

Kurumsal Yönetim Verileri ile Piyasa Değerleri Arasındaki İlişkinin XKURY Endeksinin Karşılaştırılmasına Yönelik Bir Uygulama

Relationship Between Corporate Governance Data and Market Values: An Application Comparing The XKURY

Fatih AY  ^a

^a Isparta Uygulamalı Bilimler Üniversitesi, Isparta Meslek Yüksekokulu, Bankacılık ve Sigortacılık Bölümü, Isparta, Türkiye.
fatihay@isparta.edu.tr

MAKALE BİLGİSİ	ÖZET
Anahtar Kelimeler: Kurumsal Yönetim Muhasebe Kalitesi BİST XKURY Panel Veri Analizi	Amaç – Son yıllarda küreselleşme ve teknolojik gelişmenin etkisiyle rekabet yoğunlaşmış ve kurumsal yönetimin uygulamalarının işletmelerin piyasa değerlerine etkisi artmıştır. Günümüzde yatırımcılar ve menfaat sahipleri arasındaki belirli ilişkileri düzenlemek amacıyla kurumsal yönetimi kolaylaştıracak yeni düzenlemeler oluşturulmuştur. Buradan hareketle bu çalışmanın amacı kurumsal yönetim endeksinde kayıtlı firmalarda kurumsal yönetim endeks notları ile piyasa değerleri arasında bir ilişki olup olmadığının araştırılmasıdır. Yöntem – Kurumsal yönetimin, XKURY endeksindeki işletmelerin piyasa değerine olan etkisi panel veri yöntemiyle değerlendirilmiştir. İşletmelerin performans boyutları arasındaki ilişki analiz edilmiştir. Çalışmada; Borsa İstanbul BİST kurumsal yönetim endeksinde (BİST XKURY) 2001- 2021 yılları arasında faaliyette bulunan 57 işletmenin kurumsal yönetim ilkelerine uyum derecelendirme notlarından, mali durum tablolarından ve gelir tablolarından yararlanılmıştır. Bulgular – Analizler sonucunda değer ilgisi ölçütünde kullanılan bağımlı değişkenler ile kurumsal yönetim endeksinde katılma yaşı ve kurumsal yönetim endeks ortalaması bağımsız değişkenleri arasında anlamlı bir ilişki tespit edilmeyenken, diğer bağımsız değişkenler arasında pozitif ve negatif ilişki tespit edilmiştir. Tartışma – Çalışmanın kurumsal yönetimin piyasa değerine olan etkisini tespit etmek amacıyla bağımsız değişkenler olarak kurumsal yönetim ilkelerine uyum derecelendirme notları analize tabi tutulmuştur. Bu çalışmanın kurumsal yönetim ilkelerine uyum notlarının piyasa verilerine etkilerinin birden çok yönü incelenerek literatüre katkı sağlayacağı düşünülmektedir. Bu sonuçlardan yola çıkarak, firmaların piyasa değerlerinin belirlenmesinde kurumsal yönetim uygulamalarının önem arz etmektedir. Bu yönde yapılan çalışmaların yaygınlaştırılması önerilmektedir.
ARTICLE INFO	ABSTRACT
Keywords: Corporate Governance Accounting Quality BIST XKURY Panel Data Analysis	Purpose – In recent years, the impact of globalization and technological advancements has intensified competition, increasing the influence of corporate governance practices on the market values of businesses. Today, new regulations have been created to facilitate corporate governance in order to regulate specific relationships between investors and stakeholders. From this point of view, the purpose of this study is to investigate whether there is a relationship between corporate governance index ratings and market values of firms registered in the corporate governance index. Design/methodology/approach – The effect of corporate governance on the market value of the enterprises in the XKURY index is evaluated by panel data method and the relationship between these practices and the performance dimensions of the enterprises is analysed. In our study, we utilized the corporate governance principles compliance ratings, Financial Statements, and Income Statements of 57 companies that were active in the Borsa İstanbul BIST Corporate Governance Index (BIST XKURY) between the years 2001-2021. Findings – The analyses revealed no significant relationship between the dependent variables used in the value relevance measure and the independent variables of participation age in the corporate governance index and corporate governance index average, while positive and negative relationships were identified among other independent variables. Discussion – To determine the impact of corporate governance on market value, which is a crucial point of the study, corporate governance principles compliance rating variables were analyzed as independent variables. It is hoped that the study will contribute to the literature by examining the multiple aspects of the effects of corporate governance on market data. Based on these results, it is recommended that corporate governance applications are important in determining the market values of firms and studies in this direction should be expanded.
Received 23 July 2024 Revised 9 February 2025 Accepted 15 February 2025	
Article Classification: Research Article	

Önerilen Atıf/Suggested Citation

Ay, F. (2024). Kurumsal Yönetim Verileri ile Piyasa Değerleri Arasındaki İlişkinin XKURY Endeksinin Karşılaştırılmasına Yönelik Bir Uygulama, İşletme Araştırmaları Dergisi, 17 (1), 199-214.

1. GİRİŞ

Son yıllarda küreselleşme ve teknolojik gelişmenin etkisiyle rekabet yoğunlaşmış, COVID 19 pandemi salgının etkisi ile birlikte dünyada birçok ülkede enflasyon artmış, faiz yükselmiş, ekonomik belirsizlik ve siyasal istikrarsızlık ortaya çıkmış ve böylece kurumsal yönetim önem kazanmıştır. Kurumsal yönetim ile işletmelerin piyasa değerleri arasındaki ilişkiye yönelik araştırmalarda artış olmuştur. Günümüzde yatırımcılar ve menfaat sahipleri arasındaki belirli ilişkileri düzenlemek amacıyla kurumsal yönetimi kolaylaştıracak yeni düzenlemeler oluşturulmuştur.

Francis 2004 yılında yaptığı araştırmada, muhasebe kalitesinin yedi özellik yönünden incelendiğini tespit etmiştir. Bu unsurlardan bir tanesi de piyasa temelli olan değer ilgisidir (Francis, 2004: 969).

Yapılan araştırmalara göre muhasebe kalitesinde en yaygın kullanılan bir başka modele; Pay senedi piyasası yatırımcıları açısından muhasebe verileri olan mali durum tablosu ve gelir tablosu ile hisse senedi fiyatı ile hisse senedi getirisi arasındaki ilişkileri inceleyen Değer ilgisi yöntemidir (Özkan ve Balsarı, 2010: 288).

Kurumsal yönetim; ortaklar, yöneticiler, yatırımcılar ve işletme ile ilişkili kişi ve kurumlar arasındaki çıkar çatışması neticesinde meydana gelen sorunları ve bu sorunlar neticesinde oluşan maliyetleri minimize etmeyi amaçlamaktadır (Kıyılar ve Belen, 2005). İşletmelerin, doğru ve güvenilir kurumsal yönetim ilkeleri çerçevesinde; değer ilgisi bağlamında hisse senedi karlarının, hisse senedi defter değerlerinin ve hisse senedi piyasa değerlerinin maksimum olması için gerekli olan, şirketlerin finansal raporlarının hesap verebilirlik, güvenilirlik, bilgi ve şeffaflık açısından doğru olmasıdır. Yönetim kurulunun bağımsız hareket etmesi ve yönetim kurulunun ortaklardan bağımsız olan üyelerden seçilerek işletmenin iyi bir yönetim anlayışına sahip olmasıdır. İşletmedeki çıkar sahiplerinin (ortaklar, kredi verenler, yöneticiler, çalışanlar ve işletme ile her türlü iş ilişkisi içinde olanlar) sosyal sorumluluk kavramı gereği haklarının korunması, gerekmektedir (Abdioğlu, 2007: 14-15). Böylece XKURY endeksine tabi işletmelerin kurumsal yönetim verileri ile piyasa değerleri arasındaki ilişki karşılaştırılarak analiz edilmektedir.

Çalışmada kurumsal yönetim ölçütleri bağlamında bağımsız değişkenler olarak kurumsal yönetim endeks notu değişkenleri analize tabi tutulmuştur. Kurumsal yönetim ilkelerine uyum derecelendirme notu ve bu notun hesaplanmasında dikkate alınan ana prensipler kurumsal yönetim endeks genel not ortalaması, pay sahipleri %25, menfaat sahipleri %15, yönetim kurulu %35, kamuoyu aydınlatma ve şeffaflık %25, ve kurumsal yönetim endeksine katılma yılı kullanılmıştır. Bağımlı değişken olarak değer ilgisi esas alınmıştır. Değer ilgisinin göstergesi olarak muhasebe verilerinin hisse senedi fiyatlarına etki durumu, dikkate alınarak hisse başına piyasa değeri, hisse başına defter değeri, hisse başına kâr kullanılmıştır. Anlamlı bir ilişkinin ortaya çıkmasını kuvvetlendirmek amacı ile kontrol değişkeni olarak finansal kaldıraç oranı, firma yaşı ve firma büyüklüğü verileri kullanılmıştır.

Çalışmada kurumsal yönetimin işletmelerin piyasa değerlerine etkisini araştırmak amacıyla panel veri analizi yapılmıştır. İlk analiz değer ilgisi analizidir. Değer ilgisi dikkate alınarak araştırılan modelde bağımsız değişkenlerin bağımlı değişkenleri açıklayıcılığı test edilmiştir. Analiz sonuçları bulgular kısmında raporlanmıştır.

2. LİTERATÜR TARAMASI

Çalışma ile ilgili ulusal ve uluslararası literatürde yapılmış olan çalışmalar aşağıda ifade edilmiştir. Bu çalışmaların bir bölümü, kurumsal yönetim alanında yapılan çalışmalarırken diğer bir bölümü ise işletmelerin piyasa değerleri ölçütlerinden bir veya bir kaçını kullanarak yapılmış olan çalışmalardır.

Lang vd. (2003) yapmış oldukları çalışmada ABD borsalarında işlem gören ve ABD dışındaki piyasalardaki işletmelerin raporlanan muhasebe verileriyle ilişkisi açıklanmıştır. Araştırmaya göre kâr düzleştirmesi ile muhasebe rakamları ve hisse senetleri fiyatları aralarındaki ilişki araştırılmış ve bu araştırma yapılırken düzleştirme araçları için işletme karları ve tahakkuklar ele alınmıştır. 1999 ve 2001 yılları arasında ABD’de işlem gören işletmeler ile ABD dışı işletmeler ve muhasebe işletmeleri analize tabi tutulmuş zaman serisi modeli ve regresyon yöntemleri kullanılmıştır. Yapılan analizlerin sonucuna göre ABD’de işlem gören ABD dışında faaliyette bulunan işletmelerin, ABD’de işlem görmeyen işletmelere göre daha az kâr düzleştirmesi yapmakta oldukları sonucuna ulaşılmıştır.

Hung ve Subramanyam (2007), 1998-2002 döneminde Alman şirketleri üzerinde IFRS'nin gönüllü olarak uygulanmasının etkisini analiz etmiş ve şirketin defter değerinin ve net karının eşzamanlı hisse senedi fiyatları üzerindeki açıklayıcı gücünü ölçmüştür. Sonuçlar, UFRS ve Alman HGB standartları arasında yansıma derecesi açısından bir fark olmadığı sonucuna varılmıştır. Ancak, yazarlar aynı analizi kümülatif değerleri muhasebeleştirirken yaptıklarında, UFRS kapsamında raporlama yapan şirketlerin muhasebe verileri yansıtıcı değerleri yüksek olduğu; Ayrıca UFRS'nin bilanço ve gerçeğe uygun değere, HGB'nin ise kâr düzeltmesi ve tarihi maliyete odaklandığı sonucuna ulaşılmıştır.

Jermakowicz et al. (2007) 1995-2004 döneminde Alman DAX-30 endeksinde işlem gören şirketlerin 265 gözlemini kullanarak IFRS ve US GAAP arasındaki getirilerin ve defter değerlerinin sermaye piyasalarına ne ölçüde yansıdığını karşılaştırmıştır. Sonuç olarak, UFRS veya US GAAP kapsamındaki raporlamanın yansıtma herhangi bir değişikliğe yol açmadığı sonucu tespit edilmiştir.

Barth ve ark. (2008), UFRS'nin muhasebe kalitesi üzerindeki etkisini incelemiş ve muhasebe verilerinin hisse senedi fiyatlarını yansıtma derecesini ölçmüştür. Çalışmada, net kârı ve özkaynakların defter değerini yorumlama gücü, yansıma derecesinin temsilcisi olarak alınmıştır. Yüksek açıklama gücü, yüksek muhasebe kalitesi olarak yorumlamıştır. Bulgular, muhasebe kalitesinin UFRS döneminde iyileştiğini göstermiştir.

Erdoğan (2015) yılında, BİST 100 endeksinde faaliyette bulunan firmaların kurumsal yönetim yöntemlerinin şirketlerin finansal performansına olan etkisinin araştırılması sonucu, firmaların kurumsal yönetim endeksinde olmanın şirketlerin finansal performanslarını herhangi bir yönde etkilemediği sonucuna varılmıştır. Sonuç olarak, şirketlerin ve yatırımcıların, kurumsal yönetim uygulamaları alanında yeterince bilinçli olmadığı ve kurumsal yönetim derecelendirme notu almanın, şirkete ek maliyet olduğu saptanmıştır. Böylece, işletmeler açısından kurumsal yönetim uygulamalarının finansal performansa dönüşmediği belirtilmiştir.

Sakarya ve Koçak (2016) yaptığı araştırma sonucunda, BİST ilk 500 sanayi kuruluşu listesinde yer alan şirketlerin finansal performanslarının kazanç yönetimi uygulamalarından etkilendiğini tespit etmiştir. Ayrıca, kazanç yönetimi tekniklerini kullanan şirketlerin daha düşük finansal getirilere ve daha kötü bir kazanç kalitesine sahip olduğunu bulmuşlardır. Bu araştırmayı ilerletmek için, 2006-2013 yıllarını kapsayan BİST'te işlem gören 8 yıllık şirketler araştırılmıştır. Araştırmalardan elde edilen anlayış, firmaların finansal performanslarının ve maaş yönetiminin farklılık gösterdiğini göstermektedir. Bunun nedeni, çoklu regresyonun kazanç yönetimi ile kazanç kalitesi arasındaki ilişkinin incelenmesini desteklemesidir.

Ece ve Güner (2018) tarafından sunulan araştırmalar da kurumsal yönetim çalışmalarında firma finansal performansı ve firma piyasa performansı üzerindeki etkisi incelenmiştir. Analizin sonuçları, kurumsal yönetim derecelendirme notları ile bir şirketin finansal ve piyasa performansı arasında pozitif ve anlamlı yönde ilişki olduğu ortaya çıkmıştır.

Başkan ve Vardar (2018), kurumsal yönetim uygulamalarının firma performansı üzerindeki etkisini BİST'te işlem gören sigorta şirketlerini kullanarak incelenmiştir. Türk sigorta şirketlerinin kurumsal yönetim endeks puanları ile karlılık verileri arasında anlamlı bir ilişki olup olmadığını araştırmak için havuzlanmış bir regresyon modeli kullanılmıştır. Yönetim kurulu üye sayısındaki artışın aktif karlılığı ve kâr marjlarını olumlu etkilediği gözlemlenmiştir. Aktif ölçeği ne kadar büyükse aktif karlılığının da o kadar yüksek olduğu ve şirketin faaliyet yıllarıyla birlikte kâr marjının arttığı tespit edilmiştir. Kurumsal yönetim değişkenleri ile özkaynak arasında bir ilişki bulunamamıştır.

Sipahi vd. (2018) Borsaya kayıtlı olan ve Vietnam'da faaliyette bulunan işletmelerin üzerinde yapılan araştırmada, kurumsal yönetim ve finansal performans açısından bağlantı araştırılmıştır. Çalışma sonucunda, finansal performans ile yönetim kurulunun büyüklüğü açısından istatistiksel olarak pozitif ya da negatif bir ilişki tespit edilememiştir. Finansal performansın yönetim kurulu özerkliği hususunda ise negatif yönde etki tespit edilmiştir. Araştırma sonucuna göre kurumsal yönetim ve finansal performans arasında farklı ve anlamlı ilişkiler tespit edilmiştir.

Turnacıgil vd. (2019) işletmelerde kurumsal yönetim çalışmalarının hisse senedi kazançları üzerine etkisinin ölçülmesine yönelik uygulamada, firmaların kurumsal yönetim ile etkili bir şekilde yönetilmesi araştırılmıştır. Hisse senedine yatırım yapmak isteyenlerin hisse senedi satın alımlarında etkili bir durum olmadığı sonucu

ortaya koyulmuştur. Sonuç olarak işletmelerin kurumsal yönetim uygulamalarına sahip olmasının hisse senedi kazançlarına yönelik negatif yönde yansıdığı sonucuna varılmıştır.

Tırpancı (2019) Türkiye’de Kurumsal yönetimin işletme performansı üzerindeki etkisinin araştırıldığı çalışmada kurumsal yönetim ilkelerine uyum sağlamış bulunan ve kurumsal yönetim endeksine dâhil olmuş firmaların finansal performansları analize dâhil edilmiştir. Araştırmada BİST100 ve BİST Kurumsal yönetim endeksinin getirileri karşılaştırılmıştır. Yapılan analiz sonucunda Borsa İstanbul’da işlem gören diğer şirketlere kıyasla kurumsal yönetim kurumsal yönetim endeksinde faaliyet gösteren şirketlerin daha iyi başarı gösterdiğini tespit etmiştir.

Kyere ve Ausloos (2020) araştırmasında, İngiltere borsasında işlem gören finansal olmayan işletmelerin kurumsal yönetim çalışmaları ile finansal performansı arasındaki ilişki incelenmiştir. Kurumsal yönetim, beş kurumsal yönetim değişkeni kullanılarak ölçülmüştür. Finansal performans (ROA) ve Tobin's Q kullanılarak ölçülen veriler, kesitsel regresyon yaklaşımı kullanılarak test edilmiştir. Sonuçlar, kurumsal yönetim mekanizmalarının finansal performans üzerinde hem olumlu hem de olumsuz etkilerinin olabileceğini ve bazen hiçbir etkisinin olmadığını göstermiştir. Böylece, doğru kurumsal yönetim mekanizmaları seçildiğinde bir firmanın finansal performansının iyileştirilebileceğine dair kanıtlar sunulmuştur.

Darabee (2020) araştırmasında UFRS'nin zorunlu olarak benimsenmesi sırasında muhasebe kalitesinin sermaye maliyetlerini ve firma değerini etkileyip etkilemediği araştırılmıştır. 2003-2016 yılları arasında 27 Filistinli firmadan alınan 378 firma örneği kullanılmıştır.

El Khoury, Nasrallah ve Alareeni (2021) 2007-2019 yılları arasında Orta Doğu, Kuzey Afrika ve Türkiye bölgesinde işlem yapan 46 bankanın panel regresyon analizini yaparak kurumsal yönetim endeks notu ile banka performansı arasındaki ilişkiyi araştırmayı amaçlamışlardır. Araştırmadan elde edilen bulgulara göre, kurumsal yönetim endeks notu ile finansal performans arasında doğrusal olmayan bir ilişki olduğu sonucuna varılmıştır. Kurumsal yönetim performansının aktif getirisi ve öz sermaye getirisi ile içbükey bir ilişkisi varken, çevresel performansın piyasa getirisi ile dışbükey bir ilişkisi tespit edilmiştir. Sosyal performans ve finansal performans; kurumsal yönetim performansı ile muhasebe performansı arasında içbükey bir ilişki bulunmuştur. Kurumsal yönetim performansı, özkaynak getirisini artırdığını ve aktif getirisini azalttığı sonucuna varılmıştır.

3. ARAŞTIRMANIN YÖNTEMİ

Bu çalışmanın amacı kurumsal yönetimin kurumsal yönetim endeksinde işlem gören işletmelerin piyasa değerlerine olan etkisinin tespit edilmesidir. Bu amaç doğrultusunda; Borsa İstanbul’da BİST Kurumsal Yönetim Endeksinde (BİST XKURY) 2001-2021 yılları arasında işlem gören işletmelerin kurumsal yönetim ilkelerine uyum derecelendirme notlarından, finansal durum tablolarından, kar/zarar tablolarından ve faaliyet raporlarından yararlanılmıştır. Kurumsal yönetimin ve kurumsal yönetim endeksinde işlem gören işletmelerin piyasa değerlerine etki durumunun niteliği incelenmiştir. Bağımsız değişken olarak kurumsal yönetim endeksi, endeksin hesaplanmasında dikkate alınan kurumsal yönetim ilkelerine uyum derecelendirme notu, kurumsal yönetim endeksine dâhil olmadan önce ve sonrası ve kurumsal yönetim endeks notunun hesaplanmasında dikkate alınan (pay sahipleri %25, kamuoyu aydınlatma ve şeffaflık %25, menfaat sahipleri %15, yönetim kurulu %35, endeks ortalaması) değişkenleri kullanılmıştır. Değer ilgisi, bilançodan elde edilen net kar ve öz kaynak toplamının hisse senedi piyasalarına yansıma derecesinde (hisse senedi fiyatında) anlamlı bir ilişki olup olmadığını ifade etmektedir. Değer ilgisi net kar ve öz sermaye defter değerinin hisse senedi fiyatlarına yansımasını ölçen modeldir. Mali tablolar ve sermaye ilişkisine dair yapılan çalışmalar genel olarak Sermaye Piyasası Temelli Muhasebe Araştırmaları olarak adlandırılmaktadır. Bu çalışmalar birkaç alt alana bölünmüştür. Değer ilgisi çalışmaları bu alanlardan biridir. Bu çalışmada değer ilgisi türüne göre açıklayıcı modellerden karma model olan ve Olson modeli olarak bilinen, hisse senedinin piyasa değeri, hisse senedinin bilançodaki defter değeri ve gelir tablosundaki kâr verileri kullanılmaktadır (Ohlson, 1995: 661). Araştırmada bağımlı değişken olarak değer ilgisi değişkenlerinden hisse başına kar, hisse başına defter değeri ve hisse başına piyasa değeri kullanılmıştır. Kurumsal yönetim verileri ile işletmenin piyasa değerleri arasındaki ilişkiyi kuvvetlendirmek ve anlamlı bir ilişkinin ortaya çıkmasını sağlamak amacı ile kontrol değişkeni olarak finansal kaldıraç, firma yaşı ve firma büyüklüğü verileri kullanılmıştır. Türkiye’deki BİST Kurumsal yönetim (BİST XKURY) işletmeleri 2021 yılsonu itibari ile 57 adet işletme olmak üzere 1.197 gözlem üzerinden analizler yapılmıştır. Araştırmada panel veri analiz yöntemi kullanılmıştır.

3.1. Araştırmanın Modeli/Hipotezleri

Çalışmada kullanılan veriler; 57 firma ile 21 yıllık veriler dengesiz panel veri ile karakterize edilmiştir. Panel veri kullanan regresyon modellerinde, sabit terimler üç farklı etki olarak temsil edilir: sabit etkiler, rastgele etkiler ve havuzlanmış EKK yöntemi. Sabit etkiler, regresyon denkleminde belirtilen α teriminin tüm kesitlerde tüm zaman serilerinde sabit olduğu varsayılır. Ancak rastgele etkiler, α_i ve α_t terimlerinin değerlerinin istatistiksel hata terimi ϵ_{it} gibi birçok bireysel faktörden etkilenmesi ve dolayısıyla her bir kesit için farklı olması anlamına gelir (Sayman, 2012, S: 221). Çalışmada veriler STATA 12.0 programı kullanılarak analiz edilmiştir.

Pay Sahipleri %25: Kurumsal yönetim endeks genel not ortalamasının %25 lik kısmını oluşturmaktadır. Şirketin ortaklık yapısı, sadece gerçek insan ortakların adları, pay sayısı ve oranı ile sahip olunan payların sınıflarını içeren bir tablo haline getirilmekte ve tablo faaliyet raporunda ve finansal tablolarda dipnotlarda yer almaktadır. Pay Sahipleri mevcut hakları, genel kurul düzenlenmesi, şirket politikaları ve azınlık haklarının kanunlara, ana sözleşmeye uygun olarak kullanımını tespit etmektedir.

Kamuyu Aydınlatma ve Şeffaflık % 25: Kamuyu aydınlatma ve şeffaflık kurumun internet sitesinde duyurular, faaliyet raporları, kanunlara uygun olarak kamuoyuna bildirilmesini incelemektedir. Kamuyu aydınlatma ve şeffaflık, kurumsal yönetim notunun genel not ortalaması içinde yüzde 25'lik bir ağırlığa sahiptir. IAS uygulamaları yalnızca genel finansal bilgilerin sunumuyla ilgilidir

Menfaat Sahipleri %15: Menfaat sahipleri kurumsal yönetim endeks genel not ortalamasının %15'lik kısmını oluşturmaktadır. Menfaat sahiplerinin Ana sözleşme ve kanunlar çerçevesinde hakları, şirket yönetimine katılma durumu, insan kaynakları politikası, üretilen mal ve hizmetlerde kalite standartları, çalışanlara yönelik tazminat politikası ve sosyal sorumluluk çalışmaları incelenmektedir.

Yönetim Kurulu %35: Yönetim kurulu kurumsal yönetim endeks genel not ortalamasının %35'lik kısmı ile en büyük oranı oluşturmaktadır. Yönetim kurulunun Ana sözleşme ve kanunlar çerçevesinde görevleri, yapısı, hakları ve yönetici ücretlerinin incelenmesidir.

Kurumsal Yönetim Endeks Genel Not Ortalaması: Pay sahipleri, kamuoyunu aydınlatma ve şeffaflık, menfaat sahipleri ve yönetim kuruluna verilen kurumsal yönetim endeks notlarının genel ortalamasını ifade etmektedir.

Kurumsal Yönetime Katılma Yılı: Firmaların kurumsal yönetime katılma yılı olarak ifade edilmektedir. İşletmenin kurumsal yönetime katılmadan önce ve sonra mali durumuna etkisi araştırılmaktadır.

Değer İlgisi: Literatürde yaygın olarak kullanılan muhasebe kalitesi ölçülerinden biri, bir muhasebe sisteminden elde edilen bilgilerin borsayı ne derece yansıttığını (hisse senedi verilerini yorumlama gücü) temsil eden değer yakınlığına bakmaktır. Değer yakınlığı değişkeninin bir temsili; net kârın ve öz sermayenin defter değerinin hisse senedi fiyatına yansımaları ölçen bir modeldir. (Ohlson, 1995: 661). Olson modeli olarak adlandırılan model aşağıdaki gibidir:

$$MVPS_{it} + 1 = \beta_0 + \beta_1 BVPS_{it} + \beta_2 PPS_{it} + \epsilon_{it}$$

$$MVPS = \text{Hisse Başına Piyasa Değeri}$$

$$BVPS = \text{Hisse Başına defter Değeri}$$

$$PPS = \text{Hisse Başına Kar}$$

Finansal Kaldıraç Oranı: Bir şirketin toplam borcunun toplam varlıklarına bölünmesiyle elde edilir. Oran, borçla finanse edilen varlıkların yüzdesini gösterir. Brüt borç oranları yüksek olan işletmelerin faaliyetlerini sürdürebilmeleri borca bağlıdır. Bu oranın çok yüksek olması şirket için artan risk ve finansal sıkıntıya ve hatta iflasa yol açabilir. Özellikle borç verenler için oranın düşük olmasını isterler. (Elitaş ve Doğan, 2013: 46).

Firma Büyüklüğü İşletme büyüklüğü, işletmenin toplam varlıklarını ifade eder. Firma büyüklüğü değişkenini diğer değişkenlerle uyumlu hale getirmek için logaritmasını alınarak modele dâhil edilmiştir. Toplam varlıklar bir şirketin büyüklüğünü gösterir.

Firma Yaşı: Şirketin kurulduğu yıl ile içinde bulunulan yıl arasındaki farktır. Firma yaşı ile şirketin mali durumu arasındaki ilişki incelenir

Tablo 1. Araştırmanın Modelleri

Model 1	$HBK_{it} = \alpha + \beta_1 KAS_{it} + \beta_2 MS_{it} + \beta_3 YK_{it} + \beta_4 PS_{it} + \beta_5 ORT_{it} + \beta_6 KYE_{it} + \beta_7 BUYUK_{it} + \beta_8 YAS_{it} + \beta_9 KO_{it} + \epsilon_{it}$
Model 2	$HBDD_{it} = \alpha + \beta_1 KAS_{it} + \beta_2 MS_{it} + \beta_3 YK_{it} + \beta_4 PS_{it} + \beta_5 ORT_{it} + \beta_6 KYE_{it} + \beta_7 BUYUK_{it} + \beta_8 YAS_{it} + \beta_9 KO_{it} + \epsilon_{it}$
Model 3	$HBPD_{it} = \alpha + \beta_1 KAS_{it} + \beta_2 MS_{it} + \beta_3 YK_{it} + \beta_4 PS_{it} + \beta_5 ORT_{it} + \beta_6 KYE_{it} + \beta_7 BUYUK_{it} + \beta_8 YAS_{it} + \beta_9 KO_{it} + \epsilon_{it}$

3.2. Verilerin Analizi

Yapılan panel veri araştırmalarında üç önemli yöntem uygulanmaktadır. Bu yöntemlerin birincisi havuzlanmış en küçük kareler modeli, ikincisi tesadüfi etkiler modeli ve sonuncusu sabit etkiler modelidir. Panel veri uygulamalarına yönelik yapılan araştırmalarda ilk önce veri yapısına en uygun modelin belirlenmesidir. Bu aşamada havuzlanmış en küçük kareler model yöntemi yada sabit etkiler model yönteminden birisi arasında tercih yapmak için F testi kullanılır. F testi sonucuna göre havuzlanmış en küçük kareler yöntemi elendi ise bu sefer sabit etkiler ile tesadüfi etkiler arasında seçim yapmak için Hausman testi uygulanmaktadır. Ulaşılan analiz çıktılarına göre veri yapısına en uygun yaklaşım tercih edilmektedir. Beck-Katz (1995).

Literatürde regresyon analizlerinde havuzlanmış en küçük kareler yöntemi çok fazla tercih edilmesine rağmen; Bu çalışmada yukarıda anlatılan nedenlerden dolayı dirençli tahminciler (robust) kullanılmıştır. Literatürde genellikle uygulanan dirençli tahminciler, White (1980), Anselin (2013) ve Kraay- Driscoll (1998) tarafından sıklıkla tercih edilmiştir. Analizde kullanılan verilerin otokorelasyon, birimler arası korelasyonun (yatay kesit bağımlılığı) ve varyans değişikliği durumuna karşı dirençli olması sebebiyle ve aynı zamanda $T < N$ olması hasebiyle çalışmada Beck-Katz (1995) tarafından geliştirilen dirençli tahminci kabul edilmesi sonucu standart hatalar uygun bir şekilde onarılmıştır. Sonuç olarak, Beck-Katz (1995) tahmincisi ile birimler arası yatay kesit bağımlılığı, değişen varyans ve otokorelasyon problemleri ortadan kalkmış bulunmaktadır.

4. BULGULAR/BULGULAR VE TARTIŞMA

Araştırmanın değişkenleri Bağımsız değişken olarak pay sahipleri (PY), kamuoyu aydınlatma ve şeffaflık (KAS), menfaat sahipleri (MS), yönetim kurulu (YK), endeks ortalaması (ORT) ve kurumsal yönetime katılma yaşı (KYEY) değişkenleri kullanılmıştır. Bağımlı değişken olarak hisse başına piyasa değeri (HBPD), hisse başına defter değeri (HBDD), hisse başına kâr (HBK), değişkenleri kullanılmıştır. Kontrol değişkeni olarak finansal kaldıraç oranı (KO), firma yaşı (YAS) ve firma büyüklüğü (BUYUK) kullanılmıştır.

Panel veri analizinde olasılık değerlerinde genelde 3 çeşit anlamlılık düzeyi bulunmaktadır. Bunlar $p < 0,1$ - $p < 0,05$ - $p < 0,01$ şeklindedir. Panel veri analizinde genellikle P (olasılık) $< 0,05$ kullanılır. Buna göre 2 hipotez ortaya çıkmaktadır. 1- H_0 : yokluk hipotezi (aralarında fark yok), 2- H_1 : varlık hipotezi (aralarında fark var). P (olasılık) $< 0,05$ ise H_0 red edilir. H_1 kabul edilir. Yani H_1 : varlık hipotezi aralarında fark var olduğu anlaşılır. Eğer P (olasılık) $> 0,05$ ise H_0 kabul edilir. H_1 red edilir. Yani H_0 : yokluk hipotezi aralarında fark olmadığı anlaşılır.

Birinci olarak hisse başına kâra (HBK), hisse başına piyasa değeri (HBPD), hisse başına defter değerlerine ilişkin havuzlanmış en küçük kareler ve sabit etkiler testleri verilmiştir. Yapılan F testi değerleri ($* p < 0,1$ - $** p < 0,05$ - $*** p < 0,01$) birim etkinin varlığı nedeni ile havuzlanmış EKK modeli elenip elenmemesine karar verilir.

İkinci olarak sabit etkiler ve tesadüfi etkiler modellerinden hangisinin uygun olduğunu araştırmak maksadıyla Hausman testi uygulanmıştır. H: değerleri ($* p < 0,1$ - $** p < 0,05$ - $*** p < 0,01$) olarak hesaplanmış ve istatistiksel olarak anlamlı olup olmadığı araştırılır.. Hausman test istatistiklerinde $p < 0,05$ olasılık değeri ile sabit etki modelinin uygun olduğu anlamına gelmektedir.

Üçüncü olarak otokorelasyon test istatistikleri ile ilgili sonuçlar ele alındığında, modelde Durbin Watson testinde DB değerleri ($* p < 0,1$ - $** p < 0,05$ - $*** p < 0,01$) ve Baltagi-Wutestinde ise ($* p < 0,1$ - $** p < 0,05$ - $*** p < 0,01$)

$p < 0,01$) olarak tespit edilmiştir. Bu test değerlerinin 2'den küçük olması, otokorelasyon sorunun olduğu anlamına gelmektedir. Dolayısıyla en uygun model dirençli sabit etkiler modeli olarak değerlendirilebilir.

Dördüncü olarak yatay kesit bağımlılığı test istatistikleri ile ilgili sonuçlar incelendiğinde, modelde Breusch-Pagan-Godfrey testinde LM değerleri (* $p < 0,1$ - ** $p < 0,05$ - *** $p < 0,01$) olarak tespit edilir. Modellerin olasılık değerleri 0.05'ten küçük olursa yatay kesit bağımlılığı sorunu ortaya çıkmaktadır.

Beşinci olarak çoklu varyans (Heteroskedasite) olup olmadığının test istatistikleri ile ilgili sonuçlar incelendiğinde, modelde Değiştirilmiş Wald testinde Chi2: değerleri (* $p < 0,1$ - ** $p < 0,05$ - *** $p < 0,01$) olarak tespit edilmiştir. Modellerin olasılık değerleri 0.05'ten küçük olursa çoklu varyans (Heteroskedasite) sorunu ortaya çıkmaktadır. Yani varyansın birimlere göre değiştiği ve heteroskedasite olduğu anlaşılmaktadır.

Tablo 2. Variance İnflation Faktörü Değerleri

Değişken	VIF	1/VIF
ORT	5.43	0.184095
PS	3.56	0.281142
MS	2.58	0.388045
YAS	1.31	0.765332
BUYUK	1.3	0.76978
KO	1.13	0.884306
KYKY	1.12	0.890483
KAS	1.02	0.979302
YK	1.02	0.984563
Ortalama VIF	2.05	

Günümüzde yaygın olarak kullanılan Variance inflation factor (VIF) istatistik değer yorumları incelendiğinde herhangi bir panel veri değişkeni için VIF değerleri incelendiğinde 10'dan büyük ise yüksek derecede doğrusal bağlantı (çoklu bağlantı) ortaya çıkmaktadır. Eğer VIF istatistik değerleri 10 ve 5'in aralığında ise orta derecede doğrusal bağlantı ortaya çıkarken, 5'in altında ise zayıf ya da sıfır doğrusal bağlantı problemi ortaya çıkmaktadır (O'Brien, 2007: 674). Tablo 2 incelendiğinde VIF değerleri incelendiğinde değişkenlerin VIF değerlerinin 5'in altında olduğu anlaşılmaktadır. Bu durumdan dolayı VIF değerlerinin zayıf ya da sıfır doğrusal bağlantı problemi ortaya çıkmaktadır.

Tablo 3. Değişkenlere İlişkin Pearson Korelasyon Matrisi Değerleri

	HBK	HBDD	HBPĐ	KAS	MS	YK	PS	ORT	KYKY	KO	BUYUK	YAS
HBK	1											
HBDD	0.74	1										
HBPĐ	0.90	0.70	1									
KAS	0.18	0.28	0.17	1								
MS	0.25	0.37	0.28	0.66	1							
YK	0.18	0.28	0.18	0.61	0.48	1						
PS	0.14	0.22	0.13	0.61	0.61	0.65	1					
ORT	0.22	0.34	0.22	0.85	0.76	0.87	0.84	1				
KYKY	0.30	0.36	0.33	0.42	0.30	0.54	0.39	0.51	1			
KO	0.17	0.09	0.21	0.02	0.00	-0.02	-0.02	-0.02	0.12	1		
BUYUK	0.21	0.42	0.15	0.47	0.42	0.31	0.39	0.45	0.31	0.09	1	
YAS	0.07	0.08	0.07	0.25	0.38	0.21	0.34	0.33	0.16	-0.28	0.28	1

Korelasyon sonuçları incelendiğinde, ortalama kurumsal yönetim notu (ORT) ile hisse başına defter değeri (HBDD) göstergesi arasında pozitif bir korelasyon olduğu görülmektedir. Örneğin; kurumsal yönetim ortalama derecelendirme notundaki (ORT) 1 birimlik artış hisse başına defter değerine (HBDD) %34'lük bir artışa neden olmaktadır.

Tablo 4. Hisse Başı Kâr (HBK) İlişkin Panel Regreyon ve Test İstatistik Değerleri

HBK	HAVUZLANMIŞ EKK		SABİT ETKİLER		TESADÜFİ ETKİLER		DİRENÇLİ SABİT ETKİLER		DİRENÇLİ TESADÜFİ ETKİLER	
Variable	Coef.	t	Coef.	t	Coef.	z	Coef.	t	Coef.	z
KAS	-0,561*	-1,41	0,56*	1,24	0,0291*	0,07	0,511**	1,12	0,16*	0,43
MS	1.23***	4,42	0,135**	0,37	0,519*	1,64	-0,205*	0,63	0,003*	0,01
PS	-0,518*	-1,62	-0,785*	-1,72	-0,666*	-1,76	0,036*	0,08	-0,32*	-0,91
KO	-0,128*	-0,21	-3.04*	-2,3	-0,785*	-0,95	-	-	-2.27*	-2,19
ORT	-0,0097*	-0,17	(omitted)		0,0262	0,36	0		-	-
YAS	-0,0082*	-1,14	0,116*	1,5	-0,005*	-0,49	0,189*	1,39	-	-
BUYUK	0.22*	2,32	1.14***	3,67	.376**	2,67	2.17***	4,5	.588**	2,91
KYEEY	.232***	4,86	(omitted)		.228***	4,63	0		.237**	3,38
YK	1,028**	3,21	1,123**	3,34	1,106**	3,192	1,117**	3,29	1,132*	3,08
_cons	13,7**	0,12	-26.3***	-4,37	-59,1**	-0,41	-	-	27,7*	0,14
r2_w			0,75		0,745		0,73		0,74	
F	10,5***		14,8***				10,2***			
sigma_u			3,55		1,29		5,66		1,6	
sigma_e			2,45		2,45		1,8		1,81	
Rho			0,676		0,216					
Test İstatistikleri										
chi2					79,4***				46,8**	*
e(lm)					340***					
Hausman			7,2***							
DB			0,51***							
LBI			1,08***							

* p < 0,1 - ** p < 0,05 - *** p < 0,01 düzeyinde anlamlılık göstermektedir.

Araştırmanın değişkenleri bağımsız değişken olarak pay sahipleri (PY), kamuoyu aydınlatma ve şeffaflık (KAS), menfaat sahipleri (MS), yönetim kurulu (YK), endeks ortalaması (ORT) ve kurumsal yönetime katılma yaşı (KYEEY) değişkenleri kullanılmıştır. Bağımlı değişken olarak hisse başına kâr (HBK) , değişken kullanılmıştır. Kontrol değişkeni olarak finansal kaldıraç oranı (KO), firma yaşı (YAS) ve firma büyüklüğü (BUYUK) kullanılmıştır.

Panel veri analizinde olasılık değerlerinde genelde 3 çeşit anlamlılık düzeyi bulunmaktadır. Bunlar p<0,1 - p < 0,05 - p < 0,01 şeklindedir. Panel veri analizinde genellikle P (olasılık) < 0,05 kullanılır. Buna göre 2 hipotez ortaya çıkmaktadır. 1- H₀: yokluk hipotezi (aralarında fark yok).2- H₁: varlık hipotezi (aralarında fark var). P (olasılık) < 0,05 ise H₀ red edilir. H₁ kabul edilir. Yani H₁: varlık hipotezi aralarında fark var olduğu anlaşılır.

Eğer P (olasılık) $> 0,05$ ise H_0 kabul edilir. H_1 red edilir. Yani H_0 : yokluk hipotezi aralarında fark olmadığı anlaşılır.

Tablo 4’de Hisse başına kâra (HBK) ilişkin ilişkin modele ilk olarak F testi uygulanmıştır. Modellerin uygunluğunun kontrolü gerçekleştirilmiştir. F testlerinin sonuçlarına göre Havuzlanmış En Küçük Kareler (HEKK) yönteminin geçerliliği üzerine oluşturulan H_0 hipotezi reddedilerek Havuzlanmış En Küçük kareler (HEKK) model yapısına uygun olmadığı karar verilmiştir Beck-Katz (1995) tahmincisi ile yapılan F testinde (sırasıyla 10,50***-14,80***-10,20***) (* $p < 0,1$ - ** $p < 0,05$ - *** $p < 0,01$) **birim etkinin varlığı** nedeni ile havuzlanmış EKK modeli elenmiştir.

Hisse başına kâra (HBK) ilişkin ikinci olarak Hausman testi yapılması sonucu sabit etkiler, tesadüfi (rassal) etkiler, dirençli (Robust) sabit etkiler ve dirençli (Robust) tesadüfi (rassal) etkilerden hangisinin olacağına karar verilmiştir ve test istatistik değeri $H: 7,2^{***}$ (* $p < 0,1$ - ** $p < 0,05$ - *** $p < 0,01$) olarak hesaplanmış ve istatistiksel olarak anlamlı bulunmuştur. Hausman test istatistiklerinde $p < 0,05$ olasılık değeri ile sabit etki modelinin uygun olduğu anlaşılmıştır. Bu nedenle H_0 hipotezinin reddedildiği görülmüştür. H_0 hipotezinin reddedilmesi ile sabit etkiler tahmincisinin tutarlı olduğuna karar verilmiştir.

Hisse başına kâra (HBK) ilişkin üçüncü olarak üçüncü olarak modellemelerde hata terimleri arasında ilişki olması nedeniyle otokorelasyon problemi ortaya çıkarmaktadır (Brooks, 2019, s. 150). Otokorelasyona yönelik test istatistikleri ile ilgili sonuçlar ele alındığında, modelde DurbinWatson testinde $DB: 0,51^{***}$ (* $p < 0,1$ - ** $p < 0,05$ - *** $p < 0,01$) ve Baltagi-Wutestinde ise $LB: 1,08^{***}$ (* $p < 0,1$ - ** $p < 0,05$ - *** $p < 0,01$) olarak tespit edilmiştir. Bu test değerlerinin 2’den küçük olması, otokorelasyon sorunun olduğu anlamına gelmektedir. Dolayısıyla en uygun model dirençli sabit etkiler modeli olarak değerlendirilmiştir. (Bhargava, Franzini ve Narendranathan, 1982).

Hisse başına kâra (HBK) ilişkin dördüncü olarak yatay kesit bağımlılığı test istatistikleri ile ilgili sonuçlar incelendiğinde, modelde Breusch-Pagan-Godfrey testinde $LM: 340^{***}$ (* $p < 0,1$ - ** $p < 0,05$ - *** $p < 0,01$) olarak tespit edilmiştir. Modellerin olasılık değerleri 0.05’ten küçük olduğu için yatay kesit bağımlılığı sorunu ortaya çıkmaktadır (Ün, 2015, s. 77).

Hisse başına kâra (HBK) ilişkin beşinci olarak çoklu varyans (Heteroskedasite) olup olmadığının test istatistikleri ile ilgili sonuçlar incelendiğinde, modelde Değiştirilmiş Wald testinde $Chi2: 46,8^{***}$ (* $p < 0,1$ - ** $p < 0,05$ - *** $p < 0,01$) olarak tespit edilmiştir. Modellerin olasılık değerleri 0.05’ten küçük olduğu için çoklu varyans (Heteroskedasite) sorunu ortaya çıkmaktadır. Yani varyansın birimlere göre değiştiği ve heteroskedasite olduğu anlaşılmaktadır (Tatoğlu, 2013: 209).

Son olarak regresyon sonuçları değerlendirildiğinde Model “in F değerinin istatistiksel olarak anlamlı bulunmaktadır. Ayrıca, hisse başına karın (HBK) $R^2: \%73$ ’lük kısmı, analize alınan kurumsal yönetim derecelendirme notları ile açıklanmaktadır. Bu modelde R^2 değerinin $\%73$ olması bağımsız değişkenlerin bağımlı değişkenleri açıklama gücünün yeterli olduğunu göstermektedir. Dirençli (robust) sabit modeli istatistik çıktıları değerlendirildiğinde; hisse başına kâr (HBK) ile menfaat sahipleri (MS) ve kaldıraç oranı (KO) arasında olumsuz (negatif) ilişki olduğu gözlemlenmektedir. Hisse başına kâr (HBK) ile kamuoyunu aydınlatma ve şeffaflık (KAS), pay sahipleri (PS), firma yaşı (YAŞ) ve firma büyüklüğü (BÜYÜK) arasında ise olumlu (pozitif) ilişki olduğu görülmüştür. Hisse başına kâr (HBK) ile kurumsal yönetime katılma yaşı (KYEY) ve endeks ortalaması (ORT) arasında herhangi bir ilişki olmadığı görülmüştür. Sonuç olarak bağımlı değişkenle olumsuz (negatif) bir ilişki içerisinde olan değişkenler incelendiğinde; Menfaat sahipleri (MS) düzeyindeki 1 birimlik artışın gerçekleşmesi durumunda hisse başına kâr (HBK) oranında $\%0,2$ ’lik bir düzeyde azalmanın olabileceği öngörülmektedir. Modelde bağımlı değişkenle olumlu (pozitif) bir ilişki içerisinde olan değişkenler incelendiğinde; Pay sahiplerindeki (PS) $\%1$ ’lik bir artışın olması durumunda hisse başına kâr (HBK) oranını $\%0,3$ ’lük artırabileceği öngörülmektedir.

Tablo 5. Hisse Başına Defter Değeri (HBDD) İlişkin Panel Regreyon ve Test İstatistik Değerleri

HBDD	HAVUZLANMIŞ EKK		SABİT ETKİLER		TESADÜFİ ETKİLER		DİRENÇLİ SABİT ETKİLER		DİRENÇLİ TESADÜFİ ETKİLER	
Variable	Coef.	t	Coef.	t	Coef.	z	SED1	t	TED	z
KAS	-2.97**	-2,82	0,382*	0,42	-0,434*	-0,49	-0,0159*	-0,02	-0,402*	-0,62
MS	5.03***	6,81	0,79**	1,07	1,14**	1,6	-0,109**	-0,22	0,0628**	0,12
PS	-1,42*	-1,68	-1,78*	-1,93	-1,87*	-2,14	-0,0065*	-0,01	-0,648*	-1,04
KO	-5.62***	-3,48	-10.4***	-3,92	-7.87***	-3,54	-15.2***	-6,22	-11.3***	-5,42
ORT	-0,053	-0,36	(omitted)		-0,0325	-0,14	0		-0,22	-0,84
YAS	-0.0515**	-2,69	0,279*	1,8	-0,055*	-1,28	.743**	2,6	-0,073*	-1,41
BUYUK	2.12***	8,41	5.2***	8,37	3.41***	7,99	7.09***	9,03	4.21***	8,57
KYEEY	.709***	5,62	(omitted)		.646***	5,29	0		.579***	3,37
YK	1,521***	4,77	1,684**	5,02	1,239**	4,04	1,395**	4,68	1,201**	4,38
_cons	62,9*	0,21	-108***	-8,95	11,5**	0,03	-176***	-55,29	373**	0,71
r2_w			0,696		0,685		0,691		0,688	
F	29,5***		52,8***				29,4***			
sigma_u			11		5,59		19,8		6,05	
sigma_e			4,93		4,93		2,85		3,1	
rho			0,832		0,562					
Test İstatistikleri										
chi2					300***				193***	
e(lm)					1024***					
Hausman			5,07***							
DB			0,36***							
LB			0,87***							

* $p < 0,1$ - ** $p < 0,05$ - *** $p < 0,01$ düzeyinde anlamlılık göstermektedir.

Araştırmanın değişkenleri Bağımsız değişken olarak pay sahipleri (PY), kamuoyu aydınlatma ve şeffaflık (KAS), menfaat sahipleri (MS), yönetim kurulu (YK), endeks ortalaması (ORT) ve kurumsal yönetime katılma yaşı (KYEEY) değişkenleri kullanılmıştır. Bağımlı değişken olarak hisse başına defter değeri değişkeni kullanılmıştır. Kontrol değişkeni olarak finansal kaldıraç oranı (KO), firma yaşı (YAS) ve firma büyüklüğü (BUYUK) kullanılmıştır.

Panel veri analizinde olasılık değerlerinde genelde 3 çeşit anlamlılık düzeyi bulunmaktadır. Bunlar $p < 0,1$ - $p < 0,05$ - $p < 0,01$ şeklindedir. Panel veri analizinde genellikle P (olasılık) $< 0,05$ kullanılır. Buna göre 2 hipotez ortaya çıkmaktadır. 1- H_0 : yokluk hipotezi (aralarında fark yok). 2- H_1 : varlık hipotezi (aralarında fark var). P (olasılık) $< 0,05$ ise H_0 red edilir. H_1 kabul edilir. Yani H_1 : varlık hipotezi aralarında fark var olduğu anlaşılır. Eğer P (olasılık) $> 0,05$ ise H_0 kabul edilir. H_1 red edilir. Yani H_0 : yokluk hipotezi aralarında fark olmadığı anlaşılır.

Tablo 5’de Hisse başına defter değerine (HBDD) ilişkin ilişkin modele ilk olarak F testi uygulanmıştır. Modellerin uygunluğunun kontrolü gerçekleştirilmiştir. F testlerinin sonuçlarına göre Havuzlanmış En Küçük Kareler (HEKK) yönteminin geçerliliği üzerine oluşturulan H_0 hipotezi reddedilerek Havuzlanmış En Küçük kareler (HEKK) model yapısına uygun olmadığı karar verilmiştir Beck-Katz (1995) tahmincisi ile yapılan F testinde (sırasıyla 29,50***-52,80***-29,40***) (* $p < 0,1$ - ** $p < 0,05$ - *** $p < 0,01$) **birim etkinin varlığı** nedeni ile havuzlanmış EKK modeli elenmiştir.

Hisse başına defter değerine (HBDD) ilişkin ikinci Hausman testi yapılması sonucu sabit etkiler, tesadüfi (rassal) etkiler, dirençli (Robust) sabit etkiler ve dirençli (Robust) tesadüfi (rassal) etkilerden hangisinin

olacağına karar verilmiş ve test istatistik değeri $H: 5,07^{***}$ ($* p < 0,1$ - $** p < 0,05$ - $*** p < 0,01$) olarak hesaplanmış ve istatistiksel olarak anlamlı bulunmuştur. Hausman test istatistiklerinde $p < 0,05$ olasılık değeri ile sabit etki modelinin uygun olduğu anlaşılmıştır. Bu nedenle H_0 hipotezinin reddedildiği görülmüştür. H_0 hipotezinin reddedilmesi ile **sabit etkiler** tahmincisinin tutarlı olduğuna karar verilmiştir.

Hisse başına defter değerine (HBDD) ilişkin üçüncü olarak modellemelerde hata terimleri arasında ilişki olması nedeniyle otokorelasyon problemi ortaya çıkarmaktadır (Brooks, 2019, s. 150). Otokorelasyona yönelik test istatistikleri ile ilgili sonuçlar ele alındığında, modelde Durbin Watson testinde $DB: 0,36^{***}$ ($* p < 0,1$ - $** p < 0,05$ - $*** p < 0,01$) ve Baltagi-Wu testinde ise $LB: 0,87^{***}$ ($* p < 0,1$ - $** p < 0,05$ - $*** p < 0,01$) olarak tespit edilmiştir. Bu test değerlerinin 2'den küçük olması, otokorelasyon sorunu olduğu anlamına gelmektedir. Dolayısıyla en uygun model dirençli sabit etkiler modeli olarak değerlendirilmiştir (Bhargava, Franzini ve Narendranathan, 1982).

Hisse başına defter değerine (HBDD) ilişkin dördüncü olarak yatay kesit bağımlılığı test istatistikleri ile ilgili sonuçlar incelendiğinde, modelde Breusch-Pagan-Godfrey testinde $LM: 1024^{***}$ ($* p < 0,1$ - $** p < 0,05$ - $*** p < 0,01$) olarak tespit edilmiştir. Modellerin olasılık değerleri 0.05'ten küçük olduğu için yatay kesit bağımlılığı sorunu ortaya çıkmaktadır (Ün, 2015, s. 77).

Hisse başına defter değerine (HBDD) ilişkin beşinci olarak çoklu varyans (Heteroskedasite) olup olmadığının test istatistikleri ile ilgili sonuçlar incelendiğinde, modelde Değiştirilmiş Wald testinde $Chi^2: 300^{***}$ ($* p < 0,1$ - $** p < 0,05$ - $*** p < 0,01$) olarak tespit edilmiştir. Modellerin olasılık değerleri 0.05'ten küçük olduğu için çoklu varyans (Heteroskedasite) sorunu ortaya çıkmaktadır. Yani varyansın birimlere göre değiştiği ve heteroskedasite olduğu anlaşılmaktadır (Tatoğlu, 2013: 209).

Son olarak regresyon sonuçları değerlendirildiğinde Model "in F değerinin istatistiksel olarak anlamlı bulunmaktadır. Ayrıca, hisse başına defter değeri (HBDD) $R^2: \%69$ 'lük kısmı, analize alınan kurumsal yönetim derecelendirme notları ile açıklanmaktadır. Bu modelde R^2 değerinin $\%69$ olması bağımsız değişkenlerin bağımlı değişkenleri açıklama gücünün yeterli olduğunu göstermektedir. Dirençli (robust) sabit modeli istatistik çıktıları değerlendirildiğinde; hisse başına defter değeri (HBDD) ile Kamuoyunu aydınlatma ve şeffaflık (KAS), menfaat sahipleri (MS), pay sahipleri (PS) ve kaldıraç oranı (KO) arasında olumsuz (negatif) ilişki olduğu gözlemlenmektedir. Hisse başına defter değeri (HBDD) ile firma yaşı (YAS) ve firma büyüklüğü (BUYUK) arasında ise olumlu (pozitif) ilişki olduğu görülmüştür. Hisse başına defter değeri (HBDD) ile kurumsal yönetime katılma yaşı (KYEY) ve endeks ortalaması (ORT) arasında herhangi bir ilişki olmadığı görülmüştür. Sonuç olarak bağımlı değişkenle olumsuz (negatif) bir ilişki içerisinde olan değişkenler incelendiğinde; Kamuoyunu aydınlatma ve şeffaflık (KAS) düzeyindeki 1 birimlik artışın gerçekleşmesi durumunda hisse başına defter değeri (HBDD) oranında $\%0,01$ 'lik bir düzeyde azalmanın olabileceği öngörülmektedir. Modelde bağımlı değişkenle olumlu (pozitif) bir ilişki içerisinde olan değişkenler incelendiğinde; Firma büyüklüğündeki (BUYUK) $\%1$ 'lik bir artışın olması durumunda hisse başına defter değeri (HBDD) oranını $\%7$ 'lik artırabileceği öngörülmektedir.

Tablo 6. Hisse Başına Piyasa Değeri (HBPD) İlişkin Panel Regreyon ve Test İstatistik Değerleri

HBPD	HAVUZLANMIŞ EKK		SABİT ETKİLER		TESADÜFİ ETKİLER		DİRENÇLİ SABİT ETKİLER		DİRENÇLİ TESADÜFİ ETKİLER	
	Coef.	t	Coef.	t	Coef.	z	Coef.	t	Coef.	z
KAS	-7.58*	-1.95	3.94**	1	0.75*	0.21	3.37*	0.99	0.282*	0.09
MS	16***	5.88	1.66**	0.52	4.78*	1.64	1.04*	0.42	1.72*	0.74
PS	-6.12	-1.96	-7.31*	-1.84	-7.14*	-2.01	5.2*	1.53	-1.12*	-0.4
KO	-1.03**	-0.17	-3.94*	-0.34	-1.08*	-0.13	-20.3**	-1.7	-9.62*	-1.09
ORT	-0.464	-0.84	(omitted)		0.136	0.18	0		-0.538	-0.58
YAS	-0.0768	-1.08	1.55*	2.3	-0.0551	-0.42	3.38**	2.87	-0.059*	-0.34
BUYUK	0.604	0.65	9.13***	3.39	3.06*	2.06	12.8***	3.4	4.15*	2.22
KYEEY	2.72***	5.84	(omitted)		2.56***	5.46	0		2.28***	3.77
YK	1,02**	3,87	1,101**	3,66	1,2***	2,98	1,07***	3,1	1,18**	2,47
_cons	901	0.82	-238***	-4.55	-324**	-0.22	-506***	-29.59	996**	0.54
r2_w			0.697		0.686		0.612		0.685	
F	14***		19.8***				9.05***			
sigma_u			41.4		16.2		78.2		18	
sigma_e			21.4		21.4		13.8		14.3	
rho			0.79		0.364					
Test İstatistikleri										
chi2					113***				53.9***	
e(lm)					787.1***					
Hausman			7.64***							
DB			0.43***							
LBI			0.87***							

* p < 0,1 - ** p < 0,05 - *** p < 0,01 düzeyinde anlamlılık göstermektedir.

Araştırmanın değişkenleri Bağımsız değişken olarak pay sahipleri (PY), kamuoyu aydınlatma ve şeffaflık (KAS), menfaat sahipleri (MS), yönetim kurulu (YK), endeks ortalaması (ORT) ve kurumsal yönetime katılma yaşı (KYEEY) değişkenleri kullanılmıştır. Bağımlı değişken olarak hisse başına piyasa değeri (HBPD) değişkeni kullanılmıştır. Kontrol değişkeni olarak finansal kaldıraç oranı (KO), firma yaşı (YAS) ve firma büyüklüğü (BUYUK) kullanılmıştır.

Panel veri analizinde olasılık değerlerinde genelde 3 çeşit anlamlılık düzeyi bulunmaktadır. Bunlar p < 0,1 - p < 0,05 - p < 0,01 şeklindedir. Panel veri analizinde genellikle P (olasılık) < 0,05 kullanılır. Buna göre 2 hipotez ortaya çıkmaktadır. 1- H₀: yokluk hipotezi (aralarında fark yok). 2- H₁: varlık hipotezi (aralarında fark var). P (olasılık) < 0,05 ise H₀ red edilir. H₁ kabul edilir. Yani H₁: varlık hipotezi aralarında fark var olduğu anlaşılır. Eğer P (olasılık) > 0,05 ise H₀ kabul edilir. H₁ red edilir. Yani H₀: yokluk hipotezi aralarında fark olmadığı anlaşılır.

Tablo 6'da Hisse başına piyasa değerine (HBPD) ilişkin modelde ilk olarak F testi uygulanmıştır. Modellerin uygunluğunun kontrolü gerçekleştirilmiştir. F testlerinin sonuçlarına göre Havuzlanmış En Küçük Kareler (HEKK) yönteminin geçerliliği üzerine oluşturulan H₀ hipotezi reddedilerek Havuzlanmış En Küçük kareler (HEKK) model yapısına uygun olmadığı karar verilmiştir. Beck-Katz (1995) tahmincisi ile yapılan F testinde (sırasıyla 14***-19,80***-9,05***) (* p < 0,1 - ** p < 0,05 - *** p < 0,01) **birim etkinin varlığı** nedeni ile havuzlanmış EKK modeli elenmiştir.

Hisse başına piyasa değerine (HBPD) ilişkin ikinci olarak Hausman testi yapılması sonucu sabit etkiler, tesadüfi (rassal) etkiler, dirençli (Robust) sabit etkiler ve dirençli (Robust) tesadüfi (rassal) etkilerden hangisinin olacağına karar verilmiştir. Test istatistik değeri H: 7,64** (* p < 0,1 - ** p < 0,05 - *** p < 0,01) olarak

hesaplanmış ve istatistiksel olarak anlamlı bulunmuştur. Hausman test istatistiklerinde $p < 0,05$ olasılık değeri ile sabit etki modelinin uygun olduğu anlaşılmıştır. Bu nedenle H_0 hipotezinin reddedildiği görülmüştür. H_0 hipotezinin reddedilmesi ile **sabit etkiler** tahmincisinin tutarlı olduğuna karar verilmiştir.

Hisse başına piyasa değerine (HBPD) ilişkin üçüncü olarak modellemelerde hata terimleri arasında ilişki olması nedeniyle otokorelasyon problemi ortaya çıkarmaktadır (Brooks, 2019, s. 150). Otokorelasyona yönelik test istatistikleri ile ilgili sonuçlar ele alındığında, modelde Durbin-Watson testinde DB:0,431*** (* $p < 0,1$ - ** $p < 0,05$ - *** $p < 0,01$) ve Baltagi-Wu testinde ise LBI :0,868*** (* $p < 0,1$ - ** $p < 0,05$ - *** $p < 0,01$) olarak tespit edilmiştir. Bu test değerlerinin 2' den küçük olması, otokorelasyon sorunu olduğuna anlamına gelmektedir. Dolayısıyla en uygun model dirençli sabit etkiler modeli olarak değerlendirilmiştir (Bhargava, Franzini ve Narendranathan, 1982).

Hisse başına piyasa değerine (HBPD) ilişkin dördüncü olarak yatay kesit bağımlılığı test istatistikleri ile ilgili sonuçlar incelendiğinde, modelde Breusch-Pagan-Godfrey testinde LM: 787,10*** (* $p < 0,1$ - ** $p < 0,05$ - *** $p < 0,01$) olarak tespit edilmiştir. Modellerin olasılık değerleri 0.05'ten küçük olduğu için yatay kesit bağımlılığı sorunu ortaya çıkmaktadır (Ün, 2015, s. 77).

Hisse başına piyasa değerine (HBPD) ilişkin beşinci olarak çoklu varyans (Heteroskedasite) olup olmadığının test istatistikleri ile ilgili sonuçlar incelendiğinde, modelde Değiştirilmiş Wald testinde Chi2: 53,9 (* $p < 0,1$ - ** $p < 0,05$ - *** $p < 0,01$) olarak tespit edilmiştir. Modellerin olasılık değerleri 0.05'ten büyük olduğu için çoklu varyans (Heteroskedasite) sorunu ortaya çıkmamaktadır. Yani varyansın birimlere göre değiştiği ve heteroskedasite olmadığı anlaşılmaktadır (Tatoğlu, 2013: 209).

Son olarak regresyon sonuçları değerlendirildiğinde Model 'in F değerinin istatistiksel olarak anlamlı bulunmaktadır. Bu anlamda modelin yeterli açıklama gücüne sahip olduğu anlaşılmaktadır. Ayrıca, hisse başına piyasa değeri (HBPD) R^2 : %61'lük kısım, analize tabi tuttulan bağımsız değişkenler ile açıklanmaktadır. Bu modelde R^2 değerinin %61 olması bağımsız değişkenlerin bağımlı değişkenleri açıklama gücünün yeterli olduğunu göstermektedir. Dirençli (robust) sabit modeli istatistik çıktıları değerlendirildiğinde; hisse başına piyasa değeri (HBPD) ile Kaldıraç oranı (KO) arasında olumsuz (negatif) ilişki olduğu gözlemlenmektedir. Hisse başına piyasa değeri (HBPD) ile, Kamuoyunu aydınlatma ve şeffaflık (KAS), Menfaat Sahipleri (MS), Pay sahipleri (PS) Firma yaşı (YAS) ve Firma büyüklüğü (BUYUK) arasında ise olumlu (pozitif) ilişki olduğu görülmüştür. Hisse başına piyasa değeri (HBPD) ile kurumsal yönetime katılma yaşı (KYEY) ve Endeks Ortalaması (ORT) arasında herhangi bir ilişki olmadığı görülmüştür. Sonuç olarak bağımlı değişkenle olumsuz (negatif) bir ilişki içerisinde olan değişkenler incelendiğinde; Kaldıraç oranı (KO) düzeyindeki 1 birimlik artışın gerçekleşmesi durumunda hisse başına piyasa değeri (HBPD) oranında %20'lik bir düzeyde azalmanın olabileceği öngörülmektedir. Modelde bağımlı değişkenle olumlu (pozitif) bir ilişki içerisinde olan değişkenler incelendiğinde; Kamuoyunu aydınlatma ve şeffaflık (KAS) %1'lik bir artışın olması durumunda hisse başına piyasa değeri (HBPD) oranını %3,37'lik artırılabileceği öngörülmektedir.

5. SONUÇ VE TARTIŞMA

Kurumsal yönetim 2000'li yılların başından itibaren önemi giderek artan bir kavram haline gelmiştir. Kurumsal yönetim uygulamaları özellikle rekabet avantajı elde etmede değer kazanmıştır. Bu çalışma sadece Kurumsal Yönetim Endeksi'ne dâhil olan ve kurumsal yönetim uyum derecelendirmelerini hesaplayan ve bu derecelendirmeleri XKURY endeksinde işlem gören işletmelerin verileriyle karşılaştıran büyük şirketleri kapsamaktadır. Bu çalışmanın ileride yapılacak çalışmalarda bu ilişkinin incelenmesinin faydalı olacağı düşünülmektedir. Ayrıca yapılacak araştırma, işletmelerin muhasebe kalitesinin farklı göstergeler altında karşılaştırılabilirliği konusunda literatüre katkı sağlayacaktır.

Araştırma ve literatürden elde edilen bilgi, bulgu, analiz ve veriler incelendiğinde aşağıdaki sonuçlara ulaşılmaktadır.

Dirençli (robust) sabit modeli istatistik çıktıları değerlendirildiğinde; Hisse başına kâr (HBK) ile menfaat sahipleri (MS) ve kaldıraç oranı (KO) arasında olumsuz (negatif) ilişki olduğu gözlemlenmektedir. Hisse başına kâr (HBK) ile kamuoyunu aydınlatma ve şeffaflık (KAS), pay sahipleri (PS), firma yaşı (YAS) ve firma büyüklüğü (BÜYÜK) arasında ise olumlu (pozitif) ilişki olduğu görülmüştür. Sonuç olarak bağımlı değişkenle olumsuz (negatif) bir ilişki içerisinde olan değişkenler incelendiğinde; Menfaat sahipleri (MS) düzeyindeki 1

birimlik artışın gerçekleşmesi durumunda hisse başına kâr (HBK) oranında %0,2'lik bir düzeyde azalmanın olabileceği öngörülmektedir. Modelde bağımlı değişkenle olumlu (pozitif) bir ilişki içerisinde olan değişkenler incelendiğinde; Pay sahiplerindeki (PS) %1'lik bir artışın olması durumunda hisse başına kâr (HBK) oranını % 0,3'lük arttırabileceği öngörülmektedir.

Hisse başına defter değeri (HBDD) ile kamuoyunu aydınlatma ve şeffaflık (KAS), menfaat sahipleri (MS), pay sahipleri (PS) ve kaldıraç oranı (KO) arasında olumsuz (negatif) ilişki olduğu gözlemlenmektedir. Hisse başına defter değeri (HBDD) ile firma yaşı (YAS) ve firma büyüklüğü (BUYUK) arasında ise olumlu (pozitif) ilişki olduğu görülmüştür. Sonuç olarak bağımlı değişkenle olumsuz (negatif) bir ilişki içerisinde olan değişkenler incelendiğinde; Kamuoyunu aydınlatma ve şeffaflık (KAS) düzeyindeki 1 birimlik artışın gerçekleşmesi durumunda hisse başına defter değeri (HBDD) oranında %0,01'lik bir düzeyde azalmanın olabileceği öngörülmektedir. Modelde bağımlı değişkenle olumlu (pozitif) bir ilişki içerisinde olan değişkenler incelendiğinde; Firma büyüklüğündeki (BUYUK) %1'lik bir artışın olması durumunda hisse başına defter değeri (HBDD) oranını %7'lik arttırabileceği öngörülmektedir.

Hisse başına piyasa değeri (HBPD) ile kaldıraç oranı (KO) arasında olumsuz (negatif) ilişki olduğu gözlemlenmektedir. Hisse başına piyasa değeri (HBPD) ile kamuoyunu aydınlatma ve şeffaflık (KAS), menfaat sahipleri (MS), pay sahipleri (PS) firma yaşı (YAS) ve firma büyüklüğü (BUYUK) arasında ise olumlu (pozitif) ilişki olduğu görülmüştür. Sonuç olarak bağımlı değişkenle olumsuz (negatif) bir ilişki içerisinde olan değişkenler incelendiğinde; Kaldıraç oranı (KO) düzeyindeki 1 birimlik artışın gerçekleşmesi durumunda hisse başına piyasa değeri (HBPD) oranında %20'lik bir düzeyde azalmanın olabileceği öngörülmektedir. Modelde bağımlı değişkenle olumlu (pozitif) bir ilişki içerisinde olan değişkenler incelendiğinde; Kamuoyunu aydınlatma ve şeffaflık (KAS) %1'lik bir artışın olması durumunda hisse başına piyasa değeri (HBPD) oranını %3,37'lik arttırabileceği öngörülmektedir.

Kurumsal yönetim verileri ile işletmenin piyasa değerleri arasındaki ilişki ile ilgili yapılan araştırmaların sonucunda genellikle kurumsal yönetim ilkelerini uygulayan şirketlerin işletme performansları arttığı görülmektedir. Al- Haddad, Alzurqan ve Al-Sufy (2011), çalışmalarında kurumsal yönetim ve kurumsal performans arasında doğrudan olumlu ilişki tespit etmiştir. Ece ve Güner (2018), tarafından sunulan araştırmalar da kurumsal yönetim derecelendirme notları ile bir şirketin finansal ve piyasa performansı arasında pozitif ve anlamlı yönde ilişki tespit etmiştir. Kyere ve Ausloos (2020), araştırmasında doğru kurumsal yönetim mekanizmaları seçildiğinde bir firmanın finansal performansının iyileştirilebileceği sonucuna varmıştır. El Khoury, Nasrallah ve Alareeni (2021), çalışmalarında sosyal performans ve finansal performans; kurumsal yönetim performansı ile muhasebe performansı arasında içbükey bir ilişki bulmuştur. Kim ve Yoon (2007), çalışmalarında kurumsal yönetim uygulamalarının firma performansı arasında olumlu etkilediğini saptamıştır. Sakarya (2011), çalışmasında kurumsal yönetim derecelendirme notu ile hisse senedi getirisi arasında pozitif bir ilişkinin olduğunu tespit etmiştir. Sipahi vd. (2018), çalışmasın kurumsal yönetim ve finansal performans arasında farklı ve anlamlı ilişkiler tespit etmiştir. Turnacıgil vd. (2019), çalışmasında işletmelerin kurumsal yönetim uygulamalarına sahip olmasının hisse senedi kazançlarına yönelik negatif yönde yansıdığı sonucuna varmıştır. Başkan ve Vardar (2018), çalışmalarında kurumsal yönetim değişkenleri ile öz kaynak arasında bir ilişki bulamamıştır. Çarıkçı, Kalaycı ve Gök (2009), çalışmalarında kurumsal yönetim ilkelerine uyum ile şirket performansı arasında bir ilişkinin bulunmadığı sonucuna ulaşmışlardır.

Tartışma açısından, farklı modellemenin, farklı işletmelerin, farklı endekslerin ve farklı ülkelerden seçimler yapıp yapmadığı sorusu önemlidir. İşletmelerin kurumsal yönetimin muhasebe kalitesini anlayarak bu doğrultuda çalışmak, işletmeler için büyük bir öneme sahiptir. Bu nedenle, işletmelerin kurumsal yönetim ve muhasebe kalitesi arasındaki ilişki ve etkileşim, işletmelerin başarısında önemli bir katkı sağlamaktadır.

Bu çalışmanın sonuçları, analizlerin başka endekslerle modelleme yapılması açısından uygun olabilir. Bu nedenle, ileride yapılabilecek araştırmalarda daha büyük örneklemeler kullanarak analizler geliştirilebilir. Ayrıca, birden çok endeksle işletmeler araştırılarak çalışmaların yapılması, bu konuda kapsamlı bir bilgi ortaya çıkarabilir. Örneğin, muhasebe kalitesi başka endekslerde, farklı sektörlerde veya diğer ülkelerde analizler karşılaştırılarak araştırmalar yürütülebilir. Sonuç olarak, bu araştırmada dikkate alınmayan değişkenlerin incelenmesi, firmaların muhasebe kalitesini daha iyi anlamalarına katkı sağlayabilir. Böylece gelecekteki çalışmalar için, kapsamlı araştırmalar yapılması önerilebilir.

KAYNAKÇA

- Abdioğlu, H. (2007). *İşletmelerde Kurumsal Yönetim Anlayışı Kapsamında İç Denetimin Rolü ve İMKB – 100 Örneği*. (Yayınlanmamış Doktora Tezi). Marmara Üniversitesi, İstanbul.
- Al- Haddad, W., Alzurqan, S. T., & Al-Sufy, F. J. (2011). *The Effect of Corporate Governance on The Performance of Jordanian Industrial Companies: an Empirical Study on Amman Stock Exchang*. *International Journal of Humanities and Social Science* 1(4), 55-69.
- Anselin, L. (2013). *Spatial Econometrics: Methods and Models* (Vol. 4). Springer Science & Business Media.
- Arellano, M. (1987). Computing Robust Standard Errors for Within-Groups Estimators. *Oxford Bulletin of Economics & Statistics*, 49(4).
- Beck, N., & Katz, J. N. (1995). What to do (and not to do) With Time-Series Cross-Section Data. *American Political Science Review*, 89(3), 634-647.
- Başkan, T. D., & Çopur Vardar, G. (2018). Sigorta Sektöründe Kurumsal Yönetim Uygulanmasının Firma Performansına Etkisi. *Muhasebe ve Vergi Uygulamaları Dergisi (MUVU)/Journal of Accounting & Taxation Studies (JATS)*.
- Bhargava, A., Franzini, L., & Narendranathan, W. (1982). Serial Correlation and The Fixed Effects Model. *The Review of Economic Studies*, 49(4), 533-549.
- H.Çarıkçı, İ., Kalaycı, Ş., & Gök, İ. Y. (2009). *Kurumsal Yönetim-Şirket Performansı İlişkisi: İmkb Kurumsal Yönetim Endeksi Üzerine Ampirik Bir Çalışma*. *Uluslararası Alanya İşletme Fakültesi Dergisi*, 1(1), 51-72.
- Darabee, T., (2020). *Effects of IFRS Mandatory Adoption on The Accounting Quality and Firm Valuation: Evidence From Palestine*, Gazi Üniversitesi, Doktora Tezi, Ankara.
- Driscoll, J. C., & Kraay, A. C. (1998). Consistent Covariance Matrix Estimation with spatially Dependent Panel Data. *Review of Economics and Statistics*, 80(4), 549-560.
- Ece, O., & Güner, M. (2018). Kurumsal Yönetim Uygulamaları ile Firma Piyasa Performansı ve Firma Finansal Performansı Arasındaki İlişkinin Analizi: BIST’de Bir Uygulama. *Türkiye Sosyal Araştırmalar Dergisi*, 22(4), 745-782.
- Eicker, F. (1967, January). Limit Theorems for Regressions with Unequal and Dependent Errors. In *Proceedings of the Fifth Berkeley Symposium on Mathematical Statistics and Probability* (Vol. 1, No. 1, pp. 59-82).
- Elitaş, B. L., & Doğan, M. (2013). Sermaye Yapısını Belirleyen Faktörler: İmkb Sigorta Şirketleri Üzerine Bir Araştırma. *World of Accounting Science*, 15(2).
- El Khoury, R., Nasrallah, N., & Alareeni, B. (2023). ESG and Financial Performance of Banks in The MENAT Region: Concavity–Convexity Patterns. *Journal of Sustainable Finance & Investment*, 13(1), 406-430.
- International Accounting Standards Board. (2007). *Exposure Draft International Financial Reporting Standard for Small and Medium-sized Entities: SMEs* (Vol. 1). International Accounting Standards Board.
- Coşkun Erdoğan, D. (2015). Kurumsal Yönetim Endeksinin (XKURY) Firma Finansal Performansına Etkisi: BİST 100 Üzerine Bir Araştırma. *Yayınlanmamış Doktora Tezi*.
- Francis, J., LaFond, R., Olsson, P. M., & Schipper, K. (2004). Costs of Equity and Earnings Attributes. *The Accounting Review*, 79(4), 967-1010.
- Froot, K. A. (1990). Consistent Covariance Matrix Estimation with Cross-Sectional Dependence and Heteroskedasticity in Cross-Sectional Financial Data.
- Huber, P. J. (1967, June). The Behavior of Maximum Likelihood Estimates Under Nonstandard Conditions. in *Proceedings of The Fifth Berkeley Symposium on Mathematical Statistics and Probability* (Vol. 1, No. 1, pp. 221-233).
- Hung, M., & Subramanyam, K. R. (2007). Financial Statement Effects of Adopting International Accounting Standards: The Case of Germany. *Review of Accounting Studies*, 12, 623-657.

- Kmenta, J., & Klein, L. R. (1971). *Elements of Econometrics* (Vol. 655). New York: Macmillan.
- Kıyılar, M. ve Belen, M. (2005). *Kurumsal Yönetim Kavramı ve İlkeleri: Bir Kurumsal Yönetim Formu Olarak Türkiye’de Holding Yapılanma Biçimlerinin Değerlendirilmesi*. İSMMMO 1. Uluslararası Muhasebe Denetimi ve VII. Türkiye Muhasebe Denetimi Sempozyumu, Antalya.
- Kim, H. J., & Yoon, S. S. (2007). *Corporate Governance and Firm Performance in Korea*. *Malaysian Accounting Review*, 6(2).
- Kyere, M., & Ausloos, M. (2021). Corporate Governance and Firms Financial Performance in The United Kingdom. *International Journal of Finance & Economics*, 26(2), 1871-1885.
- Lang, M., Raedy, J. S., & Yetman, M. H. (2003). How Representative are Firms That are Cross-Listed in The United States? An Analysis of Accounting Quality. *Journal of Accounting Research*, 41(2), 363-386.
- Newey, W. K., & West, K. D. (1986). A Simple, Positive Semi-Definite, Heteroskedasticity and Autocorrelation Consistent Covariance Matrix.
- Newey, W. K., & West, K. D. (1994). Automatic Lag Selection in Covariance Matrix Estimation. *The Review of Economic Studies*, 61(4), 631-653.
- O’Brien, R. M. (2007). A Caution Regarding Rules of Thumb for Variance Inflation Factors. *Quality & Quantity*, 41, 673-690.
- Ohlson, J. (1995). *Earnings, Book Values, and Dividends in Equity Valuation*. *Contemporary Accounting Research*.
- Ozkan, S., & Kaytmaz Balsari, C. (2010). Impact of Financial Crises On The Value Relevance of Earnings and Book Value: 1994 and 2001 crises in Turkey. *Iktisat Isletme ve Finans*, 25(288).
- Ün, T. (2015). *Stata ile Panel Veri Analizi*. *Selahattin Güriş*. İstanbul: Der Yayınları.
- Paananen, M. (2008). The IFRS Adoption's Effect on Accounting Quality in Sweden. *Available at SSRN 1097659*.
- Parks, R. W. (1967). Efficient Estimation of a System of Regression Equations When Disturbances are Both Serially and Contemporaneously Correlated. *Journal of the American Statistical Association*, 62(318), 500-509.
- Rogers, W. (1993). sg17: Regression Standard Errors in Clustered Samples. *Stata Technical Bulletin*, 13, 19.
- Sakarya, Ş. (2011). *İMKB Kurumsal Yönetim Endeksi Kapsamındaki Şirketlerin Kurumsal Yönetim Derecelendirme Notu ve Hisse Senedi Getirileri Arasındaki İlişkinin Olay Çalışması (Event Study) Yöntemi ile Analizi*. ZKÜ Sosyal Bilimler Dergisi, 13.
- Sakarya, Ş., & Koçak, Z. S. (2016). Kazanç Kalitesi ve Yönetiminin İşletmelerin Finansal Performansı Üzerine Etkisi: ISO 500 İşletmeleri Üzerine Bir Araştırma. *Yönetim ve Ekonomi Dergisi*, 23(3), 733-749.
- Sayman, Y. (2012). Sahiplik Yapısının Firma Performansı ve Sermaye Yapısı Üzerine Etkileri: İMKB’ de İşlem Gören Üretim Firmalarında Bir Uygulama. *Ankara Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yayınlanmamış Doktora Tezi, Ankara*.
- Sipahi, E. B., Özsoy, B., & Khasimov, M. (2018). Azerbaycan’da Örnek Bir Kadın Lider Xurşidbanu Natevan. *Akademik İzdüşüm Dergisi*, 3(3), 19-33.
- Tatoğlu, F. Y. (2013). Panel Veri Ekonometrisi (2. Baskı). İstanbul: Beta Yayınevi.
- Tatoğlu Yerdelen, F. (2013). İleri Panel Veri Analizi. *İkinci Baskı, Beta Basım Yayım Dağıtım AŞ, İstanbul*.
- Turnacıgil, S., Güler, H., & Doğukanlı, H. (2019). The Effect of Corporate Governance on Stock Returns by PVAR: An Investigation in BIST/Kurumsal Yönetimin Hisse Senedi Getirisine Etkisinin PVAR Analizi İle Ölçülmesi: BIST’te Bir Araştırma. *Uluslararası Ekonomi İşletme ve Politika Dergisi*, 3(2), 367-380.
- White, H. (1980). A Heteroskedasticity-Consistent Covariance Matrix Estimator and a Direct Test for Heteroskedasticity. *Econometrica: Journal of The Econometric Society*, 817-838.
- Wooldridge, J. M. (2010). *Econometric Analysis of Cross Section and Panel Data*. MIT Press.