değişkenler arasındaki korelasyon katsayısı -0.6390 olarak hesaplanmıştır. Ayrıca $\sigma_\mu \cong 14.57$, $\sigma_u \cong 37.21$ olmak üzere, toplam varyans içerisindeki birim etkinin varyans oranını veren $\rho = 0.13$ olarak elde edilmiştir.

Panel veri analizi kısmi regresyon test sonuçlarına göre; olasılık(t-istatistik) değeri finansal kaldıraç oranı için $p=0.138>0.05$ olması nedeniyle finansal kaldıraç oranının fiyat nakit akımı oranı üzerinde etkisinin olmadığını iddia eden H_0 hipotezi reddedilememiştir. Test istatistikleri sonuçlarına göre, finansal kaldıraç ile fiyat nakit akımı oranı arasındaki ilişki anlamlı değildir. Mülkiyet yapısı ve yatırımcı ilişkileri endeksinin için panel veri test istatistikleri sonuçları olasılık(t-istatistik) değeri $p=0.206>0.05$ olduğundan, mülkiyet yapısı ve yatırımcı ilişkileri endeksinin fiyat nakit akımı oranı üzerinde etkisi olmadığını iddia eden H_0 hipotezi reddedilememiştir. Test istatistikleri sonuçlarına göre Mülkiyet yapısı ve yatırımcı ilişkileri ile fiyat nakit akımı oranı arasındaki ilişki anlamlı değildir. Son olarak firma büyüklüğü için panel veri test istatistikleri sonuçları olasılık(t-istatistik) değeri $p=0.018<0.05$ olduğundan, firma büyüklüğünün ve fiyat nakit akımı oranı üzerinde etkisi olmadığını iddia eden H_0 hipotezi reddedilmiştir. Firma büyüklüğü ile fiyat nakit akımı oranı arasında ilişki vardır ve bu ilişki test istatistiği katsayısı negatif işaretli olduğu için negatif yönlüdür.

Kurumsal şeffaflığın firma değeri üzerindeki etkisini incelemek amacıyla ikinci olarak şeffaflık alt endeksi olan finansal şeffaflık ve kamuyu bilgilendirme endeks skorları, firma büyüklüğü ve finansal kaldıracın fiyat nakit akımı oranı üzerinde bir etkisi olup

olmadığının araştırılması için panel veri regresyon analizi yürütülmüştür. Panel veri analizinde Breusch-Pagan Lagrange Çarpanı Testi ve Hausman testi sonucunda sabit etkiler modeli kullanılmıştır. Panel veri regresyon denklemi aşağıdaki gibidir.

$$fna_{it} = \beta_0 + \beta_1 fskb_{it} + \beta_2 fb_{it} + \beta_3 finkald_{it} + \varepsilon_{it}$$

2000 yılı ile 2012 yılları itibariyle firmaların fiyat kazanç oranları bağımlı değişken, finansal şeffaflık ve kamuyu bilgilendirme endeks skorları bağımsız değişken ve firma büyüklüğü ve finansal kaldıraç oranları kontrol değişkenleri olarak modele dahil edilmişlerdir. Bu analizlere ait istatistik sonuçları aşağıda özetlenmektedir.

Tablo 27: Fiyat Nakit Akımı Oranı ve FSKB Panel Veri Sabit Etkiler Modeli Test İstatistikleri Sonuçları

			Olasılık > F	=	0.0005
corr(u_i, Xb) = -0.4725			Düz R-Kare	=	0.1137
		Dirençli			
fna		Katsayı	Std. Hata	t	P> t
fskb		-12.87993	20.48314	-0.63	0.535
fb		-.0923978	.037242	-2.48	0.019
kald		-9.086088	5.54669	-1.64	0.113
Sabit		42.88965	9.59138	4.47	0.000
sigma_u		14.813376	sigma_e		37.241672
			rho		.13660302

Sabit Etkiler Modeli Panel regresyon analizi sonuçlarına göre; olasılık(F-istatistik) değeri modelde $p=0.0005<0.05$ olduğundan tahmin edilen denklemin % 5 anlamlılık düzeyinde istatistikî açıdan anlamlı olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Finansal şeffaflık ve kamuyu bilgilendirme, firma büyüklüğü ve finansal kaldıraçın fiyat nakit akımı oranı üzerinde etkisinin olmadığını iddia eden H_0 hipotezi reddedilmiştir. Modelin açıklayıcılığı düzeltilmiş $R^2 = 0,1137$ olarak elde edilmiştir. Fiyat nakit akımı oranında değişimin % 11.37 'sini modeldeki değişkenler açıklayabilmektedir. Birim etki ile bağımsız değişkenler arasındaki korelasyon katsayısı -0.4725 olarak hesaplanmıştır. Ayrıca $\sigma_\mu \cong 14.81$, $\sigma_u \cong 37.24$ olmak üzere, toplam varyans içerisindeki birim etkinin varyans oranını veren $\rho = 0.14$ olarak elde edilmiştir.

Panel veri kısmi regresyon test sonuçlarına göre; olasılık(t-istatistik) değeri finansal kaldıraç oranı için $p=0.113>0.05$ olması nedeniyle finansal kaldıraç oranının fiyat nakit akımı oranı üzerinde etkisinin olmadığını iddia eden H_0 hipotezi reddedilememiştir. Test istatistikleri sonuçlarına göre, finansal kaldıraç ile fiyat nakit akımı oranı arasındaki ilişki anlamlı değildir. Finansal şeffaflık ve kamuyu bilgilendirme endeksi için panel veri test istatistikleri sonuçları olasılık(t-istatistik) değeri $p=0.535>0.05$ olduğundan, finansal şeffaflık ve kamuyu bilgilendirme endeksinin fiyat nakit akımı oranı üzerinde etkisi olmadığını iddia eden H_0 hipotezi reddedilememiştir. Test istatistikleri sonuçlarına göre finansal şeffaflık ve kamuyu bilgilendirme ile fiyat nakit akımı oranı arasındaki ilişki anlamlı değildir. Son olarak firma büyüklüğü için panel veri test istatistikleri sonuçları olasılık(t-istatistik) değeri $p=0.019<0.05$ olduğundan, firma büyüklüğü ve fiyat nakit akımı oranı üzerinde etkisi olmadığını iddia eden H_0 hipotezi reddedilmiştir. Firma büyüklüğü ile Piyasa değeri defter değeri oranı arasında ilişki vardır ve bu ilişki test istatistiği katsayısı negatif işaretli olduğu için negatif yönlüdür.

Kurumsal şeffaflığın firma değeri üzerindeki etkisini incelemek amacıyla üçüncü olarak şeffaflık alt endeksi olan yönetim kurulu ile yönetimin yapısı ve işleyişi endeks skorları, firma büyüklüğü ve finansal kaldıraç oranları ile fiyat nakit akımı oranı arasında bir ilişkinin olup olmadığının araştırılması için panel veri regresyon analizi yürütülmüştür. Panel veri analizinde Breusch-Pagan Lagrange Çarpımı Testi ve Hausman testi sonucunda Sabit Etkiler Modeli kullanılmıştır. Panel Veri Regresyon denklemi aşağıdaki gibidir.

$$fna_{it} = \beta_0 + \beta_1 ykyys_{it} + \beta_2 fb_{it} + \beta_3 finkald_{it} + \varepsilon_{it}$$

2000 yılı ile 2012 yılları itibarıyla firmaların fiyat nakit akımı oranları bağımlı değişken, yönetim kurulu ile yönetimin yapısı ve işleyişi endeks skorları bağımsız değişken ve firma büyüklüğü ve finansal kaldıraçları kontrol değişkenleri olarak kullanılmıştır. Bu analizlere ait istatistik sonuçları aşağıdadır.

Tablo 28: Fiyat Nakit Akımı Oranı ve YKYYS Panel Veri Sabit Etkiler Modeli Test İstatistikleri Sonuçları

$corr(u_i, Xb)$	= -0.4533	Olasılık > F	= 0.0012
		Düz R-Kare	= 0.1172

		Dirençli		
fna	Katsayı	Std. Hata	t	P> t
-----+				
ykyys	-28.30504	28.66092	-0.99	0.332
fb	-.0788368	.0399498	-1.97	0.058
kald	-11.01688	5.890637	-1.87	0.072
Sabit	44.11664	8.500217	5.19	0.000
-----+				
sigma_u	14.818422	sigma_e	37.16936	rho .13714271

Sabit etkiler modeli panel regresyon analizi sonuçlarına göre; olasılık(F-istatistik) değeri modelde $p=0.0012<0.05$ olduğundan tahmin edilen denklemin % 5 anlamlılık düzeyinde istatistikî açıdan anlamlı olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Yönetim kurulu ile yönetimin yapısı ve işleyişi, firma büyüklüğü ve finansal kaldıraçın fiyat nakit akımı oranı üzerinde etkisinin olmadığını iddia eden H_0 hipotezi reddedilmiştir. Modelin açıklayıcılığı düzeltilmiş $R^2 = 0,1172$ olarak elde edilmiştir. Fiyat nakit akımı oranında değişimin % 11.73 'sini modeldeki değişkenler açıklayabilmektedir. Birim etki ile bağımsız değişkenler arasındaki korelasyon katsayısı -0.4533 olarak hesaplanmıştır. Ayrıca $\sigma_\mu \cong 14.82$, $\sigma_u \cong 37.16$ olmak üzere, toplam varyans içerisindeki birim etkinin varyans oranını veren $\rho = 0.14$ olarak elde edilmiştir.

Yönetim Kurulu ile yönetimin yapısı ve işleyişi endeks skorları, firma büyüklüğü ve finansal kaldıraçın fiyat nakit akımı oranı üzerindeki etkisini gösteren kısmi regresyon test sonuçlarına göre; olasılık(t-istatistik) değeri finansal kaldıraç oranı için $p=0.072>0.05$, firma büyüklüğü için $p=0.332>0.05$ ve yönetim kurulu ile yönetimin yapısı ve işleyişi endeksi için $p=0.332>0.05$ olduğundan her üç değişken için de firma değeri temsilcilerinden fiyat nakit akımı oranı üzerinde etkisi olmadığını iddia eden H_0 hipotezi reddedilememiştir. Test istatistikleri sonuçlarına göre yönetim kurulu ile yönetimin yapısı ve işleyişi, firma büyüklüğü ve finansal kaldıraç ile fiyat nakit akımı oranı arasındaki ilişki anlamlı değildir.

Son olarak şirketlerin mülkiyet yapısı ve yatırımcı ilişkileri, finansal şeffaflık ve kamuyu bilgilendirme ve yönetim kurulu ile yönetimin yapısı ve işleyişi toplamından oluşan toplam kurumsal şeffaflık endeks skorları ile firma büyüklükleri ve finansal kaldıraçları ile fiyat nakit akımı arasında bir ilişkinin olup olmadığının araştırılması için panel veri regresyon analizi yürütülmüştür. Hangi panel veri modelinin kullanılacağını belirlemek için yapılan Breusch-Pagan Lagrange Çarpanı testi ve

Hausman test istatistikleri sonucunda sabit etkiler modeli kullanılmasına karar verilmiştir. Kurulan regresyon denklemi aşağıdaki gibidir.

$$fna_{it} = \beta_0 + \beta_1 tkse_{it} + \beta_2 fb_{it} + \beta_3 finkald_{it} + \varepsilon_{it}$$

2000 yılı ile 2012 yılları itibariyle firmaların fiyat nakit akımı oranları bağımlı değişken, toplam kurumsal şeffaflık endeks skorları bağımsız değişken ve firma büyüklüğü ile finansal kaldıraç oranları kontrol değişkenleri olarak modele dahil edilmişlerdir. Analizlere ait istatistik sonuçları aşağıda özetlenmektedir.

Tablo 29: Fiyat Nakit akımı Oranı ve TKSE Panel Veri Sabit Etkiler Modeli Test İstatistikleri Sonuçları

			Olasılık > F	=	0.0008
corr(u_i, Xb)			=	-0.4334	
			Düz R-Kare	=	0.1155
		Dirençli			
fna		Katsayı	Std. Hata	t	P> t
tkse		-25.15631	24.47621	-1.03	0.313
fb		-.0781164	.0373911	-2.09	0.046
kald		-10.41961	5.768412	-1.81	0.082
Sabit		45.02855	9.168906	4.91	0.000
sigma_u		14.482573	sigma_e		37.204324
			rho		.13159173

Panel veri test istatistikleri sonuçlarına göre; olasılık(F-istatistik) değeri $p=0.0008<0.05$ olduğundan tahmin edilen denklemin % 5 anlamlılık düzeyinde istatistikî açıdan anlamlı olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Toplam kurumsal şeffaflık endeksi, firma büyüklüğü ve finansal kaldıraç fiyat nakit akımı oranı üzerinde etkisinin olmadığını iddia eden H_0 hipotezi reddedilmiştir. Modelin açıklayıcılığı düzeltilmiş $R^2 = 0,1155$ olarak elde edilmiştir. Fiyat nakit akımı oranındaki değişimin % 11.55 'ini modeldeki değişkenler açıklayabilmektedir. Birim etki ile bağımsız değişkenler arasındaki korelasyon katsayısı -0.4334 olarak hesaplanmıştır. Ayrıca $\sigma_\mu \cong 14.48$, $\sigma_u \cong 37.20$ olmak üzere, toplam varyans içerisindeki birim etkinin varyans oranını veren $\rho = 0.13$ olarak elde edilmiştir.

Panel veri analizi kısmi regresyon test sonuçlarına göre; olasılık(t-istatistik) değeri finansal kaldıraç oranı için $p=0.082>0.05$ olduğundan finansal kaldıraç oranının fiyat

nakit akımı oranı üzerinde etkisinin olmadığını iddia eden H_0 hipotezi reddedilememiştir. Test istatistikleri sonuçlarına göre, finansal kaldıraç ile fiyat nakit akımı oranı arasındaki ilişki anlamlı değildir. Kurumsal şeffaflık endeksi için panel veri test istatistikleri sonuçları olasılık(t-istatistik) değeri $p=0.313>0.05$ olduğundan, toplam kurumsal şeffaflık endeksinin fiyat nakit akımı oranı üzerinde etkisi olmadığını iddia eden H_0 hipotezi reddedilememiştir. Test istatistikleri sonuçlarına göre toplam kurumsal şeffaflık ile fiyat nakit akımı oranı arasındaki ilişki anlamlı değildir. Son olarak firma büyüklüğü için panel veri test istatistikleri sonuçları olasılık(t-istatistik) değeri $p=0.046<0.05$ olduğundan, firma büyüklüğü ve fiyat nakit akımı oranı üzerinde etkisinin olmadığını iddia eden H_0 hipotezi reddedilmiştir. Firma büyüklüğü ile fiyat nakit akımı oranı arasında ilişki vardır ve bu ilişki test istatistiği katsayısı negatif işaretli olduğu için negatif yönlüdür.

Firmanın hisse senedinin piyasada oluşan fiyatının hisse başına düşen nakit akımına bölünmesi olarak tanımlanan fiyat nakit akımı literatür incelemelerinde, kurumsal yönetim ve şeffaflık uygulamaları ile firma değeri arasındaki ilişkinin araştırılması için kullanılan bağımlı değişkenlerden birisidir (Leal ve Carvahal-da-Silva 2005, Özbay 2009).

Fiyat kazanç oranına alternatif geliştirilmiş yöntemlerden olan fiyat nakit akım oranında, firmaların değişik uygulamaları göz önüne alınarak kazanç yerine nakit akımı alınmakta ve finansal piyasalardaki performansın ölçümü için bir gösterge olarak da kullanılmaktadır. Bu nedenle çalışmamızda şeffaflık uygulamaları sonucu firma değerinde yaşanan değişimin gözlenmesi için kullanılan değişkenlerden biri de fiyat nakit akımı oranıdır.

Örnekleme dahil edilen 29 BİST 30 firması için uygulama dönemi içinde firmaların mülkiyet yapısı, yatırımcı ilişkileri, finansal şeffaflık, kamuyu bilgilendirme ve yönetim kurulu yapısı ve işleyişi konularında yapılan şeffaflık ve kamuyu bilgilendirme uygulamalarının firma değeri üzerindeki etkisi incelenmiştir. Elde edilen bulgulara göre, ülkemizde kurumsal yönetim ve şeffaflık uygulamalarının finansal performansı arttırıcı veya azaltıcı hiçbir etkisinin olmadığı dolayısıyla fiyat nakit akımı oranı özelinde firma değeri üzerinde herhangi bir değişime neden olmadığı, sonuçlarına ulaşılmıştır. Bu nedenle şeffaflık uygulamalarının şirketin finansal piyasalardaki

performansını etkilemediği dolayısıyla firma değerine olumlu veya olumsuz yönde bir katkı sağlamadığı şeklinde yorumlanmaktadır. Elde edilen bulgular ülkemiz piyasası için daha öncede belirtildiği üzere yatırımcıların yatırım kararları verirken şeffaflık dışında başka faktörleri göz önüne alarak karar verdiği ve bu nedenle firma değerinin farklı dinamikler tarafından belirlendiği düşünülmektedir.

Bununla birlikte analizde elde edilen bir diğer sonuç ise fiyat nakit akımı oranı ile firma büyüklüğü arasında ters yönlü ilişki bulunduğu firma büyüklüğü arttıkça fiyat nakit akımı oranının düştüğü görülmüştür. Küçük firmaların fiyat nakit akımı oranlarının büyük firmalara göre daha yüksek olmasının sebebinin küçük firmaların risklerinin daha fazla olmasından kaynaklı olduğu düşünülmektedir. Son olarak kontrol değişkeni olarak analize dahil edilen finansal kaldıraç ile fiyat nakit akımı oranı arasında ilişki bulunmadığı, finansal kaldıraçta yaşanan değişimin fiyat nakit akımı oranını etkilemediği sonuçları elde edilmiştir.

Firma değeri ile şeffaflık uygulamalarının fiyat nakit akımı oranı özelinde firma değeri üzerinde etkisi olmadığı yönünde elde edilen sonuçlar, Türkiye’de yapılan çalışmalardan Özbay (2009) ile farklılıklar göstermektedir. Bu farklılığın kullanılan örneklem büyüklüğü ve örneklem dönemi ile birlikte kullanılan yöntemden kaynaklandığı düşünülmektedir.

Kurumsal yönetim ve şeffaflık ile firma değeri temsilcisi fiyat nakit akımı oranı için uluslararası piyasalarda yapılan çok fazla çalışma bulunmamaktadır. Gelişmekte olan piyasalardan Brezilya piyasaları için Leal ve Carvahal-da-Silva (2005) ise kurumsal yönetim ile fiyat nakit akımı oranı arasında herhangi bir ilişki olmadığını ileri sürmüşlerdir.

Yapılan bu tez çalışmasında şeffaflık uygulamaları ve fiyat nakit akımı oranı arasındaki ilişkiye yönelik elde edilen sonuçlar Brezilya piyasaları için Leal ve Carvahal-da-Silva (2005) ile tutarlılıklar göstermektedir. Çalışmamızda elde edilen bulgularda firmaların şeffaflık uygulamaları sonucunda fiyat nakit akımı oranları üzerinde herhangi anlamlı değişimler yaşanmadığı sonucuna ulaşılmıştır.

Sonuç olarak analiz kapsamında elde sonuçlara göre; kurumsal şeffaflığın teoriye aykırı olarak Türkiye piyasaları için çalışma döneminde fiyat nakit akımı oranı temel alındığında firma değerini etkileme gücünün olmadığı düşünülmektedir.

4.5.3.5 Fiyat Satış Oranı ile Toplam Kurumsal Şeffaflık Endeksi ve Alt Endekslerin İlişkisinin Analizi

Şirketlerin kurumsal şeffaflıkları ile firma değeri arasındaki ilişkinin tespiti amacıyla ilk model olarak şeffaflık alt endeksi olan mülkiyet yapısı ve yatırımcı ilişkileri endeks skorları, firma büyüklüğü ve finansal kaldıraç ile fiyat satış oranı arasındaki ilişkinin varlığının araştırılması için panel veri regresyon analizi yürütülmüştür. Panel veri analizinde Breusch-Pagan Lagrange Çarpımı testi ve Hausman testi sonucunda sabit etkiler modeli kullanılmıştır. Panel veri regresyon denklemi aşağıdaki gibidir.

$$fs_{it} = \beta_0 + \beta_1 myyi_{it} + \beta_2 fb_{it} + \beta_3 finkald_{it} + \varepsilon_{it}$$

2000 yılı ile 2012 yılları itibariyle firmaların fiyat satış oranları bağımlı değişken, mülkiyet yapısı ve yatırımcı ilişkileri endeks skorları bağımsız değişken ve firmaların net satışlarının logaritması ve firmaların toplam borçlarının aktive oranı olan finansal kaldıraç oranları kontrol değişkenleri olarak modele dahil edilmiştir. Bu analizlere ait istatistik sonuçları aşağıda özetlenmektedir.

Tablo 30: Fiyat Satış Oranı ve MYYİ Panel Veri Sabit Etkiler Modeli Test İstatistikleri Sonuçları

			Olasılık > F	=	0.2446			
corr(u_i, Xb)			=	-0.5669	Düz R-Kare	=	0.3107	
		Dirençli						
fs		Katsayı	Std. Hata	t	P> t			
myyi		-4.366365	20.23368	-0.22	0.831			
fb		-.0998537	.0626847	-1.59	0.122			
kald		-63.13096	37.29069	-1.69	0.102			
Sabit		56.36916	27.07320	2.08	0.047			
sigma_u		20.145981	sigma_e		27.343205	rho		.3518479

Panel veri analizi sonuçlarına göre; mülkiyet yapısı ve yatırımcı ilişkileri endeksi, firma büyüklüğü ve finansal kaldıraçın fiyat satış oranı üzerinde etkisinin olmadığını iddia eden H_0 hipotezi reddedilememiştir. Olasılık(F-istatistik) değeri panel veri modeli için $p=0.2446>0.05$ olduğundan tahmin edilen denklemin % 5 anlamlılık düzeyinde istatistikî olarak anlamlı olmadığı sonucuna ulaşılmıştır. Test istatistikleri sonuçlarına göre mülkiyet yapısı ve yatırımcı ilişkileri endeksi, firma büyüklüğü ve finansal kaldıraç ile fiyat satış oranı arasındaki ilişki anlamlı değildir. Modelin anlamlılığının olmaması nedeniyle panel veri kısmi regresyonlarının yorumlanmasına gerek duyulmamıştır.

Şirketlerin kurumsal şeffaflıkları ile firma değeri arasındaki ilişkinin tespiti amacıyla ikinci model olarak şeffaflık alt endeksi olan finansal şeffaflık ve kamuyu bilgilendirme endeks skorları, firma büyüklüğü ve finansal kaldıraç ile fiyat satış oranı arasındaki ilişkinin varlığının araştırılması için panel veri regresyon analizi yürütülmüştür. Panel veri analizinde Breusch-Pagan Lagrange Çarpanı testi ve Hausman testi sonucunda sabit etkiler modeli kullanılmıştır. Panel veri regresyon denklemi aşağıdaki gibidir.

$$fs_{it} = \beta_0 + \beta_1 fskb_{it} + \beta_2 fb_{it} + \beta_3 finkald_{it} + \varepsilon_{it}$$

2000 yılı ile 2012 yılları itibariyle firmaların fiyat satış oranları bağımlı değişken, finansal şeffaflık ve kamuyu bilgilendirme endeks skorları bağımsız değişken ve firma büyüklüğü ve finansal kaldıraçları kontrol değişkenleri olarak kullanılmıştır. Bu analizlere ait istatistik sonuçları aşağıda özetlenmektedir.

Tablo 31: Fiyat Satış Oranı ve FSKB Panel Veri Sabit Etkiler Modeli Test İstatistikleri Sonuçları

				Olasılık > F	=	0.2593
corr(u_i, Xb)				=	-0.5838	
				Düz R-Kare	=	0.3108
		Dirençli				
fs		Katsayı	Std. Hata	t	P> t	
fskb		6.58674	20.15872	0.33	0.746	
fb		-.1137612	.0652431	-1.74	0.092	
kald		-61.81325	37.30165	-1.66	0.109	
Sabit		52.63642	27.01082	1.95	0.061	

Panel veri analizi sonuçlarına göre; finansal şeffaflık ve kamuyu bilgilendirme endeksi, firma büyüklüğü ve finansal kaldıraçın fiyat satış oranı üzerinde etkisinin olmadığını iddia eden H_0 hipotezi reddedilememiştir. Olasılık(F-istatistik) değeri panel veri modeli için $p=0.2593>0.05$ olduğundan tahmin edilen denklemin % 5 anlamlılık düzeyinde istatistikî olarak anlamlı olmadığı sonucuna ulaşılmıştır. Test istatistikleri sonuçlarına göre finansal şeffaflık ve kamuyu bilgilendirme endeksi, firma büyüklüğü ve finansal kaldıraç ile fiyat satış oranı arasındaki ilişki anlamlı değildir. Modelin anlamlılığının olmaması nedeniyle panel veri kısmi regresyonlarının yorumlanmasına gerek duyulmamıştır.

Kurumsal şeffaflığın firma değeri temsilcilerinden fiyat satış oranı üzerindeki etkisini incelemek amacıyla üçüncü model olarak; kurumsal şeffaflık endeksinin alt endeksi olan yönetim kurulu ile yönetimin yapısı ve işleyişi endeks skorları, firma büyüklüğü ve finansal kaldıraç ile fiyat satış oranı arasındaki ilişkinin varlığının araştırılması için Panel veri regresyon analizi yürütülmüştür. Panel veri analizinde Breusch-Pagan Lagrange Çarpanı testi ve Hausman testi sonucunda sabit etkiler modeli kullanılmıştır. Panel veri regresyon denklemi aşağıdaki gibidir.

$$fs_{it} = \beta_0 + \beta_1 ykyys_{it} + \beta_2 fb_{it} + \beta_3 finkald_{it} + \varepsilon_{it}$$

2000 yılı ile 2012 yılları itibariyle firmaların fiyat satış oranları bağımlı değişken, yönetim kurulu ile yönetimin yapısı ve işleyişi endeksi bağımsız değişken ve firma büyüklüğü ve finansal kaldıraçları kontrol değişkenleri olarak kullanılmıştır. Bu analizlere ait istatistik sonuçları aşağıda özetlenmektedir.

Tablo 32: Fiyat Satış Oranı ve MKYYS Panel Veri Sabit Etkiler Modeli Test İstatistikleri Sonuçları

		Olasılık > F	=	0.2680
corr(u_i, Xb)		Düz R-Kare	=	0.3107

		Dirençli		
fs	Katsayı	Std. Hata	t	P> t
ykyys	4.741219	23.8041	0.20	0.844
fb	-.1106202	.062702	-1.76	0.089

kald		-62.05318		37.84311		-1.64		0.112		
Sabit		54.21535		27.49509		1.97		0.059		
-----+-----										
sigma_u		20.355363		sigma_e		27.342224		rho		.35659458

Panel veri analizi sonuçlarına göre; yönetim kurulu ile yönetimin yapısı ve işleyişi endeksi, firma büyüklüğü ve finansal kaldıraçın fiyat satış oranı üzerindeki etkisinin olmadığını iddia eden H_0 hipotezi reddedilememiştir. Olasılık(F-istatistik) değeri panel veri modeli için $p=0.680>0.05$ olduğundan tahmin edilen denklemin % 5 anlamlılık düzeyinde istatistikî açıdan anlamlı olmadığı sonucuna ulaşılmıştır. Test istatistikleri sonuçlarına göre yönetim kurulu ile yönetimin yapısı ve işleyişi, firma büyüklüğü ve finansal kaldıraç ile fiyat satış oranı arasındaki ilişki anlamlı değildir. Modelin anlamlılığının olmaması nedeniyle panel veri kısmi regresyonlarının yorumlanmasına gerek duyulmamıştır.

Kurumsal şeffaflığın firma değeri temsilcilerinden olan fiyat satış oranı üzerindeki etkisini incelemek amacıyla son model olarak; şirketlerin mülkiyet yapısı ve yatırımcı ilişkileri endeksi, finansal şeffaflık ve kamuyu bilgilendirme endeksi ve yönetim kurulu ile yönetimin yapısı ve işleyişi endeksi toplamından oluşan toplam kurumsal şeffaflık endeks skorları, firma büyüklüğü ve finansal kaldıraç ile fiyat satış oranı arasındaki ilişkinin varlığının araştırılması için panel veri regresyon analizi yürütülmüştür. Model seçimi için yapılan testler sonrasında sabit etkiler modelinin kullanılması sonucu elde edilmiştir. Panel veri regresyon denklemi aşağıdaki gibidir.

$$fs_{it} = \beta_0 + \beta_1 tkse_{it} + \beta_2 fb_{it} + \beta_3 finkald_{it} + \varepsilon_{it}$$

2000 yılı ile 2012 yılları itibariyle firmaların fiyat satış oranları bağımlı değişken, toplam kurumsal şeffaflık endeks skorları bağımsız değişken ve firma büyüklüğü ve finansal kaldıraçları kontrol değişkenleri olarak kullanılmıştır. Bu analizlere ait istatistik sonuçları aşağıda özetlenmektedir.

Tablo 33: Fiyat Satış Oranı ve TKSE Panel Veri Sabit Etkiler Modeli Test İstatistikleri Sonuçları

corr(u_i, Xb)	=	-0.5777	Olasılık > F	=	0.2555
			Düz R-Kare	=	0.3106

fs	Katsayı	Std. Hata	t	P> t
tkse	2.599666	24.10670	0.11	0.915
fb	-.1088147	.0659253	-1.65	0.110
kald	-62.34389	37.62395	-1.66	0.109
Sabit	54.53279	27.58285	1.98	0.058
sigma_u	20.334027	sigma_e	27.344817	rho .35607001

Panel veri analizi sonuçlarına göre; toplam kurumsal şeffaflık endeksi, firma büyüklüğü ve finansal kaldıraçın fiyat satış oranı üzerinde etkisinin olmadığını iddia eden H_0 hipotezi reddedilememiştir. Olasılık(F-istatistik) değeri panel veri modeli için $p=0.1426>0.05$ olduğundan tahmin edilen denklemin % 5 anlamlılık düzeyinde istatistikî açıdan anlamlı olmadığı sonucuna ulaşılmıştır. Test istatistikleri sonuçlarına göre toplam kurumsal şeffaflık endeksi, firma büyüklüğü ve finansal kaldıraç ile fiyat satış oranı arasındaki ilişki anlamlı değildir. Modelin anlamlılığının olmaması nedeniyle panel veri kısmi regresyon sonuçlarının yorumlanmasına gerek duyulmamıştır.

Firmanın hisse senedinin piyasada oluşan fiyatının o firmanın bir dönem içinde elde satış gelirine bölünmesi olarak tanımlanan fiyat satış oranı Tudor (2013), Leal ve Carvahal-da-Silva (2005), Black, Jang ve Kim (2012) gibi araştırmacıların yapmış oldukları çalışmalarda kurumsal yönetim ve şeffaflık ile firma değeri ilişkisinde bağımlı değişken olarak kullandıkları değişkenlerden bir tanesidir. Firmaların birbirine göre farklı muhasebe uygulamaları nedeniyle ortaya çıkabilecek farklılıkların da ortadan kaldırıldığı bu yöntem şirketin finansal piyasalardaki performansının ölçümü için bir gösterge olarak da kullanılmaktadır. Bu nedenle çalışmamızda şeffaflık uygulamaları sonucu firma değerinde yaşanan değişimin gözlenmesi için kullanılan değişkenlerden biri de fiyat satış oranıdır.

Örnekleme dahil edilen 29 BİST 30 firması için uygulama dönemi içinde firmaların mülkiyet yapısı, yatırımcı ilişkileri, finansal şeffaflık, kamuyu bilgilendirme ve yönetim kurulu yapısı ve işleyişi konularında yapılan şeffaflık ve kamuyu bilgilendirme uygulamalarının firma değeri üzerindeki etkisi incelenmiştir. Elde edilen bulgulara göre, ülkemizde kurumsal yönetim ve şeffaflık uygulamalarının finansal performansı arttırıcı veya azaltıcı hiçbir etkisinin olmadığı dolayısıyla fiyat satış oranı özelinde

firma değeri üzerinde herhangi bir değişime neden olmadığı, sonuçlarına ulaşılmıştır. Bu nedenle şeffaflık uygulamalarının şirketin finansal piyasalardaki performansını etkilemediği dolayısıyla firma değerine olumlu veya olumsuz yönde bir katkı sağlamadığı şeklinde yorumlanmaktadır. Daha öncede belirtildiği üzere elde edilen bulgular ülkemiz piyasası için yatırımcıların yatırım kararları verirken şeffaflık dışında farklı faktörleri göz önüne alarak kararlar verdiği ve firma değerinin şeffaflık uygulamaları dışında çoğunlukla başka (firmanın finansal ve ekonomik durumu, sektör ve ülke faktörü vb.) faktörler tarafından belirlendiği düşünülmektedir.

Firma değeri ile şeffaflık uygulamalarının fiyat satış oranı özelinde firma değeri üzerinde etkisi olmadığı yönünde elde edilen sonuçlar, Türkiye’de yapılan çalışmalardan Özbay (2009) ile farklılıklar göstermektedir. Bu farklılığın kullanılan örneklem büyüklüğü ve örneklem dönemi ile birlikte kullanılan yöntemden kaynaklandığı düşünülmektedir.

Kurumsal yönetim ve şeffaflık ile firma değeri temsilcisi fiyat satış oranı için uluslararası piyasalarda yapılan çok fazla çalışma bulunmamaktadır. Gelişmiş olan piyasalarda yapılan çalışmalardan, ABD piyasaları için Brown ve Caylor (2004) ise kurumsal şeffaflık arttıkça satışların arttığını belirtmekte, gelişmekte olan piyasalardan Kore piyasaları için Black, Jang ve Kim (2012) fiyat satış oranı ile kurumsal yönetim endeksi arasında pozitif ilişki olduğunu, Brezilya piyasaları için Leal ve Carvahal-da-Silva (2005) ise kurumsal yönetim ile fiyat satış oranı arasında herhangi bir ilişki olmadığını ileri sürmüşlerdir.

Yapılan bu tez çalışmasında şeffaflık uygulamaları ve fiyat satış oranı arasındaki ilişkiye yönelik elde edilen sonuçlar Brezilya piyasaları için Leal ve Carvahal-da-Silva (2005) ile tutarlılıklar göstermektedir. Çalışmamızda elde edilen bulgular sonucunda firmaların şeffaflık uygulamaları sonucunda fiyat satış oranları üzerinde herhangi anlamlı değişimler yaşanmadığı sonucuna ulaşılmıştır.

Teoriye göre kurumsal yönetim ve şeffaflık uygulamaları ile firma değeri arasında pozitif bir ilişki olduğu savunulsa da literatürde çelişkili sonuçların elde edildiği çalışmalar bulunmaktadır. Bu çalışmada fiyat satış oranına ilişkin elde edilen

bulgular şeffaflık uygulamalarının artmasıyla hisse başına düşen satışların artmadığını ve firma değerini etkilemediğini göstermektedir.

Sonuç olarak analiz kapsamında elde sonuçlara göre; kurumsal şeffaflığın teoriye aykırı olarak Türkiye piyasaları için çalışma döneminde fiyat satış oranı temel alındığında firma değerini etkileme gücünün olmadığı düşünülmektedir.

4.5.3.6 Hisse Senedi Normalüstü Getirileri ile Toplam Kurumsal Şeffaflık Endeksi ve Alt Endekslerin İlişkilerinin Analizi

Şirketlerin kurumsal şeffaflıkları ile hisse senedi getirileri arasındaki ilişkinin tespiti amacıyla ilk model olarak; kurumsal şeffaflık endeksinin alt endeksi olan mülkiyet yapısı ve yatırımcı ilişkileri endeksi, firma büyüklüğü ve finansal kaldıraç ile hisse senetlerinin normalüstü getirileri arasında bir ilişkinin olup olmadığının araştırılması için panel veri regresyon analizi yürütülmüştür. Panel veri analizinde Breusch-Pagan Lagrange Çarpanı testi ve Hausman testi sonucunda klasik model kullanılmıştır. Panel veri regresyon denklemi aşağıdaki gibidir.

$$r_{it} = \beta_0 + \beta_1 myyi_{it} + \beta_2 fb_{it} + \beta_3 finkald_{it} + \varepsilon_{it}$$

2000 yılı ile 2012 yılları itibariyle şirketlerin hisse senedi getirileri bağımlı değişken, mülkiyet yapısı ve yatırımcı ilişkileri endeks skorları bağımsız değişken ve firmaların net satışlarının logaritması ve firmaların toplam borçlarının aktive oranı olan finansal kaldıraçları kontrol değişkenleri olarak modele dahil edilmiştir. Bu analizlere ait istatistik sonuçları aşağıda özetlenmektedir.

Tablo 34: Hisse Senedi Getirileri ve MYYİ Panel Veri Klasik Model Test İstatistikleri Sonuçları

Olasılık > F = 0.6223				
R-Kare = 0.0006				
		Dirençli		
ri	Katsayı	Std. Hata	t	P> t
myyi	.003549	.0138499	0.26	0.800
fb	-.0000304	.0000331	-0.92	0.366
kald	.0032582	.010498	0.31	0.759

Panel veri analizi sonuçlarına göre; mülkiyet yapısı ve yatırımcı ilişkileri endeksi, firma büyüklüğü ve finansal kaldıraçın hisse senetlerinin normalüstü getirileri üzerinde etkisinin olmadığını iddia eden H_0 hipotezi reddedilememiştir. Olasılık(F-istatistik) değeri panel veri modeli için $p=0.6223>0.05$ olduğundan tahmin edilen denklemin % 5 anlamlılık düzeyinde istatistikî açıdan anlamlı olmadığı sonucuna ulaşılmıştır. Test istatistikleri sonuçlarına göre mülkiyet yapısı ve yatırımcı ilişkileri endeksi, firma büyüklüğü ve finansal kaldıraç ile hisse senedi getirileri arasındaki ilişki anlamlı değildir. Modelin anlamlılığının olmaması nedeniyle panel veri kısmi regresyonlarının yorumlanmasına gerek duyulmamıştır.

Şirketlerin kurumsal şeffaflıkları ile hisse senedi getirileri üzerindeki etkisinin tespiti amacıyla ikinci model olarak; kurumsal şeffaflık endeksinin alt endeksi olan finansal şeffaflık ve kamuyu bilgilendirme endeksi, firma büyüklüğü ve finansal kaldıraç ile hisse senedi getirileri arasında bir ilişkinin olup olmadığının araştırılması için panel veri regresyon analizi yürütülmüştür. Model seçimi için yapılan testler sonrasında klasik modelin kullanılması sonucu elde edilmiştir. Yürütülen panel veri regresyon denklemi aşağıdaki gibidir.

$$r_{it} = \beta_0 + \beta_1 fskb_{it} + \beta_2 fb_{it} + \beta_3 finkald_{it} + \varepsilon_{it}$$

2000 yılı ile 2012 yılları itibariyle firmaların hisse senedi normalüstü getirileri bağımlı değişken, finansal şeffaflık ve kamuyu bilgilendirme endeksi bağımsız değişken ve firma büyüklüğü ve finansal kaldıraçları kontrol değişkenleri olarak kullanılmıştır. Bu analizlere ait istatistik sonuçları aşağıda özetlenmektedir.

Tablo 35 Hisse Senedi Getirileri ve FSKB Panel Veri Klasik Model Test İstatistikleri Sonuçları

Olasılık > F = 0.3674				
R-Kare = 0.0007				
		Dirençli		
ri	Katsayı	Std. Hata	t	P> t
fskb	.0113993	.0116483	0.98	0.336
fb	-.0000342	.0000283	1.21	0.237
kald	.0033647	.0098499	0.34	0.735

Panel veri analizi sonuçlarına göre; finansal şeffaflık ve kamuyu bilgilendirme endeksi, firma büyüklüğü ve finansal kaldıraç hisse senedi getirileri üzerinde etkisinin olmadığını iddia eden H_0 hipotezi reddedilememiştir. Olasılık(F-istatistik) değeri panel veri modeli için $p=0.3674>0.05$ olduğundan tahmin edilen denklemin % 5 anlamlılık düzeyinde istatistikî açıdan anlamlı olmadığı sonucuna ulaşılmıştır. Test istatistikleri sonuçlarına göre finansal şeffaflık ve kamuyu bilgilendirme endeksi, firma büyüklüğü ve finansal kaldıraç ile hisse senedi normalüstü getirileri arasındaki ilişki anlamlı değildir. Modelin anlamlılığının olmaması nedeniyle panel veri kısmi regresyonlarının yorumlanmasına gerek duyulmamıştır.

Şirketlerin kurumsal şeffaflıklarının hisse senedi normalüstü getirileri üzerindeki etkisini incelemek amacıyla üçüncü model olarak; kurumsal şeffaflık endeksinin alt endeksi olan yönetim kurulu ile yönetimin yapısı ve işleyişi endeks skorları, firma büyüklüğü ve finansal kaldıraç ile hisse senedi normalüstü getirileri arasındaki ilişkinin varlığının araştırılması için Panel veri regresyon analizi yürütülmüştür. Model seçimi için yapılan testler sonrasında klasik modelin kullanılması sonucu elde edilmiştir. Yürütülen panel veri regresyon denklemi aşağıdaki gibidir.

$$r_{it} = \beta_0 + \beta_1 ykys_{it} + \beta_2 fb_{it} + \beta_3 finkald_{it} + \varepsilon_{it}$$

2000 yılı ile 2012 yılları itibariyle firmaların hisse senedi normalüstü getirileri bağımlı değişken, yönetim kurulu ile yönetimin yapısı ve işleyişi endeksi bağımsız değişken ve firma büyüklüğü ve finansal kaldıraç oranları kontrol değişkenleri olarak kullanılmıştır. Bu analizlere ait istatistik sonuçları aşağıda özetlenmektedir.

Tablo 36: Hisse Senedi Getirileri ve YKYYS Panel Veri Klasik Model Test İstatistikleri Sonuçları

Olasılık > F = 0.5790				
R-Kare = 0.0007				
		Dirençli		
ri	Katsayı	Std. Hata.	t	P> t
ykys	-.0119462	.0114900	-1.04	0.307
fb	-.0000215	.0000270	-0.79	0.433
kald	.0024583	.0094823	0.26	0.797

Panel veri analizi sonuçlarına göre; yönetim kurulu ile yönetimin yapısı ve işleyişi endeksi, firma büyüklüğü ve finansal kaldıraç hisse senedi normalüstü getirileri üzerinde etkisinin olmadığını iddia eden H_0 hipotezi reddedilememiştir. Olasılık(F-istatistik) değeri panel veri modeli için $p=0.5790>0.05$ olduğundan tahmin edilen denklemin % 5 anlamlılık düzeyinde istatistikî açıdan anlamlı olmadığı sonucuna ulaşılmıştır. Test istatistikleri sonuçlarına göre yönetim kurulu ile yönetimin yapısı ve işleyişi endeksi, firma büyüklüğü ve finansal kaldıraç ile hisse senedi normalüstü getirileri arasındaki ilişki anlamlı değildir. Modelin anlamlılığının olmaması nedeniyle panel veri kısmi regresyonlarının yorumlanmasına gerek duyulmamıştır.

Şirketlerin kurumsal şeffaflıklarının hisse senedi normalüstü getirileri üzerindeki etkisini incelemek amacıyla son model olarak; şirketlerin mülkiyet yapısı ve yatırımcı ilişkileri endeksi, finansal şeffaflık ve kamuyu bilgilendirme endeksi ve yönetim kurulu ile yönetimin yapısı ve işleyişi endeksi toplamından oluşan toplam kurumsal şeffaflık endeks skorları, firma büyüklüğü ve finansal kaldıraç ile hisse senedi normalüstü getirileri arasındaki ilişkinin varlığının araştırılması için panel veri regresyon analizi yürütülmüştür. Panel veri analizinde Breusch-Pagan Lagrange Çarpanı testi ve Hausman testi sonucunda klasik model kullanılmıştır. Panel veri regresyon denklemi aşağıdaki gibidir.

$$r_{it} = \beta_0 + \beta_1 tkse_{it} + \beta_2 fb_{it} + \beta_3 finkald_{it} + \varepsilon_{it}$$

2000 yılı ile 2012 yılları itibariyle firmaların hisse senedi normalüstü getirileri bağımlı değişken, toplam kurumsal şeffaflık endeksi bağımsız değişken, firma büyüklüğü ve finansal kaldıraç oranları kontrol değişkenleri olarak modele dahil edilmişlerdir. Bu analizlere ait istatistik sonuçları aşağıda özetlenmektedir.

Tablo 37: Hisse Senedi Getirileri ve TKSE Panel Veri Klasik Model Test İstatistikleri Sonuçları

					Olasılık > F	=	0.6130
					R-Kare	=	0.0006
		Dirençli					
ri		Katsayı	Std. Hata.	t	P> t		

tkse	-.0163385	.0143723	-1.14	0.265
fb	.0024956	.0064368	0.39	0.701
kald	-.0019546	.0076384	-0.26	0.800
Sabit	-.0113240	.0542266	-0.21	0.836

Panel veri analizi sonuçlarına göre; toplam kurumsal şeffaflık endeksi, firma büyüklüğü ve finansal kaldıraç hisse senedi normalüstü getirileri üzerinde etkisinin olmadığını iddia eden H_0 hipotezi reddedilememiştir. Olasılık(F-istatistik) değeri panel veri modeli için $p=0.6130>0.05$ olduğundan tahmin edilen denklemin % 5 anlamlılık düzeyinde istatistikî açıdan anlamlı olmadığı sonucuna ulaşılmıştır. Test istatistikleri sonuçlarına göre toplam kurumsal şeffaflık endeksi, firma büyüklüğü ve finansal kaldıraç ile hisse senedi normalüstü getirileri arasındaki ilişki anlamlı değildir. Modelin anlamlılığının olmaması nedeniyle panel veri kısmi regresyonlarının yorumlanmasına gerek duyulmamıştır.

Teoriye göre kurumsal yönetim ve şeffaflık uygulamaları asimetrik bilgiyi düşürerek yatırımcı farkındalığını ve firmaya olan güveni arttırmakta, bunun sonucunda firmaların finansal piyasalardaki performansının artırmaktadır.

Firmanın hisse senedi getirisinin piyasa getirisi ile düzeltilmesi olarak tanımlanan normalüstü getiri literatür incelemelerinde, kurumsal yönetim ve şeffaflık uygulamaları ile firma finansal performansı arasındaki ilişkinin araştırılması için kullanılan bağımlı değişkenlerdendir (Churaev (2003), Kanellos ve Karathanassis (2007), Jiamsagul (2007), Bathula (2008), Ertuğrul ve Hedge (2009), Gompers, Ishii, Metrick (2003)). Bu değişken aynı zamanda bir şirketin finansal piyasalardaki performansının ölçümü için bir gösterge olarak da kullanılmaktadır. Bu nedenle çalışmamızda şeffaflık uygulamaları sonucu firmanın finansal performansında yaşanan değişimin gözlenmesi için bağımlı değişken olarak normalüstü getiri kullanılmıştır.

Örnekleme dahil edilen 29 BİST 30 firması için uygulama dönemi içinde firmaların mülkiyet yapısı, yatırımcı ilişkileri, finansal şeffaflık, kamuyu bilgilendirme ve yönetim kurulu yapısı ve işleyişi konularında yapılan şeffaflık ve kamuyu bilgilendirme uygulamalarının firma değeri üzerindeki etkisi incelenmiştir. Elde edilen bulgulara göre, ülkemizde kurumsal yönetim ve şeffaflık uygulamalarının finansal performansı

arttırıcı veya azaltıcı etkisinin olmadığı dolayısıyla normalüstü getirilerde herhangi bir değişime neden olmadığı sonuçlarına ulaşılmıştır. Elde edilen bulgular nedeniyle ülkemiz piyasası için yatırımcıların yatırım kararları verirken şeffaflık dışında birçok faktörü göz önüne alarak kararlar verdiği ve firmaların finansal performanslarının şeffaflık uygulamaları dışında çoğunlukla başka (firmanın finansal ve ekonomik durumu, sektör ve ülke faktörü vb.) faktörler tarafından belirlendiği düşünülmektedir.

Kurumsal yönetim ve şeffaflık ile firma performans göstergesi olarak çalışmaya dahil edilen normalüstü getiri oranı için yurtiçi ve uluslararası çalışmalarda elde edilen sonuçlar çok farklı sonuçlar vermektedir. Bazı ülkelerde pozitif ilişki elde edilirken, bazı ülkelerde negatif, bazı ülkelerde ise herhangi bir ilişki bulunmadığı sonuçlarının elde edildiği görülmüştür. Yapılan bu çalışma Türkiye piyasalarına yönelik olarak yapılan çalışmalardan Churaev (2003), Akdoğan (2009) ile farklılık, Dağlı v.d. (2010) ile benzerlik göstermektedir.

Uluslararası çalışmalar incelendiğinde gelişmekte olan piyasalardan Yunanistan için Kanellos ve Karathanassis (2007) endeks ile normalüstü getiriler arasında negatif ilişkiler bulurken, Tayland piyasaları için Jiamsagul (2007), Yeni Zelanda piyasaları için Bathula (2008), pozitif ilişkiler bulmuşlardır. Gelişmiş piyasalardan ABD’de Ertuğrul ve Hedge (2009) ve Gompers, Ishii, Metrick (2003), Khanna, Palepu, Srinivasan (2004), pozitif ilişki bulunduğu sonucuna ulaşmışlardır. Elde edilen bulgulardaki farklılıkların sebepleri irdelendiğinde çalışma dönemi, veri sayısı ve çalışmada kullanılan ekonometrik modellerin önemli olduğu bununla birlikte kurumsal yönetim ve şeffaflık ölçümü için kullanılan endeksin oluşturulmasındaki farklı metotlarında da önem arz ettiği düşünülmektedir. Tek dönem için yapılan çalışmalarda elde edilen sonuçların tesadüfi olduğu, mevcut değişimlerin sadece şeffaflık ile açıklanamayabileceği ve analizlerin içine diğer tüm faktörlerin eklenmemesi sonucu içselliğin meydana geldiği düşünülmektedir. Bununla birlikte sağlıklı sonuçlar alabilmek için uzun dönemli bir analiz yapılması gerektiği ve içselliğin önüne geçmek için literatürde yoğun olarak etkisi olduğu düşünülen değişkenlerin analize kontrol değişkeni olarak katılması ve bu şekilde değerlendirme yapılması gerektiği değerlendirilmektedir.

Kuramsal olarak kurumsal yönetim ve şeffaflık uygulamaları ile firmaların finansal performansları arasında pozitif bir ilişki olduğu savunulsa da literatürde çelişkili sonuçların elde edildiği çalışmalar bulunmaktadır. Bu çalışmada da elde edilen bulgular şeffaflık uygulamalarının firma finansal performansını etkilediğini destekler nitelikte değildir.

Sonuç olarak analiz kapsamında elde sonuçlara göre; kurumsal şeffaflığın teoriye aykırı olarak Türkiye piyasaları için çalışma döneminde firmanın finansal performansını etkileme gücünün olmadığı düşünülmektedir.

4.5.3.7 Aktif Karlılığı ile Toplam Kurumsal Şeffaflık Endeksi ve Alt Endekslerin İlişkisinin Analizi

Şirketlerin kurumsal şeffaflıkları ile faaliyet performans ölçütlerinden olan aktif karlılık oranları arasındaki ilişkinin tespiti amacıyla ilk model olarak; şeffaflık alt endeksi olan mülkiyet yapısı ve yatırımcı ilişkileri endeksi, firma büyüklüğü ve finansal kaldıraç ile aktif karlılığı arasında bir ilişkinin olup olmadığının araştırılması için panel veri regresyon analizi yürütülmüştür. Panel veri analizinde Breusch-Pagan Lagrange Çarpımı Testi ve Hausman testi sonucunda rassal etkiler modeli kullanılmıştır. Kurulan panel veri regresyon denklemi aşağıdaki gibidir.

$$ak_{it} = \beta_0 + \beta_1 myyi_{it} + \beta_2 fb_{it} + \beta_3 finkald_{it} + \varepsilon_{it}$$

2000 yılı ile 2012 yılları itibariyle firmaların aktif karlılık oranı bağımlı değişken, mülkiyet yapısı ve yatırımcı ilişkileri endeks skorları bağımsız değişken ve firmaların net satışlarının logaritması ve firmaların toplam borçlarının aktive oranı olan finansal kaldıraç oranları kontrol değişkenleri olarak modele dahil edilmişlerdir. Bu analizlere ait istatistik sonuçları aşağıda özetlenmektedir.

Tablo 38: Aktif Karlılığı ve MYYİ Panel Veri Rassal Etkiler Modeli Test İstatistikleri Sonuçları

		Olasılık > F = 0.0132		
corr(u_i, Xb) = -0.2442		Düz R-Kare = 0.3259		
		Dirençli		
ak	Katsayı	Std. Hata	t	P> t
myyi	-.1642936	.0530250	-3.10	0.002

fb	.0002718	.0001093	2.49	0.013
kald	-.0606356	.0521897	-1.16	0.245
Sabit	.1183158	.0358644	3.30	0.001
-----+-----				
sigma_u	.04795862	sigma_e	.06825561	rho .33051817

Rassal etkiler modeli panel regresyon analizi sonuçlarına göre; olasılık(F-istatistik) değeri modelde $p=0.0132<0.05$ olduğundan tahmin edilen denklemin % 5 anlamlılık düzeyinde istatistikî açıdan anlamlı olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Mülkiyet yapısı ve yatırımcı ilişkileri, firma büyüklüğü ve finansal kaldıraçın aktif karlılık oranı üzerinde etkisinin olmadığını iddia eden H_0 hipotezi reddedilmiştir. Modelin açıklayıcılığı düzeltilmiş $R^2 = 0,3259$ olarak elde edilmiştir. Aktif karlılık oranındaki değişimin % 32.59 'unu modeldeki değişkenler açıklayabilmektedir. Birim etki ile bağımsız değişkenler arasındaki korelasyon katsayısı -0.2442 olarak hesaplanmıştır. Ayrıca $\sigma_\mu \cong 0.48$, $\sigma_u \cong 0.68$ olmak üzere, toplam varyans içerisindeki birim etkinin varyans oranını veren $\rho = 0.33$ olarak elde edilmiştir.

Panel veri kısmi regresyon test sonuçlarına göre; olasılık(t-istatistik) değeri finansal kaldıraç oranı için $p=0.245>0.05$ olması nedeniyle finansal kaldıraç oranının aktif karlılık oranı üzerinde etkisinin olmadığını iddia eden H_0 hipotezi reddedilememiştir. Test istatistikleri sonuçlarına göre, finansal kaldıraç ile aktif karlılık oranı arasındaki ilişki anlamlı değildir. Firma büyüklüğü için panel veri test istatistikleri sonuçları olasılık(t-istatistik) değeri $p=0.013<0.05$ olduğundan, firma büyüklüğünün aktif karlılık oranı üzerinde etkisi olmadığını iddia eden H_0 hipotezi reddedilmiştir. Firma büyüklüğü ile aktif karlılık oranı arasında ilişki vardır ve bu ilişki test istatistiği katsayısı negatif işaretli olduğu için negatif yönlüdür. Son olarak mülkiyet yapısı ve yatırımcı ilişkileri endeksi için panel veri test istatistikleri sonuçları olasılık(t-istatistik) değeri $p=0.002<0.05$ olduğundan, mülkiyet yapısı ve yatırımcı ilişkileri endeksinin aktif karlılık oranı üzerinde etkisi olmadığını iddia eden H_0 hipotezi reddedilmiştir. Mülkiyet yapısı ve yatırımcı ilişkileri endeksi ile aktif karlılık oranı arasında ilişki vardır ve bu ilişki test istatistiği katsayısı pozitif işaretli ancak katsayısı çok düşük olması nedeniyle zayıf pozitif yönlüdür. Test istatistik sonuçlarına göre; mülkiyet yapısı ve yatırımcı ilişkileri endeksinde yaşanan %1'lik değişim, finansal kaldıraç ve firma büyüklüğünde değişim olmadığı varsayımı altında aktif karlılık oranı üzerinde

%0,16'lık bir değişime yol açtığı sonucuna ulaşılmaktadır. Bu sonuçla da zayıf bir ilişkinin ortaya çıktığı görülmektedir.

Şirketlerin kurumsal şeffaflıkları ile faaliyet performans ölçütlerinden olan aktif karlılığı arasındaki ilişkinin tespiti amacıyla ikinci model olarak; şeffaflık alt endeksi olan finansal şeffaflık ve kamuyu bilgilendirme endeks skorları, firma büyüklüğü ve finansal kaldıraç ile aktif karlılığı oranı arasındaki ilişkinin varlığının araştırılması için panel veri regresyon analizi yürütülmüştür. Model seçimi için yapılan testler sonrasında rassal etkili modelin kullanılması sonucu elde edilmiştir. Yürütülen panel veri regresyon denklemi aşağıdaki gibidir.

$$ak_{it} = \beta_0 + \beta_1 fskb_{it} + \beta_2 fb_{it} + \beta_3 finkald_{it} + \varepsilon_{it}$$

2000 yılı ile 2012 yılları itibariyle firmaların aktif karlılık oranı bağımlı değişken, finansal şeffaflık ve kamuyu bilgilendirme endeks skorları bağımsız değişken ve firma büyüklüğü ve finansal kaldıraç oranları kontrol değişkenleri olarak modele dahil edilmişlerdir. Bu analizlere ait istatistik sonuçları aşağıda özetlenmektedir.

Tablo 39: Aktif Karlılığı Oranı ve FSKB Panel Veri Rassal Etkiler Modeli Test İstatistikleri Sonuçları

corr(u_i, Xb) = -0.2235		Olasılık > F = 0.0445		Düz R-Kare = 0.3180	
		Dirençli			
ak	Katsayı	Std. Hata	t	P> t	
fskb	-.1338372	.0588522	-2.27	0.023	
fb	.0002151	.0000976	2.20	0.028	
kald	-.0591976	.0515740	-1.15	0.251	
Sabit	.1313993	.0418677	3.14	0.002	
sigma_u	.04753671	sigma_e	.06865577	rho	.3240534

Rassal etkiler modeli panel regresyon analizi sonuçlarına göre; olasılık(F-istatistik) değeri modelde $p=0.0445 < 0.05$ olduğundan tahmin edilen denklemin % 5 anlamlılık düzeyinde istatistikî açıdan anlamlı olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Finansal şeffaflık ve kamuyu bilgilendirme, firma büyüklüğü ve finansal kaldıraçın aktif karlılık oranı üzerinde etkisinin olmadığını iddia eden H_0 hipotezi reddedilmiştir. Modelin

açıklayıcılığı düzeltilmiş $R^2 = 0,3180$ olarak elde edilmiştir. Aktif karlılığındaki değişimin % 31.80 'ini modeldeki değişkenler açıklayabilmektedir. Birim etki ile bağımsız değişkenler arasındaki korelasyon katsayısı -0.2235 olarak hesaplanmıştır. Ayrıca $\sigma_\mu \cong 0.47$, $\sigma_u \cong 0.68$ olmak üzere, toplam varyans içerisindeki birim etkinin varyans oranını veren $\rho = 0.32$ olarak elde edilmiştir.

Panel veri kısmi regresyon test sonuçlarına göre; olasılık(t-istatistik) değeri finansal kaldıraç oranı için $p=0.252>0.05$ olması nedeniyle finansal kaldıraç oranının aktif karlılık oranı üzerinde etkisinin olmadığını iddia eden H_0 hipotezi reddedilememiştir. Test istatistikleri sonuçlarına göre, finansal kaldıraç ile aktif karlılık oranı arasındaki ilişki anlamlı değildir. Firma büyüklüğü için test istatistikleri sonuçları olasılık(t-istatistik) değeri $p=0.023<0.05$ olduğundan, firma büyüklüğünün aktif karlılık oranı üzerinde etkisi olmadığını iddia eden H_0 hipotezi reddedilmiştir. Firma büyüklüğü ile aktif karlılık oranı arasında ilişki vardır ve bu ilişki test istatistiği katsayısı pozitif işaretli olduğu için pozitif yönlü ancak katsayı çok düşük olduğu için çok zayıf bir ilişki vardır. Son olarak finansal şeffaflık ve kamuyu bilgilendirme endeksi için test istatistikleri sonuçları olasılık(t-istatistik) değeri $p=0.028<0.05$ olduğundan, finansal şeffaflık ve kamuyu bilgilendirme endeksinin aktif karlılık oranı üzerinde etkisi olmadığını iddia eden H_0 hipotezi reddedilmiştir. Finansal şeffaflık ve kamuyu bilgilendirme endeksi ile aktif karlılık oranı arasında ilişki vardır ve bu ilişki test istatistiği katsayısı negatif işaretli olduğu için negatif yönlüdür. Test istatistik sonuçlarına göre; finansal şeffaflık ve kamuyu bilgilendirme endeksinde yaşanan %1'lik değişim, finansal kaldıraç ve firma büyüklüğünde değişim olmadığı varsayımı altında aktif karlılık oranı üzerinde %0,13'lük bir değişime yol açtığı sonucuna ulaşılmaktadır.

Şirketlerin kurumsal şeffaflıkları ile faaliyet performans göstergelerinden olan aktif karlılığı arasındaki ilişkinin tespiti amacıyla üçüncü model olarak; şeffaflık alt endeksi olan yönetim kurulu ile yönetimin yapısı ve işleyişi endeks skorları, firma büyüklüğü ve finansal kaldıraç ile aktif karlılığı oranı arasındaki ilişkinin varlığının araştırılması için panel veri regresyon analizi yürütülmüştür. Model seçimi için yapılan testler sonrasında rassal etkili modelin kullanılması sonucu elde edilmiştir. Yürütülen panel veri regresyon denklemi aşağıdaki gibidir.

$$ak_{it} = \beta_0 + \beta_1 ykyys_{it} + \beta_2 fb_{it} + \beta_3 finkald_{it} + \varepsilon_{it}$$

2000 yılı ile 2012 yılları itibariyle firmaların aktif karlılık oranı bağımlı değişken, yönetim kurulu ile yönetimin yapısı ve işleyişi endeks skorları bağımsız değişken ve firma büyüklüğü ve finansal kaldıraç oranları kontrol değişkenleri olarak modele dahil edilmişlerdir. Bu analizlere ait istatistik sonuçları aşağıda özetlenmektedir.

Tablo 40: Aktif Karlılığı Oranı ve YKYYS Panel Veri Rassal Etkiler Modeli Test İstatistikleri Sonuçları

			Olasılık > F	=	0.0879
corr(u_i, Xb)			=	-0.2622	
			Düz R-Kare	=	0.3004
		Dirençli			
ak		Katsayı	Std. Hata	t	P> t
ykyys		-.1047911	.0463365	-2.26	0.024
fb		.0001611	.0001012	1.59	0.111
kald		-.0553519	.0533133	-1.04	0.299
Sabit		.1010268	.0326664	3.09	0.002
sigma_u		.04792462	sigma_e		.068977
			rho		.32557063

Rassal etkiler modeli panel regresyon analizi sonuçlarına göre; olasılık(F-istatistik) değeri modelde $p=0.08796>0.05$ olduğundan tahmin edilen denklemin % 5 anlamlılık düzeyinde istatistikî açıdan anlamlı olmadığı sonucuna ulaşılmıştır. Yönetim kurulu ile yönetimin yapısı ve işleyişi endeksi, firma büyüklüğü ve finansal kaldıraçın aktif karlılığı üzerinde etkisinin olmadığını iddia eden H_0 hipotezi reddedilememiştir. Test istatistikleri sonuçlarına göre yönetim kurulu ile yönetimin yapısı ve işleyişi, firma büyüklüğü ve finansal kaldıraç ile aktif karlılığı oranı arasındaki ilişki yoktur. Modelin anlamlılığının olmaması nedeniyle panel veri kısmi regresyon sonuçlarının yorumlanmasına gerek duyulmamıştır.

Şirketlerin kurumsal şeffaflıkları ile faaliyet performans göstergelerinden olan aktif karlılığı arasındaki ilişkinin tespiti amacıyla son model olarak; şirketlerin mülkiyet yapısı ve yatırımcı ilişkileri endeksi, finansal şeffaflık ve kamuyu bilgilendirme endeksi ve yönetim kurulu ile yönetimin yapısı ve işleyişi endeksi toplamından oluşan toplam kurumsal şeffaflık endeks skorları, firma büyüklüğü ve finansal kaldıraç ile aktif karlılığı oranı arasında bir ilişkinin olup olmadığının araştırılması için

panel veri regresyon analizi yürütülmüştür. Panel veri analizinde Breusch-Pagan Lagrange Çarpanı Testi ve Hausman testi sonucunda rassal etkiler modeli kullanılmıştır. Panel veri regresyon denklemi aşağıdaki gibidir.

$$ak_{it} = \beta_0 + \beta_1 tkse_{it} + \beta_2 fb_{it} + \beta_3 finkald_{it} + \varepsilon_{it}$$

2000 yılı ile 2012 yılları itibariyle firmaların aktif karlılık oranı bağımlı değişken, toplam kurumsal şeffaflık endeks skorları bağımsız değişken ve firma büyüklüğü ve finansal kaldıraçları kontrol değişkenleri olarak kullanılmıştır. Bu analizlere ait istatistik sonuçları aşağıda özetlenmektedir .

Tablo 41: Aktif Karlılığı Oranı ve TKSE Panel Veri Rassal Etkiler Modeli Test İstatistikleri Sonuçları

				Olasılık > F	=	0.0192		
corr(u_i, Xb)				=	-0.2622			
				Düz R-Kare	=	0.3024		
		Dirençli						
ak		Katsayı	Std. Hata	t	P> t			
tkse		-.1569248	.0562479	-2.79	0.005			
fb		.0002388	.0001024	2.33	0.020			
kald		-.0607868	.0519634	-1.17	0.242			
Sabit		.1232418	.0368829	3.34	0.001			
sigma_u		.04788604	sigma_e		.06848283	rho		.32838067

Rassal etkiler modeli panel regresyon analizi sonuçlarına göre; olasılık(F-istatistik) değeri modelde $p=0.0192 < 0.05$ olduğundan tahmin edilen denklemin % 5 anlamlılık düzeyinde istatistikî açıdan anlamlı olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Toplam kurumsal şeffaflık endeksi, firma büyüklüğü ve finansal kaldıraçın aktif karlılık oranı üzerinde etkisinin olmadığını iddia eden H_0 hipotezi reddedilmiştir. Modelin açıklayıcılığı düzeltilmiş $R^2 = 0,3034$ olarak elde edilmiştir. Aktif karlılığı oranındaki değişimin % 30.24 'ünü modeldeki değişkenler açıklayabilmektedir. Birim etki ile bağımsız değişkenler arasındaki korelasyon katsayısı -0.2622 olarak hesaplanmıştır. Ayrıca $\sigma_\mu \cong 0.47$, $\sigma_u \cong 0.68$ olmak üzere, toplam varyans içerisindeki birim etkinin varyans oranını veren $\rho = 0.32$ olarak elde edilmiştir.

Panel veri kısmi regresyon test sonuçlarına göre; olasılık(t-istatistik) değeri finansal kaldıraç oranı için $p=0.242>0.05$ olması nedeniyle finansal kaldıraç oranının aktif karlılık oranı üzerinde etkisinin olmadığını iddia eden H_0 hipotezi reddedilememiştir. Test istatistikleri sonuçlarına göre, finansal kaldıraç ile aktif karlılık oranı arasındaki ilişki anlamlı değildir. Firma büyüklüğü için test istatistikleri sonuçları olasılık(t-istatistik) değeri $p=0.020<0.05$ olduğundan, firma büyüklüğünün aktif karlılık oranı üzerinde etkisi olmadığını iddia eden H_0 hipotezi reddedilmiştir. Firma büyüklüğü ile aktif karlılık oranı arasında ilişki vardır ve bu ilişki test istatistiği katsayısı pozitif işaretli olduğu için pozitif yönlü ancak katsayısı çok düşük olduğu için çok zayıf bir ilişki görülmektedir. Son olarak toplam kurumsal şeffaflık endeksi için panel veri test istatistikleri sonuçları olasılık(t-istatistik) değeri $p=0.005<0.05$ olduğundan, toplam kurumsal şeffaflık endeksinin aktif karlılık oranı üzerinde etkisi olmadığını iddia eden H_0 hipotezi reddedilmiştir. Toplam kurumsal şeffaflık endeksi ile aktif karlılık oranı arasında ilişki vardır ve bu ilişki test istatistiği katsayısı negatif işaretli olduğu için negatif yönlüdür. Test istatistik sonuçlarına göre; toplam kurumsal şeffaflık endeksinde yaşanan %1’lik değişim, finansal kaldıraç ve firma büyüklüğünde değişim olmadığı varsayımı altında aktif karlılık oranı üzerinde %0,15’lik bir değişime yol açtığı sonucuna ulaşılmaktadır.

Firmanın faaliyet karının aktif toplamına oranı olarak tanımlanan aktif karlılığı literatür incelemelerinde, kurumsal yönetim ve şeffaflık uygulamaları ile firma faaliyet performansı arasındaki ilişkinin araştırılması için kullanılan bağımlı değişkenlerdendir (Yıldırım 2007, Jiamsagul 2007, Bathula 2008, Bhagat ve Bolton). Firmanın kaynaklarının ne oranda karlı kullanıldığını gösteren bu oran çalışmamızda bağımlı değişken olarak kullanılmıştır.

Örnekleme dahil edilen 29 BİST 30 firması için uygulama dönemi içinde firmaların mülkiyet yapısı, yatırımcı ilişkileri, finansal şeffaflık, kamuyu bilgilendirme ve yönetim kurulu yapısı ve işleyişi konularında yapılan şeffaflık ve kamuyu bilgilendirme uygulamalarının aktif karlılığı üzerindeki etkisi incelenmiştir. Çalışma kapsamında incelenen aktif karlılığı ile kurumsal şeffaflık endeksi arasındaki ilişkinin ölçümü neticesinde ortaya çıkan sonuçlar göstermektedir ki, mülkiyet yapısı ve yatırımcı ilişkileri, finansal şeffaflık ve kamuyu bilgilendirme ile aktif karlılığı arasında ilişki vardır. Ancak yönetim kurulu ile yönetimin yapısı ve işleyişi endeksleri ile aktif karlılığı arasında istatistiki olarak anlamlı ilişkiler ortaya çıkmamıştır. Bununla birlikte

tüm bu endekslerin toplamı olan kurumsal şeffaflık endeksi ile aktif karlılığı arasında anlamlı ancak zayıf negatif yönlü ilişki bulunmuştur. Bu sonuçlara göre, firmaların şeffaflık dereceleri arttığında aktif karlılığında zayıf oranda düşüş yaşanmakta, şeffaflığın faaliyet performansını negatif yönde etkilediğini göstermektedir.

Elde edilen bulgulara göre, ülkemizde şeffaflık uygulamalarının firma faaliyet performansını azaltıcı etkisinin olduğu dolayısıyla aktif karlılığı oranı özelinde firma performansı üzerinde negatif bir değişime neden olduğu sonuçlarına ulaşılmıştır. Bu sonuçlara göre şeffaflık uygulamaları arttıkça firma faaliyet performansı düşmektedir.

Elde edilen bulgular, Türkiye’de yapılan çalışmalardan Yıldırım (2007) ile tutarlılık ancak Akdoğan (2009) ile farklılık göstermektedir. Yıldırım (2007) 2002 – 2006 dönemi için aktif karlılığı ve özsermaye karlılığı ile sermaye sahipliği ve kontrol yapısı arasında anlamlı ve negatif ilişki bulmuştur. Akdoğan (2009) ise Temmuz - Aralık 2008 dönemi için bu değişkenler ile kurumsal yönetim endeksi arasında anlamlı ve pozitif ilişki bulmuştur. Akdoğan’ın çalışmasının döneminin çok kısa olması ve Yıldırım’ın çalışmasının döneminin 4 yılı kapsamı nedeniyle çalışmamızın Yıldırım’ın çalışması ile tutarlı olduğu düşünülebilir.

Kurumsal yönetim ve şeffaflık ile firma performans göstergesi olan aktif karlılığı oranı için uluslararası çalışmalarda elde edilen sonuçlar çok farklı sonuçlar vermektedir. Bazı ülkelerde pozitif ilişki elde edilirken, bazı ülkelerde negatif, bazı ülkelerde ise herhangi bir ilişki bulunmadığı görülmüştür. Gelişmekte olan ülkelere Tayland piyasaları için Jiamsagul (2007) ve Yeni Zelanda piyasaları için Bathula (2008) yapmış oldukları çalışmalarda aktif karlılığı ile şeffaflık endeksleri arasında pozitif ve anlamlı ilişkiler olduğunu tespit etmişlerdir. Gelişmiş ülkelere ABD piyasaları için Bhagat ve Bolton (2008) çalışmalarında aktif karlılığı ile şeffaflık endeksleri arasında pozitif anlamlı ilişki, Ettredge v.d. (2002) negatif ilişki olduğu sonucuna ulaşmışlardır.

Teoriye göre kurumsal yönetim ve şeffaflık uygulamaları ile firma faaliyet performansı arasında pozitif bir ilişki olduğu savunulsa da literatürde çelişkili sonuçların elde edildiği çalışmalar bulunmaktadır. Bu çalışmada aktif karlılığına

ilişkin elde edilen sonuçlar genel teoriye aykırı sonuçlar verse de Türkiye piyasalarının ve faaliyet gösteren firmaların şeffaflık uygulamalarının ülkemizde tam olarak yerleşememesi nedeniyle kurumsal yönetim ve şeffaflık uygulamalarının faaliyet performansını düşürdüğü düşünülmektedir.

Sonuç olarak analiz kapsamında elde sonuçlara göre; kurumsal şeffaflığın Türkiye piyasaları için çalışma döneminde teoriyle farklı yönde olmak üzere firma faaliyet performansını etkileme gücünün bulunduğu düşünülmektedir.

4.5.3.8 Özsermaye Karlılığı ile Toplam Kurumsal Şeffaflık Endeksi ve Alt Endekslerin İlişkisinin Analizi

Şirketlerin kurumsal şeffaflıkları ile faaliyet performans ölçütlerinden olan özsermaye karlılığı arasındaki ilişkinin tespiti amacıyla ilk model olarak; şeffaflık alt endeksi olan mülkiyet yapısı ve yatırımcı ilişkileri endeks skorları, firma büyüklüğü ve finansal kaldıraç oranları ile özsermaye karlılığı arasındaki ilişkinin varlığının araştırılması için panel veri regresyon analizi yürütülmüştür. Panel veri analizinde Breusch-Pagan Lagrange Çarpanı Testi ve Hausman testi sonucunda sabit etkiler modeli kullanılmıştır. Kurulan panel veri regresyon denklemi aşağıdaki gibidir.

$$ok_{it} = \beta_0 + \beta_1 myyi_{it} + \beta_2 fb_{it} + \beta_3 finkald_{it} + \varepsilon_{it}$$

2000 yılı ile 2012 yılları itibariyle firmaların özsermaye karlılık oranı bağımlı değişken, mülkiyet yapısı ve yatırımcı ilişkileri endeks skorları bağımsız değişken ve firmaların net satışlarının logaritması ve firmaların toplam borçlarının özsermaye oranı olan finansal kaldıraç oranları kontrol değişkenleri olarak modele dahil edilmişlerdir. Bu analizlere ait istatistik sonuçları aşağıda özetlenmektedir.

Tablo 42: Özsermaye Karlılığı ve MYYİ Panel Veri Sabit Etkiler Modeli Test İstatistikleri Sonuçları

		Olasılık > F = 0.0013		
corr(u_i, Xb) = -0.2622		Düz R-Kare = 0.1222		
		Dirençli		
ok	Katsayı	Std. Hata	t	P> t
-----+				
myyi	-.932411	.2190376	-4.26	0.000
fb	.0009067	.0004249	2.13	0.042

kald		-.3620271		.181317		-2.00		0.056		
Sabit		.595815		.1016027		5.86		0.000		
-----+-----										
sigma_u		.14991962		sigma_e		.41311608		rho		.11637052

Sabit etkiler modeli panel regresyon analizi sonuçlarına göre; olasılık(F-istatistik) değeri modelde $p=0.0013<0.05$ olduğundan tahmin edilen denklemin % 5 anlamlılık düzeyinde istatistikî açıdan anlamlı olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Mülkiyet yapısı ve yatırımcı ilişkileri, firma büyüklüğü ve finansal kaldıraçın özsermaye karlılık oranı üzerinde etkisinin olmadığını iddia eden H_0 hipotezi reddedilmiştir. Modelin açıklayıcılığı düzeltilmiş $R^2 = 0,1222$ olarak elde edilmiştir. Özsermaye karlılığındaki değişimin % 12.22 'sini modeldeki değişkenler açıklayabilmektedir. Birim etki ile bağımsız değişkenler arasındaki korelasyon katsayısı -0.2986 olarak hesaplanmıştır. Ayrıca $\sigma_\mu \cong 0.15$, $\sigma_u \cong 0.41$ olmak üzere, toplam varyans içerisindeki birim etkinin varyans oranını veren $\rho = 0.11$ olarak elde edilmiştir.

Panel veri kısmi regresyon test sonuçlarına göre; olasılık(t-istatistik) değeri finansal kaldıraç oranı için $p=0.056>0.05$ olması nedeniyle finansal kaldıraç oranının özsermaye karlılık oranı üzerinde etkisinin olmadığını iddia eden H_0 hipotezi reddedilememiştir. Test istatistikleri sonuçlarına göre, finansal kaldıraç ile özsermaye karlılığı arasındaki ilişki anlamlı değildir. Firma büyüklüğü için panel veri test istatistikleri sonuçları olasılık(t-istatistik) değeri $p=0.042<0.05$ olduğundan, firma büyüklüğünün özsermaye karlılık oranı üzerinde etkisi olmadığını iddia eden H_0 hipotezi reddedilmiştir. Firma büyüklüğü ile özsermaye karlılığı arasında ilişki vardır ve bu ilişki test istatistiği katsayısı pozitif işaretli olduğu için pozitif yönlü ancak katsayısı çok düşük olduğu için zayıf bir ilişki vardır. Son olarak mülkiyet yapısı ve yatırımcı ilişkileri endeksi için test istatistikleri sonuçları olasılık(t-istatistik) değeri $p=0.000<0.05$ olduğundan, mülkiyet yapısı ve yatırımcı ilişkileri endeksinin özsermaye karlılık oranı üzerinde etkisi olmadığını iddia eden H_0 hipotezi reddedilmiştir. Mülkiyet yapısı ve yatırımcı ilişkileri endeksi ile özsermaye karlılık oranı arasında ilişki vardır ve bu ilişki test istatistiği katsayısı negatif işaretli olduğu için negatif yönlüdür. Test istatistik sonuçlarına göre; mülkiyet yapısı ve yatırımcı ilişkileri endeksinde yaşanan %1'lik değişim, finansal kaldıraç ve firma büyüklüğünde değişim olmadığı varsayımı altında özsermaye karlılık oranı üzerinde % 0,93'lük bir değişime yol açtığı sonucuna ulaşılmaktadır.

Şirketlerin kurumsal şeffaflıkları ile şirket performans ölçütlerinden olan özsermaye karlılığı arasındaki ilişkinin tespiti amacıyla ikinci model olarak; şeffaflık alt endeksi olan finansal şeffaflık ve kamuyu bilgilendirme endeks skorları, firma büyüklüğü ve finansal kaldıraçın özsermaye karlılığı oranı arasında bir ilişkinin olup olmadığının araştırılması için panel veri regresyon analizi yürütülmüştür. Model seçimi için yapılan testler sonrasında sabit etkili modelin kullanılması sonucu elde edilmiştir. Yürütülen panel veri regresyon denklemi aşağıdaki gibidir.

$$ok_{it} = \beta_0 + \beta_1 fskb_{it} + \beta_2 fb_{it} + \beta_3 finkald_{it} + \varepsilon_{it}$$

2000 yılı ile 2012 yılları itibariyle firmaların özsermaye karlılık oranı bağımlı değişken, finansal şeffaflık ve kamuyu bilgilendirme endeks skorları bağımsız değişken ve firma büyüklüğü ve finansal kaldıraçları kontrol değişkenleri olarak kullanılmıştır. Bu analizlere ait istatistik sonuçları aşağıda özetlenmektedir.

Tablo 43: Özsermaye Karlılığı ve FSKB Panel Veri Sabit Etkiler Modeli Test İstatistikleri Sonuçları

			Olasılık > F	=	0.0160
corr(u_i, Xb)			=	-0.4031	
			Düz R-Kare	=	0.1027
		Dirençli			
ok		Katsayı	Std. Hata	t	P> t
fskb		-.5503109	.22981	-2.39	0.024
fb		.0003281	.0006039	0.54	0.591
kald		-.3295226	.2060021	-1.60	0.121
Sabit		.5870849	.125451	4.68	0.000
sigma_u		.15672253	sigma_e		.41768387
			rho		.12341339

Sabit etkiler modeli panel regresyon analizi sonuçlarına göre; olasılık(F-istatistik) değeri modelde $p=0.0160 < 0.05$ olduğundan tahmin edilen denklemin % 5 anlamlılık düzeyinde istatistikî açıdan anlamlı olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Finansal şeffaflık ve kamuyu bilgilendirme, firma büyüklüğü ve finansal kaldıraçın özsermaye karlılığı oranı üzerinde etkisinin olmadığını iddia eden H_0 hipotezi reddedilmiştir. Modelin açıklayıcılığı düzeltilmiş $R^2 = 0,1027$ olarak elde edilmiştir. Özsermaye karlılığı oranındaki değişimin % 10.27 'sini modeldeki değişkenler açıklayabilmektedir. Birim

etki ile bağımsız değişkenler arasındaki korelasyon katsayısı -0.4031 olarak hesaplanmıştır. Ayrıca $\sigma_u \cong 0.16$, $\sigma_u \cong 0.42$ olmak üzere, toplam varyans içerisindeki birim etkinin varyans oranını veren $\rho = 0.12$ olarak elde edilmiştir.

Panel veri kısmi regresyon test sonuçlarına göre; olasılık(t-istatistik) değeri finansal kaldıraç oranı için $p=0.121>0.05$ olması nedeniyle finansal kaldıraç oranının özsermaye karlılığı oranı üzerinde etkisinin olmadığını iddia eden H_0 hipotezi reddedilememiştir. Firma büyüklüğü için test istatistikleri sonuçları olasılık(t-istatistik) değeri $p=0.591>0.05$ olduğundan, firma büyüklüğünün özsermaye karlılık oranı üzerinde etkisi olmadığını iddia eden H_0 hipotezi reddedilememiştir. Panel veri test istatistikleri sonuçlarına göre, modelde finansal kaldıraç ile özsermaye karlılığı ve firma büyüklüğü ve özsermaye karlılığı arasındaki ilişki anlamlı değildir. Son olarak finansal şeffaflık ve kamuyu bilgilendirme endeksi için panel veri test istatistikleri sonuçları olasılık(t-istatistik) değeri $p=0.024<0.05$ olduğundan, finansal şeffaflık ve kamuyu bilgilendirme endeksinin özsermaye karlılığı üzerinde etkisi olmadığını iddia eden H_0 hipotezi reddedilmiştir. Finansal şeffaflık ve kamuyu bilgilendirme endeksi ile özsermaye karlılığı arasında ilişki vardır ve bu ilişki test istatistiği katsayısı negatif işaretli olduğu için negatif yönlüdür. Test istatistik sonuçlarına göre; finansal şeffaflık ve kamuyu bilgilendirme endeksinde yaşanan %1'lik değişim, finansal kaldıraç ve firma büyüklüğünde değişim olmadığı varsayımı altında özsermaye karlılık oranı üzerinde %0,55'lik bir değişime yol açtığı sonucuna ulaşılmaktadır.

Şirketlerin kurumsal şeffaflıkları ile faaliyet performansları göstergelerinden olan özsermaye karlılığı arasındaki ilişkinin tespiti amacıyla üçüncü model olarak; şeffaflık alt endeksi olan yönetim kurulu ile yönetimin yapısı ve işleyişi endeks skorları, firma büyüklüğü ve finansal kaldıraç ile özsermaye karlılığı oranı arasındaki ilişkinin varlığının araştırılması için panel veri regresyon analizi yürütülmüştür. Model seçimi için yapılan testler sonrasında sabit etkili modelin kullanılması sonucu elde edilmiştir. Yürütülen panel veri regresyon denklemi aşağıdaki gibidir.

$$ok_{it} = \beta_0 + \beta_1 ykyy_{it} + \beta_2 fb_{it} + \beta_3 finkald_{it} + \varepsilon_{it}$$

2000 yılı ile 2012 yılları itibariyle firmaların özsermaye karlılık oranları bağımlı değişken, yönetim kurulu ile yönetimin yapısı ve işleyişi endeks skorları bağımsız

değişken ve firma büyüklüğü ve finansal kaldıraç oranları kontrol değişkenleri olarak kullanılmıştır. Bu analizlere ait istatistik sonuçları aşağıda özetlenmektedir.

Tablo 44: Özsermaye Karlılığı ve YKYYS Panel Veri Sabit Etkiler Modeli Test İstatistikleri Sonuçları

			Olasılık > F	=	0.0030
corr(u_i, Xb)			=	-0.3119	
			Düz R-Kare	=	0.1051
		Dirençli			
ok		Katsayı	Std. Hata	t	P> t
ykyys		-.5657893	.211161	-2.68	0.012
fb		.0002413	.0005872	0.41	0.684
kald		-.3308703	.210093	-1.57	0.127
Sabit		.4936275	.0878854	5.62	0.000
sigma_u		.14926227	sigma_e		.41712416
			rho		.11351211

Sabit etkiler modeli panel regresyon analizi sonuçlarına göre; olasılık(F-istatistik) değeri modelde $p=0.0040<0.05$ olduğundan tahmin edilen denklemin % 5 anlamlılık düzeyinde istatistikî açıdan anlamlı olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Yönetim kurulu ile yönetimin yapısı ve işleyişi, firma büyüklüğü ve finansal kaldıraçın özsermaye karlılık oranı üzerinde etkisinin olmadığını iddia eden H_0 hipotezi reddedilmiştir. Modelin açıklayıcılığı düzeltilmiş $R^2 = 0,1051$ olarak elde edilmiştir. Özsermaye karlılık oranındaki değişimin %10.51 'ini modeldeki değişkenler açıklayabilmektedir. Birim etki ile bağımsız değişkenler arasındaki korelasyon katsayısı -0.3119 olarak hesaplanmıştır. Ayrıca $\sigma_u \cong 0.15$, $\sigma_u \cong 0.42$ olmak üzere, toplam varyans içerisindeki birim etkinin varyans oranını veren $\rho = 0.11$ olarak elde edilmiştir.

Panel veri kısmi regresyon test sonuçlarına göre; olasılık(t-istatistik) değeri finansal kaldıraç oranı için $p=0.127>0.05$ olması nedeniyle finansal kaldıraç oranının özsermaye karlılık oranı üzerinde etkisinin olmadığını iddia eden H_0 hipotezi reddedilememiştir. Firma büyüklüğü için panel veri test istatistikleri sonuçları olasılık(t-istatistik) değeri $p=0.684>0.05$ olduğundan, firma büyüklüğünün özsermaye karlılık oranı üzerinde etkisi olmadığını iddia eden H_0 hipotezi reddedilememiştir. Panel veri test istatistikleri sonuçlarına göre, modelde finansal kaldıraç ile özsermaye karlılığı ve firma büyüklüğü ve özsermaye karlılığı arasındaki ilişki

anlamalı değildir. Son olarak finansal şeffaflık ve kamuyu bilgilendirme endeksi için panel veri test istatistikleri sonuçları olasılık(t-istatistik) değeri $p=0.012<0.05$ olduğundan, yönetim kurulu ile yönetimin yapısı ve işleyişi endeksinin özsermaye karlılığı üzerinde etkisi olmadığını iddia eden H_0 hipotezi reddedilmiştir. Yönetim kurulu ile yönetimin yapısı ve işleyişi endeksi ile özsermaye karlılığı arasında ilişki vardır ve bu ilişki test istatistiği katsayısı negatif işaretli olduğu için negatif yönlüdür. Test istatistik sonuçlarına göre; yönetim kurulu ile yönetimin yapısı ve işleyişi endeksinde yaşanan %1'lik değişim, finansal kaldıraç ve firma büyüklüğünde değişim olmadığı varsayımı altında özsermaye karlılık oranı üzerinde %0,56'lık bir değişime yol açtığı sonucuna ulaşılmaktadır.

Şirketlerin kurumsal şeffaflıkları ile faaliyet performans göstergelerinden olan özsermaye karlılığı arasındaki ilişkinin tespiti amacıyla son model olarak; şirketlerin mülkiyet yapısı ve yatırımcı ilişkileri endeksi, finansal şeffaflık ve kamuyu bilgilendirme endeksi ve yönetim kurulu ile yönetimin yapısı ve işleyişi endeksi toplamından oluşan toplam kurumsal şeffaflık endeks skorları, firma büyüklüğü ve finansal kaldıraç ile özsermaye karlılığı oranı arasındaki ilişkinin varlığının araştırılması için panel veri regresyon analizi yürütülmüştür. Panel veri analizinde Breusch-Pagan Lagrange Çarpanı Testi ve Hausman testi sonucunda sabit etkiler modeli kullanılmıştır. Panel veri regresyon denklemi aşağıdaki gibidir.

$$ak_{it} = \beta_0 + \beta_1 tkse_{it} + \beta_2 fb_{it} + \beta_3 finkald_{it} + \varepsilon_{it}$$

2000 yılı ile 2012 yılları itibariyle firmaların özsermaye karlılık oranı bağımlı değişken, toplam kurumsal şeffaflık endeks skorları bağımsız değişken ve firma büyüklüğü ve finansal kaldıraç oranları kontrol değişkenleri olarak kullanılmıştır. Bu analizlere ait istatistik sonuçları aşağıda özetlenmektedir.

Tablo 45: Özsermaye Karlılığı ve TKSE Panel Veri Sabit Etkiler Modeli Test İstatistikleri Sonuçları

					Olasılık > F	=	0.0030		
corr(u_i, Xb)					=	-0.3119	Düz R-Kare	=	0.1117
		Dirençli							
ok		Katsayı	Std. Hata	t			P> t		
tkse		-.7900378	.2285384	-3.46			0.002		
fb		.0005984	.0005608	1.07			0.295		

kald		-.3528567		.2011426		-1.75		0.090		
Sabit		.5955121		.1040625		5.72		0.000		
-----+-----										
sigma_u		.14889766		sigma_e		.41558139		rho		.11376588

Rassal etkiler modeli panel regresyon analizi sonuçlarına göre; olasılık(F-istatistik) değeri modelde $p=0.0030<0.05$ olduğundan tahmin edilen denklemin % 5 anlamlılık düzeyinde istatistikî açıdan anlamlı olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Toplam kurumsal şeffaflık endeksi, firma büyüklüğü ve finansal kaldıraçın özsermaye karlılık oranı üzerinde etkisinin olmadığını iddia eden H_0 hipotezi reddedilmiştir. Modelin açıklayıcılığı düzeltilmiş $R^2 = 0,1117$ olarak elde edilmiştir. Özsermaye karlılık oranındaki değişimin % 11.17 'sini modeldeki değişkenler açıklayabilmektedir. Birim etki ile bağımsız değişkenler arasındaki korelasyon katsayısı -0.3119 olarak hesaplanmıştır. Ayrıca $\sigma_\mu \cong 0.15$, $\sigma_u \cong 0.42$ olmak üzere, toplam varyans içerisindeki birim etkinin varyans oranını veren $\rho = 0.11$ olarak elde edilmiştir.

Toplam kurumsal şeffaflık endeksi, firma büyüklüğü ve finansal kaldıraçın özsermaye karlılığı üzerindeki etkisini gösteren kısmi regresyon test sonuçlarına göre; olasılık(t-istatistik) değeri finansal kaldıraç oranı için $p=0.090>0.05$ olması nedeniyle finansal kaldıraç oranının özsermaye karlılık oranı üzerinde etkisinin olmadığını iddia eden H_0 hipotezi reddedilememiştir. Firma büyüklüğü için panel veri test istatistikleri sonuçları olasılık(t-istatistik) değeri $p=0.295>0.05$ olduğundan, firma büyüklüğünün özsermaye karlılık oranı üzerinde etkisi olmadığını iddia eden H_0 hipotezi reddedilememiştir. Panel veri test istatistikleri sonuçlarına göre, modelde finansal kaldıraç ile özsermaye karlılığı ve firma büyüklüğü ile özsermaye karlılığı arasındaki ilişki anlamlı değildir. Son olarak toplam kurumsal şeffaflık endeksi için panel veri test istatistikleri sonuçları olasılık(t-istatistik) değeri $p=0.002<0.05$ olduğundan, toplam kurumsal şeffaflık endeksinin özsermaye karlılık oranı üzerinde etkisi olmadığını iddia eden H_0 hipotezi reddedilmiştir. Toplam kurumsal şeffaflık endeksi ile özsermaye karlılık oranı arasında ilişki vardır ve bu ilişki test istatistiği katsayısı negatif işaretli olduğu için negatif yönlüdür. Test istatistik sonuçlarına göre; toplam kurumsal şeffaflık endeksinde yaşanan %1'lik değişim, finansal kaldıraç ve firma büyüklüğünde değişim olmadığı varsayımı altında özsermaye karlılık oranı üzerinde %0,79'luk bir değişime yol açtığı sonucuna ulaşılmaktadır.

Firmanın net karının özsermayesine oranı olarak tanımlanan özsermaye karlılığı literatür incelemelerinde, kurumsal yönetim ve şeffaflık uygulamaları ile firma faaliyet performansı arasındaki ilişkinin araştırılması için kullanılan bağımlı değişkenlerden bir diğeridir (Ertuğrul Hedge 2009, Brown ve Caylor 2004, Bauer, Guenster ve Otten 2004). İşletme sermayedarlarının koymuş oldukları sermayenin bir birimine isabet eden kar oranını gösteren bu oran çalışmamızda bağımlı değişken olarak kullanılmıştır.

Örnekleme dahil edilen 29 BİST 30 firması için uygulama dönemi içinde firmaların mülkiyet yapısı, yatırımcı ilişkileri, finansal şeffaflık, kamuyu bilgilendirme ve yönetim kurulu yapısı ve işleyişi konularında yapılan şeffaflık ve kamuyu bilgilendirme uygulamalarının özsermaye karlılığı üzerindeki etkileri incelenmiştir. Çalışma kapsamında incelenen özsermaye karlılığı ile kurumsal şeffaflık endeksi arasındaki ilişkinin ölçümü neticesinde ortaya çıkan sonuçlar göstermektedir ki, ülkemizde şeffaflık uygulamalarının firma faaliyet performansını azaltıcı etkisinin olduğu dolayısıyla özsermaye karlılığı oranı özelinde firma performansı üzerinde negatif bir değişime neden olduğu sonuçlarına ulaşılmıştır. Bu sonuçlara göre, firmaların şeffaflık dereceleri arttığında özsermaye karlılığında düşüş yaşanmaktadır ve şeffaflık uygulamaları faaliyet performansını olumsuz yönde etkilemektedir.

Elde edilen bulgular, Türkiye’de yapılan çalışmalardan Yıldırım (2007) ile tutarlılık, göstermektedir. Yıldırım (2007) 2002 – 2006 dönemi için özsermaye karlılığı ile sermaye sahipliği ve kontrol yapısı arasında anlamlı ve negatif ilişki bulmuştur. Akdoğan (2009) ise Temmuz - Aralık 2008 dönemi için bu değişkenler ile kurumsal yönetim endeksi arasında anlamlı ve pozitif ilişki bulmuştur. Akdoğan’ın çalışmasının döneminin çok kısa olması ve Yıldırım’ın çalışmasının döneminin 4 yılı kapsaması nedeniyle çalışmamızın Yıldırım’ın çalışması ile tutarlı olduğu düşünülebilir.

Kurumsal yönetim ve şeffaflık ile firma performans göstergesi olan özsermaye karlılığı oranı için uluslararası çalışmalarda elde edilen sonuçlar çok farklı sonuçlar vermektedir. Gelişmiş olan piyasalardan ABD piyasaları için Ertuğrul Hedge (2009), üç farklı kurumsal yönetim endeksi ile özsermaye maliyeti arasındaki ilişki analizinde birinci kurumsal yönetim endeksi ile özsermaye maliyeti arasında zayıf ilişki, ikincisi ile pozitif ilişki, üçüncüsü ile negatif ilişki bulmuştur. ABD piyasaları için Brown ve

Caylor (2004) GovScore ve G-Index olarak iki kurumsal yönetim endeksi ile özsermaye maliyeti ilişkisini araştırdığı çalışmasında daha iyi GovScore endeksine sahip firmaların daha yüksek özsermaye karlılığına, daha yüksek G-Index skoruna sahip firmaların ise daha düşük özsermaye karlılığına sahip olduklarını belirtmişlerdir. İngiltere piyasaları için Bauer, Guenster ve Otten (2004) özsermaye karlılığı ile kurumsal şeffaflık endeksleri arasında negatif ilişki bulunduğu sonucuna ulaşmışlardır. Şeffaflık uygulamalarının özsermaye karlılığını negatif yönde etkilediğine dair sonuçlar elde edilen çalışmalarda, bu etkiye birinci sebep olarak kurumsal yönetim ve şeffaflık uygulama düzeyi arttıkça firmalarda yaşanan şeffaflık uygulamaları nedeniyle firmaların katlanmak oldukları maliyetlerin artması sonucu karlılığın ve dolayısıyla özsermaye karlılığının azalması gösterilmektedir. İkinci sebep olarak da kurumsal yönetim ve şeffaflık uygulamaları ile birlikte firmalarda yaşanan temsilci maliyetinin de özsermaye karlılığına negatif etkileri olacağı, dolayısıyla endeks skorları ile negatif yönde hareket edecekleri şeklinde değerlendirilmektedir. Bauer, Guenster ve Otten (2004) ortaya çıkan bu sonuçlara sebep olarak temsilci maliyetlerini işaret etmiş ve şeffaflık ve kurumsal yönetim uygulamaları arttıkça, temsilci maliyetlerinin arttığını ve özsermaye karlılığının da azaldığı sonucuna ulaşmıştır.

Daha öncede değinildiği üzere kurumsal yönetim ve şeffaflık uygulamaları ile firma faaliyet performansı arasında pozitif bir ilişki olduğu savunulsa da literatürde çelişkili sonuçların elde edildiği çalışmalar bulunmaktadır. Bu çalışmada özsermaye karlılığına ilişkin elde edilen sonuçlar genel teoriye aykırı sonuçlar verse de Türkiye piyasalarının ve faaliyet gösteren firmaların şeffaflık uygulamalarının ülkemizde tam olarak yerleşememesi nedeniyle kurumsal yönetim ve şeffaflık uygulamalarının faaliyet performansını düşürdüğü düşünülmektedir.

Sonuç olarak analiz kapsamında elde edilen sonuçlara göre; kurumsal şeffaflığın teoriyle farklı yönde olarak Türkiye piyasaları için çalışma döneminde firma faaliyet performansını etkileme gücünün bulunduğu düşünülmektedir.

4.5.3.9 Ampirik Bulguların Analitik Değerlendirmesi

Tüm çalışma bulguları kategorik olarak;

- a- Tüm modelin anlamsız olduğu panel veri sonuçları
- b- Modelin anlamlı ancak bağımsız şeffaflık endeks değişkenlerine ait kısmi regresyonların anlamsız olduğu panel veri sonuçları
- c- Hem modelin hem de bağımsız şeffaflık endeks değişkenlerine ait kısmi regresyonların anlamlı olduğu panel veri sonuçları

şeklinde özetlenebilir. 8 ana model ve 32 alt modelin kategorik özet sonuçlarına ait tablo aşağıda sunulmaktadır.

Tablo 46: Ampirik Bulgulara Ait Özet Tablo

Kurumsal Şeffaflık Endeksleri ve Alt Endeksler Özet Tablo			
Panel Regresyon Modeli	Olasılık	Anlamlı Değişken	Anlamsız Değişken
TobinsQ- myyi-fb-finkald	0.0008	fb (-)	myyi finkald
TobinsQ- fskb-fb- finkald	0.0006	fb (-)	fskb finkald
TobinsQ- ykyys-fb- finkald	0.0001	fb (-)	ykyys finkald
TobinsQ- tkse-fb- finkald	0,000	fb (-)	tkse finkald
Pddd- myyi-fb- finkald	0,000	myyi (-) fb (-)	finkald
Pddd - fskb-fb- finkald	0,000	fskb (-) fb (-)	finkald
Pddd - ykyys-fb- finkald	0,000	fb (-)	ykyys finkald
Pddd - tkse-fb- finkald	0,000	tkse (-) fb (-)	finkald
Fk- myyi-fb- finkald	0.0873	-	Model Anlamsız
Fk- fskb-fb- finkald	0.1473	-	Model Anlamsız
Fk- ykyys-fb- finkald	0.1555	-	Model Anlamsız
Fk- tkse-fb- finkald	0.1139	-	Model Anlamsız

Panel Regresyon Modeli	Olasılık	Anlamlı Değişken	Anlamsız Değişken
Fna- myyi-fb- finkald	0.0014	fb (-)	myyi finkald
Fna - fskb-fb- finkald	0.0005	fb (-)	fskb finkald
Fna - ykyys-fb- finkald	0.0012	fb (-)	ykyys finkald
Fna - tkse-fb- finkald	0.0008	fb (-)	tkse finkald
Fs- myyi-fb- finkald	0.2446	-	Model anlamsız
Fs - fskb-fb- finkald	0.2593	-	Model anlamsız
Fs - ykyys-fb- finkald	0.268	-	Model anlamsız
Fs - tkse-fb- finkald	0.2555	-	Model anlamsız
Ri- myyi-fb- finkald	0.6223	-	Model anlamsız
Ri - fskb-fb- finkald	0.3674	-	Model anlamsız
Ri - ykyys-fb- finkald	0.579	-	Model anlamsız
Ri - tkse-fb- finkald	0.613	-	Model anlamsız
Ak- myyi-fb- finkald	0.013	myyi (-) fb (-)	finkald
Ak - fskb-fb- finkald	0.045	fskb (-) fb (-)	finkald
Ak - ykyys-fb- finkald	0.088	-	Model anlamsız
Ak - tkse-fb- finkald	0.019	tkse (-) fb (-)	finkald
Ok- myyi-fb- finkald	0.001	myyi (-) fb (-)	finkald
Ok - fskb-fb- finkald	0.016	fskb (-) fb (-)	finkald
Ok - ykyys-fb- finkald	0.003	ykyys (-) fb (-)	finkald
Ok - tkse-fb- finkald	0.003	tkse (-) fb (-)	finkald

Literatürde yapılan incelemelerde kurumsal yönetim ve şeffaflık uygulamaları ile firma değeri arasındaki ilişkinin araştırılması için firma değeri temsilcisi olarak en Tobin's Q oranının sonrasında ise piyasa değeri defter değeri oranının kullanıldığı görülmektedir. Şeffaflık endeksi ve alt endeksler ile firma değeri temsilcilerinden Tobin's Q oranı arasında kurulan modellerde; panel veri analizlerine göre ana endeks ve alt endekslerde tüm modeller istatistiksel olarak anlamlı bulunmuştur. Modellerin kısmi regresyon test sonuçlarına göre mülkiyet yapısı ve yatırımcı ilişkileri, finansal şeffaflık ve kamuyu bilgilendirme endeksi, yönetim kurulu ile yönetimin yapısı ve işleyişi endeksi ve toplam kurumsal şeffaflık endeksi ile Tobin's Q oranı arasında istatistiksel olarak anlamlı sonuçlar elde edilememiştir. Bunun yanında kontrol değişkenleri olarak modele dahil edilen finansal kaldıraç için istatistiksel olarak anlamlı sonuçlar elde edilememiş, sadece firma büyüklüğü için istatistiksel olarak negatif anlamlı sonuçlar elde edilmiştir.

Analiz sonucunda elde edilen bulgulara göre ülkemizde çalışma kapsamına alınan firmalar için çalışma döneminde şeffaflık uygulamaları ile Tobin's Q oranı arasında istatistiki olarak anlamlı ilişkiler bulunmadığı şeffaflık uygulamalarının Tobin's Q oranında herhangi bir değişime neden olmadığı değerlendirilmektedir. Bu sonuçlar Türkiye'de yapılan çalışmalardan Süer (2011)'in çalışması ile benzer ve Yıldırım (2007)'in çalışması ile farklı sonuçlar vermektedir. Gelişmiş olan piyasalarda yapılan çalışmalardan, ABD piyasaları için Brown ve Caylor (2004), Gompers, Ishii ve Metrick (2003), Japonya piyasaları için Hiraki vd. (2003) kurumsal yönetimin firma değerini arttırdığı, Kanada piyasaları için Gupta vd. (2006) firma değerini azalttığı yönünde sonuçlara ulaşmışlardır. Gelişmekte olan piyasalarda yapılan çalışmalardan Brezilya piyasaları için Leal ve Silva (2005), Tayland piyasaları için Jiamsagul (2007), Yunanistan piyasaları için Kanellos ve Karathanassis (2007), Venezuela piyasaları için Garay ve Gonzalez (2008) ve Kore piyasaları için Black, Jang ve Kim (2012) kurumsal yönetim ve şeffaflık uygulamalarının firma değerini arttırdığı, Endonezya piyasaları için Herly ve Sisnuhadi (2011) firma değerini azalttığı yönünde sonuçlara ulaşmışlardır.

Elde edilen bulgulara göre, ülkemizde kurumsal yönetim ve şeffaflık uygulamalarının finansal performansı artırıcı veya azaltıcı etkisinin olmadığı dolayısıyla Tobin's Q oranı özelinde firma değeri üzerinde herhangi bir değişime neden olmadığı,

sonuçlarına ulaşılmıştır. Bu nedenle şeffaflık uygulamalarının firmanın kıt kaynaklarının etkin kullanımını arttırmadığı ve dolayısıyla firma değerine olumlu veya olumsuz yönde bir katkı sağlamadığı şeklinde yorumlanmaktadır.

Firma değeri temsilcisi olarak analizlere dahil edilen; fiyat kazanç oranı ve fiyat satış oranı ile oluşturulan kurumsal şeffaflık endeksi ile alt endeksleri arasında ana endeks ve alt endekslerle kurulan tüm modeller için istatistiksel olarak anlamlı sonuçlar elde edilememiştir. Fiyat nakit akımı oranı ile oluşturulan kurumsal şeffaflık endeksi ve alt endeksleri arasında kurulan tüm modeller için anlamlı sonuçlar elde edilmiş ancak kısmi regresyonlar için istatistiksel olarak anlamlı sonuçlar elde edilememiştir. Firma değeri ile şeffaflık uygulamalarının fiyat kazanç oranı özelinde firma değeri üzerinde etkisi olmadığı yönünde elde edilen sonuçlar, Türkiye’de yapılan çalışmalardan Akdoğan (2009) ile tutarlılık göstermekte Özbay (2009) ile farklılık göstermektedir. Gelişmiş olan piyasalarda yapılan çalışmalardan, İtalya piyasaları için Regalli ve Soana (2012) pozitif anlamlı ilişki ortaya koymuşlardır. Fiyat nakit akımı oranı ve fiyat satış oranı üzerinde elde edilen sonuçlar, Türkiye’de yapılan çalışmalardan Özbay (2009) ile farklılıklar göstermekte Brezilya piyasaları için Leal ve Carvahal-da-Silva (2005) ile tutarlılık göstermektedir. Özbay (2009) şeffaflık uygulamalarının firma değerini düşürdüğünü, Leal ve Carvahal-da-Silva (2005) ise değişime neden olmadığını ileri sürmektedir.

Elde edilen sonuçların istatistiksel olarak anlamlı olmamasının özellikle oranların hesaplanmasında kullanılan satış ve kazanç bölenlerinin örneklem dönemi boyunca yıllara göre çok dalgalı olmasından kaynaklandığı düşünülmektedir. Bununla birlikte analiz dönemi ve analize dahil edilen veri setlerindeki düzeltmelerin sonuçlara doğrudan etki ettiği düşünülmektedir.

Elde edilen bulgulara göre, ülkemizde kurumsal yönetim ve şeffaflık uygulamalarının Tobin’s Q, fiyat kazanç oranı, fiyat satış oranı ve fiyat nakit akımı özelinde firma değeri üzerinde herhangi bir değişime neden olmadığı, sonuçlarına ulaşılmıştır. Bu sonuçlar şeffaflık uygulamalarının şirketin finansal piyasalardaki performansını etkilemediği dolayısıyla firma değerine olumlu veya olumsuz yönde bir katkı sağlamadığı şeklinde yorumlanmaktadır. Elde edilen bulgular nedeniyle ülkemiz piyasası için yatırımcıların yatırım kararları verirken şeffaflık dışında birçok faktörü

göz önüne alarak kararlar verdiği ve firma değerinin şeffaflık uygulamaları dışında çoğunlukla başka (firmanın finansal ve ekonomik durumu, sektör ve ülke faktörü vb.) faktörler tarafından belirlendiği düşünülmektedir.

Firma değeri temsilcisi olarak analize dahil edilen piyasa değeri defter değeri oranı ile kurumsal şeffaflık endeksi ve alt endeksleri arasında yürütülen panel regresyonlar sonucunda yönetim kurulu ile yönetimin yapısı ve işleyişi endeksi dışında toplam kurumsal şeffaflık endeksi ve diğer alt endeksler arasında istatistiki olarak anlamlı fakat negatif ilişkili sonuçlar elde edilmiştir. Bu sonuçlara göre, ülkemizde özellikle mülkiyet yapısı, yatırımcı ilişkileri, finansal şeffaflık, kamuyu bilgilendirmeye yönelik şeffaflık uygulamalarının firma değerini azaltıcı etkisinin olduğu dolayısıyla piyasa değeri defter değeri oranı özelinde firma değeri üzerinde negatif bir değişime neden olduğu sonuçlarına ulaşılmıştır. Bu sonuçlara göre şeffaflık uygulamaları arttıkça firma değeri düşmektedir. Elde edilen bulgular, Türkiye’de yapılan çalışmalardan Süer (2011), Yıldırım (2007) çalışmaları ile farklılık göstermektedir. Uluslararası çalışmalarda elde edilen bulgular çok farklı sonuçlar vermektedir. Gelişmiş olan piyasalarda yapılan çalışmalardan, ABD piyasaları için Patel ve Dallas (2003) kurumsal yönetimin piyasa değeri defter değeri özelinde firma değerini artırdığını, Japon piyasaları için Hiroyuki ve Pascal ise (2008) ise herhangi bir değişime neden olmadığını ileri sürmüşlerdir. Gelişmekte olan piyasalarda yapılan çalışmalardan Patel, Balic ve Bwakira (2002) Asya piyasaları pozitif anlamlı ilişkiler, Brezilya, Polonya ve Kuzey Afrika negatif anlamlı ilişkiler elde etmişlerdir. Kore piyasaları için Black, Jang ve Kim (2012), pozitif ilişki elde ederken, Brezilya piyasaları için Leal ve Carvahal-da-Silva (2005) ise kurumsal yönetim ile piyasa değeri defter değeri oranı arasında herhangi bir ilişki olmadığını ileri sürmüşlerdir. Bu sonuçlar geliştirmekte olan piyasalardaki sonuçların çok farklı olabileceğini göstermektedir.

Şeffaflık endeksleri ve piyasa değeri defter değeri oranı arasında elde edilen negatif yönlü ilişkiler ile firma büyüklüğü ile şeffaflık endeksleri arasındaki yüksek ve pozitif yönlü ilişkiler ile birlikte incelendiğinde firma değerinde yaşanan bu düşüşün şeffaflık uygulamalarından kaynaklı olmadığı, firma büyüklüğünden kaynaklı olduğu düşünülmektedir. Elde edilen bulgulara göre firma büyüklüğü arttıkça ülkemizde şeffaflık uygulamalarının arttığı ve yine firma büyüklüğü arttıkça piyasa değeri defter

değeri oranının istatistiksel olarak güçlü bir şekilde düştüğü ve bu ilişki nedeniyle şeffaflık endeksi arttıkça piyasa değeri defter değeri oranının düştüğü şeklinde değerlendirilmektedir.

Finansal performans göstergesi olarak çalışmaya dahil edilen hisse senetlerinin normalüstü getirileri ile kurumsal şeffaflık endeksi ve alt endekslerle kurulan tüm modeller için istatistiksel olarak anlamlı sonuçlar elde edilememiştir. Kuramsal olarak kurumsal yönetim ve şeffaflık uygulamaları ile firmaların finansal performansları arasında pozitif bir ilişki olduğu savunulsa da literatürde çelişkili sonuçların elde edildiği çalışmalar bulunmaktadır. Bu çalışmada da elde edilen bulgulara göre, ülkemizde kurumsal yönetim ve şeffaflık uygulamalarının finansal performansı artırıcı veya azaltıcı etkisinin olmadığı dolayısıyla normalüstü getirilerde herhangi bir değişime neden olmadığı sonuçlarına ulaşılmıştır.

Elde edilen bu sonuçlar, genel olarak yapılan çalışmalarla farklılıklar göstermektedir. Türkiye piyasalarına yönelik olarak yapılan çalışmalardan Churaev (2003), Akdoğan (2009) ile farklı; Dağlı v.d. (2010) ile benzer sonuçlar elde edildiği görülmektedir. Uluslararası çalışmalar incelendiğinde gelişmekte olan piyasalardan Yunanistan için Kanellos ve Karathanassis (2007) endeks ile normalüstü getiriler arasında negatif ilişkiler bulurken, Tayland piyasaları için Jiamsagul (2007), Yeni Zelanda piyasaları için Bathula (2008), pozitif ilişkiler bulmuşlardır. Gelişmiş piyasalardan ABD’de Ertuğrul ve Hedge (2009) ve Gompers, Ishii, Metrick (2003), Khanna, Palepu, Srinivasan (2004), pozitif ilişki bulunduğu sonucuna ulaşmışlardır.

Bu farklılıkların sebepleri irdelendiğinde, çalışma dönemi ve çalışmada kullanılan ekonometrik modellerin ve kullanılan şeffaflık endekslerinin de önemli olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Tek dönem yapılan çalışmalarda elde edilen sonuçların tesadüfi olduğu mevcut değişimlerin sadece şeffaflık ile açıklanamayabileceği ve analizlerin içine diğer tüm faktörlerin eklenmemesi sonucu içselliğin meydana geldiği düşünülmektedir. Bununla birlikte sağlıklı sonuçlar alabilmek için uzun dönemli bir analiz yapılması gerektiği ve içselliğin önüne geçmek için literatürde yoğun olarak etkisi olduğu düşünülen değişkenlerin analize kontrol değişkeni olarak katılması ve bu şekilde değerlendirme yapılması gerektiği değerlendirilmektedir.

Son olarak faaliyet performans göstergesi olarak çalışmaya dahil edilen aktif karlılığı ve özsermaye karlılığı ile kurumsal şeffaflık endeksi ile alt endeksleri arasındaki ilişkiler incelenmiştir. Aktif karlılığı için yönetim kurulu ile yönetimin yapısı ve işleyişi endeksi dışında kalan tüm modeller için istatistiksel olarak anlamlı negatif yönlü sonuçlar elde edilmiştir. Aktif karlılığı ile kurumsal şeffaflık endeksi, mülkiyet yapısı ve yatırımcı ilişkileri, finansal şeffaflık ve kamuyu bilgilendirme endeksleri arasında anlamlı ancak zayıf negatif ilişkiler bulunmuştur. Örneklem dönemi boyunca firmaların kurumsal şeffaflıklarında yaşanan değişimlerin aktif karlılıklarında negatif ancak düşük değişimlere neden olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

Elde edilen bulgulara göre, ülkemizde şeffaflık uygulamalarının firma faaliyet performansını zayıf oranda da olsa azaltıcı etkisinin olduğu dolayısıyla aktif karlılığı oranı özelinde firma performansı üzerinde negatif bir değişime neden olduğu sonuçlarına ulaşılmıştır.

Teoriye göre kurumsal yönetim ve şeffaflık uygulamaları ile firma faaliyet performansı arasında pozitif bir ilişki olduğu savunulsa da literatürde çelişkili sonuçların elde edildiği çalışmalar bulunmaktadır. Elde edilen bulgular, Türkiye’de yapılan çalışmalardan Yıldırım (2007) ile tutarlılık ancak Akdoğan (2009) ile farklılık göstermektedir. Yıldırım (2007) aktif karlılığı ve özsermaye karlılığı ile kurumsal yönetim endeksi arasında anlamlı ve negatif ilişki, Akdoğan (2009) ise anlamlı ve pozitif ilişki bulmuşlardır. Yurtdışı çalışmalar incelendiğinde ise yine farklı sonuçların olduğu görülmektedir. Gelişmekte olan ülkelere Tayland piyasaları için Jiamsagul (2007) ve Yeni Zelanda piyasaları için Bathula (2008) yapmış oldukları çalışmalarda aktif karlılığı ile şeffaflık endeksleri arasında pozitif ve anlamlı ilişkiler olduğunu tespit etmişlerdir. Gelişmiş ülkelere ABD piyasaları için Bhagat ve Bolton (2008) çalışmalarında aktif karlılığı ile şeffaflık endeksleri arasında pozitif anlamlı ilişki, Ettredge v.d. (2002) negatif ilişki olduğu sonucuna ulaşmışlardır.

Özsermaye karlılığında kurumsal şeffaflık endeksi, mülkiyet yapısı ve yatırımcı ilişkileri, finansal şeffaflık ve kamuyu bilgilendirme ve yönetim kurulu ile yönetimin yapısı ve işleyişi endeksleri arasında anlamlı ve yine negatif ilişki bulunmuştur. Çalışma kapsamında incelenen özsermaye karlılığı ile kurumsal şeffaflık endeksi arasındaki ilişkinin ölçümü neticesinde ortaya çıkan sonuçlar göstermektedir ki,

Ülkemizde Şeffaflık uygulamalarının firma faaliyet performansını azaltıcı etkisinin olduğu dolayısıyla zsermaye karlılığı oranı özelinde firma performansı üzerinde negatif bir değişime neden olduğu sonuçlarına ulaşılmıştır. Bu sonuçlara göre, firmaların Şeffaflık dereceleri arttığında zsermaye karlılığında düşüş yaşanmaktadır ve Şeffaflık uygulamaları faaliyet performansını olumsuz yönde etkilemektedir.

Elde edilen sonuçlar, Türkiye’de yapılan çalışmalardan Yıldırım (2007) ile tutarlılık, ancak Akdoğan (2009) ile farklılık göstermektedir. Yurtdışı alıŐmalardan ABD piyasaları için Ertuğrul Hedge (2009), üç farklı kurumsal yönetim endeksi ile zsermaye maliyeti arasındaki ilişki analizinde birinci kurumsal yönetim endeksi ile zsermaye maliyeti arasında zayıf ilişki, ikincisi ile pozitif ilişki, üçüncüsü ile negatif ilişki bulmuştur. Yine ABD piyasaları için Brown ve Caylor (2004) GovScore ve G-Index olarak iki kurumsal yönetim endeksi ile zsermaye maliyeti ilişkisini araştırdığı çalışmasında daha iyi GovScore endeksine sahip firmaların daha yüksek zsermaye karlılığına, daha yüksek G-Index skoruna sahip firmaların ise daha düşük zsermaye karlılığına sahip olduklarını belirtmişlerdir. İngiltere piyasaları için Bauer, Guenster ve Otten (2004) zsermaye karlılığı ile kurumsal Şeffaflık endeksleri arasında negatif ilişki bulunduğu sonucuna ulaşmışlardır.

Bauer, Guenster ve Otten (2004), aktif karlılığındaki bu düŐüŐü kurumsal yönetim ve Şeffaflık uygulamaları arttığıa firmaların kar açıklamada daha muhafazakr davrandıklarını ve özellikle kötü yönetilen firmalar için Şeffaflık arttığıa kar açıklamalarının daha gerçek faaliyetlere uygun olarak aıklandđını belirtmektedir. Ertuğrul ve Hedge (2009) ise yaşanan bu düŐüŐü kurumsal Şeffaflık endeksi olarak seçtiği  endeksten sadece birisinde yaŐandđını ve endeks seçiminin bu düŐüŐte etkili olduğunu belirtmektedir.

SONUÇ

Firmaların daha fazla şeffaflık uygulamalarına sahip olmaları gerektiğinin önemi özellikle uluslararası piyasalarda yaşanan finansal krizler ve şirket skandallarından sonra bütün dünyada daha iyi anlaşılmaya başlanmıştır. 2008 yılında uluslararası piyasaları etkileyen finansal krizde olduğu gibi şeffaflık uygulamalarının eksikliği finansal istikrar ve bütünlüğü olumsuz olarak etkileyebilmektedir. ABD’de yaşanan WorldCom ve Enron gibi muhasebe skandalları veya İtalya’daki Parmalat olayları gelişmiş ülkelerde ve bu ülkelerdeki şirketlerde bile muhasebe ve finansal uygulamalara dayalı eksikliklerden kaynaklanan problemlerin giderilmesinde yetersiz kalılabildiğini göstermektedir. Özellikle Amerika’da meydana gelen Enron skandalı ile birlikte sadece gönüllülük esasına dayalı bir kurumsal yönetim anlayışının yeterli olmayacağı konusunda yoğun tartışmalar yaşanmış ve ardından 2002 yılında Sarbanes-Oxley Kanunu yürürlüğe girmiştir. Bu kanunla piyasaya duyulan güvenin yeniden sağlanması için zamanında doğru ve güvenilir bilgilerin kamuoyuyla paylaşılması hususunda firmalara zorunluluk getirilmektedir. Yine aynı şekilde Avrupa Birliği’nin Şeffaflık Direktifi 2004 yılında kabul edilmiş ve burada sermaye piyasalarının etkinliğinin artırılması için şeffaflığın da artırılması gerektiği hususu ön plana çıkmıştır. Bu düzenlemeleri, dünyadaki diğer ülkelerde yapılan benzer düzenlemeler takip etmiştir.

Ülkemizde ise bu alanda TÜSİAD’ın öncü rolü ön plana çıkmakta, bunu SPK takip etmektedir. 2001 yılında TÜSİAD çatısı altında oluşturulan çalışma grubunun çabalarıyla, 2002 yılında hazırlanan "Kurumsal yönetim: En iyi uygulama kodu" rehberi ülkemizde bu alandaki ilk uygulama niteliğindedir. Bu çalışmanın ardından Sermaye Piyasası Kurulu, 2003 yılında "Sermaye Piyasası Kurulu Kurumsal Yönetim İlkeleri" çalışmasını yayımlamış, uluslararası gelişmeleri dikkate alarak 2005 ve 2010, 2011 2012, 2013 ve 2014 yıllarında bu ilkeleri güncellemiştir. 2011 yılında 654 Sayılı KHK’nın SPK’ya vermiş olduğu yetki doğrultusunda ilkeler, ulusal ve uluslararası finansal gelişmeler dikkate alınarak değişiklikler yapılmak suretiyle SPK tarafından tebliğ niteliğinde bir düzenlemeye dönüştürülmüştür. Bu düzenleme ile Kurumsal Yönetim İlkeleri yeniden ve daha ayrıntılı olarak düzenlenmiş ve payları Borsa İstanbul’da işlem gören özel sektörde ve kamuda faaliyet gösteren tüm anonim şirketlere, mezkûr ilkelerin önemli bir bölümüne uyma zorunluluğu getirilmiştir.

Bu çalışma, finansal bilgilerle birlikte şirketin temel amaçlarının, yönetim yapılarının, politika ve uygulamalarının da kamuya açıklanması hususunda ticari sır kapsamında olmayan ve şirketin rekabet gücünü engellemeyecek bilgilerin, bu bilgilerden yararlanacak kişi ve kuruluşların karar vermelerine yardımcı olacak şekilde açıklanması olarak tanımlanan kurumsal şeffaflık ve kamuya açıklama uygulamalarına yönelik olarak endeks oluşturulması, oluşturulan bu endeks ve alt endeksler ile firma değeri ve firma performans göstergeleri arasındaki ilişkinin varlığının araştırılması ve olası nedenlerinin tespit edilmesi amacı ile yapılmıştır.

Bu çalışmada dünyada birçok ülkede ve birçok şirket için kullanılan Standart&Poor's tarafından geliştirilen "Şeffaflık ve Kamuya Açıklama Endeksi" metodolojisi kullanılmıştır. Bu yöntemle göre, örneklem kapsamında belirlenen firmalara ilişkin mülkiyet yapısı ve yatırımcı ilişkileri, finansal şeffaflık ve kamuyu bilgilendirme, ve yönetim kurulu ile yönetimin yapısı ve işleyişi olmak üzere her üç alt kategoriye ilişkin endeksler oluşturulmuş ve bunların toplamından oluşan toplam şeffaflık skoru elde edilmiştir. Oluşturulan alt endeksler, kurumsal şeffaflık uygulamalarının hangi alanlarda daha iyi olduğunu, hangi alanlarda ise uygulamaların geliştirilmesi gerektiğini yakından göstermektedir.

Oluşturulan ana endeks ve alt endeksler ile firma değeri ve firma performans göstergeleri arasında bir ilişki olup olmadığını araştırmaya yönelik olarak "*Hisse senetlerine ilişkin şeffaflık endeksleri ile firma değerleri ve firma performansları arasında bir ilişki yoktur.*" hipotezi ortaya atılmıştır. Hipotezin testi için sekiz farklı bağımlı değişken kullanılmıştır. Modelde kullanılan bağımlı değişkenler; Tobin's Q oranı, fiyat kazanç oranı, piyasa defter değeri oranı, fiyat nakit akımı oranı, fiyat satış oranı, hisse senetlerinin aylık normalüstü getirileri, özsermaye karlılıkları ve aktif karlılıklarıdır. Bağımsız değişkenler olarak, S&P'nin metodolojisi takip edilerek oluşturulan şeffaflık ve kamuya açıklama endeksi kullanılmıştır. Bu endeksler mülkiyet yapısı ve yatırımcı ilişkileri, finansal şeffaflık ve kamuyu bilgilendirme, yönetim kurulu ile yönetimin yapısı ve işleyişi ile bu üç kategorinin toplamı olan toplam kurumsal şeffaflık endeksi olarak modele dahil edilmişlerdir. Literatür çalışmaları incelendiğinde bir kısım bağımsız değişkenler, kontrol değişkenleri olarak kullanılmaktadır. Bu şekilde kurumsal şeffaflık ve alt endeksleri dışında bağımlı değişkenleri açıklama konusunda etkisi olabilecek diğer değişkenler de kontrol değişkeni olarak modele dahil edilerek, bağımsız değişkenin

etkisi ortaya çıkarılmaya ve modeldeki içsellik önüne geçilmeye çalışılmaktadır. Modelimize dahil edilen kontrol değişkenleri, şirketlerin net satışlarının logaritmik dönüşümleri olarak firma büyüklüğü ve toplam borcun aktif toplama oranı olan finansal kaldıraçtır. Bu hipotezin doğruluğunu test etmek için ekonometrik yöntemler takip edilerek çalışma sonucunda ilişkilerin varlığı veya yokluğu ile yönü ve büyüklüğü hakkında anlamlı ve güçlü sonuçlara ulaşılması hedeflenmiştir.

Panel veri analizinde yöntem seçimi ve varsayımların testlerinin sonrasında modellerin analizine geçilmiştir. Bütün modellerde toplam 29 yatay kesit ve 156 periyottan oluşan 29 hisse senedine ait toplam 4524 gözlem verili dengeli panel (balanced panel) ile bir havuz oluşturulmuştur. Bu analizler çerçevesinde kurumsal şeffaflık endeksi ve alt endeksleri ile firma değeri temsilcisi ve firma performans göstergeleri arasında modeller kurulmuştur. Bu modellerde şeffaflık endekslerinde yaşanan değişimin firma değeri temsilcisi veya firma performans göstergesi üzerinde ne kadarlık bir değişime neden olduğu incelenmiştir.

Yapılan ekonometrik analizler neticesinde elde edilen sonuçlara göre ülkemizde Tobin's Q oranı ile kurumsal şeffaflık endeksleri arasında ana endeks ve alt endeksler için kurulan tüm modellerde istatistiki olarak anlamlı sonuçlar elde edilememiştir. Firma değeri temsilcisi olarak analizlere dahil edilen; fiyat kazanç oranı ve fiyat satış oranı ile oluşturulan kurumsal şeffaflık endeksi ile alt endeksleri arasında ne ana endeks için ne de alt endekslerle kurulan tüm modeller için istatistiksel olarak anlamlı sonuçlar elde edilememiştir. Fiyat nakit akımı oranı oluşturulan kurumsal şeffaflık endeksi ile alt endeksleri arasında kurulan tüm modeller için anlamlı sonuçlar elde edilmiş ancak kısmi regresyonlar için istatistiksel olarak anlamlı sonuçlar elde edilememiştir. Finansal performans göstergelerinden hisse senetlerine ait normalüstü getiriler ile toplam şeffaflık endeksi ve alt endeksleri arasında anlamlı sonuçlar elde edilememiştir. Piyasa değeri defter değeri oranı ile kurumsal şeffaflık endeksi ve alt endeksleri arasında yürütülen panel regresyonlar sonucunda yönetim kurulu ile yönetimin yapısı ve işleyişi endeksi dışında toplam kurumsal şeffaflık endeksi ve diğer alt endeksler arasında istatistiki olarak anlamlı fakat negatif ilişkili sonuçlar elde edilmiştir. Son olarak faaliyet performans göstergeleri olarak çalışmaya dahil edilen aktif karlılığı ve özsermaye karlılığı ile kurumsal şeffaflık endeksi ve alt endeksler arasında kurulan modellerde, istatistiki

olarak anlamlı ilişkiler elde edilmiş, kısmi regresyon test sonuçlarına göre her bir endeks için istatistiksel olarak anlamlı negatif ilişkiler bulunmuştur.

Çalışma sonucunda elde edilen önemli bulgulardan bir tanesi, finansal şeffaflık ve kamuyu bilgilendirme kategorisine ait endeksin, firmaların performansları üzerinde daha fazla olumlu etkisi olduğu yönündeki sonuçlardır. Özellikle finansal şeffaflık ve kamuyu bilgilendirmeye ilişkin oluşturulan endeksin, mülkiyet yapısı ve yatırımcı ilişkileri endeksi ve yönetim kurulu ile yönetimin yapısı ve işleyişi endeksine göre analiz kapsamında anlamlı bulunan değişkenleri daha güçlü açıkladığı sonucuna ulaşılmıştır. Elde edilen bu sonuç, ülkemizde yatırım yapan kişi ve kurumların finansal şeffaflığa çok daha fazla önem verdiğini, finansal şeffaflık konusunda yapılan açıklamalara daha duyarlı olduğunu ve yatırım kararlarını bu şekilde yönlendirdiklerine dair bilgiler vermektedir.

Çalışma sonucunda elde edilen önemli bulgulardan bir diğeri ise firma büyüklüğü arttıkça şeffaflık ve kamuya açıklama düzeyinin arttığıdır. Çalışmanın uygulama kısmının ilk bölümünde yapılan değişkenler arasındaki korelasyon analizi sonuçlarında, firma büyüklüğü ile şeffaflık endeksleri ve alt endeksleri arasında pozitif yönlü korelasyonlar çıkması ve anlamlı çıkan tüm modellerde kontrol değişkeni olarak kullanılan firma büyüklüğü değişkeninin de anlamlı olması, firma büyüklüğü ile şeffaflık endeksi arasındaki ilişkiyi ortaya koymaktadır. Bu sonuçlar, Cai v.d. (2002), Patel ve Dallas (2003), Garay ve Gonzalez (2008) ve Leal ve Carvahal-da-Silva'da (2005) çalışmalarıyla tutarlılık gösterdiği ve bu çalışmalarda gözlemlendiği gibi daha büyük şirketlerin daha iyi şeffaflık uygulamalarına sahip olma eğilimlerinin analizde kullanılan 29 şirket için geçerli olduğunu göstermektedir.

Günümüzde gelişmiş ülkeler kurumsal şeffaflık uygulamalarını üst düzeye çıkarmayı hedeflemektedirler. Ülkemizdeki yasal gelişmelerin yanında düzenleyici otoritelerin kurumsal yönetim alanına ilgi gösterdikleri bu alandaki gelişmelerin ve değişimlerin ülkemize uyarlanmaya çalışıldığı, şeffaflık uygulamalarını teşvik edici önlemler alınarak şirketlerin bu uygulamalara geçmelerinin istendiği görülmektedir. Sermaye Piyasası Kurulu'nun 2003 yılında yayımlamış olduğu Kurumsal Yönetim İlkeleri ile başta halka açık anonim ortaklıklar olmak üzere, özel sektör ve kamuda faaliyet gösteren tüm anonim şirketlere yol gösterici bir takım ilkeler ve kurallar

oluşturulmuştur. Bu ilkelerin bir kısım şirketler tarafından önemli ölçüde benimsenmiştir. Bununla birlikte bu ilkelerin bir kısmı 2011 yılında öncelikle BİST 30'da faaliyet gösteren ve finansal olmayan şirketler için, daha sonrasında ise gelişen işletmeler piyasası ve gözaltı pazarında işlem görenler hariç olmak üzere payları BİST'te işlem gören halka açık şirketler için zorunlu uygulama olarak düzenlenmiştir. 2007 yılında hesaplanmaya başlanan BIST Kurumsal Yönetim Endeksi'nde 2014 Haziran ayı itibarıyla 35 şirket kurumsal yönetim notu alarak yer almaktadır. Önümüzdeki dönemde bu sayının giderek artması ve gelişmiş ülkeler seviyesine çıkması arzu edilen bir durumdur. Bu sayede piyasa etkinliğinin bilginin daha fazla piyasalarla paylaşılmasıyla giderek artması beklenmektedir.

Bu çalışma kapsamında oluşturulan şeffaflık endeksi ile ortaya çıkan bir gerçek de ülke olarak henüz bazı standartları yakalayamamış olmamızdır. S&P tarafından kullanılan metodolojide uygulanan bazı kriterlere çalışma kapsamında örnekleme dahil edilen firmaların hemen hemen hiçbirinin kamuya açıklamalarında yer verilmemesi ve dolayısıyla o kriterler için not alamaması dikkat çeken bir husustur. Bunun yanında uygulama dönemi olan 2000 dönemi ile 2012 dönemi arasındaki gelişme dikkate alındığında son 13 yıllık süreçte önemli mesafeler alındığı görülmektedir. Son yıllardaki yasal düzenlemelerle halka açık şirketlerin daha fazla şeffaflık uygulamalarına yönlendirilmesi ekonomik etkinliğin artmasına ve kriz ortamlarında ekonominin güçlü durmasına katkı sağlayacaktır.

Şeffaflık uygulamaları serbest piyasa mekanizması içinde bilgi akışını firmalardan yatırımcılara erken ve etkin bir şekilde aktararak disiplini sağlamaktadır. Buna ilave olarak şeffaflık belirsizlik zamanlarında piyasa oyuncularına bilgi sağlayarak piyasaların istikrarına katkı sağlamakta ve açıklanmış politikaların etkinliğine yardımcı olmaktadır. Zamanında kamuya yapılan bilgilendirme, piyasada yaşanabilecek krizlerin maliyetini azaltabilir ve karar vericiler piyasada yaşananlar hakkında daha fazla bilgi sahibi olabilirler. Sonuç olarak, şeffaflık yatırımcılar için iyi firmalardan kötü firmaları ayırt edebilmelerine ve ekonomik kararlarını vermelerine yardım eder, finansal krizler zamanında daha kırılgan firmaları tespit edebilmelerine katkıda bulunur.

Türkiye'de kurumsal yönetim ve şeffaflık ile performans göstergeleri arasındaki ilişkilerin ortaya çıkarılması amacıyla yapılan çalışmalar incelendiğinde çoğunlukla

örneklem döneminin tek dönem şeklinde ele alındığı görülmektedir. Bununla birlikte birkaç dönem şeklinde oluşturulan örneklem veri setlerinin ise dönem uzunluklarının çok kısa olması, veri setine dahil edilen firma sayısının çok az olması, oluşturulan havuzun veri setinin çok düşük olması sorunları göze çarpmaktadır. Kurumsal şeffaflık uygulamaları ile firma performanslarının arasındaki ilişkilerin ortaya çıkarılması amacıyla yapılan çalışmaların daha uzun bir zamana yayılmış perspektifte panel veri oluşturularak incelenmesi daha olumlu sonuçlar verecektir. Çünkü tek dönemlik çalışmalarda firma değerine veya firma performans göstergelerine, şeffaflık uygulamalarının etkisinin incelenmesi sonucunda dönemsel birçok faktörün etkisinin göz ardı edileceği düşünülmektedir. Aynı zamanda birden çok ancak kısa dönemli analizlerde de ortaya çıkacak olan serbestlik derecesi sorununun, analizlerde sahte sonuçlara yol açabileceği düşünülmektedir. Bu nedenle yaptığımız bu çalışmada örneklem döneminin 13 yıl gibi uzun bir dönemi kapsamayı seçilen firmaların uzun dönemli verileri kullanılarak bir şeffaflık endeksi oluşturulması çalışmanın güçlü yanlarından birisini oluşturmaktadır. Çalışmada firma değeri ve firma performans göstergeleri ile şeffaflık endeksleri arasındaki ilişkinin uzun dönemde ölçülmesi sonucunda ortaya çıkan sonuçların daha sağlıklı olduğu değerlendirilmektedir.

Bilindiği üzere ülkemizde kurumsal yönetim uygulamaları, firmalar için ilk olarak 2003 yılında SPK tarafından açıklanan ilkeler ile başlamış ve bu ilkeler 2005 ve 2010 yılında revize edilmiş, 2011 yılında tebliğ haline getirilip halka açık şirketler için düzenleme haline getirilmiştir. Bu kapsamda kurumsal yönetim ve şeffaflık uygulamalarına ilişkin düzenlemeler çok yeni olup, öncesinde firmalar nezdinde ilke olarak hayata geçirilmekteydi. Yapmış olduğum bu çalışmada serbestlik derecesi sorununa yol açmaması ve ülkemizdeki kurumsal yönetim uygulamalarının önceki dönem eğilimlerin de analize dahil edilmesi amacıyla 2000 yılı başlangıç tarihi olarak belirlenmiş, bu yılın alınmasında önceki yıllara ait verilerin bulunmasında yaşanacak olan sorunlar da göz önüne alınmıştır. 2000 yılı ile 2012 yılı arasındaki şeffaflık uygulamalarındaki değişimin ve bu değişimin firma değerine ve firma performansına etkisinin bir eğilim şeklinde ölçülmesinin hedeflendiği çalışmada, çalışma döneminin ilk yarıyılı kurumsal yönetim kapsamında şirketler için çok fazla uygulama alanı bulamamıştır. Özellikle 2003 ve sonrasında 2005 ve sonrası yapılan düzenlemeler firmalar tarafından dikkate alınmış ve uygulamaya geçilmiştir. Firmaların 2011 yılından itibaren kurumsal yönetim ve şeffaflık uygulamalarını daha fazla hayata

geçirecekleri düşünöldüğünde, ilerleyen zamanda kurumsal yönetim ve şeffaflık uygulamalarını konu alan analizleri yapmak ölkemiz açısından daha kolay hale gelecektir. Bundan sonra yapılacak çalışmalarda uygulama dönemi başlangıç tarihi olarak SPK tarafından yayınlanan ilkelerin ilk tarihi olan 2003 yılı veya ilk kapsamlı revize tarihi olan 2005 yılının alınması ve karşılaştırmalar için 2011 yılının da kritik eşik olarak belirlenmesinin, Türkiye piyasaları için daha farklı yönde sonuçlar verebileceği düşünölmektedir.

Son olarak kurumsal şeffaflık kapsamında yapılacak çalışmalarda firma değeri temsilcisi veya performans göstergesi olarak kullanılacak değişkenlerin belirlenmesinde ve araştırılmasında az sayıda değişkene odaklanılması ve elde edilen sonuçların gelişmekte olan ve gelişmiş piyasalarla karşılaştırmalarının yapılmasının ve elde edilen bu sonuçların ölkemiz nezdinde irdelenmesinin uygulamaların etkinliğinin ölçölmesi için önemli olacağı düşünölmektedir. Ortaya çıkacak sonuçların ve yorumların Türkiye piyasasına yön verebileceği ve bu şekilde piyasalara faydalı olabileceği düşünölmektedir.

KAYNAKÇA

- Adolph, A. Berle,
Gardiner, C. Means:
The Modern Corporation and Private Property
New York: Commerce Clearing House, New York,
The Mcmillan Company, 1932; 1991.
- Ağca, Ahmet,
Önder Şerife:
“Türkiye’de Gönüllü Kamuyu Aydınlatma: İMKB’de
Yer Alan İşletmeler Üzerine Bir Araştırma”,
Muhasebe ve Finansman Dergisi, 34, Nisan 2007,
s. 133-143.
- Akdoğan, Yunus E.,
“Kurumsal Yönetim ve İMKB 100 Endeksi Üzerine
Bir Uygulama,” Yayınlanmamış yüksek Lisans Tezi,
Konya, 2009.
- Akerlof, George A.:
“The Market for Lemons: Quality Uncertainty and the
Market Mechanism,” **Quarterly Journal of
Economics**, 84, August 1970, p.488-500.
- Akgüç, Öztin:
Finansal Yönetim, Avcıol Basım, İstanbul, 1998.
- Akkaya, Cenk:
Muhasebe ve Finansman Dergisi, Sayı 27 -
Temmuz 2005 S.47-54
- Aksu, Mine,
Kösedağ, Arman:
“İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Şirketlerinin
Şeffaflık ve Kamuyu Bilgilendirme Bakımından
Derecelendirilmesi” 1st International and 7th National
Conference of Accountancy in Turkey: **Corporate
Governance and Auditing**, Antalya, 2005, s. 20-24,
- Aksu, Mine,
Kösedağ, Arman:
“Transparency and Disclosure Scores and Their
Determinants in The Istanbul Stock Exchange,”
Corporate Governance: **An International Review**,
Vol.14, No. 4, 2006, s. 277-296.

- Aktaş, Ramazan,
Doğanay, M. Mete :
"Gelişmekte Olan Hisse Senedi Piyasalarının Piyasa Verilerine Göre Gruplanması, **BDDK Bankacılık ve Finansal Piyasalar Dergisi**, cilt 1, sayı 2, 2007, s.77-92.
- Albuquerque, Rui,
Wang, Neng:
"Agency Conflicts, Investment, and Asset Pricing," **Journal of Finance, American Finance Association**, Vol. : 63(1), 2008, s. 1-40, 02.
- Alchian, Armen A,
Demsetz, Harold:
"Production , Information Costs, and Economic Organization" **American Economic Review**, Vol:62, 1972, p. 777-795
- Alparslan, Melike:
"Şeffaflığın Önemi Üzerine Bir Değerlendirme," **Türkiye Bankalar Birliği Bankacılık ve Araştırma Grubu**, 2002.
- Andradea, Sandro
C., Bernile,
Gennaro, Hood,
Frederick M.:
"SOX, Corporate Transparency, and the Cost of Debt," **Journal of Banking & Finance**, 38, 2014, s. 145–165
- Ararat, Melsa,
Balic, Amra:
"Corporate Governance: Turkish Transparency and Disclosure Survey", 2005 (Çevrimiçi)
<http://cgft.sabanciuniv.edu/sites/cgft.sabanciuniv.edu/files/Officialreport2005.pdf>,
- Ararat, Melsa,
Uğur, Mehmet:
"Corporate Governance in Turkey: An Overview and Some Policy Recommendations," **Corporate Governance**, Vol.3 No.1, 2002,s. 58-75.
- Ararat, Melsa:
"Kurumsal Yönetim ve Şeffaflık", 6.Muhasebe Denetimi Sempozyumu, **İSMMMO**, 16-19 Nisan. 2003, (Çevrimiçi)
<http://archive.ismmmo.org.tr/docs/sempozyum/06Sempozyum/2oturum/MelsaArarat.pdf> (10.12.2013)

Aras, Güler,
Müslümov, Alövsat:

“Kredi Piyasalarında Asimetrik Bilgi ve Bankacılık Sistemi Üzerindeki Etkileri”, İktisat, **İşletme-Finans Dergisi**, sayı 222, 2004, s.55-65.

Arcot, Sridhar,
Bruno, Valentina:

“Silence is not Golden: Corporate Governance Standards, Transparency, and Performance,” **RICAFE 2 Working Paper / London School of Economics and Political Science**, 2011, s. 1-55.

Arellano, Manuel:

“Computing Robust Standard Errors for Within-Groups Estimators” **Oxford Bulletin of Economics and Statistics**; 49(4), 1987, s. 431-434.

Arı, Mustafa:

“Finansal Raporlama Skandalları ve Mali Tabloların Güvenirliliği”, **Dumlupınar Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi**, Sayı-23, 2009, s.409-419

Arslantaş, Cüneyt
C., Fındıklı, Mine
A.:

“İMKB-50’de Yer Alan Şirketlerin Yönetim Kurulu Yapılanmaları,” **İstanbul Üniversitesi İşletme Fakültesi Dergisi**, Cilt:39, Sayı:2, 2010, s. 258-275

Arsoy, Poroy Aylin:

“Kurumsal Şeffaflık ve Muhasebe Standartları” **Afyon Kocatepe Üniversitesi İ.İ.B.F. Dergisi**, , S II, 2008, s. 17-38.

Artan, Seyfettin:

“Enflasyon-Ekonomik Büyüme İlişkisi: Literatür ve Uygulama,” Doktora Tezi, Karadeniz Teknik Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Trabzon, 2004.

Ashbaugh, Hollis,
Collins, Daniel W.,
Lafond, Ryan:

“Corporate Governance and The Cost of Equity Capital,” **The Accounting Review**, Vol.: 72(3), 2004, s. 329-349

Asteriou, Dimitrios
Stephen, G. Hall:

Applied Econometrics: A Modern Approach Using EViews and Microfit, Palgrave Macmillan, New York 2007.

- Bae, Kee-Hong,
Jun-Koo Kang,
Jin-Mo Kim: "Tunneling or Value Added? Evidence from Mergers by Korean Business Groups," **Journal of Finance** 57: 2002, s. 2695-2740.
- Balic, Amra: "Corporate Governance: Turkish Transparency and Disclosure Survey 2007: Pace of Improvement has Slowed," 2007, (Çevrimiçi) www.standardandpoors.com/ratingsdirect (22.07.2013)
- Baltagi, Badi H.: **Econometric Analysis of Panel Data**, Third Edition, John Wiley&Sons Inc, England 2005.
- Bandsuch Mark,
Pate Larry,
Thies, Jeff: "Rebulding Stakeholder Trust in Business Through Principle Centered Leadership and Transparency in Corporate Governance", **Ethics in Corporate Governance Conference**, Seattle University, Washington, 2006, s. 99-127.
- Bathula, Hanoku: "Board Characteristics and Firm Performance: Evidence from New Zealand", Yayınlanmamış Doktora Tezi, Auckland University of Technology, 2008.
- Bauer, Rob,
Guenster, Nadja,
Otten, Roger: "Empirical Evidence on Corporate Governance in Europe: The Effect on Stock Returns, Firm Value and Performance," **Journal of Asset Management**, Vol.: 5-2, 2004, s. 91-104.
- Bebchuk, Lucian,
Alma Cohen, and
Allen Ferrell: "What Matters in Corporate Governance?" Discussion Paper No. 491, John M. Olin Center for Law, Economics, and Business, Harvard Law School, 2004, s. 783-827
- Beiner, Stefan,
Schmid, Marcus
M.: "Agency Conflicts, Corporate Governance, and Corporate Diversification Evidence from Switzerland," **Unpublished Manuscript**, New York University, 2005.

- Berglof, Erik,
Anete, Pajuste:
"What do Firms Disclose and Why? Enforcing Corporate Governance and Transparency in Central and Eastern Europe, **Oxford Review of Economic Policy**, Vol:21, No:2, 2005, s. 178-197
- Bhagat, Sanjai,
Black, Bernard:
"The Uncertain Relationship between Board Composition and Firm Performance." **Business Lawyer**, 54,1999, s.21-63.
- Bhagat, Sanjai,
Bolton, Brian:
"Corporate Governance and Firm Performance," **Journal of Corporate Finance**, 14, 2008, s. 257-273,
- Bhagat, Sanjai,
Jefferis, Richard H.:
The Econometrics of Corporate Governance Studies, The MIT Press 2002,
- Bhargava, Alok, L.
Franzini, W.
Narendranathan:
"Serial Correlation and the Fixed Effects Model," *The Review of Economic Studies* 49(4),1982, s. 553-549.
- Black, Bernard S.:
"The Corporate Governance Behavior and Market Value of Russian Firms," **Emerging Markets Review**, 2, 2001, s. 89–108.
- Black, Bernard, S.
Kim, Woonchan,
Jang, Hasung,
Park, Kyung-Suh:
"How Corporate Governance Affects Firm Value: Evidence on Channels from Korea" **ECGI - Finance Working Paper**, No. 103/2005, 2012, (Çevrimiçi) <http://ssrn.com/abstract=1365945> (17.01.2014)
- Boje, David M.,
Adler, Terry,
Black, Janice A.,:
"Theatrical Fagades and Agents in a Synthesized Analysis from Enron Theatre; Implications to Transaction Cost and Agency Theories," **Journal of Critical Postmodern Organization Science**, Vol.3, Iss. 2; 2005, s. 39-56.
- Bonson, Enrique,
Escobar, Tomas:
"Digital Reporting in Eastern Europe: An Empirical Study", **International Journal of Accounting Information Systems**, Vol. 7, No. 4, Aralık 2006, ss. 299-318.

- Borgia, Frammetta: "Corporate Governance & Transparency Role of Disclosure: How Prevent New Financial Scandals and Crimes?", **American University Transnational Crime and Corruption Center School of International Service**, 2005
- Botosan, Christine A.: "Disclosure Level and the Cost of Equity Capital", **The Accounting Review**, Vol. 27, Iss 3, 1997, s.323-349.
- Botosan, Christine, Plumlee, Marlene: "A Re-Examination of Disclosure Level and the Expected Cost of Equity Capital", **Journal of Accounting Research**, 2001, s. 21-40.
- Breusch, Trevor, S., Pagan A.Rodney: "The Lagrange Multiplier Test and Its Applications to Model Specification in Econometrics," **Review of Economic Studies**, 47(1), 1980, s. 239-253.
- Brown, Lawrence, Marcus, Caylor: "Corporate Governance and Firm Performance," **Georgia State University Working Paper.**, Vol.:25, 2004, s. 1–52
- Brown, Lawrence, Marcus, Caylor: "Corporate Governance and Firm Valuation," **Journal of Accounting and Public Policy**, Vol.:25, 2006, s. 409–434
- Bushman Robert M., Smith, Abbie J.: "Smith Financial Accounting Information and Corporate Governance," **Journal of Accounting and Economics**, 32, 2001, s.237–333.
- Cadbury, Adrian: **The Report on The Financial Aspects of Corporate Governance**, 1992.
- Cai, Jie, Liu, Yixin, Qian, Yiming: Information Asymmetry and Corporate Governance, 2008, (çevirimiçi) www.ssrn.com (11.10.2013)
- Cameron, A.Colin, Trivedi, K.Pravin: **Microeconometrics : Methods and Applications**, Cambridge University Press, New York 2005.

- Carline, Nicholas F.,
Linn, Scott C.,
Yadav, Pradeep K.:
"Operating Performance Changes Associated with Corporate Mergers and the Role of Corporate Governance," **Journal of Banking & Finance**, Vol. 33, No. 10, October 2009, s. 1829-1841.
- Carson, Thomas L.:
"Self-Interest and Business Ethics : Some Lessons of the Recent Corporate Scandals", **Journal of Business Ethics**, 2003, s.389-394.
- CCGI:
"Sarbanes Oxley and Turnbull Report" (Çevirimiçi), <http://www.ccg.co.uk/>, (30.11.2013)
- Cefakar, Kadir:
"Halka Açık Şirketlerde Kurumsal Yönetim ve Kurumsal Yönetimin Firma Değerine Etkisi: İMKB'ye Kayıtlı Firmalar Üzerine Bir Araştırma," Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Konya, 2010.
- Chen, Kevin.C.W.,
Chen, Zhihong H.,
Wei, K.C.John:
"Legal Protection of Investors, Corporate Governance, and the Cost of Equity Capital," **Journal of Corporate Finance**, 2009, s. 273-289
- Chen, Wei P.,
Chung, Huimin,
Lee Cheng,
Wei Liao:
"Corporate Governance and Equity Liquidity: Analysis of S&P Transparency and Disclosure Rankings." **Corporate Governance An International Review**, Vol. 15 No. 4, 2007, s. 644-660.
- Cheung, Yan L.,
Connelly, J.
Thomas,
Limpaphayom,
Piman, Zhou, Lynda:
Determinants of Corporate Disclosure And Transparency: Evidence from Hong Kong and Thailand.China International Conference in Finance, 2006, (Çevrimiçi)
<http://ccfr.org.cn/cicf2006/cicf2006paper/20060111155540.pdf> (14.01.2014).
- Cho, Charles,
Patten, Dennis, M.:
"The Role of Environmental Disclosure as Legitimacy Tools: A Research Note," **Accounting Organizations and Society**, 32(7), 2007, s. 639-647.

- Chong-En Bai, Qiao Liu, Joe Lu, Frank M. Song, Junxi, Zhang:
“Corporate Governance and Market Valuation in China,” **Journal of Comparative Economics**, Vol. :32, 2004, s. 599-616.
- Churaev, Kamil:
The Impacts of Corporate Governance Issues on Values of Turkish Companies, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, İstanbul, 2003.
- Cristiana Doina Tudor,
Corporate governance, the perception of corporate governance and the connection to firm performance; Evidence from Romania, Recent Researches in Business Administration, Product Design and Marketing, **ICDPD**, 2013.
- Çelik, Orhan:
“Sermaye Piyasalarında Gönüllü Kamuya Açıklama”, **Muhasebe Ve Denetime Bakış**, Yıl:2,Sayı:6, 2002, s.75-89.
- Çoban, Orhan:
“Bilgi Toplumunda Eğitimin Verimlilik ve İktisadi Büyüme Üzerine Etkileri” **I.Ulusal Bilgi Ekonomi ve Yönetim Kongresi**, İzmit, 2002, s.415-429
- Çolpan, Aslı M.:
Kapitalizmin Evrimi ve Kurumsal Yönetim Teorileri, Kurumsal Şirket Yönetimi, SPK Yayınları, Ankara, 2006.
- Çürük, Turgut:
“Bağımsız Dış Denetimin Muhasebe Şeffaflığına Etkisi Üzerine Uygulamalı Bir Çalışma: Türkiye Örneği,” **ODTÜ Gelişme Dergisi**, Volume 31, Issue 2, 2004, s. 149-165.
- Dağlı, Hüseyin, Ayaydın Hasan, Eyüpoğlu, Kemal:
“Kurumsal Yönetim Endeksi Performans Değerlendirmesi: Türkiye Örneği,” **Muhasebe ve Finans Dergisi**, Ekim 2010, s.18-31.
- Debreceňy, Roger, Rahman, Asheq, Gray, Glen L.:
“The Determinants of Internet Financial Reporting,” **Journal of Accounting and Public Policy**, 21, 2002, s. 371-394

Delice,Güven,
Uzun, Meral:

“Finansal Regülasyon ve Piyasa Disiplini”. **C.Ü. Doğan Adem, İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi, 2004, s.101-130.**

Demirkol, İsmet:

"Entelektüel Sermayenin Firma Değerine Etkisi ve İMKB'de Sektörel Uygulamalar," Gazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Doktora Tezi, Ankara, 2006.

Derin, Selen:

“Kurumsal Yönetim İlkelerinin Bileşeni Olarak Kamuyu Aydınlatma ve Şeffaflık: Türk Sermaye Piyasaları”, Ankara Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Ankara, 2006.

Diggle, Peter J.,
Patrick. Heagarty,
Kung.-Y. Liang and
Scott. L. Zeger:

Analysis of Longitudinal Data, Second Edition, Oxford University Press, 2002.

Dinler, Meltem Arzu:

“Kurumsal Yönetişim”, **Paradoks, Ekonomi, Sosyoloji ve Politika Dergisi**, Yıl 5, S.2, 2009, s.1-22

Durnev, Art E., Han,
Kim:

“To Steal or Not to Steal: Firm Attributes, Legal Environment and Valuation”, **Journal of Finance**, Vol.:60, 2005, s. 1461–1493.

Durukan, Banu,
Özkan, Serkan,
Dalkılıç, A.Fatih:

“The Effectiveness of the Turkish Corporate Governance System: CEO Changes and Performance Measures” 2009, (Çevrimiçi) <http://ssrn.com/abstract=1405251> (12.10.2013)

Durukan, Banu:

“Finansal Bilgi Sunumunda Bir Araç Olarak İnternet Kullanımı: İMKB'de İşlem Gören Şirketlerin Web Siteleri Üzerine Bir Araştırma”, **Atatürk Üniversitesi İ.İ.B.F. Dergisi**, Cilt 17, S.1-2, Erzurum, 2003, s.135-154.

Efecik, Gülin:

"Firma Değeri ve Kamuyu Aydınlatma İlişkisi: İMKB'de Bir Uygulama, Ankara Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, (2006).

- Er, Sebnem
Bilge A. Bolat: "Panel Data Analizi," Doktora Programı Zaman Serisi Analizi Dersi Ödevi, İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Sayısal Yöntemler Anabilim Dalı, İstanbul, 2005.
- Ergin, Hüseyin: **Muhasebeye Giriş**, Kütahya, Ekspres Matbaası, 2003.
- Ertuğrul, Mine,
Hegde, Shantaram: "Corporate Governance Ratings and Firm Performance," **Financial Management**, Spring 2009, s. 139 – 160.
- Ettredge, Michael,
Vernon J.
Richardson,
Scholz, Suzan: "Dissemination of Information for Investors at Corporate Websites," **Journal of Accounting and Public Policy**, 21,2002.
- Fama, Eugene F.,
Jensen Michael C.: "Separation of Ownership and Control", **Journal of Law and Economics**, 26, 1983, s.301-325.
- Fama, Eugene: "Agency Problems and the Theory of The Firm II," **Journal of Political Economy**, 88, 1980, s.288-307.
- Florini, Ann M.: "Does the Invisible Hand Need a Transparency Glove? The Politics of Transparency," **ABCDE Conference**, 1999
- Frees, Edward W.: "Assessing Cross-Sectional Correlation in Panel Data," **Journal of Econometrics**, Vol. 69, No.2, 1995, s. 393-414.
- Froot, Kenneth A.: "Consistent Covariance Matrix Estimation with Cross-Sectional Dependence and Heteroskedasticity in Financial Data," **Journal of Financial and Quantitative Analysis**, Vol. 24, No. 3, 1989, s. 333-355.
- Garay, Urbi,
Gonzalez,
Maximiliano: "Corporate Governance and Firm Value: The Case of Venezuela," **Corporate Governance**, Volume 16, Number 3, 2008, s.195-209.

- Gauri Bhat, Ole Kristian Hope, Tony Kang: "Does Corporate Governance Transparency Affect the Accuracy of Analyst Forecasts?," **Accounting & Finance**, Volume 46, Issue 5, 2006, s. 715–732.
- Gillan, Stuart L.: **Option-Based Compensation: Panacea Or Pandora's Box?**, Corporate Governance at the Crossroads, New York, McGraw Hill, 2005.
- Gilson, Ronald J.: Globalizing Corporate Governance: Convergence of Form or Function, **Columbia Law School Working Paper**, No:174 2000.
- Gomes Armando, Gorton, Gary, Leonardo Modureira: "SEC Regulation Fair Disclosure, Information and the Cost of Capital," **Journal of Corporate Finance**, No.13, 2007.
- Gompers, Paul, Ishii Joy, Metrick, Andrew: "Corporate Governance and Equity Prices", **Quarterly Journal of Economics**, 118, 2003, s. 107–155.
- Gore, Angela: "Does Mandatory Disclosure Reduce the Cost of Capital? Evidence from Bonds" **University of Oregon, Working Paper**, 2004.
- Gray, Sidney J., Richard D. Morris, Wei Y: "Corporate Transparency In China: Factors Influencing Disclosure Levels", (Çevrimiçi) www.accg.mq.edu.au/html/seminar/s2papers/morriss22005.pdf, (06.12.2013)
- Green, William H.: **Econometric Analysis**, Fifth Edition, Pearson Education 5th Edition, New Jersey, USA. 2003.
- Griffith, John M.: "CEO Ownership and Firm Value", **Managerial and Decision Economics** 20, 1999, s.1–8.
- Gujarati, Damodar N.: **Basic Econometrics**, New York: McGraw Hill Book Co, 2003.

- Gupta, Parveen P., Kennedy, Duane B., Weaver, Samuel C.: "Corporate Governance and Firm Value: Evidence from Canadian Capital Markets," **Corp. Ownership & Control Journal**, 2009, s.1-51.
- Gücenme, Ümit: **Muhasebe ve Envanter**, Bursa, Marmara Kitabevi, 1996.
- Gürbüz, Osman, Ergincan, Yakup: **Kurumsal Yönetim; Türkiye'deki Durumu ve Geliştirilmesine Yönelik Öneriler**, Literatür Yayıncılık, İstanbul, 2004.
- Haksoon, Kim, Chanwoo, Lim: "Diversity, Outside Directors and Firm Valuation: Korean Evidence," **Journal of Business Research**, Vol.:63, 2010, s. 284-291.
- Harrison, Jeffrey S., Bosse, Douglas A., Phillips, Robert A.: "Managing for Stakeholders, Stakeholder Utility Functions & Competitive Advantage", *Strategic Management Journal*, 2010, s.58-74.
- Hausman, Jerry, Taylor, William: "Panel Data and Unobservable Individual Effects," **Econometrica**, 49, No. 6, 1981, s. 1377-1397.
- Healy, Paul M., Palepu, Krishna G.: "Information Asymmetry, Corporate Disclosure and the Capital Markets: A Review of the Empirical Disclosure Literature," **Journal of Accounting and Economics**, Sayı:31 2001, s.405-440
- Herly, Miranty, Sisnuhadi: "Corporate governance and firm performance in Indonesia," **International Journal of Governance**, 2011, s.1-20.
- Higson, Andrew : *Corporate Financial Reporting: Theory and Practise*, London GBR: **Sage Publications, Incorporated**, 2003, s. 45-46.
- Hiraki, Takota, Kuroki, Fumiaki, Asuda, Hiroyuki, Ito, Akitoshi, Inoue, Hideaki: "Corporate Governance and Firm Value in Japan: Evidence from 1985 to 1998," **Pacific Basin Finance Journal**, 2003, s. 239-265

- Hiroyuki Aman,
Pascal Nguyen: "Corporate Governance Performance Stock Returns Risk Exposure Market Efficiency," **Journal of the Japanese and International Economies**.- Elsevier, ISSN 0889-1583, Vol. 22.2008, s. 647-662
- Hiroyuki, Aman,
Pascal, Nguyen: "Do Stock Prices Reflect the Corporate Governance Quality of Japanese Firms?," **Journal of the Japanese and International Economies**, 2008, s. 647-662
- Ho Simon S., Kar
Shun, Wong: "A Study Relationship between Corporate Governance Structures and the Extent of Voluntary Disclosure," **Journal of International Accounting**,10, 2001, s. 139-156
- HSIAO, Cheng: **Analysis of Panel Data**, Econometric Society Monographs, 1985.
- Hsiao Cheng : **Analysis of Panel Data**, Second Edition, Cambridge: Cambridge University Press, 2003.
- Im, Kyung So, M.
Hashem Pesaran,
Yongcheol: "Testing for Unit Roots in Heterogeneous Panels," **Journal of Econometrics**, Cilt 115, 2003, s. 53-74.
- IOSCO: International Organization of Securities Commissions; "Objectives and Principles of Securities Regulation", June 2010, (Çevirimiçi) www.iosco.org (28.05.2014)
- İbiş, Cemal,
Akarçay, Ayça: VI. Türkiye Muhasebe Denetimi Sempozyumu: Globalleşmenin Muhasebe Mesleği Üzerine Etkileri ve Toplum Çıkarlarının Korunması, İstanbul, **İstanbul Serbest Muhasebeci Mali Müşavirler Odası**, 2004. s.244-255.
- İMKB Araştırma
Müdürlüğü: "Kamuyu Aydınlatma Sistemleri," **İMKB Dergisi** Yıl:9 Sayı:33. 2006, s.1-84.
- İvgen, Hünkar: "Değer Yatırım Stratejileri ve İMKB'de1993-2008 Dönemine İlişkin Ampirik Bir Çalışma" Yayınlanmamış Doktora Tezi. İstanbul 2009.

Jason Furman,
Joseph E. Stiglitz,
Barry P. Bosworth,
Steven Radelet:

Economic Crises: Evidence and Insights from East Asia, **Brookings Papers on Economic Activity**, No. 2, 1998, s. 1-135

Jensen, M.,
Meckling, W.:

"Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure," **Journal of Financial Economics** 3, 1976, s.305–360.

Jensen, Tommy:

Non-Rational Behaviour, Value Conflicts, Stakeholder Theory and Firm Behaviour, **Business Ethics Quarterly** Vol.:18- (2), 2008, s.167-171.

Jiamsagul,
Suchada:

"The Performance Effects of Transparency and Disclosure and Board of Directors: The Case of SET100 Thailand. DBA Thesis, National Institute of Development Administration, Thailand, 2007.

John Board,
Charles Sutcliffe,
Stephen Wells:

Transparency And Fragmentation: Financial Market Regulation in a Dynamic Environment (Gordonsville, USA, Plagrove Macmillan, 2002.

Kabaalıoğlu, Haluk
A.:

Sermaye Piyasasında Kamuyu Aydınlatma İlkesi, İstanbul, 1985.

Karahan, Özcan:

"Bilgi ve İletişim Teknolojilerindeki Gelişmelerin Finansal Piyasa Üzerine Etkileri", **II. Ulusal Bilgi, Ekonomi ve Yönetim Kongresi Bildiriler Kitabı**, Derbent-İzmit, 2003, s. 215 224.

Karan, Mehmet B.,
Karacabey, Ali:

Türkiye’de Sermaye Piyasası’nın Mali Sistem İçerisindeki Yeri, Sorunları ve Geleceği, SPK Yayınları, Ankara, 2003.

Keown, P., Parker,
L., Tiakiwai, S.:

"Values in the New Zealand Curriculum, **Wilf Malcolm Institute of Educational Research: University of Waikato** 2005.

- Khanna, Naveen,
Sheri, Tice:
"Pricing, exit, and location decisions of firms: Evidence on The Role of Debt and Operating Efficiency," **Journal of Financial Economics**, 75, 2005, s. 397-428.
- Khanna, Tarun,
Krishna Palepu,
Suraj, Srinivasan:
"Disclosure Practices of Foreign Companies Interacting With U.S. Markets," **Journal of Accounting Research**, Vol.: 42, 2004, s. 475-509.
- Klapper, Leora F,
Love, Inessa:
"Corporate Governance, Investor Protection and Performance in Emerging Markets," **Journal of Corporate Finance**, Vol.: 10, 2004, s.703-728.
- Korkmaz, Turhan,
Yıldız, Berk,
Gökbulut, R. İlker:
"FVFM'nin İMKB Ulusal 100 Endeksindeki Geçerliliğinin Panel Veri Analizi İle Test Edilmesi," **İstanbul Üniversitesi İşletme Fakültesi Dergisi**, Cilt 39, Sayı 1, 2010, s. 95-105.
- Kutlar, Aziz.,
Sarıkaya, Murat:
"Asimetrik Enformasyon ve Marjinal Maliyet Fiyatlama Modeli Çerçevesinde Türkiye'de Kredi Tayinlaması ve Faiz Oranlarının Tahmini," **Cumhuriyet Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi**, 4(1), 2003, s.1-17.
- Küçükkoçaoğlu,
Güray,
Küçüksözen,
Cemal:
"Gerçeğe Aykırı Finansal Tabloların Ortaya Çıkarılması İMKB Şirketleri Üzerine Ampirik Bir Çalışma", **Muhasebe ve Finansman Dergisi**, Sayı 28, 2005.
- LA Porta, Rafael,
Lopez Silanes,
Florencio, Shleifer,
Andrei, Vishny,
Robert:
"Law and Finance," **Journal of Political Economy**, 1106, 1998, s. 1113-1155.
- Lambert, Richard
A.: Leuz, Christian,
Verrecchia, Robert
E.:
"Accounting Information, Disclosure, and the Cost of Capital," **Journal of Accounting Research**, 2007, s. 385–420.
- Lander, Guy P.:
What Is Sarbanes-Oxley? Blacklic, OH, US: AMcGraw-Hill Trade, 2003.

- Larcker, David, F.,
Richardson, Scott
A., Tuna, İrem,
Seary ,Andrew:
- “Corporate Governance, Accounting Outcomes and Organizational Performance,” **The Accounting, Review**, Vol.: 82, 2007, s. 963-1008
- Leal, Ricardo,
Silva, Carvalhal:
- Corporate Governance and Value in Brazil (and in Chile) Inter-American Development Bank Working Paper, #514. (Çevrimiçi)
<http://ssrn.com/abstract=726261> (10.01.2014)
- Leland, Hayne,
Pyle, David H.:
- “Information Asymmetries, Financial Structure and Financial Intermediation”, **The Journal of Finance**, 1977, s. 371-387.
- Levin, Andrew,
Chien-Fu Lin, Chia-Shang James Chu:
- "Unit Root Tests in Panel Data: Asymptotic and Finite-Sample Properties," **Journal of Econometrics**, Cilt.108, 2002, s. 1-24.
- Löfgren, Karl-Gustav, Persson, Torsten, ve Weibull, Jörgen W:
- “Markets with Asymmetric Information: The Contributions of George Akerlof, Michael Spence, and Joseph Stiglitz,” **Scandinavian Journal of Economics**, June 2002, s.195-211.
- Mallin, Chris:
- “The Relationship between Corporate Governance, Transparency and Financial Disclosure”, Selected Issues in Corporate Governance: **Regional and Country Experiences, United Nations Conference on Trade and Development**, 2003, s.1-10
- McColgan, Patrick:
- “Agency Theory and Corporate Governance: A Review of the Literature from a UK Perspective”. Working Paper No. 06/0203, **Department of Accounting and Finance**, University of Strathclyde, UK, 2001.
- McConnel J. John,
Henri, Seveas :
- “Additional Evidence on Equity Ownership and Corporate Value,” **Jornal of Financial Economics**, October, 1990, ss.595-612.

- Meek, Gary K.,
Claire, B. Roberts,
Gray, Sidney J.:
"Factors Influencing Voluntary Annual Report Disclosures by U.S., U.K. and Continental European Multinational Corporations, Journal of International Business Studies Sayı:26(3),1995, s.555-572.
- Memiş M.Ünsal,
Çetenak,
E.Hüseyin:
"Kurumsal Yönetimin Kazanç Yönetimi Uygulamaları Üzerine Etkisi: İMKB'de İşlem Gören Şirketler Üzerine Uygulama," **Ç.Ü. Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi**, Cilt 21, Sayı3, 2012, Sayfa 205-224
- Mersland, Roy,
Strom, R. Oystein:
"Performance and Governance in Microfinance Institutions," Journal of Banking and Finance, Vol.: 33, No. 4, 2009, s. 662-669
- Mihnea
Moldoveanu, Roger,
Martin:
"Agency Theory and the Design of Efficient Governance Mechanisms" University of Toronto, Rotman School of Management 2001, (Çevrimiçi) www.rotman.utoronto.ca/rogermartin/Agencytheory.pdf. (03.05.2014)
- Mishkin, Frederic
S.:
The Economics of Money, Banking, and Financial Markets, Seventh Edition, Paris: Pearson Addison-Wesley, 2004.
- Monks Robert A.,
Minow Nell:
Corporate Governance, Blackwell Publishing, Malden, MA, 2004.
- Morck, Randall,
Shleifer, Andrei ,
Vishny, Robert W:
"Management Ownership and Market Valuation: An Empirical Analysis," **Journal of Financial Economics**, January/March,1988, s. 293-316.
- Naipoğlu, Sinan:
"Kurumsal Yönetim", (Çevrimiçi) <http://www.tkyd.org/tr/content.asp?PID={FF4DB413-306C-47D7-B370-64DD3BEE47F4}>, (05.09.2013)

- Nwanji, Tony I.,
Howell, Kerry. E: "Shareholdership, Stakeholdership and the Modern Global Global Business Environment: A Survey of the Literature," **Journal of Interdisciplinary Economics**, Los Angeles, Vol.:18, 2007, s. 347-361.
- OECD: "Methodology for Assesing the Implementation of OECD Principles of Corporate Governance ," **OECD**, 2007.
- OECD: "Corporate Governance and the Financial Crisis: Key Findings and Main Messages," **OECD**, 2009a
- OECD: "Public Consultation on Corporate Governance and the Financial Crisis" 2009b, (Çevrimiçi) www.oecd.org/daf/corporateaffairs/consultation, (27.02.2014)
- OECD: "Corporate Governance and the Financial Crisis Conclusions and Emerging Good Practices to Enhance Implementation of the Principles", Directorate for Financial and Enterprise Affairs OECD Steering Group on Corporate Governance, **OECD**, 2010.
- OECD: "OECD Principles of Corporate Governance," **OECD**, Rev. 2004, 1999.
- Öcal, Hüseyin: "Ortaklık Yapısı ve Kar Dağıtım Politikası Bakımından Kurumsal Yönetim", Marmara Üniversitesi Bankacılık ve Sigortacılık Enstitüsü, Yayınlanmamış Doktora Tezi. İstanbul, 2005.
- Ökte,
Kutluğhan Savaş: "Finansal Piyasalarda Asimetrik Enformasyon Problemi: Temel Kavramlar, Literatür ve Çözüm Önerileri," Yayınlanmamış Ders Notları, İstanbul, 2011
- Örerler, Esin Okay: **Finansal Değerlendirme Açısından Finansal Tabloların Şeffaflığı**, Muhasebe ve Denetime Bakış, Mayıs 2005.

- Özbay, Emrah: "İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nda İşlem Gören Şirketlerin Yıllar İtibariyle Şeffaflık Düzeyleri ile Likiditeleri Arasındaki İlişki (1995-2005)," Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Londra, 2007
- Özbay, Mustafa: "The Relationship between Corporate Transparency and Company Performance in the Istanbul Stock Exchange," Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Londra, 2009
- Özer, Mustafa ve Kemal Biçerli: "Türkiye Kadın İsgücünün Panel Veri Analizi," **Anadolu Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi**, Cilt 3, Sayı 1, 2003, s. 55-86.
- Özilhan, Tuncay: "Özel Sektörün İhtiyacı: Kurumsal Yönetim", **Görüş Dergisi**, Mart 2002.
- Paslı, Ali: **Anonim Ortaklık Kurumsal Yönetimi, Corporate Governance**, Çağa Hukuk Vakfı Yayınları, 2. Basım İstanbul, 2005.
- Pate Larry, Thies, Jeff: Principle Centered Leadership and Transparency in Corporate Governance", **Ethics in Corporate Governance Conference**, Seattle University, Washington, 2006, s. 99-127.
- Patel, Sandeep, Balic, Amra, Bwakira, Liliane: "Measuring Transparency and Disclosure at Firm-Level in Emerging Markets," **Emerging Markets Review**, Vol.3, 2002, s. 325-337
- Patel, Sandeep, Dallas, George: "Transparency and Disclosure: Overview of Methodology and Study Results - United States," Working Paper, Standard and Poor's (Çevrimiçi) <http://ssrn.com/abstract=422800> (16.07.2013)

- Pazarlıoğlu, M. Vedat: "1980-1990 Döneminde Türkiye’de İç Göç Üzerine Ekonometrik Model Çalışması,” **V. Ulusal Ekonometri ve İstatistik Sempozyumu**, Çukurova Üniversitesi, 19-22 Eylül, Adana, 2001.
- Perotti, Enrico C., Ernst-Ludwig V. Thadden: "Strategic Transparency and Informed Trading: Will Capital Market Integration Force Convergence of Corporate Governance?”, **CEPR Discussion Paper**, 2002.
- Peter, Schuster, Vincent O’Connel: "The Trend toward Voluntary Corporate Disclosures”, **Management Accounting Quarterly**, Vol. : 7, 2006, s.1-9
- Phlips, Louis: **The Economics of Imperfect Information**, Cambridge, Cambridge University, 1988.
- Pirgaip, Burak: "Sermaye Piyasasında Bağımsız Denetim Standartlarının Uluslararası Denetim Standartları ile Harmonizasyonu,” **SPK Muhasebe Standartları Dairesi, Yeterlik Etüdü**, Ankara, Mayıs 2004, [http://www.spk.gov.tr \(30.12.2013\)](http://www.spk.gov.tr (30.12.2013))
- Regalli, Massimo, Soana, M.Gaia: "Corporate Governance Quality and Cost of Equity in Financial Companies,” **International Journal of Business Administration**, Vol. 3, No. 2, March 2012, s.1-16.
- Richard, W. Oliver: **What Is Transparency**, Blacklick, USA, The Mc Graw-Hill, 2004.
- Richardson, Alan. J., Welker, Michael: "Social Disclosure, Financial Disclosure and the Cost of Equity Capital,” **Accounting, Organizations and Society**, 26, 2001, s. 597-616.
- Roger, William: "Regression Standard Errors in Clustered Samples,” **Stata Technical Bulletin Reprints** 3, 1993, s. 88-94.

Ross S.A,
Westerfield R, W,
Jordan, Bradford D:

Corporate Finance, McGraw-Hill, Sixth Edition
2008.

Sadka, Gil:

Financial Reporting, Growth, and Productivity:
Theory and International Evidence, Working Paper,
University of Chicago, 2004, (Çevrimiçi),
http://papers.ssrn.com/paper.taf?abstract_id=652301
, (07.11.2013)

Salter, Stephen B.:

“Corporate Financial Disclosure in Emerging
Markets: Does Economic Development Matter?”,
International Journal of Accounting, Vol.: 26,
1998, s.175-192

Samiloğlu, Famil,
Ali Bayrakdaroğlu,
Ulas Ünlü:

Yönetici Sahipliği ve Firma Değeri: İMKB İçin Ampirik
Bir Uygulama,” **Ankara Üniversitesi Siyasal
Bilgiler Fakültesi Dergisi**, Cilt 66, Sayı 2, 2011, s.
201-214.

Sayar, Zafer:

**Bankaların Halka Açılması ve Banka
Yatırımcılarının Korunması**, SPK Yayınları, Yayın
No:146, Ankara, 2003.

Sayar, Zafer:

“Oluşturulmakta Olan Türkiye Muhasebe Standartları
Kurulu’nun Işığı Altında Türkiye’de Muhasebe
Standartlarının Mevcut Durumu ve Kamuyu
Aydınlatma”, **Muhasebe ve Denetime Bakış**, Sayı:7,
2002 s.74-80

Sengupta Partha:

“Corporate Disclosure Quality and The Cost of Debt”
The Accounting Review, Vol.73, No.4, 1998, s.459-
474.

Solomon, Jil,.F., A.
Solomon:

“Private, Social, Ethical and Environmental
Disclosure”, **Accounting, Auditing and
Accountability Journal**, Vol. 19, No. 4, 2006, s.
564-591.

Solomon, Jili.F.:

Corporate Governance and Accountability, John
Wiley and Sons., Ltd, 2nd edition, 2007 .

- Soydemir, Selim: "Türk Sermaye Piyasasının Yapısı," Perşembe Konferansları, **Rekabet Kurumu**, Yayın No.71, Ankara, Nisan 2001.
- SPK: "Kurumsal Yönetim İlkeleri," **SPK**, Ankara, 2005.
- SPK: "Kurumsal Yönetim Uygulama Anketi Sonuçları," **SPK**, İstanbul, 2004.
- SPK: "Sermaye Piyasasında Derecelendirme Faaliyeti ve Derecelendirme Kuruluşlarına İlişkin Esaslar," **SPK**, Ankara, 2003.
- Standart & Poor's: "Standard and Poor's Corporate Governance Scores and Evaluations - Criteria, Methodology and Definitions", Standard and Poor's Governance Services, January 2004, (06.08.2013).
- Standart & Poor's: "Standart & Poor's Corporate Governance Scores-Criteria, Methodology and Definitions" 20 May 2002.
- Standart & Poor's: "Standart & Poor's Corporate Governance Scores-Criteria, Methodology and Definitions" 2002, (Çevrimiçi) http://www2.standardandpoors.com/spf/pdf/products/CGS_Criteria.pdf, (05.04.2013).
- Stata, Ray: "Organizational Learning - The Key to Management Innovation," **Sloan Management Review**, Cilt 30, Sayı 3, 1989, s. 31-42.
- Süer, Halil, C.: "İMKB'de Kurumsal Yönetim ve Firma Değeri İlişkisinin Modellenmesine İlişkin Bir Uygulama" Yayınlanmamış Doktora Tezi, İstanbul, 2011.
- Şamiloğlu, Famil: **Küreselleşme Sürecinde Türkiye'nin Finansal Kaynak Sorunu**, Gazi Kitabevi, Ankara, 2002.

- Şen, Ali: "Asimetrik Bilgi-Finansal Kriz İlişkisi," **Dumlupınar Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi**, Sayı: 14, Nisan 2006.
- Taner, Berna: "Yatırımcı Psikolojisi ve Davranışsal Finans Yaklaşımı,"
- TBB: Şeffaflık ve Sorumluluk, Kasım 1999b, (Çevrimiçi), <http://www.tbb.org.tr/turkce/arastirmalar/seffas.doc> (21.01.2014)
- TBB: "Şeffaflığın Önemi Üzerine Bir Değerlendirme," Ocak 2002, (Çevrimiçi) <http://www.tbb.org.tr/turkce/arastirmalar/Transparenc y.doc> (21.01.2014)
- Tekinalp, Ünal: **Anonim Ortaklığın Bilançosu ve Yedek Akçeleri, (Kamuyu Aydınlatma İlkesi İle)**, 2.Basım, İstanbul 1979.
- The McGraw-Hill:Companies: (Çevrimiçi), <http://www.mcgrawhill.com/fin/default.shtml>, (08.11.2013).
- Tobin, James: "A General Equilibrium Approach to Monetary Theory", **Journal of Money, Credit and Banking** 1, 1969, s.15-29.
- Tobin, James; William, C. Brainard Cowles: "Asset Markets and the Cost of Capital," **Foundation Discussion Papers** 427, Cowles Foundation, Yale University, 1976.
- Topçu, Nihayet: "Kurumsal Yönetim İlkeleri ve Borsaya Kote İMKB 100) Şirketler Üzerinde Bir Uygulama," Mimar Sinan Güzel Sanatlar Üniversitesi, Fen Bilimleri Enstitüsü, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, (2006).
- Toudas, Kanellos, Karathanassis, George: "Corporate Governance and Firm Performance: Results from Greek Firms," **University of Patras, Athens University of Economics and Business**, Vol.:20, December 2007.

- Turaboğlu, T.
Turan: "Vekalet teorisi: Firma Sahiplik Yapısı ve Performans İlişkisi Türkiye Uygulaması," Çukurova Üniversitesi Yayınlanmamış Doktora Tezi, 2002.
- Turaboğlu, T.
Turan: "Vekalet-Temsil-Problem ve Maliyetler", **Ekonomik Yaklaşım Dergisi**, cilt 15, sayı 51, 2004, s.109-124.
- Turaboğlu, T.
Turan: "Vekalet Maliyetleri ve Temettü Kararları İlişkisi" **E-Sosder Dergisi**,2003.
- Tuzcu, Arcan: İMKB-100 Şirketlerinin Kurumsal Yönetim Anlayışı, **Orta Anadolu İşletmecilik Kongresi Kitabı**, TOBB Ekonomi ve Teknoloji Üniversitesi, Ankara, 2005, s.1-15.
- Türel, Aslı: "Timeliness of Financial Reporting in Emerging Capital Markets: Evidence from Turkey," **İstanbul Üniversitesi İşletme Fakültesi Dergisi**, 39, 2, s.227-240, 2010.
- TÜSİAD: **Kurumsal Yönetim En İyi Uygulama Kodu, Yönetim Kurulu Yapısı ve İşleyişi**, Yayın No. TÜSİAD Yayınları-T/2002-12/336, İstanbul, 2002.
- TÜSİAD: **Sermaye Piyasaları için Örnek Şirket Yapısı**, TÜSİAD Yayınları T/2005-06/403, İstanbul. 2005.
- TÜSİAD: "Borsa Şirketlerinde Yöneticilere Yapılan Ödemeler ve Bağımsız Yönetim Kurulu Üyeliği Başlıklı Çalışma Hakkında TÜSİAD Görüşü", 2010.
- UNCTAD: United Nations Conference on Trade and Development, Review of the Implementation Status of Corporate Governance Disclosures, 2006.
- Uyar, Süleyman: "Kurumsal Şeffaflığın Sağlanmasında Kurumsal Yönetim Anlayışının Önemi", **Mali Çözüm Dergisi**, Sayı:66, Ocak-Şubat-Mart 2004, s.154-168.

- Uzay, Şaban,
Savaş, Orhan:
- “Entelektüel Sermayenin Ölçülmesi: Mobilya Sektöründe Karşılaştırmalı Bir Uygulama Örneği,” **Erciyes Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi**, Sayı: 20, Ocak-Haziran 2003, s. 163-181.
- Ülgen, Hayri,
Mirze S. Kadri:
- İşletmelerde Stratejik Yönetim**, 4. Baskı, Arıkan, İstanbul, 2007.
- Vieira, Elisabete F.
S, Pinho, Carlos:
- “Financial Disclosure and Stock Price Volatility: Evidence from Portugal and Belgium,” **Journal of Accounting and Management**, 2011, s. 77-108.
- Vishwanath, Tara,
Kaufmann, Daniel:
- “Toward Transparency: New Approaches and Their Application to Financial Markets,” **World Bank Research Observer**, Vol. 16 No. 1, 2001, s.41-58.
- Weisbach, Michael:
- “Outside Directors and CEO Turnover,” **Journal of Financial Economics** 20, 1988, p.431-60.
- White, Halbert:
- “A Heteroscedasticity-Consistent Covariance Matrix Estimator and a Direct Test for Heteroscedasticity,” **Econometrica**, Vol. 44, No. 3 (April), 1980, s. 817-838.
- White, Halbert:
- Asymptotic Theory for Econometricians**, New York, Academic Press, 1984.
- Wooldridge, Jeffrey
M. Halbert White:
- “Some Invariance Principles and Central Limit Theorems for Dependent Heterogenous Processes,” **Econometric Theory**, Vol. 4, 1988, s. 210-230.
- Wooldridge, Jeffrey
M.:
- Econometric Analysis of Cross Section and Panel Data**, MIT Press, Cambridge, Massachusetts, 2002.
- Wooldridge, Jeffrey
M.:
- “Cluster Sample Methods in Applied Econometrics”, **Michigan State University Working Paper**, USA, 2004.

- Working Group: "Report of the Working Group on Transparency and Accountability," **International Monetary Fund**, Washington, D.C., 1998.
- Xiao, Jason Z.,
Yang, He, Internet
Chow, Chee W.: "The Determinants and Characteristics of Voluntary," **Journal of Accounting and Public Policy**, 23(3): 2004, s 191-225.
- Yalkın Koç, Yüksel: **Genel Muhasebe**, Ankara, Turhan Kitabevi, 1994.
- Yerdelen Tatoğlu,
Ferda: **İleri Panel Veri Analizi, Stata Uygulamalı**, Beta Yayınevi, İstanbul, 2012.
- Yıldırım, Murat: "Türkiye’de Kurumsal Yönetim ve Şirketlerin Finansal Performansları Üzerinde Etkileri," Dokuz Eylül Üniversitesi, Yayınlanmamış Doktora Tezi, 2007.
- Yiğitbaş, Şehnaz,
B.: **Bankaların Kredi Verme Davranışı Üzerine Asimetrik Bilginin Etkisi ve Reel Sektör Yansıması (Türkiye Analizi 2002-2010)**, TBB Yayınları, 2012.

EKLER

EK 1: KURUMSAL ŞEFFAFLIK & KAMUYA AÇIKLAMA

MÜLKİYET YAPISI VE YATIRIMCI İLİŞKİLERİ

1. İhraç edilmiş adi hisse senetlerinin sayısı
2. İhraç edilmiş diğer payların/senetlerin sayısı ve detayları (imtiyazlı yada oy hakkı olmayan gibi)
3. Adi hisse senetlerinin nominal değeri
4. Diğer payların nominal değeri
5. Çıkarılmış fakat ihraç edilmemiş adi hisse senetlerinin sayısı
6. Çıkarılmış fakat ihraç edilmemiş diğer payların sayısı ve ayrıntıları
7. En büyük hissedara ilişkin açıklama
8. İlk 3 hissedar
9. İlk 5 hissedar
10. İlk 10 hissedar
11. %3'ten fazla hisseye sahip olan hissedarların sayısı ve kimliği
12. %5'ten fazla hisseye sahip olan hissedarların sayısı ve kimliği
13. %10'dan fazla hisseye sahip olan hissedarların sayısı ve kimliği
14. Toplam olarak en az %50 hisseye sahip olan hissedarların kimliği
15. Halka açıklık oranı
16. Eğer değişik pay sınıfları var ise, nitelikleri
17. Türüne göre hissedarlar (bireysel, kurumsal gibi)
18. Çapraz-iyelik (cross-ownership) yüzdesi
19. Bir Kurumsal Yönetim veya En İyi Uygulama koduna uyup uyulmadığına dair açıklama
20. Kurumsal Yönetim veya En İyi Uygulama kodlarının içeriği, detayları
21. Ana Sözleşme ile ilgili bilgiler (değişiklikler gibi)
22. Ana Sözleşme detayları
23. Hisselerin oy kullanma hakları
24. Yönetim Kuruluna aday gösterme yöntemi ve aday gösterme imtiyazları
25. Genel Kurul toplanma yöntemi
26. Yönetim Kuruluna soru sorma yöntemi
27. Genel Kurul'da öneri sunma yöntemi
28. Son genel kurulun tartışılması (örn. Tutanaklar)

- 29. Hissedarlar için önemli tarihler, takvim
- 30. Resmi veya resmi olmayan oy kullanma anlaşmaları veya oy gruplarının varlığı
- 31. Üst yöneticilerin pay sahipliği durumları
- 32. Çapraz iyelik, kurumsal iyelik durumlarında nihai lehdar kimliği

FİNANSAL ŞEFFAFLIK & AÇIKLAMALAR

- 33. Muhasebe politikaları
- 34. Kullanılan muhasebe standartları
- 35. Yerel muhasebe standartlarına göre tablolar
- 36. Uluslararası muhasebe standartlarına (IAS/US GAAP) göre tablolar
- 37. Uluslararası muhasebe standartlarına (IAS/US GAAP) göre bilançolar
- 38. Uluslararası muhasebe standartlarına (IAS/US GAAP) göre gelir tablosu
- 39. Uluslararası muhasebe standartlarına (IAS/US GAAP) göre nakit akım tablosu
- 40. Enflasyon muhasebesiyle hazırlanmış tablolar
- 41. Gelecek döneme ilişkin herhangi bir kazanç tahmini
- 42. Gelecek döneme ilişkin detaylı kazanç tahmini
- 43. 3 aylık finansal raporlar (detaylı)
- 44. İş sahalarına göre analiz
- 45. Denetim firmasının ismi?
- 46. Denetim raporunun kopyası
- 47. Denetim için ödenen ücretler
- 48. Denetim firmasına ödenen denetim dışı hizmet karşılığı ücret olup olmadığı
- 49. Konsolide finansal raporlar
- 50. Aktif değerlendirme prensipleri
- 51. Sabit varlık değerlendirme prensipleri
- 52. Azınlık hissedar olunan iştiraklerin listesi
- 53. Uluslararası ve yerel muhasebe standartlarındaki tabloların mutabakatı
- 54. İştiraklerin mülkiyet yapısı
- 55. İş alanı hakkında detaylı bilgi
- 56. Sunulan ürün ve servislerin detayları
- 57. Fiziksel miktar olarak satışlar (örn.kullanıcıların sayısı).
- 58. Kullanılan aktiflerin nitelikleri

59. Performans göstergeleri(örn. ROA ROE)
60. Sektörel rasyolar
61. Kurumsal stratejinin tartışması
62. Önümüzdeki yıllar için yatırım planlarının varlığı
63. Önümüzdeki yıllar için planlanan yatırımların detayı
64. Satış tahmini
65. Endüstri eğilimleri
66. Tek tek iş alanlarında veya bütün olarak pazar payı
67. İlişkili taraflarla yapılan işlemlerin listesi
68. Grup şirketleriyle yapılan işlemlerin listesi
69. Web sitesinde faaliyet raporu veya yıllık raporlara yer veriliyor mu?

YÖNETİM KURULU VE YÖNETİMİN YAPISI VE SÜREÇLERİ

70. Yönetim kurulu üyelerinin listesi (adları)
71. Yönetim kurulu üyeleri hakkında detaylar (ad/unvan dışında)
72. Yönetim kurulu üyelerinin görev ve pozisyonları
73. Yönetim kurulu üyelerinin önceki görev ve pozisyonları
74. Yönetim kurulu üyelerinin kurula giriş tarihi
75. Yönetim kurulu üyelerinin icracı, icracı olmayan ve bağımsız olarak sınıflandırılması
76. Yönetim kurulu başkanının ismi
77. Yönetim kurulu başkanı hakkında ayrıntılar(ismi/ünvanı dışında)
78. Yönetim kurulunun şirket yönetimindeki rolünün tartışılması
79. Yönetim kurulu yetkisinde olan konuların listesi
80. Yönetim kurulu komitelerinin listesi
81. Denetim komitesi varlığı
82. Denetim komitesi üyeleri
83. Ödüllendirme komitesi varlığı
84. Ödüllendirme komitesi üyeleri
85. Aday gösterme komitesi varlığı
86. Aday gösterme komitesi üyeleri
87. Denetim komitesinin yanında başka iç denetim birimlerinin varlığı
88. Strateji/yatırım/finans komiteleri varlığı
89. Yönetim kurulu üyelerinin sahip olduğu hisselerin sayısı

90. Son yönetim kurulu toplantısı ile ilgili bilgi (örn.tutanaklar)

91. Yönetim kurulu üyelerine YK üyeliği oryantasyon eğitimi sağlanıp sağlanmadığı ve eğitime ilişkin ayrıntılar

92. Yönetim kurulu üyelerinin ödüllendirmelerine nasıl karar verildiği

93. Yönetim kurulu üyelerinin ödüllendirme detayları

94. Yönetim kurulu üyelerinin ödüllendirme şekli (örn. nakit, hisse senedi...gibi)

95. Yönetim kurulu üyelerine yapılan performansa dayalı ücretlendirmenin özellikleri

96. Yöneticilerin ücretlerine karar verme süreci

97. Yöneticilerin ücret detayları

98. Yöneticilerin ücret ödeme şekli (örn. nakit, hisse senedi...gibi)

99. Yöneticilerin yapılan ödemelerin performansla nasıl ilişkilendirildiği

100. Üst yöneticilerin listesi (yönetim kurulundakiler dışında)

101. Üst yöneticilerin özgeçmişleri

102. İcradan sorumlu en üst yöneticinin (Murahhas Aza, CEO veya GM)

sözleşmesinin detayları

103. Yöneticilerin şirketin iştiraklerinde sahip olduğu hisse sayısı

104. Yönetim kurulu üyelerinin ana (holding) şirkette görevi olup olmadığı

105. Ana şirketle ilişkileri düzenleyen bir grup politikası olup olmadığı

106. Üst yöneticiler arasında hakim ortakla ilişkili olan kimseler (akraba, hısımlar)

EK 2: ENDEKS SKORLARI

Kodu	Ana Endeks ve Alt Endeksler	2012	2011	2010	2009	2008	2007	2006	2005	2004	2003	2002	2001	2000
AEFES	Mülkiyet Yapısı ve Yatırımcı İlişkileri	81%	75%	75%	69%	66%	59%	59%	56%	53%	41%	25%	25%	25%
	Finansal Şeffaflık & Açıklamalar	81%	81%	78%	75%	75%	69%	69%	67%	64%	61%	47%	44%	36%
	Yönetim Kurulu ve Yönetimin Yapısı ve Süreç.	78%	73%	70%	62%	62%	57%	57%	57%	57%	46%	27%	24%	27%
	Toplam Şeffaflık ve Kamuya Açıklama Endeksi	80%	76%	74%	69%	68%	62%	62%	60%	58%	50%	33%	31%	30%
ALARK	Mülkiyet Yapısı ve Yatırımcı İlişkileri	59%	56%	56%	53%	53%	53%	47%	47%	47%	44%	38%	38%	38%
	Finansal Şeffaflık & Açıklamalar	75%	72%	67%	67%	64%	61%	56%	56%	56%	56%	50%	50%	50%
	Yönetim Kurulu ve Yönetimin Yapısı ve Süreç.	65%	54%	46%	43%	43%	43%	41%	41%	38%	32%	30%	30%	30%
	Toplam Şeffaflık ve Kamuya Açıklama Endeksi	67%	61%	56%	54%	53%	52%	48%	48%	47%	44%	39%	39%	39%
AKSA	Mülkiyet Yapısı ve Yatırımcı İlişkileri	66%	59%	59%	53%	53%	53%	53%	50%	41%	38%	31%	31%	28%
	Finansal Şeffaflık & Açıklamalar	86%	83%	83%	81%	78%	72%	67%	67%	56%	53%	47%	36%	33%
	Yönetim Kurulu ve Yönetimin Yapısı ve Süreç.	62%	57%	54%	49%	46%	43%	32%	27%	19%	16%	16%	16%	16%
	Toplam Şeffaflık ve Kamuya Açıklama Endeksi	71%	67%	66%	61%	59%	56%	50%	48%	38%	35%	31%	28%	26%
ARCLK	Mülkiyet Yapısı ve Yatırımcı İlişkileri	78%	75%	75%	72%	72%	69%	59%	50%	50%	31%	28%	28%	28%
	Finansal Şeffaflık & Açıklamalar	83%	81%	78%	75%	75%	72%	69%	72%	69%	69%	53%	53%	53%
	Yönetim Kurulu ve Yönetimin Yapısı ve Süreç.	65%	62%	59%	57%	51%	49%	41%	38%	38%	19%	24%	24%	24%
	Toplam Şeffaflık ve Kamuya Açıklama Endeksi	75%	72%	70%	68%	66%	63%	56%	53%	52%	40%	35%	35%	35%

Kodu	Ana Endeks ve Alt Endeksler	2012	2011	2010	2009	2008	2007	2006	2005	2004	2003	2002	2001	2000
ASELS	Mülkiyet Yapısı ve Yatırımcı İlişkileri	56%	53%	53%	50%	50%	47%	41%	41%	41%	28%	28%	25%	28%
	Finansal Şeffaflık & Açıklamalar	75%	75%	72%	69%	67%	67%	53%	56%	56%	56%	53%	53%	53%
	Yönetim Kurulu ve Yönetimin Yapısı ve Süreç.	41%	41%	41%	38%	38%	35%	32%	32%	35%	19%	19%	22%	22%
	Toplam Şeffaflık ve Kamuya Açıklama Endeksi	57%	56%	55%	52%	51%	50%	42%	43%	44%	34%	33%	33%	34%
AYGAZ	Mülkiyet Yapısı ve Yatırımcı İlişkileri	66%	66%	63%	59%	59%	56%	47%	47%	41%	38%	28%	25%	25%
	Finansal Şeffaflık & Açıklamalar	75%	75%	72%	72%	67%	64%	56%	53%	42%	42%	39%	36%	33%
	Yönetim Kurulu ve Yönetimin Yapısı ve Süreç.	49%	46%	46%	41%	41%	27%	24%	24%	24%	22%	19%	19%	19%
	Toplam Şeffaflık ve Kamuya Açıklama Endeksi	63%	62%	60%	57%	55%	49%	42%	41%	35%	33%	29%	27%	26%
DOHOL	Mülkiyet Yapısı ve Yatırımcı İlişkileri	75%	72%	69%	63%	59%	56%	50%	44%	44%	41%	34%	31%	75%
	Finansal Şeffaflık & Açıklamalar	72%	69%	64%	61%	58%	58%	53%	53%	61%	61%	61%	42%	72%
	Yönetim Kurulu ve Yönetimin Yapısı ve Süreç.	57%	54%	51%	49%	41%	41%	41%	41%	35%	35%	35%	24%	57%
	Toplam Şeffaflık ve Kamuya Açıklama Endeksi	68%	65%	61%	57%	52%	51%	48%	46%	47%	46%	44%	32%	68%
ECILC	Mülkiyet Yapısı ve Yatırımcı İlişkileri	78%	75%	69%	69%	69%	69%	59%	56%	44%	41%	31%	31%	31%
	Finansal Şeffaflık & Açıklamalar	72%	69%	67%	67%	64%	58%	50%	44%	42%	39%	36%	36%	36%
	Yönetim Kurulu ve Yönetimin Yapısı ve Süreç.	62%	57%	49%	46%	38%	38%	32%	32%	32%	30%	27%	27%	27%
	Toplam Şeffaflık ve Kamuya Açıklama Endeksi	70%	67%	61%	60%	56%	54%	47%	44%	39%	36%	31%	31%	31%

Kodu	Ana Endeks ve Alt Endeksler	2012	2011	2010	2009	2008	2007	2006	2005	2004	2003	2002	2001	2000
ECZYT	Mülkiyet Yapısı ve Yatırımcı İlişkileri	69%	66%	63%	56%	56%	56%	50%	50%	47%	47%	47%	44%	44%
	Finansal Şeffaflık & Açıklamalar	75%	72%	64%	61%	61%	58%	50%	50%	42%	28%	28%	28%	28%
	Yönetim Kurulu ve Yönetimin Yapısı ve Süreç.	51%	51%	49%	43%	41%	38%	35%	35%	35%	32%	30%	30%	30%
	Toplam Şeffaflık ve Kamuya Açıklama Endeksi	65%	63%	58%	53%	52%	50%	45%	45%	41%	35%	34%	33%	33%
ENKAI	Mülkiyet Yapısı ve Yatırımcı İlişkileri	75%	75%	69%	63%	63%	59%	56%	56%	25%	25%	22%	25%	22%
	Finansal Şeffaflık & Açıklamalar	81%	78%	75%	75%	72%	72%	64%	64%	58%	56%	53%	50%	47%
	Yönetim Kurulu ve Yönetimin Yapısı ve Süreç.	57%	49%	41%	38%	35%	35%	27%	27%	22%	22%	22%	24%	24%
	Toplam Şeffaflık ve Kamuya Açıklama Endeksi	70%	67%	61%	58%	56%	55%	49%	49%	35%	34%	32%	33%	31%
EREGL	Mülkiyet Yapısı ve Yatırımcı İlişkileri	59%	59%	56%	56%	53%	50%	47%	47%	41%	31%	31%	31%	28%
	Finansal Şeffaflık & Açıklamalar	81%	78%	78%	75%	72%	72%	69%	67%	53%	53%	53%	47%	44%
	Yönetim Kurulu ve Yönetimin Yapısı ve Süreç.	51%	43%	38%	38%	38%	38%	32%	32%	41%	38%	32%	32%	32%
	Toplam Şeffaflık ve Kamuya Açıklama Endeksi	64%	60%	57%	56%	54%	53%	50%	49%	45%	41%	39%	37%	35%
FROTO	Mülkiyet Yapısı ve Yatırımcı İlişkileri	59%	59%	56%	56%	53%	50%	47%	47%	44%	34%	34%	31%	28%
	Finansal Şeffaflık & Açıklamalar	75%	75%	72%	69%	64%	53%	39%	36%	33%	33%	31%	28%	28%
	Yönetim Kurulu ve Yönetimin Yapısı ve Süreç.	68%	65%	65%	62%	62%	49%	46%	38%	38%	32%	24%	24%	24%
	Toplam Şeffaflık ve Kamuya Açıklama Endeksi	68%	67%	65%	63%	60%	50%	44%	40%	38%	33%	30%	28%	27%

Kodu	Ana Endeks ve Alt Endeksler	2012	2011	2010	2009	2008	2007	2006	2005	2004	2003	2002	2001	2000
GSDHO	Mülkiyet Yapısı ve Yatırımcı İlişkileri	56%	56%	53%	50%	50%	50%	41%	41%	38%	28%	28%	25%	22%
	Finansal Şeffaflık & Açıklamalar	69%	69%	67%	67%	64%	64%	53%	50%	39%	36%	33%	33%	33%
	Yönetim Kurulu ve Yönetimin Yapısı ve Süreç.	51%	49%	43%	32%	30%	30%	27%	24%	22%	19%	16%	14%	14%
	Toplam Şeffaflık ve Kamuya Açıklama Endeksi	0.59	0.58	0.54	0.50	0.48	0.48	0.40	0.38	0.32	0.28	0.26	0.24	0.23
HURGZ	Mülkiyet Yapısı ve Yatırımcı İlişkileri	63%	63%	59%	56%	53%	50%	50%	47%	47%	38%	28%	28%	28%
	Finansal Şeffaflık & Açıklamalar	75%	75%	72%	72%	69%	69%	67%	67%	64%	58%	44%	44%	44%
	Yönetim Kurulu ve Yönetimin Yapısı ve Süreç.	54%	51%	51%	49%	49%	46%	43%	46%	46%	27%	24%	24%	24%
	Toplam Şeffaflık ve Kamuya Açıklama Endeksi	0.64	0.63	0.61	0.59	0.57	0.55	0.53	0.53	0.52	0.41	0.32	0.32	0.32
IHLAS	Mülkiyet Yapısı ve Yatırımcı İlişkileri	53%	47%	44%	44%	41%	38%	38%	38%	34%	28%	28%	25%	25%
	Finansal Şeffaflık & Açıklamalar	69%	67%	67%	67%	64%	64%	61%	61%	61%	61%	56%	50%	53%
	Yönetim Kurulu ve Yönetimin Yapısı ve Süreç.	57%	57%	54%	51%	51%	51%	49%	49%	51%	43%	32%	30%	30%
	Toplam Şeffaflık ve Kamuya Açıklama Endeksi	0.60	0.57	0.55	0.54	0.52	0.51	0.50	0.50	0.50	0.45	0.39	0.35	0.36
KCHOL	Mülkiyet Yapısı ve Yatırımcı İlişkileri	72%	69%	69%	66%	63%	59%	56%	56%	47%	38%	25%	22%	19%
	Finansal Şeffaflık & Açıklamalar	72%	72%	69%	67%	67%	64%	56%	56%	61%	61%	42%	42%	42%
	Yönetim Kurulu ve Yönetimin Yapısı ve Süreç.	51%	43%	43%	43%	41%	32%	27%	27%	27%	27%	24%	24%	24%
	Toplam Şeffaflık ve Kamuya Açıklama Endeksi	65%	61%	60%	58%	56%	51%	46%	46%	45%	42%	30%	30%	29%

Kodu	Ana Endeks ve Alt Endeksler	2012	2011	2010	2009	2008	2007	2006	2005	2004	2003	2002	2001	2000
MGROS	Mülkiyet Yapısı ve Yatırımcı İlişkileri	56%	53%	50%	47%	47%	44%	41%	41%	34%	25%	22%	19%	16%
	Finansal Şeffaflık & Açıklamalar	75%	75%	69%	69%	58%	58%	56%	56%	50%	44%	39%	36%	36%
	Yönetim Kurulu ve Yönetimin Yapısı ve Süreç.	41%	38%	35%	32%	32%	30%	27%	27%	24%	24%	19%	19%	19%
	Toplam Şeffaflık ve Kamuya Açıklama Endeksi	0.57	0.55	0.51	0.50	0.46	0.44	0.41	0.41	0.36	0.31	0.27	0.25	0.24
PRKTE	Mülkiyet Yapısı ve Yatırımcı İlişkileri	59%	56%	56%	53%	50%	47%	44%	41%	38%	28%	28%	28%	28%
	Finansal Şeffaflık & Açıklamalar	78%	78%	75%	69%	67%	56%	53%	53%	50%	53%	44%	42%	39%
	Yönetim Kurulu ve Yönetimin Yapısı ve Süreç.	62%	59%	57%	54%	49%	46%	43%	41%	41%	27%	24%	27%	24%
	Toplam Şeffaflık ve Kamuya Açıklama Endeksi	0.67	0.65	0.63	0.59	0.55	0.50	0.47	0.45	0.43	0.36	0.32	0.32	0.30
PETKM	Mülkiyet Yapısı ve Yatırımcı İlişkileri	69%	69%	66%	66%	63%	59%	56%	44%	34%	34%	34%	34%	69%
	Finansal Şeffaflık & Açıklamalar	78%	75%	69%	69%	67%	67%	64%	58%	50%	50%	47%	44%	78%
	Yönetim Kurulu ve Yönetimin Yapısı ve Süreç.	51%	49%	46%	32%	30%	30%	30%	30%	24%	22%	22%	22%	51%
	Toplam Şeffaflık ve Kamuya Açıklama Endeksi	66%	64%	60%	55%	52%	51%	50%	44%	36%	35%	34%	33%	66%
PTOFS	Mülkiyet Yapısı ve Yatırımcı İlişkileri	72%	72%	69%	69%	63%	63%	59%	53%	53%	44%	44%	38%	34%
	Finansal Şeffaflık & Açıklamalar	72%	72%	69%	69%	69%	67%	61%	61%	64%	61%	44%	44%	39%
	Yönetim Kurulu ve Yönetimin Yapısı ve Süreç.	57%	46%	46%	43%	43%	43%	35%	35%	32%	30%	27%	19%	19%
	Toplam Şeffaflık ve Kamuya Açıklama Endeksi	67%	63%	61%	60%	58%	57%	51%	50%	50%	45%	38%	33%	30%

Kodu	Ana Endeks ve Alt Endeksler	2012	2011	2010	2009	2008	2007	2006	2005	2004	2003	2002	2001	2000
SAHOL	Mülkiyet Yapısı ve Yatırımcı İlişkileri	53%	50%	47%	44%	38%	38%	34%	34%	34%	31%	31%	28%	28%
	Finansal Şeffaflık & Açıklamalar	72%	72%	69%	61%	58%	56%	53%	53%	50%	47%	47%	44%	42%
	Yönetim Kurulu ve Yönetimin Yapısı ve Süreç.	68%	57%	57%	51%	51%	49%	46%	43%	41%	38%	38%	35%	35%
	Toplam Şeffaflık ve Kamuya Açıklama Endeksi	65%	60%	58%	52%	50%	48%	45%	44%	42%	39%	39%	36%	35%
SASA	Mülkiyet Yapısı ve Yatırımcı İlişkileri	63%	59%	56%	53%	53%	53%	41%	38%	38%	34%	34%	31%	31%
	Finansal Şeffaflık & Açıklamalar	75%	75%	67%	61%	58%	47%	39%	36%	33%	31%	25%	22%	22%
	Yönetim Kurulu ve Yönetimin Yapısı ve Süreç.	62%	51%	32%	30%	30%	30%	27%	27%	24%	19%	16%	14%	14%
	Toplam Şeffaflık ve Kamuya Açıklama Endeksi	67%	62%	51%	48%	47%	43%	35%	33%	31%	28%	25%	22%	22%
SISE	Mülkiyet Yapısı ve Yatırımcı İlişkileri	59%	59%	56%	56%	53%	50%	47%	44%	41%	38%	34%	31%	28%
	Finansal Şeffaflık & Açıklamalar	81%	78%	78%	75%	72%	69%	67%	64%	67%	61%	61%	61%	42%
	Yönetim Kurulu ve Yönetimin Yapısı ve Süreç.	54%	54%	51%	49%	46%	46%	41%	38%	38%	30%	27%	24%	24%
	Toplam Şeffaflık ve Kamuya Açıklama Endeksi	65%	64%	62%	60%	57%	55%	51%	49%	49%	43%	41%	39%	31%
TCELL	Mülkiyet Yapısı ve Yatırımcı İlişkileri	72%	72%	66%	63%	63%	59%	59%	59%	50%	44%	34%	34%	34%
	Finansal Şeffaflık & Açıklamalar	81%	81%	78%	75%	75%	72%	56%	53%	36%	36%	33%	33%	33%
	Yönetim Kurulu ve Yönetimin Yapısı ve Süreç.	65%	54%	54%	51%	49%	46%	46%	46%	22%	19%	14%	14%	11%
	Toplam Şeffaflık ve Kamuya Açıklama Endeksi	72%	69%	66%	63%	62%	59%	53%	52%	35%	32%	27%	27%	26%

Kodu	Ana Endeks ve Alt Endeksler	2012	2011	2010	2009	2008	2007	2006	2005	2004	2003	2002	2001	2000
THYAO	Mülkiyet Yapısı ve Yatırımcı İlişkileri	72%	72%	69%	63%	63%	63%	53%	50%	47%	34%	28%	25%	25%
	Finansal Şeffaflık & Açıklamalar	86%	86%	83%	81%	69%	64%	58%	53%	47%	44%	39%	36%	31%
	Yönetim Kurulu ve Yönetimin Yapısı ve Süreç.	59%	51%	43%	41%	41%	38%	38%	24%	24%	19%	16%	16%	14%
	Toplam Şeffaflık ve Kamuya Açıklama Endeksi	72%	70%	65%	61%	57%	54%	50%	42%	39%	32%	28%	26%	23%
TOASO	Mülkiyet Yapısı ve Yatırımcı İlişkileri	66%	63%	59%	59%	56%	53%	50%	50%	47%	31%	31%	28%	28%
	Finansal Şeffaflık & Açıklamalar	75%	72%	69%	67%	64%	64%	61%	61%	58%	58%	47%	50%	50%
	Yönetim Kurulu ve Yönetimin Yapısı ve Süreç.	54%	51%	51%	49%	46%	46%	38%	38%	38%	24%	30%	30%	30%
	Toplam Şeffaflık ve Kamuya Açıklama Endeksi	65%	62%	60%	58%	55%	54%	50%	50%	48%	38%	36%	36%	36%
TRKCM	Mülkiyet Yapısı ve Yatırımcı İlişkileri	50%	50%	47%	47%	44%	44%	38%	31%	31%	22%	19%	19%	19%
	Finansal Şeffaflık & Açıklamalar	75%	72%	69%	67%	58%	58%	53%	53%	42%	39%	28%	28%	25%
	Yönetim Kurulu ve Yönetimin Yapısı ve Süreç.	62%	35%	35%	32%	32%	32%	30%	22%	22%	19%	14%	14%	14%
	Toplam Şeffaflık ve Kamuya Açıklama Endeksi	63%	52%	50%	49%	45%	45%	40%	35%	31%	27%	20%	20%	19%
TUPRS	Mülkiyet Yapısı ve Yatırımcı İlişkileri	66%	63%	59%	56%	56%	53%	50%	47%	44%	25%	25%	25%	13%
	Finansal Şeffaflık & Açıklamalar	81%	78%	72%	72%	69%	67%	61%	58%	50%	50%	44%	44%	44%
	Yönetim Kurulu ve Yönetimin Yapısı ve Süreç.	54%	54%	51%	51%	49%	46%	43%	38%	30%	16%	16%	16%	14%
	Toplam Şeffaflık ve Kamuya Açıklama Endeksi	67%	65%	61%	60%	58%	55%	51%	48%	41%	30%	29%	29%	24%

Kodu	Ana Endeks ve Alt Endeksler	2012	2011	2010	2009	2008	2007	2006	2005	2004	2003	2002	2001	2000
VESTL	Mülkiyet Yapısı ve Yatırımcı İlişkileri	59%	59%	56%	56%	53%	50%	41%	41%	41%	31%	31%	28%	25%
	Finansal Şeffaflık & Açıklamalar	72%	67%	64%	56%	53%	53%	42%	44%	36%	31%	25%	25%	28%
	Yönetim Kurulu ve Yönetimin Yapısı ve Süreç.	57%	57%	57%	54%	51%	51%	49%	49%	38%	27%	27%	24%	27%
	Toplam Şeffaflık ve Kamuya Açıklama Endeksi	63%	61%	59%	55%	52%	51%	44%	45%	38%	30%	28%	26%	27%

EK 3: İSTATİSTİK TEST SONUÇLARI

Durağanlık Testleri

Mülkiyet yapısı ve yatırımcı ilişkileri (MYYI)

Levin-Lin-Chu unit-root test for myyi

Ho: Panels contain unit roots Number of panels = 29
Ha: Panels are stationary Number of periods = 156

AR parameter: Common Asymptotics: N/T -> 0
Panel means: Included
Time trend: Included

ADF regressions: 1 lag

LR variance: Bartlett kernel, 17.00 lags average (chosen by LLC)

	Statistic	p-value
Unadjusted t	-13.0395	
Adjusted t*	-2.4960	0.0063

Im-Pesaran-Shin unit-root test for myyi

Ho: All panels contain unit roots Number of panels = 29
Ha: Some panels are stationary Number of periods = 156

AR parameter: Panel-specific Asymptotics: T,N -> Infinity
Panel means: Included sequentially
Time trend: Included

ADF regressions: No lags included

	Statistic	p-value	Fixed-N exact critical values		
			1%	5%	10%
t-bar	-2.5763		-2.430	-2.360	-2.320
t-tilde-bar	-2.5287				
Z-t-tilde-bar	-6.6428	0.0000			

Fisher-type unit-root test for myyi

Based on augmented Dickey-Fuller tests

Ho: All panels contain unit roots Number of panels = 29
 Ha: At least one panel is stationary Number of periods = 156

 AR parameter: Panel-specific Asymptotics: T -> Infinity
 Panel means: Included
 Time trend: Included
 Drift term: Not included ADF regressions: 0 lags

		Statistic	p-value
Inverse chi-squared(58)	P	82.8523	0.0178
Inverse normal	Z	-2.8708	0.0020
Inverse logit t(149)	L*	-2.7904	0.0030
Modified inv. chi-squared Pm		2.3075	0.0105

P statistic requires number of panels to be finite.

Other statistics are suitable for finite or infinite number of panels.

Finansal şeffaflık ve kamuyu bilgilendirme (FSKB)

Levin-Lin-Chu unit-root test for fskb

Ho: Panels contain unit roots Number of panels = 29
 Ha: Panels are stationary Number of periods = 156

 AR parameter: Common Asymptotics: N/T -> 0
 Panel means: Included
 Time trend: Included

ADF regressions: 1 lag

LR variance: Bartlett kernel, 17.00 lags average (chosen by LLC)

	Statistic	p-value
Unadjusted t	-13.8739	
Adjusted t*	-3.5583	0.0002

Im-Pesaran-Shin unit-root test for fskb

Ho: All panels contain unit roots Number of panels = 29
 Ha: Some panels are stationary Number of periods = 156

AR parameter:	Panel-specific	Asymptotics:	T,N -> Infinity
Panel means:	Included		sequentially
Time trend:	Included		
ADF regressions: No lags included			

			Fixed-N exact critical values
	Statistic	p-value	1% 5% 10%

t-bar	-2.7048		-2.430 -2.360 -2.320
t-tilde-bar	-2.6520		
Z-t-tilde-bar	-7.4447	0.0000	

Fisher-type unit-root test for fskb

Based on augmented Dickey-Fuller tests

Ho: All panels contain unit roots Number of panels = 29
Ha: At least one panel is stationary Number of periods = 156

AR parameter: Panel-specific Asymptotics: T -> Infinity
Panel means: Included
Time trend: Included
Drift term: Not included ADF regressions: 0 lags

		Statistic	p-value

Inverse chi-squared(58)	P	91.7474	0.0031
Inverse normal	Z	-3.8290	0.0001
Inverse logit t(149)	L*	-3.6522	0.0002
Modified inv. chi-squared Pm		3.1334	0.0009

P statistic requires number of panels to be finite.

Other statistics are suitable for finite or infinite number of panels.

Yönetim Kurulu ile yönetimin yapısı ve işleyişi (YKYYI)

Levin-Lin-Chu unit-root test for ykyys

Ho: Panels contain unit roots Number of panels = 29
Ha: Panels are stationary Number of periods = 156

AR parameter: Common Asymptotics: N/T -> 0
Panel means: Included

Time trend:	Included	
ADF regressions:	1 lag	
LR variance:	Bartlett kernel, 17.00 lags average (chosen by LLC)	

	Statistic	p-value

Unadjusted t	-11.5357	
Adjusted t*	-1.9042	0.0284

Im-Pesaran-Shin unit-root test for ykyys

Ho: All panels contain unit roots	Number of panels =	29
Ha: Some panels are stationary	Number of periods =	156
AR parameter: Panel-specific	Asymptotics: T,N -> Infinity	
Panel means: Included		sequentially
Time trend: Included		
ADF regressions: No lags included		

		Fixed-N exact critical value
	Statistic	p-value
		1% 5% 10%

t-bar	-2.3349	-2.430 -2.360 -2.320
t-tilde-bar	-2.2959	
Z-t-tilde-bar	-5.1289	0.0000

Fisher-type unit-root test for ykyys

Based on augmented Dickey-Fuller tests

Ho: All panels contain unit roots	Number of panels =	29
Ha: At least one panel is stationary	Number of periods =	156
AR parameter: Panel-specific	Asymptotics: T -> Infinity	
Panel means: Included		
Time trend: Included		
Drift term: Not included	ADF regressions: 0 lags	

	Statistic	p-value

Inverse chi-squared(58) P	64.8962	0.0248

Inverse normal	Z	-1.0890	0.0138
Inverse logit t(149)	L*	-1.0692	0.0143
Modified inv. chi-squared	Pm	1.6403	0.0261

P statistic requires number of panels to be finite.
Other statistics are suitable for finite or infinite number of panels.

Levin-Lin-Chu unit-root test for tse

AR parameter:	Common	Asymptotics:	N/T -> 0
Panel means:	Included		
Time trend:	Included		

LR variance: Bartlett kernel, 17.00 lags average (chosen by LLC)

	Statistic	p-value
Unadjusted t	-14.7592	
Adjusted t*	-4.7471	0.0000

AR parameter:	Panel-specific	Asymptotics:	T,N -> Infinity
Panel means:	Included		sequentially
Time trend:	Included		

	Statistic	p-value	Fixed-N exact critical values		
			1%	5%	10%
t-bar	-2.9120		-2.430	-2.360	-2.320
t-tilde-bar	-2.8416				
Z-t-tilde-bar	-8.6775	0.0000			

Fisher-type unit-root test for tse**Based on augmented Dickey-Fuller tests**

Ho: All panels contain unit roots Number of panels = 29
Ha: At least one panel is stationary Number of periods = 156

AR parameter: Panel-specific Asymptotics: T -> Infinity
Panel means: Included
Time trend: Included
Drift term: Not included ADF regressions: 0 lags

		Statistic	p-value
Inverse chi-squared(58)	P	118.2696	0.0000
Inverse normal	Z	-5.2854	0.0000
Inverse logit t(149)	L*	-5.2161	0.0000
Modified inv. chi-squared	Pm	5.5959	0.0000

P statistic requires number of panels to be finite.

Other statistics are suitable for finite or infinite number of panels.

Tobins'Q Orani**Levin-Lin-Chu unit-root test for tobinsq**

Ho: Panels contain unit roots Number of panels = 29
Ha: Panels are stationary Number of periods = 156

AR parameter: Common Asymptotics: N/T -> 0
Panel means: Included
Time trend: Included

ADF regressions: 1 lag

LR variance: Bartlett kernel, 17.00 lags average (chosen by LLC)

		Statistic	p-value
Unadjusted t	-19.2232		
Adjusted t*	-13.2020	0.0000	

Im-Pesaran-Shin unit-root test for tobinsq


```

AR parameter: Common                                     Asymptotics: N/T -> 0
Panel means:   Included
Time trend:    Included

ADF regressions: 1 lag
LR variance:    Bartlett kernel, 17.00 lags average (chosen by LLC)

```

	Statistic	p-value
Unadjusted t	-16.7395	
Adjusted t*	-6.2971	0.0000

Im-Pesaran-Shin unit-root test for fk

Ho: All panels contain unit roots	Number of panels =	29
Ha: Some panels are stationary	Number of periods =	156
AR parameter: Panel-specific	Asymptotics: T,N ->	Infinity
Panel means: Included		sequentially
Time trend: Included		

ADF regressions: No lags included

			Fixed-N exact critical values		
	Statistic	p-value	1%	5%	10%
t-bar	-3.4281		-2.430	-2.360	-2.320
t-tilde-bar	-3.2999				
Z-t-tilde-bar	-11.6570	0.0000			

Fisher-type unit-root test for fk

Based on augmented Dickey-Fuller tests

Ho: All panels contain unit roots	Number of panels =	29
Ha: At least one panel is stationary	Number of periods =	156

AR parameter:	Panel-specific	Asymptotics:	T -> Infinity
Panel means:	Included		
Time trend:	Included		
Drift term:	Not included	ADF regressions:	0 lags

t-tilde-bar	-3.9624	
Z-t-tilde-bar	-15.9650	0.0000

Fisher-type unit-root test for fna

Based on augmented Dickey-Fuller tests

Ho: All panels contain unit roots Number of panels = 29
Ha: At least one panel is stationary Number of periods = 156

AR parameter: Panel-specific Asymptotics: T -> Infinity
Panel means: Included
Time trend: Included
Drift term: Not included ADF regressions: 0 lags

		Statistic	p-value
Inverse chi-squared(58)	P	347.4619	0.0000
Inverse normal	Z	-13.8318	0.0000
Inverse logit t(149)	L*	-17.5749	0.0000
Modified inv. chi-squared Pm		26.8759	0.0000
P statistic requires number of panels to be finite.			
Other statistics are suitable for finite or infinite number of panels.			

Fiyat Satış Oranı Birim Kök Testleri

Levin-Lin-Chu unit-root test for fs

Ho: Panels contain unit roots Number of panels = 29
Ha: Panels are stationary Number of periods = 156

AR parameter: Common Asymptotics: N/T -> 0
Panel means: Included
Time trend: Included

ADF regressions: 1 lag

LR variance: Bartlett kernel, 17.00 lags average (chosen by LLC)

		Statistic	p-value
Unadjusted t		-18.7961	
Adjusted t*		-11.8291	0.0000

ADF regressions: No lags included

Based on augmented Dickey-Fuller tests

Levin-Lin-Chu unit-root test for pddd

Ho: Panels contain unit roots	Number of panels =	29
Ha: Panels are stationary	Number of periods =	156

AR parameter: Common		Asymptotics: N/T -> 0
Panel means: Included		
Time trend: Included		
ADF regressions: 1 lag		
LR variance: Bartlett kernel, 17.00 lags average (chosen by LLC)		

	Statistic	p-value

Unadjusted t	-27.4061	
Adjusted t*	-21.5386	0.0000

Im-Pesaran-Shin unit-root test for pddd					
Ho: All panels contain unit roots		Number of panels =		29	
Ha: Some panels are stationary		Number of periods =		156	
AR parameter: Panel-specific		Asymptotics: T,N -> Infinity			
Panel means: Included		sequentially			
Time trend: Included					
ADF regressions: No lags included					

			Fixed-N exact critical values		
	Statistic	p-value	1%	5%	10%

t-bar	-5.4177		-2.430	-2.360	-2.320
t-tilde-bar	-4.7683				
Z-t-tilde-bar	-21.2047	0.0000			

Fisher-type unit-root test for pddd		
Based on augmented Dickey-Fuller tests		
Ho: All panels contain unit roots	Number of panels	= 29
Ha: At least one panel is stationary	Number of periods	= 156
AR parameter: Panel-specific	Asymptotics: T -> Infinity	
Panel means:	Included	
Time trend:	Included	
Drift term:	Not included	ADF regressions: 0 lags

	Statistic	p-value

Inverse chi-squared(58)	P	623.7374	0.0000
Inverse normal	Z	-20.0101	0.0000
Inverse logit t(149)	L*	-31.9743	0.0000
Modified inv. chi-squared Pm		52.5274	0.0000

--			
P statistic requires number of panels to be finite.			
Other statistics are suitable for finite or infinite number of panels.			

Hisse Senedi Getirisi

Levin-Lin-Chu unit-root test for ri			
Ho: Panels contain unit roots		Number of panels =	29
Ha: Panels are stationary		Number of periods =	156
AR parameter: Common		Asymptotics: N/T ->	0
Panel means: Included			
Time trend: Included			
ADF regressions: 1 lag			
LR variance:	Bartlett kernel, 17.00 lags average (chosen by LLC)		

	Statistic	p-value	

Unadjusted t	-50.7970		
Adjusted t*	-46.3784	0.0000	

Im-Pesaran-Shin unit-root test for ri					
Ho: All panels contain unit roots	Number of panels =		29		
Ha: Some panels are stationary	Number of periods =		156		
AR parameter: Panel-specific	Asymptotics: T,N -> Infinity				
Panel means: Included	sequentially				
Time trend: Included					
ADF regressions: No lags included					

			Fixed-N exact critical values		
	Statistic	p-value	1%	5%	10%

t-bar	-13.7202		-2.430	-2.360	-2.320

t-tilde-bar	-9.1899	
Z-t-tilde-bar	-49.9547	0.0000

Fisher-type unit-root test for ρ_i

Based on augmented Dickey-Fuller tests

Ho: All panels contain unit roots Number of panels = 29

Ha: At least one panel is stationary Number of periods = 156

AR parameter: Panel-specific Asymptotics: T -> Infinity

Panel means: Included

Time trend: Included

Drift term: Not included ADF regressions: 0 lags

		Statistic	p-value
Inverse chi-squared(58)	P	2087.9526	0.0000
Inverse normal	Z	-43.7299	0.0000
Inverse logit t(149)	L*	-107.2444	0.0000
Modified inv. chi-squared Pm		188.4764	0.0000
P statistic requires number of panels to be finite.			
Other statistics are suitable for finite or infinite number of panels.			

Aktif Karlılığı

Levin-Lin-Chu unit-root test for α_k

Ho: Panels contain unit roots Number of panels = 29

Ha: Panels are stationary Number of periods = 156

AR parameter: Common Asymptotics: N/T -> 0

Panel means: Included

Time trend: Included

ADF regressions: 1 lag

LR variance: Bartlett kernel, 17.00 lags average (chosen by LLC)

		Statistic	p-value
Unadjusted t		-12.2153	
Adjusted t*		-2.0700	0.0192

Ha: Panels are stationary	Number of periods =	156
AR parameter: Common	Asymptotics: N/T -> 0	
Panel means: Included		
Time trend: Included		
ADF regressions: 1 lag		
LR variance: Bartlett kernel, 17.00 lags average (chosen by LLC)		

	Statistic	p-value

Unadjusted t	-20.5227	
Adjusted t*	-10.8942	0.0000

Im-Pesaran-Shin unit-root test for ok					
Ho: All panels contain unit roots	Number of panels =	29			
Ha: Some panels are stationary	Number of periods =	156			
AR parameter: Panel-specific	Asymptotics: T,N -> Infinity				
Panel means: Included	sequentially				
Time trend: Included					
ADF regressions: No lags included					

	Statistic	p-value	Fixed-N exact critical values		
			1%	5%	10%

t-bar	-3.6206		-2.430	-2.360	-2.320
t-tilde-bar	-3.4167				
Z-t-tilde-bar	-12.4164	0.0000			

Fisher-type unit-root test for ok		
Based on augmented Dickey-Fuller tests		
Ho: All panels contain unit roots	Number of panels =	29
Ha: At least one panel is stationary	Number of periods =	156
AR parameter: Panel-specific	Asymptotics: T -> Infinity	
Panel means: Included		
Time trend: Included		
Drift term: Not included	ADF regressions: 0 lags	

		Statistic	p-value
Inverse chi-squared(58)	P	259.7027	0.0000
Inverse normal	Z	-9.6756	0.0000
Inverse logit t(149)	L*	-12.8684	0.0000
Modified inv. chi-squared Pm		18.7276	0.0000
P statistic requires number of panels to be finite.			
Other statistics are suitable for finite or infinite number of panels.			

Firma Büyüklüğü

Levin-Lin-Chu unit-root test for fb

Ho: Panels contain unit roots Number of panels = 29

Ha: Panels are stationary Number of periods = 156

AR parameter: Common

Asymptotics: N/T -> 0

Panel means: Included

Time trend: Included

ADF regressions: 1 lag

LR variance: Bartlett kernel, 17.00 lags average (chosen by LLC)

		Statistic	p-value
Unadjusted t	-20.7334		
Adjusted t*	-11.3279	0.0000	

Im-Pesaran-Shin unit-root test for fb

Ho: All panels contain unit roots Number of panels = 29

Ha: Some panels are stationary Number of periods = 156

AR parameter: Panel-specific

Asymptotics: T,N -> Infinity

Panel means: Included

sequentially

Time trend: Included

ADF regressions: No lags included

		Fixed-N exact critical values		
Statistic	p-value	1%	5%	10%

t-bar	-5.2923	-2.430	-2.360	-2.320
t-tilde-bar	-4.8402			
Z-t-tilde-bar	-21.6725	0.0000		

Fisher-type unit-root test for fb

Based on augmented Dickey-Fuller tests

Ho: All panels contain unit roots	Number of panels =	29
Ha: At least one panel is stationary	Number of periods =	156

AR parameter: Panel-specific	Asymptotics: T -> Infinity
Panel means: Included	
Time trend: Included	
Drift term: Not included	ADF regressions: 0 lags

		Statistic	p-value
Inverse chi-squared(58)	P	597.5191	0.0000
Inverse normal	Z	-20.3250	0.0000
Inverse logit t(149)	L*	-30.6444	0.0000
Modified inv. chi-squared	Pm	50.0931	0.0000

P statistic requires number of panels to be finite.

Other statistics are suitable for finite or infinite number of panels.

Finansal Kaldıraç

Levin-Lin-Chu unit-root test for kald

Ho: Panels contain unit roots	Number of panels =	29
Ha: Panels are stationary	Number of periods =	156

AR parameter: Common	Asymptotics: N/T -> 0
Panel means: Included	
Time trend: Included	

ADF regressions: 1 lag

LR variance: Bartlett kernel, 17.00 lags average (chosen by LLC)

Statistic	p-value

```
-----
Unadjusted t      -10.7016
Adjusted t*       -1.2271      0.0099
```

Im-Pesaran-Shin unit-root test for kald

```
Ho: All panels contain unit roots      Number of panels =    29
Ha: Some panels are stationary          Number of periods =   156

AR parameter: Panel-specific           Asymptotics: T,N -> Infinity
Panel means:   Included                  sequentially
Time trend:    Included
```

ADF regressions: No lags included

```
-----
                                Fixed-N exact critical values
                                1%    5%    10%
Statistic      p-value
-----
t-bar          -2.0557                -2.430 -2.360 -2.320
t-tilde-bar    -2.0314
Z-t-tilde-bar  -3.4091      0.0003
```

Fisher-type unit-root test for kald

Based on augmented Dickey-Fuller tests

```
Ho: All panels contain unit roots      Number of panels =    29
Ha: At least one panel is stationary    Number of periods =   156
```

```
AR parameter: Panel-specific           Asymptotics: T -> Infinity
Panel means:   Included
Time trend:    Included
Drift term:    Not included             ADF regressions: 0 lags
```

```

                                Statistic      p-
value
Inverse chi-squared(58)      P      40.9169      0.0566
Inverse normal                Z      1.9623      0.0321
Inverse logit t(149)         L*      1.8751      0.0085
Modified inv. chi-squared     Pm      -0.5861      0.0436
```

P statistic requires number of panels to be finite.

Other statistics are suitable for finite or infinite number of panels.

Rassal Etkiler ile Klasik Model Arasında Tercih Yapmak İçin Breusch ve Pagan Lagrangian Çarpanı Test İstatistikleri

Breusch ve Pagan Lagrangian multiplier test for random effects MYİİ

tobinsq[kodu,t] = Xb + u[kodu] + e[kodu,t]

Estimated results:

	Var	sd = sqrt(Var)
tobinsq	4.667051	2.160336
e	3.288294	1.813365
u	.4753858	.6894823

Test: Var(u) = 0

chibar2(01) = 9902.18

Prob > chibar2 = 0.0000

Breusch ve Pagan Lagrangian multiplier test for random effects FSKB

tobinsq[kodu,t] = Xb + u[kodu] + e[kodu,t]

Estimated results:

	Var	sd = sqrt(Var)
tobinsq	4.667051	2.160336
e	3.287273	1.813084
u	.495103	.7036355

Test: Var(u) = 0

chibar2(01) = 9735.78

Prob > chibar2 = 0.0000

Breusch ve Pagan Lagrangian multiplier test for random effects YKYYS

tobinsq[kodu,t] = Xb + u[kodu] + e[kodu,t]

Estimated results:

	Var	sd = sqrt(Var)
tobinsq	4.667051	2.160336
e	3.267926	1.80774
u	.5281944	.7267698

```

Test:   Var(u) = 0

          chibar2(01) =   8522.90
          Prob > chibar2 =    0.0000

```

Breusch ve Pagan Lagrangian multiplier test for random effects TKSE

```
tobinsq[kodu,t] = Xb + u[kodu] + e[kodu,t]
```

Estimated results:

	Var	sd = sqrt(Var)
tobinsq	4.667051	2.160336
e	3.285937	1.812715
u	.5075801	.7124466

```

Test:   Var(u) = 0

          chibar2(01) =   9189.13
          Prob > chibar2 =    0.0000

```

Breusch ve Pagan Lagrangian multiplier test for random effects MYIİ

```
fk[kodu,t] = Xb + u[kodu] + e[kodu,t]
```

Estimated results:

	Var	sd = sqrt(Var)
fk	2281.257	47.7625
e	2068.47	45.48044
u	198.3037	14.08204

```

Test:   Var(u) = 0

          chibar2(01) =   2323.44
          Prob > chibar2 =    0.0000

```

Breusch ve Pagan Lagrangian multiplier test for random effects FSKB

```
fk[kodu,t] = Xb + u[kodu] + e[kodu,t]
```

Estimated results:

	Var	sd = sqrt(Var)

```
-----+-----
      fk |    2281.257      47.7625
      e |    2073.152      45.53187
      u |    198.3129      14.08236

Test:   Var(u) = 0

          chibar2(01) = 2322.32
        Prob > chibar2 = 0.0000
```

```
Breusch ve Pagan Lagrangian multiplier test for random effects YKYYS

fk[kodu,t] = Xb + u[kodu] + e[kodu,t]

Estimated results:
      |          Var      sd = sqrt(Var)
-----+-----
      fk |    2281.257      47.7625
      e |    2074.987      45.55202
      u |    193.1761      13.89878

Test:   Var(u) = 0

          chibar2(01) = 2305.85
        Prob > chibar2 = 0.0000
```

```
Breusch ve Pagan Lagrangian multiplier test for random effects TKSE

fk[kodu,t] = Xb + u[kodu] + e[kodu,t]

Estimated results:
      |          Var      sd = sqrt(Var)
-----+-----
      fk |    2281.257      47.7625
      e |    2072.632      45.52617
      u |    195.2134      13.97188

Test:   Var(u) = 0

          chibar2(01) = 2327.83
        Prob > chibar2 = 0.0000
```

```
Breusch ve Pagan Lagrangian multiplier test for random effects MYȦİ

pddd[kodu,t] = Xb + u[kodu] + e[kodu,t]
```



```

Estimated results:
          |          Var      sd = sqrt(Var)
-----+-----
pddd |    13.51641      3.676467
e |    6.460019      2.541657
u |    2.287543      1.512463

Test:   Var(u) = 0
          chibar2(01) = 38544.37
          Prob > chibar2 = 0.0000

```

Breusch ve Pagan Lagrangian multiplier test for random effects FSKB

```

pddd[kodu,t] = Xb + u[kodu] + e[kodu,t]

Estimated results:
          |          Var      sd = sqrt(Var)
-----+-----
pddd |    13.51641      3.676467
e |    6.706857      2.58976
u |    2.384736      1.544259

Test:   Var(u) = 0
          chibar2(01) = 35648.31
          Prob > chibar2 = 0.0000

```

Breusch ve Pagan Lagrangian multiplier test for random effects YKYYS

```

pddd[kodu,t] = Xb + u[kodu] + e[kodu,t]

Estimated results:
          |          Var      sd = sqrt(Var)
-----+-----
pddd |    13.51641      3.676467
e |    6.788804      2.605533
u |    2.539142      1.593468

Test:   Var(u) = 0
          chibar2(01) = 27927.78
          Prob > chibar2 = 0.0000

```

Breusch ve Pagan Lagrangian multiplier test for random effects TKSE

$$pddd[kodu,t] = Xb + u[kodu] + e[kodu,t]$$

Estimated results:

	Var	sd = sqrt(Var)
-----+-----		
pddd	13.51641	3.676467
e	6.63937	2.576698
u	2.414873	1.553986

Test: Var(u) = 0

$$chibar2(01) = 33860.55$$

$$Prob > chibar2 = 0.0000$$

Breusch ve Pagan Lagrangian multiplier test for random effects MYİİ

$$fna[kodu,t] = Xb + u[kodu] + e[kodu,t]$$

Estimated results:

	Var	sd = sqrt(Var)
-----+-----		
fna	1564.92	39.55907
e	1385.121	37.21722
u	132.0457	11.49112

Test: Var(u) = 0

$$chibar2(01) = 2662.05$$

$$Prob > chibar2 = 0.0000$$

Breusch ve Pagan Lagrangian multiplier test for random effects FSKB

$$fna[kodu,t] = Xb + u[kodu] + e[kodu,t]$$

Estimated results:

	Var	sd = sqrt(Var)
-----+-----		
fna	1564.92	39.55907
e	1386.942	37.24167
u	134.9156	11.61532

Test: Var(u) = 0

```
chibar2(01) = 2526.21
Prob > chibar2 = 0.0000
```

Breusch ve Pagan Lagrangian multiplier test for random effects YKYS

```
fna[kodu,t] = Xb + u[kodu] + e[kodu,t]
```

Estimated results:

	Var	sd = sqrt(Var)
fna	1564.92	39.55907
e	1381.561	37.16936
u	124.6012	11.16249

Test: Var(u) = 0

```
chibar2(01) = 2837.99
Prob > chibar2 = 0.0000
```

Breusch ve Pagan Lagrangian multiplier test for random effects TKSE

```
fna[kodu,t] = Xb + u[kodu] + e[kodu,t]
```

Estimated results:

	Var	sd = sqrt(Var)
fna	1564.92	39.55907
e	1384.162	37.20432
u	130.9848	11.44486

Test: Var(u) = 0

```
chibar2(01) = 2681.02
Prob > chibar2 = 0.0000
```

Breusch ve Pagan Lagrangian multiplier test for random effects MYI

```
fs[kodu,t] = Xb + u[kodu] + e[kodu,t]
```

Estimated results:

	Var	sd = sqrt(Var)
fs	1084.616	32.93351
e	747.6508	27.3432

u		177.6949	13.33023
Test: Var(u) = 0			
		chibar2(01) =	15699.05
		Prob > chibar2 =	0.0000

Breusch ve Pagan Lagrangian multiplier test for random effects FKSB

$$fs[kodu,t] = Xb + u[kodu] + e[kodu,t]$$

Estimated results:

		Var	sd = sqrt(Var)
-----+-----			
fs		1084.616	32.93351
e		747.4727	27.33995
u		209.0692	14.45922

Test: Var(u) = 0

chibar2(01) = 15546.04
Prob > chibar2 = 0.0000

Breusch ve Pagan Lagrangian multiplier test for random effects YKYYS

$$fs[kodu,t] = Xb + u[kodu] + e[kodu,t]$$

Estimated results:

		Var	sd = sqrt(Var)
-----+-----			
fs		1084.616	32.93351
e		747.5972	27.34222
u		209.6183	14.4782

Test: Var(u) = 0

chibar2(01) = 15497.00
Prob > chibar2 = 0.0000

Breusch ve Pagan Lagrangian multiplier test for random effects TKSE

$$fs[kodu,t] = Xb + u[kodu] + e[kodu,t]$$

Estimated results:

		Var	sd = sqrt(Var)

```

-----+-----
fs | 1084.616      32.93351
e | 747.739       27.34482
u | 197.5648      14.05577

Test:  Var(u) = 0

chibar2(01) = 15594.38
Prob > chibar2 = 0.0000

```

Breusch ve Pagan Lagrangian multiplier test for random effects MYȦ

```

ri[kodu,t] = Xb + u[kodu] + e[kodu,t]

Estimated results:

          |          Var      sd = sqrt(Var)
-----+-----
ri | .0146069      .1208589
e | .0145864      .1207741
u | 4.10e-06      .0020238

Test:  Var(u) = 0

chibar2(01) = 0.06
Prob > chibar2 = 0.4060

```

Breusch ve Pagan Lagrangian multiplier test for random effects FKSB

```

ri[kodu,t] = Xb + u[kodu] + e[kodu,t]

Estimated results:

          |          Var      sd = sqrt(Var)
-----+-----
ri | .0146069      .1208589
e | .0145864      .120774
u | 0              0

Test:  Var(u) = 0

chibar2(01) = 0.23
Prob > chibar2 = 0.3981

```

Breusch ve Pagan Lagrangian multiplier test for random effects YKYYS

```

ri[kodu,t] = Xb + u[kodu] + e[kodu,t]

```

```

Estimated results:
      |          Var      sd = sqrt(Var)
-----+-----
      ri |   .0146069      .1208589
       e |   .0145892      .1207858
       u |   .000018      .0042458

Test:   Var(u) = 0
              chibar2(01) =      0.08
              Prob > chibar2 =    0.3857

```

Breusch ve Pagan Lagrangian multiplier test for random effects TKSE

```

ri[kodu,t] = Xb + u[kodu] + e[kodu,t]

Estimated results:
      |          Var      sd = sqrt(Var)
-----+-----
      ri |   .0146069      .1208589
       e |   .0145878      .1207799
       u |   4.82e-06      .0021955

Test:   Var(u) = 0
              chibar2(01) =      0.07
              Prob > chibar2 =    0.3931

```

Breusch ve Pagan Lagrangian multiplier test for random effects MYIİ

```

ak[kodu,t] = Xb + u[kodu] + e[kodu,t]

Estimated results:
      |          Var      sd = sqrt(Var)
-----+-----
      ak |   .0069114      .0831345
       e |   .0046588      .0682556
       u |    .0023      .0479586

Test:   Var(u) = 0
              chibar2(01) = 31884.93
              Prob > chibar2 =    0.0000

```

Breusch ve Pagan Lagrangian multiplier test for random effects FKSB

$$ak[kodu,t] = Xb + u[kodu] + e[kodu,t]$$

Estimated results:

	Var	sd = sqrt(Var)
-----+-----		
ak	.0069114	.0831345
e	.0047136	.0686558
u	.0022597	.0475367

Test: Var(u) = 0

$$chibar2(01) = 30774.31$$

$$Prob > chibar2 = 0.0000$$

Breusch ve Pagan Lagrangian multiplier test for random effects YKYYS

$$ak[kodu,t] = Xb + u[kodu] + e[kodu,t]$$

Estimated results:

	Var	sd = sqrt(Var)
-----+-----		
ak	.0069114	.0831345
e	.0047578	.068977
u	.0022968	.0479246

Test: Var(u) = 0

$$chibar2(01) = 30290.49$$

$$Prob > chibar2 = 0.0000$$

Breusch ve Pagan Lagrangian multiplier test for random effects TKSE

$$ak[kodu,t] = Xb + u[kodu] + e[kodu,t]$$

Estimated results:

	Var	sd = sqrt(Var)
-----+-----		
ak	.0069114	.0831345
e	.0046899	.0684828
u	.0022931	.047886

Test: Var(u) = 0

```
chibar2(01) = 31526.67
Prob > chibar2 = 0.0000
```

Breusch ve Pagan Lagrangian multiplier test for random effects MYȦİ

ok[kodu,t] = Xb + u[kodu] + e[kodu,t]

Estimated results:

	Var	sd = sqrt(Var)
ok	.1944221	.4409332
e	.1706649	.4131161
u	.0147909	.1216177

Test: Var(u) = 0

```
chibar2(01) = 2715.78
Prob > chibar2 = 0.0000
```

Breusch ve Pagan Lagrangian multiplier test for random effects FSKB

ok[kodu,t] = Xb + u[kodu] + e[kodu,t]

Estimated results:

	Var	sd = sqrt(Var)
ok	.1944221	.4409332
e	.1744598	.4176839
u	.0150897	.1228402

Test: Var(u) = 0

```
chibar2(01) = 2317.30
Prob > chibar2 = 0.0000
```

Breusch ve Pagan Lagrangian multiplier test for random effects YKYYS

ok[kodu,t] = Xb + u[kodu] + e[kodu,t]

Estimated results:

	Var	sd = sqrt(Var)
ok	.1944221	.4409332
e	.1739926	.4171242

	u	.0152319	.1234177
Test:	Var(u) = 0		
		chibar2(01) =	1996.59
		Prob > chibar2 =	0.0000

Breusch ve Pagan Lagrangian multiplier test for random effects TKSE			
ok[kodu,t] = Xb + u[kodu] + e[kodu,t]			
Estimated results:			
		Var	sd = sqrt(Var)
	-----+-----		
ok	.1944221		.4409332
e	.1727079		.4155814
u	.0152837		.1236271
Test:	Var(u) = 0		
		chibar2(01) =	2353.19
		Prob > chibar2 =	0.0000

Sabit Etkiler ile Klasik Model Arasında Tercih Yapmak İçin F-Testi Test İstatistikleri

Fixed-effects (within) regression (Ri-MYYİ)				Number of obs	=	4524
Group variable: kodu				Number of groups	=	29
R-sq: within	=	0.0010	Obs per group: min	=	156	
between	=	0.1352	avg	=	156.0	
overall	=	0.0000	max	=	156	
				F(3,4492)	=	1.48
corr(u_i, Xb) = -0.4305				Prob > F	=	0.2186

ri	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
-----+-----						
myyi	-.0269761	.0217839	-1.24	0.216	-.0696832	.0157311
fb	.000012	.0000393	0.30	0.761	-.0000651	.000089
kald	.0178464	.0134464	1.33	0.185	-.0085151	.0442079
sabit	.0038837	.0093159	0.42	0.677	-.0143799	.0221474
-----+-----						
sigma_u	.01237391					
sigma_e	.12077407					
rho	.01038799	(fraction of variance due to u_i)				

F test that all u_i=0:		F(28, 4492) =	1.24	Prob > F = 0.1792		

Fixed-effects (within) regression (Ri-FSKB)	Number of obs	=	4524			
Group variable: kodu	Number of groups	=	29			
R-sq: within = 0.0008	Obs per group: min	=	156			
between = 0.1426	avg	=	156.0			
overall = 0.0000	max	=	156			
	F(3,4492)	=	1.18			
corr(u_i, Xb) = -0.4023	Prob > F	=	0.3145			

ri	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
-----+-----						
fskb	-.0172611	.021368	-0.81	0.419	-.0591529	.0246307
fb	-3.14e-06	.000037	-0.08	0.932	-.0000758	.0000695
kald	.0186164	.0135089	1.38	0.168	-.0078677	.0451005
sabit	.0041709	.0114857	0.36	0.717	-.0183467	.0266885
-----+-----						
sigma_u	.01205334					
sigma_e	.12078591					
rho	.00986005	(fraction of variance due to u_i)				

F test that all u_i=0:	F(28, 4492) =	1.18	Prob > F = 0.2308			

Fixed-effects (within) regression(Ri-YKYYs)	Number of obs	=	4524
Group variable: kodu	Number of groups	=	29
R-sq: within = 0.0008	Obs per group: min	=	156
between = 0.0288	avg	=	156.0
overall = 0.0001	max	=	156
	F(3,4492)	=	1.19
corr(u_i, Xb) = -0.2668	Prob > F	=	0.3134

ri	Coef.	Std. Err.	t P> t [95% Conf. Interval]
-----+			

ykyys		-.0161898	.019915	-0.81	0.416	-.0552331	.0228535
fb		-7.47e-06	.0000334	-0.22	0.823	-.0000729	.000058
kald		.0187704	.0134688	1.39	0.164	-.0076351	.045176
sabit		.0008866	.0088425	0.10	0.920	-.0164491	.0182223
-----+-----							
sigma_u		.01134832					
sigma_e		.1207858					
rho		.00875012	(fraction of variance due to u_i)				
-----+-----							
F test that all u_i=0:		F(28, 4492) =		1.19		Prob > F = 0.2277	

Fixed-effects (within) regression (Ri-TKSE)				Number of obs	=	4524
Group variable: kodu				Number of groups	=	29
R-sq: within = 0.0009				Obs per group: min	=	156
between = 0.1256				avg	=	156.0
overall = 0.0000				max	=	156
				F(3,4492)	=	1.33
corr(u_i, Xb) = -0.3757				Prob > F	=	0.2620
-----+-----						
ri		Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]
-----+-----						
tkse		-.023881	.0227798	-1.05	0.295	-.0685407 .0207787
fb		4.27e-06	.0000378	0.11	0.910	-.0000698 .0000784
kald		.0179907	.0135029	1.33	0.183	-.0084816 .0444631
sabit		.0041733	.0100915	0.41	0.679	-.015611 .0239576
-----+-----						
sigma_u		.01197623				
sigma_e		.12077991				
rho		.00973647	(fraction of variance due to u_i)			
-----+-----						
F test that all u_i=0:			F(28, 4492) =	1.23	Prob > F = 0.1915	

Sabit Etkiler ve Rassal Etkiler Modelleri Arasında Tercih Yapmak İçin Hausman Test İstatistikleri

Tobins'q

---- Coefficients ----				
	(b)	(B)	(b-B)	sqrt(diag(V_b-V_B))
	fe	re	Difference	S.E.
-----+-----				
myyi	-.4588894	-.9443975	.4855081	.059974
fb	-.0117528	-.0103129	-.0014399	.0001627
kald	-1.972655	-1.822271	-.1503847	.0352844

b = consistent under Ho and Ha; obtained from xtreg				
B = inconsistent under Ha, efficient under Ho; obtained from xtreg				
Test: Ho: difference in coefficients not systematic				
chi2(3) = (b-B)'[(V_b-V_B)^(-1)](b-B)				
= 81.35				
Prob>chi2 = 0.0000				

---- Coefficients ----				
	(b)	(B)	(b-B)	sqrt(diag(V_b-V_B))
	fe	re	Difference	S.E.
-----+-----				
fskb	.5882865	.1109926	.4772939	.0778138
fb	-.0130874	-.0116885	-.0013989	.0001652
kald	-1.84739	-1.708206	-.1391844	.0369949

b = consistent under Ho and Ha; obtained from xtreg				
B = inconsistent under Ha, efficient under Ho; obtained from xtreg				
Test: Ho: difference in coefficients not systematic				
chi2(3) = (b-B)'[(V_b-V_B)^(-1)](b-B)				
= 81.35				
Prob>chi2 = 0.0000				
(V_b-V_B is not positive definite)				

---- Coefficients ----				
	(b)	(B)	(b-B)	$\sqrt{\text{diag}(V_b - V_B)}$
	fe	re	Difference	S.E.
-----+-----				
ykyys	1.631945	1.226919	.4050264	.0410074
fb	-.0140578	-.0128266	-.0012312	.0001166
kald	-1.716443	-1.586268	-.1301743	.0342524
-----+-----				
b = consistent under Ho and Ha; obtained from xtreg				
B = inconsistent under Ha, efficient under Ho; obtained from xtreg				
Test: Ho: difference in coefficients not systematic				
$\chi^2(3) = (b-B)'[(V_b - V_B)^{-1}](b-B)$				
= 145.37				
Prob>chi2 = 0.0000				
(V_b - V_B is not positive definite)				

---- Coefficients ----				
	(b)	(B)	(b-B)	$\sqrt{\text{diag}(V_b - V_B)}$
	fe	re	Difference	S.E.
-----+-----				
tkse	.7790352	.246936	.5320992	.0603627
fb	-.0132982	-.0118598	-.0014384	.0001525
kald	-1.830186	-1.697665	-.1325205	.0352799-----
-----+-----				
b = consistent under Ho and Ha; obtained from xtreg				
B = inconsistent under Ha, efficient under Ho; obtained from xtreg				
Test: Ho: difference in coefficients not systematic				
$\chi^2(3) = (b-B)'[(V_b - V_B)^{-1}](b-B)$				
= 116.67				
Prob>chi2 = 0.0000				
(V_b - V_B is not positive definite)				

FİYAT KAZANÇ

---- Coefficients ----				
	(b)	(B)	(b-B)	$\sqrt{\text{diag}(V_b - V_B)}$
	fe	re	Difference	S.E.
-----+-----				
myyi	-31.53724	-34.35989	2.822648	2.249483
fb	-.0192133	-.0095078	-.0097055	.0054066
kald	-18.35168	-17.56267	-.7890075	1.360931
-----+-----				
b = consistent under Ho and Ha; obtained from xtreg				

B = inconsistent under Ha, efficient under Ho; obtained from xtreg
 Test: Ho: difference in coefficients not systematic

chi2(3) = (b-B)'[(V_b-V_B)^(-1)](b-B)
 = 6.59
 Prob>chi2 = 0.860

---- Coefficients ----

	(b)	(B)	(b-B)	sqrt(diag(V_b-V_B))
	fe	re	Difference	S.E.
fskb	-17.28109	-20.03528	2.75419	2.728209
fb	-.0404119	-.0301883	-.0102236	.0055167
kald	-17.08282	-16.00968	-1.073149	1.441704

b = consistent under Ho and Ha; obtained from xtreg

B = inconsistent under Ha, efficient under Ho; obtained from xtreg
 Test: Ho: difference in coefficients not systematic

chi2(3) = (b-B)'[(V_b-V_B)^(-1)](b-B)
 = 7.43
 Prob>chi2 = 0.0780

---- Coefficients ----

	(b)	(B)	(b-B)	sqrt(diag(V_b-V_B))
	fe	re	Difference	S.E.
ykyys	-5.94346	-8.32088	2.37742	1.904215
fb	-.0553765	-.0446923	-.0106843	.004354
kald	-15.63432	-14.52526	-1.109062	1.443265

b = consistent under Ho and Ha; obtained from xtreg
 B = inconsistent under Ha, efficient under Ho; obtained from xtreg
 Test: Ho: difference in coefficients not systematic

chi2(3) = (b-B)'[(V_b-V_B)^(-1)](b-B)
 = 11.22
 Prob>chi2 = 0.0106

---- Coefficients ----

	(b)	(B)	(b-B)	$\sqrt{\text{diag}(V_b - V_B)}$
	fe	re	Difference	S.E.
tkse	-20.55469	-23.89739	3.342697	2.399012
fb	-.037	-.0261728	-.0108272	.0053068
kald	-17.31301	-16.30957	-1.003439	1.424343
b = consistent under Ho and Ha; obtained from xtreg B = inconsistent under Ha, efficient under Ho; obtained from xtreg Test: Ho: difference in coefficients not systematic $\chi^2(3) = (b-B)'[(V_b - V_B)^{-1}](b-B)$ $= 8.81$ Prob>chi2 = 0.0542				

Pddd

---- Coefficients ----				
	(b)	(B)	(b-B)	$\sqrt{\text{diag}(V_b - V_B)}$
	fe	re	Difference	S.E.
myyi	-7.763888	-8.093804	.3299159	.0428939
fb	-.0192564	-.0181558	-.0011006	.0001373
kald	1.572745	1.580107	-.0073621	.0234282
b = consistent under Ho and Ha; obtained from xtreg B = inconsistent under Ha, efficient under Ho; obtained from xtreg Test: Ho: difference in coefficients not systematic $\chi^2(4) = (b-B)'[(V_b - V_B)^{-1}](b-B)$ $= 55.13$ Prob>chi2 = 0.0000 (V_b - V_B is not positive definite)				

---- Coefficients ----				
	(b)	(B)	(b-B)	$\sqrt{\text{diag}(V_b - V_B)}$
	fe	re	Difference	S.E.
fskb	-4.82551	-5.166344	.3408339	.0656253
fb	-.0237771	-.0226509	-.0011262	.0001469
kald	1.812462	1.836406	-.0239442	.0260592

```

b = consistent under Ho and Ha; obtained from xtreg
B = inconsistent under Ha, efficient under Ho; obtained from xtreg
Test: Ho: difference in coefficients not systematic

chi2(3) = (b-B)'[(V_b-V_B)^(-1)](b-B)
        = 43.77
Prob>chi2 = 0.0000

```

---- Coefficients ----				
	(b)	(B)	(b-B)	sqrt(diag(V_b-V_B))
	fe	re	Difference	S.E.
-----+-----				
ykyys	-3.196814	-3.536219	.3394054	.0205802
fb	-.0263646	-.0252779	-.0010867	.0000985
kald	2.023116	2.045161	-.0220454	.0236792

b = consistent under Ho and Ha; obtained from xtreg				
B = inconsistent under Ha, efficient under Ho; obtained from xtreg				
Test: Ho: difference in coefficients not systematic				
chi2(3) = (b-B)'[(V_b-V_B)^(-1)](b-B)				
= 125.56				
Prob>chi2 = 0.0000				

---- Coefficients ----				
	(b)	(B)	(b-B)	sqrt(diag(V_b-V_B))
	fe	re	Difference	S.E.
-----+-----				
tkse	-6.103334	-6.512615	.409281	.0458904
fb	-.0223903	-.0212238	-.0011665	.0001344
kald	1.705221	1.719759	-.0145372	.0258349

b = consistent under Ho and Ha; obtained from xtreg				
B = inconsistent under Ha, efficient under Ho; obtained from xtreg				
Test: Ho: difference in coefficients not systematic				
chi2(3) = (b-B)'[(V_b-V_B)^(-1)](b-B)				
= 74.68				
Prob>chi2 = 0.0000				

---- Coefficients ----				
	(b)	(B)	(b-B)	sqrt(diag(V_b-V_B))
	fe	re	Difference	S.E.
-----+-----				
myyi	-20.94102	-25.15206	4.211045	1.822536
fb	-.0800387	-.0663258	-.013713	.0044059
kald	-9.749907	-9.349563	-.4003441	1.102185
-----+-----				
b = consistent under Ho and Ha; obtained from xtreg				
B = inconsistent under Ha, efficient under Ho; obtained from xtreg				
Test: Ho: difference in coefficients not systematic				
chi2(3) = (b-B)'[(V_b-V_B)^(-1)](b-B)				
= 16.78				
Prob>chi2 = 0.0008				

---- Coefficients ----				
	(b)	(B)	(b-B)	sqrt(diag(V_b-V_B))
	fe	re	Difference	S.E.
-----+-----				
fskb	-12.87993	-17.7844	4.904474	2.202298
fb	-.0923978	-.0780787	-.014319	.0044623
kald	-9.086088	-8.609203	-.4768855	1.159491
-----+-----				
b = consistent under Ho and Ha; obtained from xtreg				
B = inconsistent under Ha, efficient under Ho; obtained from xtreg				
Test: Ho: difference in coefficients not systematic				
chi2(3) = (b-B)'[(V_b-V_B)^(-1)](b-B)				
= 16.27				
Prob>chi2 = 0.0010				

---- Coefficients ----				
	(b)	(B)	(b-B)	sqrt(diag(V_b-V_B))
	fe	re	Difference	S.E.
-----+-----				
ykyys	-28.30504	-29.69091	1.38587	1.553583
fb	-.0788368	-.0690354	-.0098013	.0035751
kald	-11.01688	-9.849458	-1.167417	1.181366
-----+-----				
b = consistent under Ho and Ha; obtained from xtreg				
B = inconsistent under Ha, efficient under Ho; obtained from xtreg				

Test: Ho: difference in coefficients not systematic

$$\begin{aligned}\chi^2(3) &= (b-B)'[(V_b-V_B)^{-1}](b-B) \\ &= 22.02 \\ \text{Prob}>\chi^2 &= 0.0001\end{aligned}$$

---- Coefficients ----

	(b)	(B)	(b-B)	sqrt(diag(V_b-V_B))
	fe	re	Difference	S.E.
tkse	-25.15631	-29.17507	4.01876	1.939081
fb	-.0781164	-.0655191	-.0125973	.0043081
kald	-10.41961	-9.780824	-.6387904	1.151179

b = consistent under Ho and Ha; obtained from xtreg
 B = inconsistent under Ha, efficient under Ho; obtained from xtreg
 Test: Ho: difference in coefficients not systematic

$$\begin{aligned}\chi^2(3) &= (b-B)'[(V_b-V_B)^{-1}](b-B) \\ &= 16.87 \\ \text{Prob}>\chi^2 &= 0.0008\end{aligned}$$

Fiyat Satış Oranı

---- Coefficients ----

	(b)	(B)	(b-B)	sqrt(diag(V_b-V_B))
	fe	re	Difference	S.E.
myyi	-44.02372	-45.79442	1.770704	1.243982
fb	-.8341163	.5034506	-1.337567	.7084534
kald	-71.94418	-69.31694	-2.627248	.638654

b = consistent under Ho and Ha; obtained from xtreg
 B = inconsistent under Ha, efficient under Ho; obtained from xtreg
 Test: Ho: difference in coefficients not systematic

$$\begin{aligned}\chi^2(3) &= (b-B)'[(V_b-V_B)^{-1}](b-B) \\ &= 59.02 \\ \text{Prob}>\chi^2 &= 0.0000\end{aligned}$$

---- Coefficients ----

	(b)	(B)	(b-B)	sqrt(diag(V_b-V_B))
	fe	re	Difference	S.E.

-----+-----				
fskb	-28.56375	-30.1733	1.609548	.9935164
fb	-6.479495	-4.938509	-1.540986	.5719415
kald	-74.56679	-71.75955	-2.807242	.565314

b = consistent under Ho and Ha; obtained from xtreg				
B = inconsistent under Ha, efficient under Ho; obtained from xtreg				
Test: Ho: difference in coefficients not systematic				
chi2(3) = (b-B)'[(V_b-V_B)^(-1)](b-B)				
= 29.86				
Prob>chi2 = 0.0000				

---- Coefficients ----				
	(b)	(B)	(b-B)	sqrt(diag(V_b-V_B))
	fe	re	Difference	S.E.
-----+-----				
ykyys	-21.43533	-23.16096	1.725636	.8292683
fb	-8.973699	-7.34292	-1.630778	.5181927
kald	-75.5124	-72.60301	-2.909388	.5484121

b = consistent under Ho and Ha; obtained from xtreg				
B = inconsistent under Ha, efficient under Ho; obtained from xtreg				
Test: Ho: difference in coefficients not systematic				
chi2(3) = (b-B)'[(V_b-V_B)^(-1)](b-B)				
= 33.51				
Prob>chi2 = 0.0000				

---- Coefficients ----				
	(b)	(B)	(b-B)	sqrt(diag(V_b-V_B))
	fe	re	Difference	S.E.
-----+-----				
tkse	-36.10814	-38.23991	2.131766	1.144839
fb	-4.504429	-2.93225	-1.572178	.635918
kald	-73.88393	-71.06156	-2.822369	.6242948

b = consistent under Ho and Ha; obtained from xtreg				
B = inconsistent under Ha, efficient under Ho; obtained from xtreg				
Test: Ho: difference in coefficients not systematic				
chi2(3) = (b-B)'[(V_b-V_B)^(-1)](b-B)				

	=	24.65
Prob>chi2	=	0.0000

Özsermaye Karlılığı

---- Coefficients ----				
	(b)	(B)	(b-B)	sqrt(diag(V_b-V_B))
	fe	re	Difference	S.E.
myyi	-.932411	-.9066074	-.0258035	.0210906
fb	.0009067	.0008873	.0000194	.0000509
kald	-.3620271	-.3338275	-.0281995	.0127891
b = consistent under Ho and Ha; obtained from xtreg B = inconsistent under Ha, efficient under Ho; obtained from xtreg Test: Ho: difference in coefficients not systematic $\chi^2(3) = (b-B)'[(V_b-V_B)^{-1}](b-B)$ $= 15.88$ Prob>chi2 = 0.0012				

---- Coefficients ----				
	(b)	(B)	(b-B)	sqrt(diag(V_b-V_B))
	fe	re	Difference	S.E.
fskb	-.5503109	-.5224772	-.0278337	.025888
fb	.0003281	.0003365	-8.46e-06	.0000524
kald	-.3295226	-.2913728	-.0381497	.0136851
b = consistent under Ho and Ha; obtained from xtreg B = inconsistent under Ha, efficient under Ho; obtained from xtreg Test: Ho: difference in coefficients not systematic $\chi^2(3) = (b-B)'[(V_b-V_B)^{-1}](b-B)$ $= 17.24$ Prob>chi2 = 0.0006				

---- Coefficients ----				
	(b)	(B)	(b-B)	sqrt(diag(V_b-V_B))
	fe	re	Difference	S.E.
ykyys	-.5657893	-.5682685	.0024792	.0178722

fb	.0002413	.0002929	-.0000516	.0000409
kald	-.3308703	-.2947372	-.0361331	.013557

b = consistent under Ho and Ha; obtained from xtreg				
B = inconsistent under Ha, efficient under Ho; obtained from xtreg				
Test: Ho: difference in coefficients not systematic				
chi2(3) = (b-B)'[(V_b-V_B)^(-1)](b-B)				
= 12.23				
Prob>chi2 = 0.0066				

---- Coefficients ----				
	(b)	(B)	(b-B)	sqrt(diag(V_b-V_B))
	fe	re	Difference	S.E.
-----+-----				
tkse	-.7900378	-.7764148	-.013623	.022368
fb	.0005984	.000608	-9.61e-06	.0000496
kald	-.3528567	-.3179446	-.0349121	.0133007

b = consistent under Ho and Ha; obtained from xtreg				
B = inconsistent under Ha, efficient under Ho; obtained from xtreg				
Test: Ho: difference in coefficients not systematic				
chi2(3) = (b-B)'[(V_b-V_B)^(-1)](b-B)				
= 12.95				
Prob>chi2 = 0.0048				

Sabit Etkiler ve Rassal Etkiler Modellerinde Birimlere Göre Heteroskedasitenin Wald Testi ile Sınanması

Tobin's Q

Modified Wald test for groupwise heteroskedasticity in fixed effect regression model

H0: $\sigma(i)^2 = \sigma^2$ for all i

chi2 (29) = 1.7e+05

Prob>chi2 = 0.0000

Modified Wald test for groupwise heteroskedasticity in fixed effect regression model

H0: $\sigma(i)^2 = \sigma^2$ for all i

chi2 (29) = 2.0e+05

Prob>chi2 = 0.0000

Modified Wald test for groupwise heteroskedasticity in fixed effect regression model

H0: $\sigma(i)^2 = \sigma^2$ for all i

chi2 (29) = 2.7e+05

Prob>chi2 = 0.0000

Modified Wald test for groupwise heteroskedasticity in fixed effect regression model

H0: $\sigma(i)^2 = \sigma^2$ for all i

chi2 (29) = 2.1e+05

Prob>chi2 = 0.0000

Fiyat Kazanç Oranı

Modified Wald test for groupwise heteroskedasticity in fixed effect regression model

H0: $\sigma(i)^2 = \sigma^2$ for all i

chi2 (29) = 1.1e+06

Prob>chi2 = 0.0000

```
Modified Wald test for groupwise heteroskedasticity in fixed effect
regression model
H0: sigma(i)^2 = sigma^2 for all i

chi2 (29) = 1.7e+06
Prob>chi2 = 0.0000
```

```
Modified Wald test for groupwise heteroskedasticity in fixed effect
regression model

H0: sigma(i)^2 = sigma^2 for all i

chi2 (29) = 1.8e+06
Prob>chi2 = 0.0000
```

```
Modified Wald test for groupwise heteroskedasticity in fixed effect
regression model

H0: sigma(i)^2 = sigma^2 for all i

chi2 (29) = 1.4e+06
Prob>chi2 = 0.0000
```

Pddd

```
Modified Wald test for groupwise heteroskedasticity
in fixed effect regression model

H0: sigma(i)^2 = sigma^2 for all i

chi2 (29) = 9256.35
Prob>chi2 = 0.0000
```

```
Modified Wald test for groupwise heteroskedasticity
in fixed effect regression model

H0: sigma(i)^2 = sigma^2 for all i

chi2 (29) = 9153.11
Prob>chi2 = 0.0000
```

```
Modified Wald test for groupwise heteroskedasticity
in fixed effect regression model

H0: sigma(i)^2 = sigma^2 for all i

chi2 (29) = 11626.42
Prob>chi2 = 0.0000
```

```
Modified Wald test for groupwise heteroskedasticity
in fixed effect regression model
```

H0: $\sigma(i)^2 = \sigma^2$ for all i

chi2 (29) = 8919.18

Prob>chi2 = 0.0000

Fiyat Nakit Akımı Oranı

Modified Wald test for groupwise heteroskedasticity
in fixed effect regression model

H0: $\sigma(i)^2 = \sigma^2$ for all i

chi2 (29) = 7.1e+05

Prob>chi2 = 0.0000

Modified Wald test for groupwise heteroskedasticity
in fixed effect regression model

H0: $\sigma(i)^2 = \sigma^2$ for all i

chi2 (29) = 6.7e+05

Prob>chi2 = 0.0000

Modified Wald test for groupwise heteroskedasticity
in fixed effect regression model

H0: $\sigma(i)^2 = \sigma^2$ for all i

chi2 (29) = 3.9e+05

Prob>chi2 = 0.0000

Modified Wald test for groupwise heteroskedasticity
in fixed effect regression model

H0: $\sigma(i)^2 = \sigma^2$ for all i

chi2 (29) = 5.0e+05

Prob>chi2 = 0.0000

Fiyat Satış Oranı

Modified Wald test for groupwise heteroskedasticity
in fixed effect regression model

H0: $\sigma(i)^2 = \sigma^2$ for all i

chi2 (29) = 2.0e+06
Prob>chi2 = 0.0000

Modified Wald test for groupwise heteroskedasticity
in fixed effect regression model

H0: $\sigma(i)^2 = \sigma^2$ for all i

chi2 (29) = 2.6e+06
Prob>chi2 = 0.0000

Modified Wald test for groupwise heteroskedasticity
in fixed effect regression model

H0: $\sigma(i)^2 = \sigma^2$ for all i

chi2 (29) = 2.1e+06
Prob>chi2 = 0.0000

Modified Wald test for groupwise heteroskedasticity
in fixed effect regression model

H0: $\sigma(i)^2 = \sigma^2$ for all i

chi2 (29) = 2.6e+06
Prob>chi2 = 0.0000

Aktif Karlılığı

Modified Wald test for groupwise heteroskedasticity in fixed effect
regression model

H0: $\sigma(i)^2 = \sigma^2$ for all i

chi2 (29) = 1.1e+05
Prob>chi2 = 0.0000

Modified Wald test for groupwise heteroskedasticity in fixed effect
regression model

H0: $\sigma(i)^2 = \sigma^2$ for all i

chi2 (29) = 46559.74
Prob>chi2 = 0.0000

Modified Wald test for groupwise heteroskedasticity in fixed effect regression model

H0: $\sigma(i)^2 = \sigma^2$ for all i

chi2 (29) = 55227.60
Prob>chi2 = 0.0000

Modified Wald test for groupwise heteroskedasticity in fixed effect regression model

H0: $\sigma(i)^2 = \sigma^2$ for all i

chi2 (29) = 59122.79
Prob>chi2 = 0.0000

Ozsermaye Karlılığı

Modified Wald test for groupwise heteroskedasticity in fixed effect regression model (MYȲİ)

H0: $\sigma(i)^2 = \sigma^2$ for all i

chi2 (29) = 54974.82
Prob>chi2 = 0.0000

Modified Wald test for groupwise heteroskedasticity in fixed effect regression model

H0: $\sigma(i)^2 = \sigma^2$ for all i

chi2 (29) = 1.2e+05
Prob>chi2 = 0.0000

Modified Wald test for groupwise heteroskedasticity in fixed effect regression model

H0: $\sigma(i)^2 = \sigma^2$ for all i

chi2 (29) = 1.7e+05
Prob>chi2 = 0.0000

Modified Wald test for groupwise heteroskedasticity

in fixed effect regression model

$H_0: \sigma(i)^2 = \sigma^2$ for all i

chi2 (29) = 1.6e+05

Prob>chi2 = 0.0000

Klasik Modelde Birimlere Göre Heteroskedasitenin White Testi ile Sınanması

Ri

White's test for Ho: homoskedasticity against Ha: unrestricted heteroskedasticity

chi2(9) = 66.23
Prob > chi2 = 0.0000

Cameron & Trivedi's decomposition of IM-test

Source	chi2	df	p
Heteroskedasticity	66.23	9	0.0000
Skewness	11.09	3	0.0112
Kurtosis	1.50	1	0.2205
Total	78.83	13	0.0000

White's test for Ho: homoskedasticity against Ha: unrestricted heteroskedasticity

chi2(9) = 69.18
Prob > chi2 = 0.0000

Cameron & Trivedi's decomposition of IM-test

Source	chi2	df	p
Heteroskedasticity	69.18	9	0.0000
Skewness	10.90	3	0.0123
Kurtosis	1.50	1	0.2206
Total	81.58	13	0.0000

White's test for Ho: homoskedasticity against Ha: unrestricted heteroskedasticity

chi2(9) = 68.36
Prob > chi2 = 0.0000

Cameron & Trivedi's decomposition of IM-test

Source	chi2	df	p
Heteroskedasticity	68.36	9	0.0000
Skewness	11.12	3	0.0111
Kurtosis	1.50	1	0.2205
Total	80.98	13	0.0000

White's test for Ho: homoskedasticity against Ha: unrestricted heteroskedasticity

chi2(9) = 67.92
 Prob > chi2 = 0.0000

Cameron & Trivedi's decomposition of IM-test

Source	chi2	df	p
Heteroskedasticity	67.92	9	0.0000
Skewness	10.89	3	0.0124
Kurtosis	1.50	1	0.2205
Total	80.31	13	0.0000

Sabit ve Rassal Etkiler Modelinde Otokorelasyonun Durbin Watson ve Baltagi Wu Testleri ile Sınanması

Tobin's Q Oranı

FE (within) regression with AR(1) disturbances		Number of obs	=	4495	
Group variable: kodu		Number of groups	=	29	
R-sq: within	= 0.1438	Obs per group: min	=	155	
between	= 0.1662	avg	=	155.0	
overall	= 0.0245	max	=	155	
		F(3,4463)	=	249.82	
corr(u_i, Xb)	= -0.6972	Prob > F	=	0.0000	

tobinsq	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]
-----+-----					
myyi	-3.24486	.6091704	-5.33	0.000	-4.439135 -2.050584
fb	2.570634	.1140612	22.54	0.000	2.347017 2.79425
kald	-3.573672	.2510585	-14.23	0.000	-4.065871 -3.081473
sabit	-19.4839	.0400694	-486.25	0.000	-19.56246 -19.40534
-----+-----					
rho_ar	.96390306				
sigma_u	1.1518391				
sigma_e	.5241705				
rho_fov	.82843787	(fraction of variance because of u_i)			

F test that all u_i=0:		F(28,4463) =	1.71	Prob > F = 0.0114	
modified Bhargava et al. Durbin-Watson = .09062231					
Baltagi-Wu LBI = .18704953					

FE (within) regression with AR(1) disturbances	Number of obs	=	4495
Group variable: kodu	Number of groups	=	29
R-sq: within	= 0.1478	Obs per group: min	= 155
between	= 0.1428	avg	= 155.0
overall	= 0.0225	max	= 155
		F(3,4463)	= 257.93
corr(u_i, Xb)	= -0.7067	Prob > F	= 0.0000

tobinsq	Coef.	Std. Err.	t P> t [95% Conf. Interval]

-----+-----							
fskb		-4.208445	.6094951	-6.90	0.000	-5.403358	-3.013533
fb		2.59832	.1140746	22.78	0.000	2.374677	2.821963
kald		-3.563709	.2508147	-14.21	0.000	-4.05543	-3.071988
sabit		-18.78013	.0386025	-486.50	0.000	-18.85581	-18.70445
-----+-----							
rho_ar		.96576979					
sigma_u		1.1981988					
sigma_e		.52363122					
rho_fov		.83964298	(fraction of variance because of u_i)				
-----+-----							
F test that all u_i=0:		F(28,4463) =	1.70	Prob > F = 0.0120			
modified Bhargava et al. Durbin-Watson = .09243716							
Baltagi-Wu LBI = .18976901							

FE (within) regression with AR(1) disturbances		Number of obs	=	4495	
Group variable: kodu		Number of groups	=	29	
R-sq: within = 0.1406		Obs per group: min	=	155	
between = 0.1958		avg	=	155.0	
overall = 0.0112		max	=	155	
		F(3,4463)	=	243.34	
corr(u_i, Xb) = -0.6970		Prob > F	=	0.0000	
-----+-----					
tobinsq	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]
-----+-----					
ykyys	-1.529819	.5632278	-2.72	0.007	-2.634025 -.4256133
fb	2.581133	.1148269	22.48	0.000	2.356015 2.80625
kald	-3.673185	.252206	-14.56	0.000	-4.167634 -3.178736
sabit	-20.69506	.0341807	-605.46	0.000	-20.76207 -20.62805
-----+-----					
rho_ar	.96933322				
sigma_u	1.1849743				
sigma_e	.5272004				
rho_fov	.83476633	(fraction of variance because of u_i)			
-----+-----					
F test that all u_i=0:		F(28,4463) =	1.78	Prob > F = 0.0070	
modified Bhargava et al. Durbin-Watson = .09609931					
Baltagi-Wu LBI = .19396639					
FE (within) regression with AR(1) disturbances		Number of obs	=	4495	

Group variable: kodu	Number of groups	=	29
R-sq: within = 0.1456	Obs per group: min =		155
between = 0.1703	avg =		155.0
overall = 0.0264	max =		155
	F(3,4463)	=	253.57
corr(u_i, Xb) = -0.7016	Prob > F	=	0.0000

tobinsq	Coef.	Std. Err.	t P> t [95% Conf. Interval]
-----+-----			
tkse	-4.419884	.7256486	-6.09 0.000 -5.842515 -2.997253
fb	2.589561	.1141277	22.69 0.000 2.365814 2.813308
kald	-3.583487	.2508853	-14.28 0.000 -4.075346 -3.091627
sabit	-19.03561	.0393995	-483.14 0.000 -19.11285 -18.95837
-----+-----			
rho_ar	.96497955		
sigma_u	1.156935		
sigma_e	.52399474		
rho_fov	.8297838	(fraction of variance because of u_i)	

F test that all u_i=0:	F(28,4463) =	1.78	Prob > F = 0.0070
modified Bhargava et al. Durbin-Watson = .09187649			
Baltagi-Wu LBI = .18928284			

Fiyat Kazanç Oranı

RE GLS regression with AR(1) disturbances	Number of obs	=	4524
Group variable: kodu	Number of groups	=	29
R-sq: within = 0.0216	Obs per group: min =		156
between = 0.0443	avg =		156.0
overall = 0.0166	max =		156
	Wald chi2(4)	=	69.95
corr(u_i, Xb) = 0 (assumed)	Prob > chi2	=	0.0000

fk	Coef.	Std. Err.	z P> z [95% Conf. Interval]
-----+-----			
myyi	-74.21339	15.93421	-4.66 0.000 -105.4439 -42.98292
fb	24.60504	3.304203	7.45 0.000 18.12892 31.08116
kald	-20.27147	7.738874	-2.62 0.009 -35.43938 -5.103553

sabit		-164.1419	29.33165	-5.60	0.000	-221.6309	-106.653
-----+							
rho_ar		.91013639	(estimated autocorrelation coefficient)				
sigma_u		0					
sigma_e		18.951661					
rho_fov		0	(fraction of variance due to u_i)				
theta		0					

modified Bhargava et al. Durbin-Watson = .18098009							
Baltagi-Wu LBI = .21350531							

RE GLS regression with AR(1) disturbances		Number of obs	=	4524	
Group variable: kodu		Number of groups	=	29	
R-sq: within	= 0.0136	Obs per group: min	=	156	
between	= 0.0425	avg	=	156.0	
overall	= 0.0128	max	=	156	
		Wald chi2(4)	=	85.30	
corr(u_i, Xb)	= 0 (assumed)	Prob > chi2	=	0.0000	

fk	Coef.	Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]
-----+					
fskb	-93.75217	15.58934	-6.01	0.000	-124.3067 -63.19762
fb	26.06907	3.330162	7.83	0.000	19.54207 32.59607
kald	-18.98437	7.784004	-2.44	0.015	-34.24074 -3.728005
sabit	-157.658	29.61986	-5.32	0.000	-215.7119 -99.60418
-----+					
rho_ar	.91254307	(estimated autocorrelation coefficient)			
sigma_u	0				
sigma_e	18.907646				
rho_fov	0	(fraction of variance due to u_i)			
theta	0				

modified Bhargava et al. Durbin-Watson = .17962945					
Baltagi-Wu LBI = .21165833					

RE GLS regression with AR(1) disturbances	Number of obs	=	4524
Group variable: kodu	Number of groups	=	29
R-sq: within = 0.0029	Obs per group: min	=	156
between = 0.0506	avg	=	156.0

overall = 0.0068				max = 156	
				Wald chi2(4)	= 53.18
corr(u_i, Xb)		= 0 (assumed)		Prob > chi2	= 0.0000

fk	Coef.	Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]
-----+					
ykyys	-32.4414	15.60712	-2.08	0.038	-63.03079 -1.852006
fb	22.58763	3.304791	6.83	0.000	16.11035 29.0649
kald	-20.81927	7.809085	-2.67	0.008	-36.1248 -5.513747
sabit	-166.6469	29.71446	-5.61	0.000	-224.8862 -108.4077
-----+					
rho_ar	.91275313	(estimated autocorrelation coefficient)			
sigma_u	0				
sigma_e	18.98749				
rho_fov	0	(fraction of variance due to u_i)			
theta	0				

modified Bhargava et al. Durbin-Watson = .18020633					
Baltagi-Wu LBI = .21199001					

RE GLS regression with AR(1) disturbances			Number of obs		=	4524
Group variable: kodu			Number of groups		=	29
R-sq: within = 0.0155			Obs per group: min =		156	
between = 0.0414			avg =		156.0	
overall = 0.0138			max =		156	
			Wald chi2(4)		=	72.70
corr(u_i, Xb) = 0 (assumed)			Prob > chi2		=	0.0000

fk	Coef.	Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]	
-----+-----						
tkse	-89.82644	18.30714	-4.91	0.000	-125.7078	-53.94511
fb	25.28301	3.333122	7.59	0.000	18.75021	31.81581
kald	-19.64483	7.764718	-2.53	0.011	-34.8634	-4.426264
sabit	-162.4404	29.46869	-5.51	0.000	-220.198	-104.6828
-----+-----						
rho_ar	.91127876	(estimated autocorrelation coefficient)				
sigma_u	0					
sigma_e	18.943392					
rho_fov	0	(fraction of variance due to u_i)				

theta	0

modified Bhargava et al. Durbin-Watson = .18007846	
Baltagi-Wu LBI = .21244644	

Piyasa Değeri Değer Değeri

FE (within) regression with AR(1) disturbances				Number of obs	=	4495
Group variable: kodu				Number of groups	=	29
R-sq: within = 0.1601				Obs per group: min	=	155
between = 0.3131				avg	=	155.0
overall = 0.0083				max	=	155
				F(3,4463)	=	283.65
corr(u_i, Xb) = -0.7828				Prob > F	=	0.0000

pddd	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
-----+-----						
myyi	-1.347742	1.204095	-1.12	0.263	-3.708365	1.012881
fb	6.753876	.2315739	29.17	0.000	6.299876	7.207876
kald	.3964826	.5100529	0.78	0.437	-.6034739	1.396439
sabit	-60.22859	.1013951	-594.00	0.000	-60.42737	-60.0298
-----+-----						
rho_ar	.9541522					
sigma_u	2.9971284					
sigma_e	1.0663791					
rho_fov	.88763136	(fraction of variance because of u_i)				

F test that all u_i=0:		F(28,4463) =	2.57	Prob > F = 0.0000		
modified Bhargava et al. Durbin-Watson = .19472537						
Baltagi-Wu LBI = .26585769						

FE (within) regression with AR(1) disturbances			
Number of obs		=	4495
Group variable: kodu		Number of groups	= 29
R-sq: within	= 0.1626	Obs per group: min	= 155
between	= 0.3142	avg	= 155.0
overall	= 0.0074	max	= 155
		F(3,4463)	= 288.80
corr(u_i, Xb)	= -0.7824	Prob > F	= 0.0000

pddd	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
-----+-----						
fskb	-1.247612	1.221809	-1.02	0.307	-3.642964	1.147739
fb	6.834744	.2323042	29.42	0.000	6.379312	7.290175
kald	.3605797	.5109855	0.71	0.480	-.6412052	1.362365
sabit	-61.09522	.0926775	-659.22	0.000	-61.27691	-60.91353
-----+-----						
rho_ar	.95902718					
sigma_u	3.0286835					
sigma_e	1.0673421					
rho_fov	.88952644	(fraction of variance because of u_i)				
-----+-----						
F test that all u_i=0:		F(28,4463) =	2.20	Prob > F = 0.0003		
modified Bhargava et al.		Durbin-Watson =	.17922013			
Baltagi-Wu LBI =		.25072716				

FE (within) regression with AR(1) disturbances				Number of obs	=	4495
Group variable: kodu				Number of groups	=	29
R-sq: within = 0.1650				Obs per group: min	=	155
between = 0.3168				avg	=	155.0
overall = 0.0047				max	=	155
				F(3,4463)	=	293.95
corr(u_i, Xb) = -0.7781				Prob > F	=	0.0000
-----+-----						
pddd	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
-----+-----						
ykyys	.2114855	1.13321	0.19	0.852	-2.010167	2.433138
fb	6.905643	.2327841	29.67	0.000	6.449271	7.362016
kald	.294856	.5115626	0.58	0.564	-.7080602	1.297772
sabit	-62.99795	.0779842	-807.83	0.000	-63.15084	-62.84506
-----+-----						
rho_ar	.96514045					
sigma_u	3.0914617					
sigma_e	1.0692259					
rho_fov	.89315855	(fraction of variance because of u_i)				
-----+-----						
F test that all u_i=0:		F(28,4463) =	1.78	Prob > F = 0.0068		
modified Bhargava et al. Durbin-Watson = .17385845						
Baltagi-Wu LBI = .24991838						

FE (within) regression with AR(1) disturbances				Number of obs	=	4495
Group variable: kodu				Number of groups	=	29

R-sq: within = 0.1601	Obs per group: min = 155					
between = 0.3154	avg = 155.0					
overall = 0.0092	max = 155					
	F(3,4463) = 283.50					
corr(u_i, Xb) = -0.7840	Prob > F = 0.0000					

pddd	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
-----+						
tkse	-1.895141	1.416234	-1.34	0.181	-4.671663	.8813804
fb	6.757673	.2318432	29.15	0.000	6.303146	7.212201
kald	.3976631	.5097659	0.78	0.435	-.6017308	1.397057
sabit	-59.95974	.1028565	-582.95	0.000	-60.16139	-59.75809
-----+						
rho_ar	.95383446					
sigma_u	2.9836823					
sigma_e	1.0662679					
rho_fov	.88675219	(fraction of variance because of u_i)				

F test that all u_i=0:	F(28,4463) =	2.59			Prob > F =	0.0000
modified Bhargava et al. Durbin-Watson = .18104133						
Baltagi-Wu LBI = .25320801						

Fiyat Nakit Akımı Oranı

FE (within) regression with AR(1) disturbances				Number of obs	=	4495
Group variable: kodu				Number of groups	=	29
R-sq: within = 0.0057				Obs per group: min	=	155
between = 0.0314				avg	=	155.0
overall = 0.0120				max	=	155
				F(3,4463)	=	8.60
corr(u_i, Xb) = -0.3739				Prob > F	=	0.0000

fna		Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]
-----+-----						
myyi		-55.44196	14.74151	-3.76	0.000	-84.34262 -26.5413
fb		16.8076	4.115805	4.08	0.000	8.738578 24.87662
kald		-13.10834	8.52444	-1.54	0.124	-29.82046 3.603792
sabit		-108.4005	5.614863	-19.31	0.000	-119.4084 -97.39261
-----+-----						
rho_ar		.84375717				
sigma_u		12.56439				
sigma_e		20.212994				
rho_fov		.27870024	(fraction of variance because of u_i)			

```

-----
F test that all u_i=0:      F(28,4463) =      1.24          Prob > F = 0.1812
modified Bhargava et al. Durbin-Watson = .31813492
Baltagi-Wu LBI = .32861877

```

```

FE (within) regression with AR(1) disturbances Number of obs      =      4495
Group variable: kodu                      Number of groups      =      29
R-sq:  within = 0.0057                      Obs per group: min =      155
        between = 0.0609                      avg =      155.0
        overall = 0.0116                      max =      155
                                           F(3,4463)              =      8.47
corr(u_i, Xb) = -0.3634                      Prob > F              =      0.0000

```

```

-----
      fna |      Coef.   Std. Err.      t    P>|t|     [95% Conf. Interval]
-----+-----
      fskb |   -55.21784   15.04493    -3.67   0.000   -84.71337   -25.72232
       fb |    16.40569    4.078558     4.02   0.000     8.409699    24.40169
      kald |   -13.57009    8.548162    -1.59   0.112   -30.32873     3.188544
      sabit |   -97.74655    5.481301   -17.83   0.000   -108.4926   -87.00048
-----+-----
      rho_ar |   .84552964
      sigma_u |  12.258514
      sigma_e |  20.214238
      rho_fov |   .26887597   (fraction of variance because of u_i)
-----

```

```

F test that all u_i=0:      F(28,4463) =      1.16          Prob > F = 0.2606
modified Bhargava et al. Durbin-Watson = .31730888
Baltagi-Wu LBI = .32806388

```

```

FE (within) regression with AR(1) disturbances Number of obs      =      4495
Group variable: kodu                      Number of groups      =      29
R-sq:  within = 0.0057                      Obs per group: min =      155
        between = 0.0145                      avg =      155.0
        overall = 0.0072                      max =      155
                                           F(3,4463)              =      8.59
corr(u_i, Xb) = -0.4216                      Prob > F              =      0.0000

```

```

-----
      fna |      Coef.   Std. Err.      t    P>|t|     [95% Conf. Interval]
-----+-----
      ykyys |   -53.857    14.41949    -3.74   0.000   -82.12636   -25.58765
       fb |    15.73957    4.013563     3.92   0.000     7.870996    23.60814

```

kald		-14.77993	8.5322	-1.73	0.083	-31.50727	1.94741
sabit		-103.2455	5.536496	-18.65	0.000	-114.0998	-92.3912
-----+-----							
rho_ar		.8448318					
sigma_u		13.147093					
sigma_e		20.213238					
rho_fov		.29728208	(fraction of variance because of u_i)				

F test that all u_i=0:		F(28,4463) =		1.32		Prob > F = 0.1199	
modified Bhargava et al. Durbin-Watson =		.31889452					
Baltagi-Wu LBI =		.32977823					

FE (within) regression with AR(1) disturbances		Number of obs	=	4495	
Group variable: kodu		Number of groups	=	29	
R-sq: within	= 0.0065	Obs per group: min	=	155	
between	= 0.0320	avg	=	155.0	
overall	= 0.0137	max	=	155	
		F(3,4463)	=	9.75	
corr(u_i, Xb)	= -0.3773	Prob > F	=	0.0000	
-----+-----					
fna	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]
-----+-----					
tkse	-68.36259	16.30842	-4.19	0.000	-100.3352 -36.39001
fb	17.5267	4.11692	4.26	0.000	9.455491 25.5979
kald	-13.48686	8.519041	-1.58	0.113	-30.18841 3.214678
sabit	-108.0286	5.577466	-19.37	0.000	-118.9632 -97.09402
-----+-----					
rho_ar	.84394596				
sigma_u	12.704937				
sigma_e	20.205222				
rho_fov	.28335078	(fraction of variance because of u_i)			

F test that all u_i=0:		F(28,4463) =	1.27	Prob > F = 0.1588	
modified Bhargava et al. Durbin-Watson = .31830633					
Baltagi-Wu LBI = .32893575					

Fiyat Satış Oranı

FE (within) regression with AR(1) disturbances		Number of obs	=	4495
Group variable: kodu		Number of groups	=	29
R-sq: within	=	0.0371	Obs per group: min	= 155

between = 0.0000	avg = 155.0
overall = 0.0162	max = 155
	F(3,4463) = 57.36
corr(u_i, Xb) = -0.4268	Prob > F = 0.0000

fs	Coef. Std. Err. t P> t [95% Conf. Interval]
-----+	
myyi	-32.09823 8.546647 -3.76 0.000 -48.8539 -15.34257
fb	16.74967 1.596281 10.49 0.000 13.62017 19.87917
kald	-23.658 3.513165 -6.73 0.000 -30.54554 -16.77045
sabit	-127.4835 .5462862 -233.36 0.000 -128.5545 -126.4125
-----+	
rho_ar	.9649197
sigma_u	15.559959
sigma_e	7.3346621
rho_fov	.81819694 (fraction of variance because of u_i)

F test that all u_i=0:	F(28,4463) = 0.45 Prob > F = 0.1946
modified Bhargava et al. Durbin-Watson = .07983397	
Baltagi-Wu LBI = .17322758	

FE (within) regression with AR(1) disturbances	Number of obs	=	4495			
Group variable: kodu	Number of groups	=	29			
R-sq: within = 0.0392	Obs per group: min	=	155			
between = 0.0005	avg	=	155.0			
overall = 0.0158	max	=	155			
	F(3,4463)	=	60.71			
corr(u_i, Xb) = -0.4306	Prob > F	=	0.0000			

fs	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
-----+-----						
fskb	-41.5052	8.530184	-4.87	0.000	-58.22859	-24.78181
fb	16.99183	1.59694	10.64	0.000	13.86103	20.12262
kald	-23.46691	3.511211	-6.68	0.000	-30.35063	-16.5832
sabit	-120.0447	.5421087	-221.44	0.000	-121.1075	-118.9819
-----+-----						
rho_ar	.9656511					
sigma_u	15.616702					
sigma_e	7.3304408					
rho_fov	.81944779	(fraction of variance because of u_i)				

F test that all u_i=0:	F(28,4463) =	0.49			Prob > F =	0.1897
modified Bhargava et al. Durbin-Watson = .08068917						

Baltagi-Wu LBI = .17409258

```
FE (within) regression with AR(1) disturbances  Number of obs   =      4495
Group variable: kodu                          Number of groups  =       29
R-sq:  within  = 0.0344                      Obs per group: min =      155
        between = 0.0044                      avg           =     155.0
        overall = 0.0076                      max           =      155
                                                F(3,4463)       =      53.06
corr(u_i, Xb) = -0.4050                      Prob > F        =      0.0000

-----+-----
            fs |      Coef.   Std. Err.      t    P>|t|     [95% Conf. Interval]
-----+-----
            ykyys |   -8.931069    7.817857    -1.14   0.253    -24.25794     6.395806
              fb |   16.70089    1.601359    10.43   0.000     13.56143    19.84034
            kald |  -24.34261    3.51845    -6.92   0.000    -31.24051   -17.4447
            sabit |  -139.591    .5144569   -271.34   0.000   -140.5996   -138.5824
-----+-----
            rho_ar |   .96668295
            sigma_u |  15.356451
            sigma_e |   7.3539911
            rho_fov |   .81344997   (fraction of variance because of u_i)
-----+-----

F test that all u_i=0:      F(28,4463) =      0.54      Prob > F = 0.1769
modified Bhargava et al. Durbin-Watson = .0815497
Baltagi-Wu LBI = .1750347
```

```
FE (within) regression with AR(1) disturbances  Number of obs   =      4495
Group variable: kodu                          Number of groups  =       29
R-sq:  within  = 0.0376                      Obs per group: min =      155
        between = 0.0003                      avg           =     155.0
        overall = 0.0175                      max           =      155
                                                F(3,4463)       =      58.15
corr(u_i, Xb) = -0.4192                      Prob > F        =      0.0000

-----+-----
            fs |      Coef.   Std. Err.      t    P>|t|     [95% Conf. Interval]
-----+-----
            tkse |  -41.08732   10.16566    -4.04   0.000    -61.01706   -21.15758
              fb |   16.89548    1.597489    10.58   0.000     13.76361    20.02735
            kald |  -23.73584    3.511676    -6.76   0.000    -30.62047   -16.85121
            sabit | -123.8391    .5478423   -226.05   0.000   -124.9131   -122.765
-----+-----
            rho_ar |   .96523589
```

```

sigma_u | 15.485336
sigma_e | 7.3343873
rho_fov | .81677359 (fraction of variance because of u_i)
-----
F test that all u_i=0:      F(28,4463) =      0.47      Prob > F = 0.1922
modified Bhargava et al. Durbin-Watson = .08034893
Baltagi-Wu LBI = .17371995

```

Aktif Karlılığı

```

RE GLS regression with AR(1) disturbances      Number of obs      =      4524
Group variable: kodu                          Number of groups    =       29
R-sq:  within = 0.0106                       Obs per group: min =      156
        between = 0.0020                      avg =      156.0
        overall = 0.0058                      max =      156
                                                Wald chi2(4)       =     111.08
corr(u_i, Xb)      = 0 (assumed)              Prob > chi2        =      0.0000
-----
      ak |      Coef.   Std. Err.      z    P>|z|     [95% Conf. Interval]
-----+-----
      myyi |  -.0418096   .0212886    -1.96   0.050    - .0835345   - .0000847
       fb |   .0011271   .0041742     0.27   0.787    - .0070542    .0093083
      kald |  -.094933    .0092669   -10.24   0.000    - .1130957   - .0767703
      sabit |   .122285    .0396476     3.08   0.002     .0445772    .1999929
-----+-----
      rho_ar |  .95887363    (estimated autocorrelation coefficient)
      sigma_u |  .03596016
      sigma_e |  .01992605
      rho_fov |  .7650859    (fraction of variance due to u_i)
       theta |  .31258287
-----
modified Bhargava et al. Durbin-Watson = .08472577
Baltagi-Wu LBI = .10297939

```

```

RE GLS regression with AR(1) disturbances      Number of obs      =      4524
Group variable: kodu                          Number of groups    =       29
R-sq:  within = 0.0068                       Obs per group: min =      156
        between = 0.0025                      avg =      156.0
        overall = 0.0042                      max =      156
                                                Wald chi2(4)       =     107.47
corr(u_i, Xb)      = 0 (assumed)              Prob > chi2        =      0.0000
-----

```

ak	Coef.	Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]	
-----+-----						
fskb	-.0115131	.0211882	-0.54	0.587	-.0530412	.0300149
fb	.0006719	.0041838	0.16	0.872	-.0075282	.008872
kald	-.0956058	.0092713	-10.31	0.000	-.1137772	-.0774343
sabit	.1148334	.0400046	2.87	0.004	.0364257	.193241
-----+-----						
rho_ar	.95904814	(estimated autocorrelation coefficient)				
sigma_u	.03598217					
sigma_e	.01993336					
rho_fov	.76517389	(fraction of variance due to u_i)				
theta	.31131606					

modified Bhargava et al. Durbin-Watson = .08427347						
Baltagi-Wu LBI = .10271821						

RE GLS regression with AR(1) disturbances			Number of obs			=	4524
Group variable: kodu			Number of groups			=	29
R-sq: within = 0.0080			Obs per group: min			=	156
between = 0.0041			avg			=	156.0
overall = 0.0056			max			=	156
			Wald chi2(4)			=	108.97
corr(u_i, Xb) = 0 (assumed)			Prob > chi2			=	0.0000
-----+-----							
ak	Coef.	Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]		
-----+-----							
ykyys	-.026653	.0199321	-1.34	0.181	-.0657193	.0124133	
fb	.0008575	.0041722	0.21	0.837	-.0073199	.0090349	
kald	-.0958872	.0092583	-10.36	0.000	-.1140332	-.0777412	
sabit	.1164297	.0394519	2.95	0.003	.0391055	.193754	
-----+-----							
rho_ar	.95899922	(estimated autocorrelation coefficient)					
sigma_u	.03586736						
sigma_e	.01993039						
rho_fov	.76407706	(fraction of variance due to u_i)					
theta	.31059331						

modified Bhargava et al. Durbin-Watson = .0840675							
Baltagi-Wu LBI = .10226352							

RE GLS regression with AR(1) disturbances	Number of obs	=	4524

Group variable: kodu	Number of groups	=	29
R-sq: within = 0.0093	Obs per group: min	=	156
between = 0.0025	avg	=	156.0
overall = 0.0054	max	=	156
	Wald chi2(4)	=	109.19
corr(u_i, Xb) = 0 (assumed)	Prob > chi2	=	0.0000

ak	Coef.	Std. Err.	z P> z [95% Conf. Interval]
-----+-----			
tkse	-.0352903	.024973	-1.41 0.158 -.0842365 .0136559
fb	.0010493	.0041833	0.25 0.802 -.0071498 .0092483
kald	-.0952924	.0092661	-10.28 0.000 -.1134536 -.0771311
sabit	.1208305	.0398774	3.03 0.002 .0426723 .1989887
-----+-----			
rho_ar	.95890823	(estimated autocorrelation coefficient)	
sigma_u	.03606947		
sigma_e	.01992986		
rho_fov	.76610656	(fraction of variance due to u_i)	
theta	.31334575		

--			
modified Bhargava et al. Durbin-Watson = .08443597			
Baltagi-Wu LBI = .10271173			

Ozsermaye Karlılığı

FE (within) regression with AR(1) disturbances	Number of obs	=	4495			
Group variable: kodu	Number of groups	=	29			
R-sq: within = 0.0008	Obs per group: min	=	155			
between = 0.2061	avg	=	155.0			
overall = 0.0024	max	=	155			
	F(3,4463)	=	1.17			
corr(u_i, Xb) = -0.5562	Prob > F	=	0.3195			

ok	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
-----+-----						
fskb	-.0565409	.1608794	-0.35	0.725	-.3719442	.2588624
fb	-.0691762	.0475456	-1.45	0.146	-.1623891	.0240366
kald	-.0565914	.0966456	-0.59	0.558	-.2460646	.1328819
sabit	.8626207	.078601	10.97	0.000	.7085237	1.016718

```

-----+-----
      rho_ar |   .80725106
      sigma_u |   .15667404
      sigma_e |   .2462596
      rho_fov |   .28813941    (fraction of variance because of u_i)
-----+-----
F test that all u_i=0:      F(28,4463) =      1.80          Prob > F = 0.0059
modified Bhargava et al. Durbin-Watson = .39048762
Baltagi-Wu LBI = .42469582

```

```

FE (within) regression with AR(1) disturbances  Number of obs   =      4495
Group variable: kodu                          Number of groups =      29
R-sq:  within  = 0.0015                      Obs per group: min =      155
        between = 0.0999                      avg =      155.0
        overall = 0.0015                      max =      155
                                                F(3,4463)          =      2.21
corr(u_i, Xb) = -0.3644                      Prob > F           =      0.0848
-----+-----
      ok |      Coef.   Std. Err.      t    P>|t|    [95% Conf. Interval]
-----+-----
      ykyys |  -.2741749   .1548212    -1.77   0.077   - .5777012   .0293513
          fb |  -.0454213   .0463981    -0.98   0.328   - .1363847   .045542
      kald |  -.0592866   .0962037    -0.62   0.538   - .2478936   .1293204
      sabit |   .7160406   .0795805     9.00   0.000    .5600234   .8720577
-----+-----
      rho_ar |   .805558
      sigma_u |   .14941263
      sigma_e |   .24615757
      rho_fov |   .2692325    (fraction of variance because of u_i)
-----+-----
F test that all u_i=0:      F(28,4463) =      1.69          Prob > F = 0.0133
modified Bhargava et al. Durbin-Watson = .39121446
Baltagi-Wu LBI = .42515907

```

```

FE (within) regression with AR(1) disturbances  Number of obs   =      4495
Group variable: kodu                          Number of groups =      29
R-sq:  within  = 0.013                      Obs per group: min =      155
        between = 0.1775                      avg =      155.0
        overall = 0.0006                      max =      155
                                                F(3,4463)          =      1.90
corr(u_i, Xb) = -0.4047                      Prob > F           =      0.1274
-----+-----

```

ok	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
-----+						
tkse	-.2557704	.1730573	-1.48	0.139	-.5950484	.0835077
fb	-.044561	.0481671	-0.93	0.355	-.1389923	.0498703
kald	-.0543236	.0962168	-0.56	0.572	-.2429563	.1343091
sabit	.7241919	.0805595	8.99	0.000	.5662553	.8821285
-----+						
rho_ar	.80523674					
sigma_u	.15145549					
sigma_e	.24618043					
rho_fov	.27457248	(fraction of variance because of u_i)				

test that all u_i=0:		F(28,4463) =	1.79	Prob > F = 0.0067		
modified Bhargava et al. Durbin-Watson = .39298943						
Baltagi-Wu LBI = .42684128						

Klasik Modelde Otokorelasyonun Wooldridge Testleri ile Sınanması

Ri

Linear regression					Number of obs = 4495	
					F(3, 28) = 1.21	
					Prob > F = 0.3258	
					R-squared = 0.0005	
					Root MSE = .1709	
(Std. Err. adjusted for 29 clusters in kodu)						

		Robust				
D.ri		Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]

myyi						
D1.		-.321711	.1715716	-1.88	0.071	-.6731594 .0297374
fb						
D1.		.0001347	.0001876	0.72	0.479	-.0002497 .000519
kald						
D1.		-.0037409	.0875313	-0.04	0.966	-.1830407 .1755589

Wooldridge test for autocorrelation in panel data						
H0: no first-order autocorrelation						
F(1, 28) =		3.325				
Prob > F =		0.0789				

Linear regression					Number of obs = 4495	
					F(3, 28) = 0.13	
					Prob > F = 0.9384	
					R-squared = 0.0001	
					Root MSE = .17094	
(Std. Err. adjusted for 29 clusters in kodu)						

		Robust				
D.ri		Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]

fskb						
D1.		.121253	.2180288	0.56	0.583	-.3253587 .5678647

fb							
D1.		7.00e-06	.0001785	0.04	0.969	-.0003587	.0003727
kald							
D1.		-.0023484	.0873674	-0.03	0.979	-.1813124	.1766155

Wooldridge test for autocorrelation in panel data							
H0: no first-order autocorrelation							
F(	1,	28)	=	3.547			
	Prob > F	=	0.0701				

Linear regression					Number of obs = 4495	
					F(3, 28) = 1.14	
					Prob > F = 0.3493	
					R-squared = 0.0009	
					Root MSE = .17087	
(Std. Err. adjusted for 29 clusters in kodu)						

		Robust				
D.ri		Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]

ykyys						
D1.		-.3727902	.221602	-1.68	0.104	-.8267213 .0811409
fb						
D1.		.0001313	.0001883	0.70	0.491	-.0002543 .000517
kald						
D1.		-.011886	.0853037	-0.14	0.890	-.1866227 .1628508

Wooldridge test for autocorrelation in panel data						
H0: no first-order autocorrelation						
F(1, 28) =		3.577				
Prob > F =		0.0690				

Linear regression				Number of obs = 4495			
				F(3, 28) = 0.54			
				Prob > F = 0.6611			
				R-squared = 0.0004			

Root MSE						=	.17092
(Std. Err. adjusted for 29 clusters in kodu)							

		Robust					
D.ri		Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	

tkse							
D1.		-.3237653	.2733754	-1.18	0.246	-.8837495	.2362189
fb							
D1.		.0001396	.0001974	0.71	0.485	-.0002648	.0005441
kald							
D1.		-.0063939	.0866176	-0.07	0.942	-.183822	.1710342

Wooldridge test for autocorrelation in panel data							
H0: no first-order autocorrelation							
F(	1,	28)	=	3.606			
Prob > F =			0.0679				

ÖZGEÇMİŞ

Harun GÜZELDERE 14.12.1979 tarihinde Bitlis’te doğmuştur. İlköğrenimimi Bitlis 8 Ağustos İlköğretim Okulunda, Orta ve Lise öğrenimi 1997 yılında Bitlis Anadolu Lisesinde tamamlamıştır. 1999 yılında İstanbul Üniversitesi İşletme Fakültesi İşletme Bölümünde başlamış olduğu lisans öğrenimini 2003 yılında tamamlamıştır. 2009 yılında İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Finansman Anabilim dalında başlamış olduğu yüksek lisans öğrenimini ise 2010 yılında tamamlamıştır.

2000-2004 yılları arasında özel sektörde bilişim alanında çeşitli firmalarda, 2004-2005 yıllarında ise özel bir bankada kurumsal bankacılık alanında çalışmıştır. 2005 – 2006 yılları arasında Maliye Bakanlığı İstanbul Defterdarlığında, 2007-2009 yılları arasında ise Maliye Bakanlığı Milli Emlak Genel Müdürlüğünde, Milli Emlak Denetmen Yardımcısı olarak görev yapmıştır. 2009 – 2013 yılları arasında yılında KOSGEB KOBİ Uzman’ı olarak görev yapmıştır. 2013 yılında TÜBİTAK TÜSSİDE’de Başuzman olarak göreve başlamış olup halen aynı kurumda görevine devam etmekte olan Harun GÜZELDERE, evli ve üç çocuk babasıdır.