



INIJOSS

İnönü University International Journal of Social Sciences / İnönü Üniversitesi Uluslararası Sosyal Bilimler Dergisi,

Volume/Cilt 9, Number/Sayı 1, (2020)

<http://inonu.edu.tr/tr/inijoss> --- <http://dergipark.gov.tr/inijoss>

ARAŞTIRMA MAKALESİ | RESEARCH ARTICLE

Gönderim Tarihi: 11.03.2020 | Kabul Tarihi: 24.06.2020

KURUMSAL YÖNETİMİN PORTFÖY PERFORMANSI ÜZERİNDEKİ ETKİSİ: BORSA İSTANBUL ÖRNEĞİ*

M. Mustafa KISAKÜREK

Prof. Dr. Kahramanmaraş Sütçü İmam Üniv. İİBF
mkisakurek@ksu.edu.tr
<https://orcid.org/0000-0003-2351-4314>

Seren AYDINGÜLÜ SAKALSIZ

Arş.Gör Kahramanmaraş Sütçü İmam Üniv. İİBF
saydingulu@ksu.edu.tr
<https://orcid.org/0000-0001-7452-311X>

Atıf/Citation: Kısakürek, M. M., Sakalsız, S. A. (2020). Kurumsal Yönetimin Portföy Performansı Üzerindeki Etkisi: Borsa İstanbul Örneği. *İnönü University International Journal of Social Sciences & İnönü Üniversitesi Uluslararası Sosyal Bilimler Dergisi, (INIJOSS)*, 9(1), 270-287.

Öz

Türkiye’de Sermaye Piyasası Kurulu (SPK) tarafından 2007 yılından itibaren firmalara kurumsal yönetim ilkelerine uymalarına göre derecelendirmeleri için bazı kuruluşlara yetki verilmiştir. Bu çalışmada 2011-2017 yılları arasında kurumsal yönetim ilkelerine uymalarına göre derece alan firmalar tespit edilmiştir. Derecelendirme notlarını alan Borsa İstanbul (BİST) Kurumsal Yönetim Endeksi’nde bulunan 47 firmadan oluşturulan portföylerin performansları ölçülmüştür. BİST’de 2011-2017 yılları arasında işlem gören firmalardan üç farklı portföy oluşturulmuştur. Birinci portföy Kurumsal yönetim derecelendirme notuna sahip ve piyasa değeri en büyük olan 10 firmadan oluşturulmuştur. İkinci portföy kurumsal yönetim derecelendirme notuna sahip olmayan ve piyasa değeri en büyük olan 10 firmadan oluşturulmuştur. Üçüncü portföy kurumsal yönetim derecelendirme notuna sahip olan tüm firmalardan oluşturulmuştur. Oluşturulan portföylerde bütün firmaların 84 aylık hisse senedi getirileri kullanılmıştır. Oluşturulan portföylerin performansları Jensen Yöntemi’ne göre basit regresyon analizi ile ölçülmüştür. Basit regresyon modeli Tekli Endeks Modeli’ne göre kurgulanmıştır. Yapılan analiz sonucunda birinci ve ikinci portföyün başarılı ancak üçüncü portföyün başarısız olduğu tespit edilmiştir. Diğer bir ifadeyle kurumsal yönetim

* Bu makale “Kurumsal Yönetim ve Potföy Performansı: BİST Örneği” isimli Kahramanmaraş Sütçü İmam Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü’nde yapılan yüksek lisans tezinden üretilmiştir.

derecelendirme notu almanın portföy performansları üzerinde önemli bir etkisi olmadığı sonucuna ulaşılmıştır.

Anahtar Kelimeler: Kurumsal Yönetim, Kurumsal Yönetim Derecelendirme Notu, Portföy Performansı, Jensen Yöntemi

CORPORATE GOVERNANCE AND PORTFOLIO PERFORMANCE: EXAMPLE OF BORSA İSTANBUL

Abstract

Since 2007, Capital Markets Board of Turkey (CMB) has authorized some firms to grade companies in terms of their compliance with the corporate governance principles. In this study, companies that have been ranked according to corporate governance principles between 2011-2017 have been identified. The performances of the portfolios created from 47 companies in the Borsa İstanbul (BIST) Corporate Governance Index, which received their ratings, were measured. Three different portfolios were created from companies traded at BIST between 2011-2017. The first portfolio is composed of 10 firms with corporate governance ratings and the highest market value. The second portfolio is composed of 10 companies that do not have a corporate governance rating and have the largest market value. The third portfolio was created from all firms with corporate governance ratings. In the portfolios created, 84-month stock returns of all companies were used. The performances of the created portfolios were measured by simple regression analysis according to the Jensen Method. The simple regression model is based on the Single Index Model. As a result of the analysis, it was determined that the first and the second portfolio were successful, but the third portfolio was unsuccessful. In other words, it is concluded that obtaining a corporate governance rating has no significant effect on portfolio performances.

Keywords: Corporate governance, Corporate Governance Ratings, Portfolio Performance, Jensen Method

1.GİRİŞ

Ülke sınırlarının kalkması, pazara daha çok işletmenin girmesi, teknolojinin her alana yayılması ve artan rekabet gibi faktörler işletmelerin sermaye gereksinimlerini arttırmıştır (Beltratti, 2005: 375). Yüksek maliyetli ve teknoloji yoğunluklu yatırımların artmasıyla sermayeleri yetersiz kalan işletmeler yeni ortaklar bulma çabasına girmişlerdir. Bu durum da hem ülke içinde hem de ülke dışında bulunan yeni yatırımcılarla çok ortaklı ve çok uluslu ortaklık yapılı işletmelerin doğmasına sebep olmuştur. Dolayısıyla yönetim kurulu sadece şirket kurucuları ve ana sermayedarların çıkarlarını gözetmekle birlikte tüm paydaşların çıkarlarını da gözetmek mecburiyetinde kalmıştır.

Geleneksel yönetimde sahiplik ve kontrol fonksiyonlarının birbirinden ayrı olmaması sonucu yönetimde usulsüzlükler, haksızlıklar ve yolsuzlukların ortaya çıkması ihtimal dahilindedir. Kurumsal yönetim ise özünde ilkelere dayalı yönetim anlayışını ileri sürmektedir. İlkelerin çerçevesi bir üst akıl olması nedeniyle kamu otoritesi tarafından belirlenmekte ve denetlenmektedir. Kurumsal yönetimi geleneksel yönetim anlayışından ayıran en temel fark budur (Aktan, 2005:6).

Kurumsal yönetim uygulamalarının amaçlarından biri temsil maliyetlerinin azaltılmasıdır. Kurumsal yönetim yöneticiler, hissedarlar ve borç verenler için şeffaflık ve denetim imkanı sağladığından temsil maliyetlerinin azaltılmasına yardımcı olabilmektedir (Yücel, 2016: 28). Kurumsal yönetim, şirketlerin sermaye maliyetinin azaltılmasına ve sermaye piyasalarından fon, likidite ve finansman kaynaklarının elde edilmesine olanak sağlar (Öztürk ve Demirgüneş, 2008: 395).

Kurumsal yönetim ilkelerine uyum sağlayan şirketlerin risk düzeyleri azalmakta ve bu şirketler uluslararası alanda rekabet avantajı sağlamaktadır (Toraman ve Abdioğlu, 2008: 98). Ayrıca söz konusu şirketlerin piyasada saygınlığı ve değeri artmaktadır. Sonuç olarak Türkiye’de firmalar tarafından kurumsal yönetim ilkelerinin uygulanması ile ülkenin sermayesinin artmasına, finansal krizlerin kolay atlatılmasına, kaynakların etkin kullanılmasına, ekonomik olarak güçlenmesine ve refah seviyesinin artmasına fırsat vereceği düşünülmektedir (Aktan, 2005: 9).

Çalışmanın ikinci bölümünde kurumsal yönetim ve firma performansı arasındaki ilişkinin, kurumsal yönetim derecelendirme notları ile hisse senedi getirileri arasındaki ilişkinin ve Kurumsal Yönetim Endeksi ile firma performansı arasındaki ilişkinin incelendiği çalışmalardan bahsedilmiştir. Çalışmanın üçüncü bölümünde kurumsal yönetim kavramının tanımına, kurumsal yönetim kavramının ortaya çıkış sürecine katkıda bulunan teorilere, kurumsal yönetim ilkelerine ve kurumsal yönetim derecelendirme notlarının uygulanmasına yer verilmiştir. Çalışmanın dördüncü bölümünde portföy performansı, beşinci bölümünde ise araştırmanın yöntemi ve veriler açıklanmış, son bölümde ise elde edilen sonuçlar tartışılmıştır.

2. LİTERATÜR TARAMASI

Literatürde yapılmış olan çalışmaların bir kısmında kurumsal yönetim ile firma performansları arasındaki ilişki, kurumsal yönetim derecelendirme notları ile hisse senetleri getirileri arasındaki ilişki ve Kurumsal Yönetim Endeksi ile firma performansı arasındaki ilişki incelenirken bir kısmında ise yatırım fonlarının performansları, endeks performansları ve portföy performansları Tek Kriterli Performans Ölçüm Yöntemleri ile ölçülmüştür.

Bianco ve Casavola (1999) yaptıkları çalışmada 1992-1997 dönemleri arasında İtalya’da 650 firma için kurumsal yönetim ve firma performansı arasında ilişkiyi incelemişlerdir. Çalışmalarında Sıradan En Küçük Kareler yöntemi (OLS) ile tahmin yapmış olup performans ölçütleri olarak satış getirisi oranını (ROS) ve yatırım getirisi oranını (ROI) kullanmışlardır. Sonuç olarak, kurumsal yönetim ve firma performansı arasında çok açık bir ilişki bulamamışlardır.

Black (2001) 21 Rus firmasının 1999 yılındaki kurumsal yönetim derecelendirme notunu kullanarak kurumsal yönetim uygulamaları ve pazar değeri arasındaki ilişkiyi incelemiştir. Çalışmada firmaların kurumsal yönetim derecelendirme notları ile pazar değerleri arasındaki korelasyonun güçlü olduğu ortaya konulmuştur. Analiz edilen örneklemin kısıtlı olmasından dolayı çalışmanın sonuçları kesin değildir ancak kurumsal yönetim uygulamaları üzerinde hukuki ve kültürel kısıtlamaların olduğu ülkelerde kurumsal yönetim uygulamalarının pazar değeri üzerinde güçlü bir etkisi olduğu savunulmaktadır.

Klapper ve Love (2002) çalışmalarında 1998-1999 yılları arasında Credit Lyonnais Securities Asia (CLSA)’nın firmalara verdiği kurumsal yönetim derecelendirme notlarını kullanarak 25 ülkedeki 495 firma için kurumsal yönetim ve firma performansı arasındaki ilişkiyi incelemişlerdir. Çalışmalarında çok değişkenli regresyon analizi yöntemi ile Tobin Q ve aktif karlılık oranı (ROA) oranlarını kullanarak firmaların performanslarını ölçmüşlerdir. Sonuç olarak firma performansının ve pazar değerinin kurumsal yönetim ile önemli derecede ilişkili olduğu ortaya konulmuştur.

Gompers ve diğ., (2003) çalışmalarında 1990'da 24 ayrı kurumsal yönetim ilkesi kullanarak 1500 büyük firmanın hissedar haklarını koruyup temsil edecek "Kurumsal Yönetim Endeksi" oluşturmuşlardır. Çalışmada Tobin Q oranı kullanılmıştır. Çalışmanın sonucunda bir yatırımcı, kurumsal yönetim notu düşük olan diktatör yönetimli firmanın hisse senetlerini satın, kurumsal yönetim notu yüksek olan demokratik yönetimli firmanın hisse senetlerini alınca yılda %8,5 daha çok getiri elde edebildiğini tespit etmişlerdir. Sonuç olarak firmanın hissedarlarının haklarının korunmasının hissedar haklarını önemsemeyen firmalara göre daha yüksek firma değerine, daha yüksek kara ve daha düşük sermaye maliyetlerine sebep olduğu ortaya konulmuştur.

Black ve diğ., (2003) çalışmalarında 2001 yılında Kore Borsası'nda işlem gören 560 firmadan 525 firmanın kurumsal yönetim yapısı ve kurumsal yönetim derecelendirme notlarının firmalarının piyasa değerleri üzerindeki etkisini incelemişlerdir. Çalışmada OLS yöntemi kullanılmış, Tobin Q oranına göre firma performansları ölçülmüştür. Sonuç olarak, gelişmekte olan pazarlardaki firmalar için kurumsal yönetim ile piyasa değerleri arasında önemli bir ilişki olduğu anlaşılmıştır.

Drobtz ve diğ., (2003) çalışmalarında beklenen hisse senedi getirileri ile kurumsal yönetim arasındaki ilişkiyi araştırmışlardır. Çalışma Alman Borsası'nda yer alan 4 farklı endekste işlem gören toplamda 253 firmaya uygulanmıştır. Çalışmada Ocak 1998- Mart 2002 arasındaki 50 aylık dönem için firmaların piyasa defter değeri ve Tobin Q oranları kullanılmıştır. Kurumsal yönetim derecelendirme notları alan Alman firmalarının kurumsal yönetim uygulamaları ve firma değerleri arasında pozitif ilişki olduğunu ortaya çıkarmıştır. Eğer temettü getirileri sermaye maliyeti olarak kullanılırsa, firmanın kurumsal yönetim dereceleriyle beklenen hisse senedi getirisi arasında negatif ilişki olduğu ortaya konmuştur.

Saldanlı (2008) İMKB'de Ulusal 30, Ulusal 50, Ulusal 100 ve Kurumsal Yönetim Endeksi'ndeki performans farklılıklarını araştırmıştır. Eylül 2007 - Eylül 2010 döneminde İMKB'deki Ulusal 30, Ulusal 50, Ulusal 100 ve Kurumsal Yönetim Endeksi'nin günlük verilerini kullanarak performans değerlendirilmesi yapmıştır. Endeklerin performanslarını Sharpe, Treynor ve Jensen performans oranlarını kullanarak ölçmüştür. Kurumsal Yönetim Endeksi'nin riski diğer endekslere oranla daha düşük bulunmuştur. En yüksek performanstan başlamak üzere endekslerin performans sıralamaları İMKB 30, İMKB, İMKB 100 ve Kurumsal Yönetim Endeksi'dir.

Dağlı ve diğ., (2010) çalışmalarında Eylül 2007- Kasım 2009 dönemi için Türkiye'deki Kurumsal Yönetim Endeksi'nin risk-getiri açısından değerlendirilmesini amaçlamıştır. Bu değerlendirmede Sharpe, Treynor ve Jensen oranları kullanılmıştır. Sonuç olarak performansı en başarılı endeksin İMKB Ulusal 30 endeksi olduğu belirlenmiştir. Kurumsal Yönetim Endeksi'nin ise orta düzeyde başarılı olduğu görülmektedir.

3. KURUMSAL YÖNETİM KAVRAMI VE TANIMI

Dünyada kurumsal yönetim birçok araştırmacı, akademisyen ve kurumlar tarafından farklı özellikleri ön planda tutularak ve farklı açılardan açıklanmıştır. Kurumsal yönetim yatırımcıların yatırımlarını geri alabilmeleri (Shleifer ve Vishny, 1997: 737) ve firmaya değer katabilmeleri için (Aras, 2006: 2) firmaların uyması gereken ilkeler bütünüdür (Mohamad, 2004: 3). Aynı zamanda kurumsal yönetim firmanın tüm paydaşları ve yönetimi arasındaki ilişkileri düzenlemekte (Saldanlı,

2008: 137) ve istenilen hedef ve performansı kontrol ederek hem ulusal hem de uluslararası piyasalarda rekabet avantajı kazanmayı sağlamaktadır (Ege ve diğ., 2013: 101). Kurumsal yönetim işletme performansının sürdürülebilirliğinin güvencesidir (Arı ve Bayram, 2017: 534). Kurumsal yönetimin tanımında bu ifadenin temeli yatmaktadır.

3.1. Kurumsal Yönetimin Temel Teorileri

Kurumsal yönetim teorileri firmaların örgüt yapılarının yasallaşmasını sağlamaktadır. Kurumsal yönetimin teorik temelleri firma sahipleri, yöneticiler ve diğer paydaşlar arasında oluşan çıkar çatışmaları sonucunda ortaya çıkmaktadır. Kurumsal yönetim felsefesi içerisinde farklı teoriler bulunmaktadır. Kurumsal yönetimin başlıca teorilerine yer verilmiştir.

3.1.1. Vekalet Teorisi (Temsil Maliyeti)

Vekalet teorisinin temelleri Alcian ve Demsets (1972), Jensen ve Meckling (1976) ortaya atmıştır (Dincer, 2013: 16). Vekalet teorisi yöneticilerin firma sahiplerinden daha fazla bilgiye dolayısı ile daha fazla güce sahip olmaları ve bu gücü firma çıkarlarını göze ardı ederek kendi çıkarları için kullanmasını konu alır (Dincer, 2013: 16). Vekalet teorisinin temelinde firma sahipliği ile firma yönetiminin farklı ellerde olması yatmaktadır. Firma içi menfaat sahibi olan yöneticilerin, hissedarların ve borç verenlerin kendi çıkarlarına öncelik verecekleri varsayılmaktadır. Bu durumda yöneticilerin firmayı iyi temsil edememesiyle ve buna paralel olarak hissedarların ve borç verenlerin amaç birliği içinde olamamasıyla karşı karşıya kalınır (Söylemez, 2007: 1). Karşı karşıya kalınan olumsuz durumlarda oluşan çıkar çatışmaları firmaya çeşitli maliyetlere katlanmasına neden olur. Bu katlanılan maliyetlere temsil maliyetleri adı verilir. Temsil maliyetleri sorunu şirket yöneticilerinin şirket sahiplerinin çıkarlarına uygun olmayan şekilde hareket etme eğiliminde olabilmeleri durumunu ifade etmektedir (Güzeldere, 2014: 1). İşletme yöneticileri işletmeye hiçbir katma değer sağlamayacak olan lüks harcamalar yapabilirler. Kar elde etmekten çok kendi iş güvencelerini önemsediklerinden riskli ancak cazip yatırım projelerinden uzak durabilirler. Kapasiteyi ve çalışan sayısını egemenlik kurabilmek adına gereksiz arttırmaya yönelik girişimlerde bulunabilirler. Bunun gibi sorunlar belirli bir ücret karşılığında şirket sahiplerinin temsilcileri olan şirket yöneticilerinin kendi çıkarlarını gözetmelerinden kaynaklanmaktadır (Brealey ve diğ., 2007: 15).

3.1.2. Paydaş Teorisi

Paydaş teorisi Freeman'ın 1984'de yayımlanan çalışması ile birlikte anılmaya başlamıştır (Ertuğrul, 2008: 200). Paydaş teorisi firmanın amacını tanımlamaktadır. Paydaş teorisine göre firmanın amacı firmanın uzun dönemli başarısını etkileyen ve firmanın başarısından etkilenen aynı zamanda ekonomik ve sosyal alanlarda faaliyet gösteren tüm paydaşların yönetim sürecine katılmasını sağlayarak paydaşların ve toplumun çıkarlarını gözetmektir (Dincer, 2013: 18). Teoriye göre firmalar ve paydaşlar arasındaki ilişki düzenlenerek firma yöneticilerinin paydaşlara karşı sorumluluklarının belirlenmesi gerekir (Beycan, 2011: 24).

3.1.3. Temsil Teorisi (Hizmetkarlık Teorisi)

Temsil teorisi vekalet teorisini yetersiz bulan bazı akademisyenler tarafından geliştirilmiştir (Doğan, 2018: 88). Temsil teorisinin varsayımları vekalet teorisinin varsayımlarının aksi yönündedir. Temsil teorisi firma yöneticilerini, yöneticilerin firmayı psikolojik olarak sahiplenmelerine dayanarak psikolojik paydaşlar olarak tanımlamaktadır (Yıldız ve Doğan, 2012: 356). Teori bireysel çıkarlardan

çok işletmenin amaçlarını gerçekleştirmek için fedakarane ortak hareket etmeyi benimseyen hizmetkar insan modelini temel almaktadır (Başat, 2010: 8). Teoriye göre yöneticiler bireysel çıkarlarını göz ardı edip firma sahiplerinin çıkarları doğrultusunda hareket edeceğinden sözleşmeler hissedarların çıkarları göz önünde bulundurularak yapılır. Dolayısı ile temsil teorisi firma yöneticileri ve hissedarlarının çıkarları doğrultusunda herhangi bir çatışma olmayacağı, aksine bu durumun firma performansını arttıracığı varsayımına dayanmaktadır.

3.2. Kurumsal Yönetim İlkelerinin Oluşumu

Kurumsal yönetim 1700'lerde İngiltere'de "Güney Denizi Balonu" (South Sea Bubble) olarak adlandırılan yönetim skandalıyla ortaya çıkmıştır. Güney Denizi şirketinin sahipleri şirket hisse senetlerini alıp satarak hisse senedi fiyatlarını artırmak suretiyle bir balon oluşturmuşlardır. Oluşan bu balon 1720'de patlayınca hem İngiliz ekonomisine hem de yatırımcılara büyük zarar vermiştir (Kurtoğlu ve Fırat, 2014: 48). Oluşan sorunların, krizlerin temel nedenlerinden birinin kötü yönetim olduğu düşünülmektedir (SPK, 2003: 1). Kötü yönetim anlayışı, iyi kurumsal yönetim anlayışını ortaya çıkarmıştır. Dolayısıyla iyi kurumsal yönetim anlayışının uygulanabilmesi için kurallar, kodlar ve standartlar oluşturulmuştur. Dünyada her ülkenin yönetim biçimine, hukuki alt yapısına, kültürel özelliklerine ve şirket yapılanmalarına göre oluşturulmuş yüzden fazla farklı kurumsal yönetim düzenlemesi var olup bu düzenlemeler her geçen gün artmaktadır. Ancak OECD'nin yayımlanmış olduğu kurumsal yönetim ilkeleri dünya genelinde bir temel oluşturmakta ve rehber olarak kabul edilmektedir (Beycan, 2013: 9).

Dünyada birçok ülke finansal piyasalarda kurumsal yönetim kavramının olmazsa olmaz ilkesi olan şeffaflık ilkesini koruyacak kurumsal yönetim yapıları ve farklı kuruluşlar tarafından belirlenmiş kurumsal yönetim ilkeleri oluşturmuşlardır. 1992 yılında yayımlanan Cadbury Committee raporu, 1995 yılında yayımlanan Greenbury Committee raporu, 1998'de yayımlanan Hampel raporu kurumsal yönetimin kanuni açıdan yer bulduğu önemli çalışmalardır. 1999 yılında Ekonomik İşbirliği ve Kalkınma Örgütü (OECD) tarafından yayımlanan kurumsal yönetim ilkeleri ortak çıkış noktası olarak görülmekte ve rehber niteliği taşımaktadır (Yazgan, 2017: 5).

Tablo 1: Cadbury Raporu'nun Başlıca Tavsiyeleri

Kurumsal Yönetim Konuları	Cadbury Komitesi Tavsiyeleri
Yönetim Kurulu Başkanı ile Genel Müdür (CEO) rollerinin ayrımı	Tavsiye edilir ama zorunlu değil
Yöneticilerin Ataması	Dışarıdaki yöneticilerin hakim olduğu aday belirleme komitesi tarafından yönetim kurulunun seçilmesi
Dışarıdaki Yöneticiler	En az 3 tane bağımsız yönetim kurulu üyesi olmalı
Dışarıdaki Yöneticilerin Bağımsızlığı	Bağımsız yöneticilerin çoğunluğu ücretleri ve ortaklıkları haricinde özgür olmalı
Yöneticilerin Rotasyonu	Yöneticilerin hizmet sözleşmeleri yöneticilerin onayı olmadan 3 yılı geçmemeli ve yeniden atamalar otomatik olarak yapılmamalı
Ücret ve Kar Payı Ödemesi	Yöneticiye yapılacak ödemeler ile ilgili kararlar bağımsız yöneticilerin hakim olduğu ücret komitesi tarafından verilmeli
Denetçinin Bağımsızlığı	Denetim komitesi kurulu sadece bağımsız yöneticilerden oluşmalı

Yönetim Kuruluna Bilgi Akışı	Yönetim kurulu firma yönetimini ve kontrolünü, alınacak kararların planlanması ile elde eder. Kararların planlama tavsiyelerini dış danışmanlık hizmeti ile sağlamalıdır.
Denetçinin Faaliyet Alanının Artması	Denetçiler sadece kar ettirecek finansal durumlar ile ilgilenmemeli, aynı zamanda iç kontrol sisteminin verimsizliği ile de ilgilenmelidir.

(Boyd, 1996: 170).

Finansal skandallardan sonra Amerika Birleşik Devletleri (ABD) şirketlerin iyileştirilmesini amaçlayan Sarbanes Oxley Yasası, borsalarda işlem gören halka açık işletmelerin denetimlerinin izlenmesi, şirket sorumluluğunun, şeffaflığın ve kalitenin artırılması amacıyla imzalanmıştır (Temel, 2008:83). Sarbanes Oxley Yasası ile yatırımcıların güveninin kazanılması amaçlanmış ve kurumsal yönetimin temel ilkelerinden olan 'şeffaflık' muhasebeye önem kazanmaya başlamıştır. Bu adımın yanı sıra Uluslararası Muhasebeciler Federasyonu uluslararası denetim standartlarını yayımlamıştır (Arsoy, 2008: 19).

Kurumsal yönetim ilkeleri gibi belirli kısıtlara uygun, denetlenebilir ve yönetilebilir kurumsal yönetim hem firmalara hem yatırımcılara hem de ülkelere büyük fayda sağlamaktadır. Firmalar ulaşmak istedikleri hedefleri ve performansları kontrol edebilirler. Yatırımcılar hem piyasalara hem de firmalara güvenebilirler ve daha rahat yatırım yapabilirler. Ülkeler ise kurumsal yatırımcıların dikkatini çekebilir, kurumsal yönetim kavramının şeffaflık ilkesiyle yatırımcıların güven duymalarını sağlayabilirler.

Her ülkede sermaye piyasası düzenleyici kuruluşları ülkelere yerli-yabancı sermaye çekerek sermaye piyasalarını güçlendirmeye çalışır. Ülkemizde de SPK, 2003 yılında yayımlanan ve esnek olan kurumsal yönetim ilkelerini (KYİ) 2005 yılında revize ederek halka açık şirketlere kısmen de olsa zorunlu hale getirmiştir. Ülkemizde SPK tarafından yetkilendirilen ve şirketleri kurumsal yönetim ilkelerine uyumlarına göre derecelendirme notu veren derecelendirme kuruluşları; DRC Derecelendirme Hizmetleri Anonim Şirketi, JCR Avrasya Derecelendirme Anonim Şirketi, Kobirate Uluslararası Kredi Derecelendirme ve Kurumsal Yönetim Hizmetleri Anonim Şirketleri, National Investor Services Derecelendirme Anonim Şirketi ve SAHA Kurumsal Yönetim ve Kredi Derecelendirme Hizmetleri Anonim Şirketi'dir (spk.gov.tr, 2020). Kurumsal Yönetim Endeksi'nde işlem gören şirketler belirtilen derecelendirme şirketleri tarafından kurumsal yönetim derecelendirme notları almaktadırlar. Derecelendirme Pay Sahipleri (%25 ağırlık ile), Kamuyu Aydınlatma ve Şeffaflık (%35 ağırlık ile), Menfaat Sahipleri (%15 ağırlık ile) ve Yönetim Kurulu (%25 ağırlık ile) olmak üzere dört ana başlık altında yapılmaktadır (tkyd.org, 2020).

Kurumsal yönetimin dünyada kabul görmüş birbirinden kesin bir çizgiyle ayrılması mümkün olmayan 4 temel ilkesi vardır. Kurumsal yönetimin 4 temel ilkesi; hesap verilebilirlik, şeffaflık, adil olma ve sorumluluktur (tkyd.org, 2018). BİST'de bu KYİ'ni uygulayan firmaların dahil edildiği endeks, BİST Kurumsal Yönetim Endeksi (XKURY)'dir (Dağlı ve diğ., 2010: 22). Kurumsal Yönetim Endeksi'nin amacı, payları Borsa İstanbul pazarlarında (Gözaltı pazarı ve C listesi hariç) işlem gören ve kurumsal yönetim ilkelerine uyum notu 10 üzerinden en az 7, her bir ana başlık itibarıyla 10 üzerinden en az 6,5 olan şirketlerin fiyat ve getiri performansının ölçülmesidir (SAHA, 2017).

3.2.1. Şeffaflık

Şirketin kamuyu aydınlatma ilkesi çerçevesinde hayati olan ticari sır niteliğindeki bilgileri hariç olmak üzere şirketin finansal performansı, kurumsal yönetimi, hissedarlık yapısı gibi özel bilgilerinin yeterli, zamanında, doğru ve anlaşılabilir şekilde kamuya ilan edilmesidir. Şirketler hissedarların ve diğer finansal bilgi kullanıcılarının veya menfaat sahiplerinin kararlarını etkileyebilecek bu önemli bilgilerin ilan edilmesine yönelik bilgilendirme politikası kuralları oluşturmaları gerekir. Şirketler bilgilendirme politikası kurallarında bilgilerin hangi sıklıkta, ne şekilde, hangi yolla kamuya duyurulacağını belirleyip bu kurallara sadık kalarak bilgilendirme yapmalıdırlar. Ayrıca bilgilendirme politikası çerçevesinde pro-forma finansal tablolar ve raporlar dahil geleceğe yönelik tahminler ve bilgiler istatistiki verilerle açıklanmalı, bu tahmin ve dayanakların gerçekleşmemesinin anlaşılması halinde açıklanan bilgiler revize edilmelidir (Toraman ve Abdioğlu, 2008: 99).

3.2.2. Adil Olma

Adil olma, firma hissedarları ve menfaat grupları gibi farklı çıkarlara sahip taraflar arasındaki dengenin kurulmasını sağlamaktadır (Baskıcı, 2015: 165). Azınlık ve yabancı hissedarlar dahil olmak üzere tüm hissedarların haklarının korunması, haklarının kullanılabilmesi ve tedarikçilerle yapılan sözleşmelerin uygulanabilirliği bu ilke altında incelenmektedir (Beycan, 2013: 3). Adil olma ilkesi doğrultusunda tüm hissedarlar haklarının ihlali durumunda tazminat elde etmelidir.

3.2.3. Hesap Verilebilirlik

Hesap verilebilirlik ilkesi şeffaflık ilkesinin uygulanmasının tespiti olarak firmanın faaliyet sonrasını kapsamaktadır. Firma yöneticilerinin önceden belirlenen ilkeler doğrultusunda ortakları adına aldıkları kararların ve kararların dayanaklarının açıklanması hesap verilebilirlik ilkesi altındadır (Yazgan, 2017: 13). Yönetim kurulunun aldığı yönetime ilişkin karar, kural ve sorumlulukların sadece genel kurula değil, tüm firma paydaşlarına karşı hesap verilmesi ilkesidir (SPK, 2003: 3). Hissedarların yanı sıra firma ile menfaat ilişkisi içinde olan diğer gruplara da firmanın mali ve hukuki durumunu, yönetimine ilişkin bilgileri ve sosyal faaliyetleri gibi konular hakkında doğru bilginin eksiksiz, zamanında ve güvenilir şekilde sunulması gerekmektedir (Soysal, 2015: 29).

3.2.4. Sorumluluk

Şirket faaliyetlerini sürdürürken alınan kararların ve uygulamaların şirketin ana sözleşmesine, mevzuata, yönetmeliklere, toplumsal ve etik değerlere uygunluğunun sağlanmasıdır (Zengin, 2014: 11). Firma hissedar ve yöneticilerinin aldıkları kararlardan ve uygulamalardan sorumlu olmaları kurumsal yönetimin bir gereğidir. Sorumluluk ilkesi firma yönetici ve hissedarlarının aldıkları karar ve uygulamaların toplumsal kurallara, sosyal sorumluluk anlayışına, etik ve ahlaki değerlere uygunluğundan sorumlu olmayı gerektirir.

3.3. Kurumsal Yönetim Derecelendirme Uygulamaları

Kurumsal Yönetim Endeksi'ne dahil olmak isteyen şirketlerin, derecelendirme yetkisi olan kuruluşlara kurumsal yönetim ilkelerine uygunluklarına göre derecelendirme yaptırma zorunluluğu getirilmiştir. Şirketlerin kurumsal yönetime uyum derecelendirmesi şirketlerin mali durumlarını derecelendirmekten ziyade şirket yönetiminin kalitesini derecelendirmektedir. Kurumsal yönetim derecelendirme notu şirketlerin yatırımcılar, ortaklar, borç verenler, yöneticiler, borsalar, aracı kurumlar, analistler, akademisyenler ve hükümet gibi menfaat sahipleri için önemlidir. Yöneticiler

şirketle ilgili düzeltilmesi gereken hususları kurumsal yönetim derecelendirme notunu esas alarak iyileştirme yapabilir. Ortaklar, yönetimin ortaklarının haklarını ne derece koruduklarına bakarak yatırımlarını yapma kararlarını alabilir. Borç verenlerin, yönetimin finansal çıkar sağlayan grupların haklarını koruyup korumadıklarına bakarak şirkete kredi/borç verme kararlarında etkili olabilir. Hükümetler ise kurumsal yönetim derecelendirme notlarını ülkelerindeki uygulamaları diğer ülkelerle kıyaslamak, gerekli önlemleri alabilmek ve yabancı yatırımcıların ülkeye yatırım yapabilmeleri için alt yapı hazırlama amacıyla değerlendirebilirler (Sandıkçıoğlu, 2005: 10).

4. PORTFÖY YÖNETİMİ VE PORTFÖY PERFORMANSI

Portföy kelime anlamı olarak “cüzdan” demektir. Sermaye piyasasında ise menkul değerlerden oluşan topluluk anlamına gelir. Diğer bir ifadeyle portföy, birden fazla menkul kıymetin bir araya getirilmesiyle oluşan yeni bir finansal varlıktır (Urhan, 2010: 1). Yatırımcıların belirli bir risk ve beklenen getiri düzeyine göre fonlarını farklı yatırım araçlarına dağıtmaları sonucunda portföy yatırımları oluşmaktadır. Yatırımcılar yatırım yapacakları portföyü oluştururken portföyün geçmiş performanslarını incelerler. Finansal varlıkların geçmiş performansları incelenip gelecekte de benzer eğilimleri göstereceği kabul edilir ve menkul değerlere yatırım kararı verilir (Gökgez ve Günel, 2012: 8).

Markowitz'in 1952 yılında ortalama varyans optimizasyonu modern portföy teorisinin başlangıcı olarak kabul edilir (Abay, 2013: 177). Yatırımcılar için getiri istenen bir kavramken, getirilerin varyansı istenmeyen bir kavramdır (Markowitz, 1952: 77). Bir yatırımın riski veya varyansı beklenen getiriden sapma olasılığıdır (Karan, 2004: 138). Gerçekleşen getiriler beklenen getiriye ne kadar yakınsa yatırımın riski o derece az, gerçekleşen getiriler beklenen getirilerden ne kadar uzaksa yatırımın riski o derece yüksektir. Diğer bir ifadeyle yatırımın varyansının değeri arttıkça yatırımın riski de artmaktadır. Markowitz'e göre menkul kıymetlere yatırım yapan yatırımcının dönem sonunda ne kadar getiri elde edeceğini bilmesi mümkün değildir. Dolayısıyla yatırımcılar menkul kıymetlerin geçmişteki performanslarından faydalanarak gelecekte sağlayacakları getirileri sadece tahmin edebilirler. Yatırımcının bu noktada dayanabileceği iki değişken vardır. Bu değişkenler menkul kıymetin getirisi ve menkul kıymetin riskidir. Yatırımcılar minimum riskle maksimum getiri elde etmek isterler. Yatırımcılar yüksek getirili yatırım araçlarının risklerini dağıtarak diğer bir ifadeyle birden fazla yatırım aracına yatırım yaparak bir portföy oluşturmalıdır. Oluşturulan portföy yatırımcı açısından en yüksek getiri ve en düşük risk barındıran yatırım araçlarından oluşan optimal portföy olmalıdır.

5. ARAŞTIRMA YÖNTEMİ VE VERİLER

Michael C. Jensen tarafından 1968'de geliştirilen Jensen performans ölçütü daha sonra Smith ve Tito (1969) tarafından düzeltilmiştir (Karan, 2004: 683). Jensen ölçütü tek bir değere dayanmaktadır. Bu değer menkul kıymet getirileri ile pazar getirileri arasında kurulan regresyon denkleminin sabit parametresi olan Alfa (α)'dır (Korkmaz ve Uygurtürk, 2007:40). Jensen ölçütü portföyün sistematik olmayan riskini göz ardı etmektedir. Jensen performans ölçütünün temel amacı gerçekleşen riske göre bir portföyün beklenen getirisini hesap ederek o dönemdeki gerçekleşen getirisi ile karşılaştırmaktır (Karan, 2004: 679). Jensen performans ölçütü, toplam yatırım portföyünün bir

bölümünü oluşturan belirli bir yatırım performansının değerlendirilmesinde daha başarılı sonuçlar vermektedir.

Jensen performans ölçütü portföyün performansını Finansal Varlık Pazar Doğrusu'ndan (FVPD) sapma derecesi değeriyle ölçmektedir ve hisse senedi pazar doğrusunu temel alır (Korkmaz vd., 2013: 265). Finans teorisine göre aynı finansal riske sahip olan varlıklar aynı beklenen getiriye sahip olmalıdır. Finansal Varlıkları Fiyatlama Modeli'ne (FVFM) göre finansal varlıkların finansal varlık pazar doğrusu altında veya üzerinde kalması imkansızdır. Dolayısıyla FVPD üzerinde tüm varlıkların üzerinde bulunması gereken doğrudur. Varlıkların beklenen getirileri olması gereken getiriden farklı olursa varlıklar FVPD üzerinde yer alamazlar. Eğer bir finansal varlık betasına göre yüksek getiri sağlıyorsa yatırımcılar bu finansal varlığa yatırımı artırır ve varlığın fiyatını yükseltirler. Sonuç olarak varlığın getirisi düşer ve varlık tekrar pazar doğrusu üzerine döner. Bu durumun tam aksi olarak varlık düşük getirili ve pazar doğrusunun altında ise yatırımcılar finansal varlığı satarlar ve fiyatını düşürüp getirisini yükseltirler.

William Sharpe, (1963) Markowitz'in yaklaşımını basitleştiren tekli endeks yöntemini geliştirmiştir. Tekli endeks yöntemi; hisse senetlerinin risklerini tek tek ölçmek yerine pazarın toplam riskini ölçerek portföyün riskinin hesaplanması ve getirisinin ölçülmesi için gerekli olan veri setini büyük ölçüde azaltarak optimum portföye ulaşmayı mümkün kılmıştır (Kiyılar ve Eroğlu, 2004: 3). Sharpe, finansal varlıklar ile piyasa arasında doğrusal bir ilişki olduğunu ve bu doğrusal ilişkinin basit regresyon yöntemi ile ifade edilebileceğini belirtmiştir (İskerderoğlu ve Karadeniz, 2011: 237). Modelde bir tek menkul kıymetin getirisi ile bir endeks arasındaki doğrusal ilişki, piyasa portföyü ile herhangi bir menkul kıymetin getirisi arasındaki ilişkidir (Uzuner, 2002: 10). Diğer bir ifadeyle, sadece bir hisse senedi alan yatırımcı o hisse senedine yatırım yapmanın yanında endekse de yatırım yapmış olur. Tekli Endeks Modeli'nde portföyün getirisi, portföyde yer alan menkul kıymetlerin getirilerinin ağırlıklı ortalamasıdır. Herhangi bir menkul kıymet ile piyasa portföyü arasındaki doğrusal ilişki aşağıdaki gibi ifade edilmektedir.

$$R_i = \alpha_i + \beta_i R_m + \epsilon_i$$

Bu modelin temelinde menkul kıymetler arasındaki ilişki pazar endeksine bağlanmaktadır. R_i , i menkul kıymetinin getirisini, α_i = i menkul kıymetinin piyasadan bağımsız getirisini, β_i = i menkul kıymetinin getirisinin piyasa endeksine olan duyarlılık katsayısını, R_m = piyasa endeksinin getirisini ve ϵ_i = hata terimini ifade etmektedir. Piyasadan bağımsız olan sabit getiri (α), piyasa getirilerinin etkisi altında olmayan sabit getiridir. Piyasanın etkisi altında olan getiri (β) ise piyasadaki getirilerin artışı veya azalışı söz konusu olduğunda beklenen artış veya azalışı göstermektedir (Uzuner, 2002: 12). Beta (β) katsayısı piyasa getirisindeki dalgalanmaların menkul kıymetin getirisi üzerindeki etkisini göstermektedir.

Çalışmada oluşturulan araştırma modelleri ve araştırma modellerinin bağımlı ve bağımsız değişkenleri açıklanmış olup yapılan testler ve test sonuçlarından bahsedilmiştir. Çalışmada 3 farklı portföy oluşturulmuştur. BİST' de işlem gören Ocak 2011- Aralık 2017 tarihleri arasındaki hisse senetlerinin aylık kapanış fiyatları üzerinden getirileri hesaplanmıştır. Yıllar itibariyle SPK tarafından yetkilendirilen derecelendirme kuruluşları firmalara kurumsal yönetim derecelendirme notları vermiştir. Kurumsal yönetim derecelendirme notu almış olan ve piyasa değerlerine göre yapılan sıralamada en büyük ilk 10 firmanın ortalama hisse senedi getirilerinden birinci portföy

oluşturulmuştur. Kurumsal yönetim derecelendirme notu almamış ve piyasa değerlerine göre yapılan sıralamada en büyük ilk 10 firmanın ortalama hisse senedi getirilerinden ikinci bir portföy oluşturulmuştur. Kurumsal yönetim derecelendirme notu almış olan tüm firmaların ortalama hisse senedi getirilerinden üçüncü portföy oluşturulmuştur. Oluşturulan portföylerin getirileri ile BİST 100 endeksinin getirisi arasındaki ilişki basit regresyon yöntemi ile incelenmiştir. Kurumsal yönetim derecelendirme notu almış olan ve almamış olan firmalardan oluşturulan portföylerin başarılı olup olmadıkları analiz edilmiştir.

5.1. Araştırma Verileri

Çalışmada oluşturulan portföylerin kurumsal yönetim derecelendirme notlarının portföylerin performanslarına etkisi incelenmiştir. Çalışmada portföy oluşturulurken Ocak 2011- Aralık 2017 yılları arasında 84 adet aylık getiri kullanılmıştır. Çalışmada veri seti olarak Ocak-2011 - Aralık 2017 Tarihleri arasında firmaların aylık hisse senedi kapanış fiyatları, firmaların kurumsal yönetim derecelendirme notları ve firmaların piyasa değerleri kullanılmıştır. KYDN alan ve piyasa değeri en büyük olan ilk 10 firmanın hisse senedi getirilerinden oluşan portföy getirisi, KYDN almayan ve piyasa değeri en büyük olan ilk 10 firmanın hisse senedi getirilerinden oluşan portföy getirisi ve KYDN alan tüm firmaların hisse senedi getirilerinden oluşan portföy getirisi, çalışmada kurulan modelin bağımlı değişkenleridir. BİST 100 Endeksi ise çalışmanın modelinin bağımsız değişkenidir. Çalışmada Türkiye Kurumsal Yatırımcı Yönetici Derneği'nin resmi sitesinde yer alan firmalar piyasa değerlerine göre büyükten küçüğe sıralanmıştır.

2011-2017 yılları arasında kurumsal yönetim derecelendirme notu alan 30 adet firma vardır. 30 adet firmanın listesi aşağıda Tablo 2'de belirtilmiştir.

Tablo 2: 2011-2017 Dönemleri Arasında Kurumsal Yönetim Derecelendirme Notu Alan Firmaların Listesi

Vestel Elektronik	Logo Yazılım Sanayi ve Ticaret A.Ş.
Lider Faktoring	Türk Telekomünikasyon A.Ş.
Tofaş Türk Otomobil Fabrikası A.Ş.	Türk Prysmian Kablo ve Sistemleri
Türk Traktör ve Ziraat Makineleri A.Ş.	Turcas Petrol A.Ş.
Hürriyet	Park Elektrik A.Ş.
Tüpraş Türkiye Petrol Rafinerileri A.Ş.	Aygaz A.Ş.
Otokor Otomotiv ve Savunma Sanayi A.Ş.	Albaraka Türk Katılım Bankası A.Ş.
Anadolu Efes Biracılık ve Malt Sanayi A.Ş.	Yazıcılar Holding
Yapı ve Kredi Bankası A.Ş.	İhlas Holding
Şekerbank	İhlas Ev Aletleri İmalat Sanayi ve Ticaret A.Ş.
Coca Cola İçecek A.Ş.	Doğuş Otomotiv
Arçelik A.Ş.	Pınar Süt Mamulleri Sanayi A.Ş.
TAV Havalimanları Holding A.Ş.	Türkiye Halk Bankası A.Ş.
Türkiye Sinai Kalkınma Bankası A.Ş.	İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş.
Doğan Şirketler Grubu Holding A.Ş.	Global Yatırım Holding A.Ş.

Firmalar kurumsal yönetim derecelendirme notlarını yıllık olarak almaktadır. Dolayısı ile KYDN alan firmalar, KYDN almayan firmalar ve KYDN almış olan tüm firmalar her yıl değişmektedir. 2011-

2017 yılları arasında KYDN alan firmalar, KYDN almayan firmalar ve KYDN almış olan tüm firmalar sırasıyla verilmiştir. Kurumsal yönetim derecelendirme notu alan firmaların piyasa değerleri büyüklüklerine göre yapılan sıralamada piyasa değeri en büyük ilk 10 firma Tablo 3'te verilmiştir.

Tablo 3: 2011-2017 KYDN Alan Firmaların Piyasa Değeri Sıralamasında En Büyük 10 Firma

Sıra	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
2011	TTKOM	AEFES	TUPRS	CCOLA	ARCLK	TOASO	TAVHL	AYGAZ	PETKM	TTRAK
2012	TTKOM	AEFES	ENKAI	TUPRS	CCOLA	ARCLK	TOASO	ASELS	TAVHL	AYGAZ
2013	TTKOM	ENKAI	CCOLA	AEFES	TUPRS	ARCLK	TOASO	TAVHL	ASELS	TTRAK
2014	TTKOM	ENKAI	TUPRS	AEFES	CCOLA	ARCLK	TOASO	TAVHL	ASELS	TTRAK
2015	TTKOM	ENKAI	TUPRS	AEFES	TOASO	CCOLA	ARCLK	ASELS	TAVHL	PETKM
2016	ENKAI	TTKOM	TUPRS	ARCLK	ASELS	TOASO	AEFES	CCOLA	PETKM	TAVHL
2017	ASELS	TUPRS	ENKAI	TTKOM	TOASO	ARCLK	AEFES	PETKM	CCOLA	TAVHL

Kurumsal yönetim derecelendirme notu almayan firmaların piyasa değerleri büyüklüklerine göre yapılan sıralamada piyasa değeri en büyük ilk 10 firmanın tablosu Tablo 4'de verilmiştir.

Tablo 4: 2011-2017 KYDN Almayan Firmaların Piyasa Değeri Sıralamasında En Büyük 10 Firma

Sıra	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
2011	TCELL	KCHOL	SAHOL	ENKAI	BIMAS	EREGL	FROTO	EKGYO	KOZAL	SISE
2012	TCELL	KCHOL	SAHOL	BIMAS	EKGYO	EREGL	KOZAL	FROTO	THYAO	SISE
2013	TCELL	KCHOL	SAHOL	BIMAS	THYAO	EKGYO	EREGL	FROTO	ULKER	KOZAL
2014	TCELL	KCHOL	SAHOL	EREGL	BIMAS	THYAO	FROTO	EKGYO	ULKER	SISE
2015	KCHOL	TCELL	SAHOL	BIMAS	EREGL	FROTO	THYAO	EKGYO	KENT	SISE
2016	KCHOL	TCELL	SAHOL	EREGL	BIMAS	EKGYO	FROTO	SISE	THYAO	ULKER
2017	KCHOL	EREGL	TCELL	BIMAS	SAHOL	THYAO	FROTO	ISDMR	EKGYO	SISE

Çalışmada firmaların 2011-2017 dönemleri arasındaki aylık hisse senedi kapanış fiyatları ve BİST 100 Endeksi fiyatları üzerinden hisse senedi ve endeks getirileri hesaplanmıştır. Çalışmada hesaplanan pay getirilerinin aritmetik ortalamaları alınmıştır. Ortalama pay getirilerine göre oluşturulan portföyler ve BİST 100 Endeksi getirileri araştırma modelinin bağımlı ve bağımsız değişkenlerini oluşturmaktadır.

5.2. Araştırma Yöntemi

Portföylerin performanslarının pazar endeksi olarak belirlenen BİST 100 Endeksi ile aralarındaki ilişkinin boyutu ve yönünü belirlemek için kurulan modeller Tekli Endeks Modeli ile tahmin edilmiştir. Tekli Endeks Modeli ile tahmin edebilmek için portföy getirileri ile pazar endeksini temsil eden BİST 100 Endeksi getirileri regrese edilir. Regresyon analizi sonucunda Alfa (α) ve Beta (β) katsayıları ortaya çıkar. Eğer α pozitif ise portföy başarılı, negatif ise portföy başarısız kabul edilmektedir. Çalışmada analiz yöntemi olarak basit regresyon modeli kullanılmıştır. BİST'de işlem gören Ocak 2011- Aralık 2017 dönemleri arasında KYDN alan ve piyasa değeri en büyük olan ilk 10 firmanın ortalama hisse senedi getirilerinden (KMAX), KYDN almayan ve piyasa değeri en büyük olan ilk 10 firmanın ortalama hisse senedi getirilerinden (KOMAX) ve KYDN alan tüm firmaların ortalama hisse senedi getirilerinden (KTUM) oluşturulan portföyler modelin bağımlı değişkenleridir. BİST 100 Endeksi'nin Ocak 2011- Aralık 2017 dönemleri arasındaki getirilerinden oluşan portföy ise

modelin bağımsız değişkenidir. Tekli Endeks Modeli ile portföylerin performansları ölçülmüştür. Oluşturulan 3 farklı basit doğrusal regresyon modeli aşağıda gösterilmiştir.

Model 1: $R_{KMAX} = \alpha_{KMAX} + \beta_{KMAX} RBİST100 + \epsilon_{KMAX}$

Kurulan modelde bağımsız değişken olan BİST 100 Endeksi'ndeki değişmelerin bağımlı değişken olan KMAX portföyündeki değişmeleri ne derece etkilediği araştırılmaktadır.

R_{KMAX} = KMAX portfötünün ortalama getirisi

α_{KMAX} = KMAX portföyünün α 'sı

β_{KMAX} = KMAX portföyünün β 'sı

$R_{BİST100}$ = BİST 100 Endeksi'nin ortalama getirisi

ϵ_{KMAX} = KMAX portföyünün hata terimi

Model 2: $R_{KOMAX} = \alpha_{KOMAX} + \beta_{KOMAX} RBİST100 + \epsilon_{KOMAX}$

Kurulan modelde bağımsız değişken olan BİST 100 Endeksi'ndeki değişmelerin bağımlı değişken olan KOMAX portföyündeki değişmeleri ne derece etkilediği araştırılmaktadır.

R_{KOMAX} = KOMAX portfötünün ortalama getirisi

α_{KOMAX} = KOMAX portföyünün α 'sı

β_{KOMAX} = KOMAX portföyünün β 'sı

$R_{BİST100}$ = BİST 100 Endeksi'nin ortalama getirisi

ϵ_{KOMAX} = KOMAX portföyünün hata terimi

Model 3: $R_{KTUM} = \alpha_{KTUM} + \beta_{KTUM} RBİST100 + \epsilon_{KTUM}$

Kurulan modelde bağımsız değişken olan BİST 100 Endeksi'ndeki değişmelerin bağımlı değişken olan KTUM portföyündeki değişmeleri ne derece etkilediği araştırılmaktadır.

R_{KTUM} = KTUM portfötünün ortalama getirisi

α_{KTUM} = KTUM portföyünün α 'sı

β_{KTUM} = KTUM portföyünün β 'sı

$R_{BİST100}$ = BİST 100 Endeksi'nin ortalama getirisi

ϵ_{KTUM} = KTUM portföyünün hata terimi

Tablo 5'de modellerin KMAX, KOMAX, KTUM ve BİST 100 olan bağımlı ve bağımsız değişkenleri açıklanmıştır.

Tablo 5: Regresyon Analizinde Kullanılan Değişkenler

Simge	Değişkenin Açık İfadesi	Değişkenin Türü
KMAX	Kurumsal Yönetim Derecelendirme Notu Alan ve Piyasa Değeri En Büyük Olan İlk 10 Firmanın Aylık Ortalama Hisse Senedi Getirilerinden Oluşan Portföy Getirisi	Bağımlı
KOMAX	Kurumsal Yönetim Derecelendirme Notu Almamış ve Piyasa Değeri En Büyük Olan İlk 10 Firmanın Aylık Ortalama Hisse Senedi Getirilerinden Oluşan Portföy Getirisi	Bağımlı
KTUM	Kurumsal Yönetim Derecelendirme Notu Alan Tüm Firmaların Aylık Ortalama Hisse Senedi Getirilerinden Oluşan Portföy Getirisi	Bağımlı
BİST 100	BİST 100 Endeksi Aylık Ortalama Getirileri	Bağımsız

5.3. Araştırmanın Bulguları

Araştırma modelinin bağımlı ve bağımsız değişkenlerine ait istatistiklerin özet tablosu Tablo 6'da verilmiştir.

Tablo 6: Bağımlı-Bağımsız Değişkenlere Ait Özet İstatistiksel Veriler

	KMAX	KOMAX	KTUM	BİST 100
Ortalama	0.019565	0.021021	0.011116	0.008530
Maximum	0.244188	0.150291	0.149114	0.135104
Minimum	-0.196378	-0.117906	-0.132755	-0.134032
Standart Sapma	0.065097	0.060705	0.044613	0.061503
Gözlem Sayısı	84	84	84	84

Tablo 7'de verilen otokorelasyon ve değişen varyans testlerinin sonuçlarına göre 3 model için de olasılık değerleri %5 değerinden büyük olduğu için Model 1, Model 2 ve Model 3 için hata terimleri arasında otokorelasyon yoktur ve hata terimleri sabit varyanslıdır.

Tablo 7: Modellerin Breusch-Godfrey (LM) Otokorelasyon ve Breusch-Pagan-Godfrey Değişen Varyans Testlerinin Sonuçları

	MODEL 1	MODEL 2	MODEL 3
Breusch-Godfrey (LM) Otokorelasyon Testi	<i>F-istatistiği</i> 0.443170 Olasılığı 0,5075	<i>F-istatistiği</i> 0.513580 Olasılığı 0,4757	<i>F-istatistiği</i> 1.189185 Olasılığı 0,2787
Breusch-Pagan-Godfrey Değişen Varyans Testi	<i>F-istatistiği</i> 0,028035 Olasılığı 0,8674	<i>F-istatistiği</i> 0.049667 Olasılığı 0,8242	<i>F-istatistiği</i> 0.049667 Olasılığı 0,8187

Hata terimlerinin varsayımlarının aksine bir sonuç bulunmadığından regresyon tahmini sonuçları Tablo 8'de verilmiştir.

Model 1'de F istatistiğinin olasılığı %5'ten küçük olduğu için model istatistiksel olarak anlamlıdır. Modelin bağımsız değişkeni olan BİST 100 Endeksi, KMAX bağımlı değişkenini %70 oranında açıklamaktadır. Parametrelerin olasılıklarının %5'ten küçük olması sonucunda α ve bağımsız değişken istatistiksel olarak anlamlı çıkmıştır.

Model 2 %5 anlamlılık düzeyinde istatistiksel olarak anlamlıdır. Modelin bağımsız değişkeni olan BİST 100 Endeksi, KOMAX bağımlı değişkenini %86.5 oranında açıklamaktadır. Parametrelerin olasılıklarının %5'ten küçük olması sonucunda α ve bağımsız değişken istatistiksel olarak anlamlı çıkmıştır.

Model 3'te F istatistiğinin olasılığı %5'ten küçük olduğu için model istatistiksel olarak anlamlıdır. Modelin bağımsız değişkeni olan BİST 100 Endeksi, KTUM bağımlı değişkenini %10 oranında açıklamaktadır. Bağımsız değişkenin t istatistiğinin olasılığı %5'ten küçük olması sonucu istatistiksel olarak anlamlı çıkmıştır. Ancak sabit parametre t istatistiği olasılığının %5'ten büyük olması nedeniyle istatistiksel olarak anlamsız olduğu tespit edilmiştir.

Tablo 8:Basit Regresyon Analizi Tahmin Sonuçları

Model 1				
	<i>Katsayı</i>	Std. Sapma	t-ist	Olasılık
α (sabit parametre)	0.011981	0.003914	3.060927	0.0030*
R_m	0.889137	0.063412	14.02162	0.0000*
R^2 0.705677				
Prob(F-statistic)0.000000				
Model 2				
	<i>Katsayı</i>	Std. Sapma	t-ist	Olasılık
α (sabit parametre)	0.013191	0.002472	5.336664	0.0000*
R_m	0.918008	0.040043	22.92545	0.0000*
R^2 0.865038				
Prob(F-statistic)0.000000				
Model 3				
	<i>Katsayı</i>	Std. Sapma	t-ist	Olasılık
α (sabit parametre)	0.009127	0.004682	1.949292	0.0547***
R_m	0.233072	0.075856	3.072551	0.0029*
R^2 0.103243				
Prob(F-statistic) 0.0028807				
Not: Olasılık değerleri üzerinde belirtilen				
*; %1 düzeyinde anlamlılık seviyesini,				
**; %5 düzeyinde anlamlılık seviyesini ve				
***; %10 düzeyinde anlamlılık seviyesini göstermektedir.				

6. SONUÇ VE TARTIŞMA

Kurumsal yönetim 1700'lerde ortaya atılan, 1900'lerin son yarısında firmalarla menfaat sahipleri arasında çıkar çatışmalarının yaşanması sonucunda gündeme gelen ve günümüze kadar gelişen bir olgudur. Dünyada yaşanan firma skandalları ile firmalara olan güvensizliğin artması kurumsal yönetim ilkelerinin uygulanmasını gerekli kılmıştır. Firmaların kurumsal yönetim uygulamalarının ölçümlenmesi ve kıyaslanabilmesi için kurumsal yönetim belirli kurallar ve ilkeler ile ulusal ve uluslararası düzeyde standartlaştırılmıştır. Türkiye'de SPK tarafından oluşturulan kurumsal yönetimin 4 temel ilkesi vardır. Bunlar; şeffaflık, adil olma, hesap verilebilirlik ve sorumluluktur. Firmaların kurumsal yönetim uygulamalarına uyum göstermelerine göre SPK tarafından yetkilendirilen derecelendirme kuruluşları firmalara 1 ile 10 arasında kurumsal yönetim derecelendirme notları vermektedir. Türkiye'de kurumsal yönetim ilkelerinin uygulanması sonucunda sermaye piyasalarının etkinliğinin artması beklenmektedir. Dolayısıyla bu ilkeleri uygulamak yerli-yabancı yatırımcıların Türkiye'deki firmalara yatırım yapmalarını ve Türkiye'nin uluslararası piyasalarda evrensel değerleri önemseyen bir ülke algısı oluşturulmasına neden olabilmektedir.

Finans literatürü incelendiğinde, kurumsal yönetim derecelendirme notları ile firma performansı arasındaki ilişkiyi inceleyen birçok çalışma yapılmıştır. Firmaların kurumsal yönetim derecelendirme notları almalarının firma performanslarını arttırdığı tespit eden çalışmalar (Black ve diğ., (2003))

olmakla birlikte aksi yönde ilişki bulan (Drobetz ve diğ., (2003)) veya herhangi bir ilişki bulamayan (Bianco ve Casavola (1999)) çalışmalar mevcuttur.

Çalışmada Ocak 2011 - Aralık 2017 dönemleri arasında BİST’de işlem gören kurumsal yönetim derecelendirme notu almış ve kurumsal yönetim derecelendirme notu almamış firmalar incelenmiştir. Piyasa değeri en büyük ilk 10 firmanın aylık hisse senedi ortalama getirilerinden oluşturulan iki ayrı portföyle kurumsal yönetim derecelendirme notu almış olan tüm firmaların aylık hisse senedi ortalama getirilerinden oluşturulan portföyün performanslarının ölçülmesi amaçlanmıştır. Modeller, portföylerin getirileri ile pazar endeksini temsil eden BİST 100 Endeksi arasındaki ilişkinin basit regresyon modeli ile ifade edilebildiği Tekli Endeks Modeli’ne göre oluşturulmuştur. Portföylerin performansları Jensen Alfası kriterine göre ölçülmüştür. Yapılan regresyon analizleri sonucunda α katsayıları ve t istatistik değerlerine bakılarak KOMAX ve KMAX portföylerinin başarılı oldukları tespit edilmiştir. KOMAX portföyü KMAX portföyünden daha iyi performans göstermiştir. KTUM portföyünün α katsayısı pozitif olmasına rağmen, t istatistiği değeri kritik değerin altında kaldığından anlamlı değildir. KTUM portföyünün α katsayısının pozitif olması tesadüfi kabul edilmektedir. Dolayısı ile kurumsal yönetim derecelendirme notu alınan firmaların performanslarına önemli bir etkisinin olmadığı gözlemlenmiştir. KOMAX ve KMAX portföylerinin R^2 ’leri yüksek iken KTUM portföyünün modelinin R^2 ’sinin %10 olmasından dolayı portföyün getirisinin önemli bir kısmı açıklanamamaktadır. R^2 ’sinin düşük olması KTUM portföyünün iyi çeşitlendirilememesinden kaynaklandığı söylenebilir.

Çalışmanın sonucunda kurumsal yönetim derecelendirme notunun piyasa değeri en büyük olan portföylerin performansına yansımamasının temel sebepleri BİST’deki firmalara yatırım yapan yatırımcıların çoğunun bireysel yatırımcı olması, BİST’in zayıf etkin formda piyasa olması ve Türkiye’de kurumsal yönetimin henüz yaygınlaşmamış olmasından kaynaklandığı söylenebilir.

Kurumsal yatırımcılar uzun vadeli yatırım yapmak isteyen yatırımcılardır. Dolayısı ile kurumsal yatırımcılar yatırım portföyü oluştururken firmaların kurumsal yönetim ilkelerine uyumuna ve kurumsal yönetim derecelendirme notlarına önem verirler. Bireysel yatırımcıların, kurumsal yatırımcılardan farklı olarak pazarı algılamaları, risk ve getiriye bakış açıları profesyonel değildir. Bireysel yatırımcılar çoğunlukla kısa vadeli yatırımları tercih ettiklerinden yatırım yaparlarken yatırım yapacakları firmaların kurumsal yönetim derecelendirme notlarını göz önünde bulundurmamış olabilirler. Gelişmiş ülkelere kıyasla gelişmekte olan ülkelerde kurumsal yönetimin henüz yaygınlaşmamış olması kurumsal yönetim derecelendirme notu alan işletmelerin performanslarına yansımamasının nedenleri arasında sayılabilir. Böyle olmakla birlikte işletmelerin kurumsal yönetim derecelendirme notu almaları çıkar grupları üzerinde işletme hakkında olumlu bir izlenim bırakabilir.

Benzer çalışmalarda genellikle kurumsal yönetim derecelendirme notu olan işletmelerin hisse senedi getirisi, performansları ve firma değeri ile ilişki bulunmuştur. Bianco ve Casavola (1999) yapmış oldukları çalışmada işletmelerin kurumsal yönetim derecelendirme notu ile performans arasında ilişki bulamamıştır. Bu çalışmada da işletmelerin kurumsal yönetim derecelendirme notu almalarının oluşturulan portföylerin performansları üzerinde önemli bir etkisi olmadığı görülmüştür.

KAYNAKÇA

- Abay, R., (2013). "Markowitz Karesel Programlama İle Portföy Seçimi: İMKB 30 Endeksinde Riskli Portföylerin Seçimi" Ç.Ü. Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi, 22(2), ss.194.
- Aktan, C., C., (2005). "Kurumsal Şirket Yönetimi", Organizasyon ve Yönetim Bilimleri Dergisi, 5(1), ss.150-191.
- Aras, G., (2006). "Kurumsal Yönetim ve Sürdürülebilir İşletme Performansı", Deloitte.
- Arı, M. ve Bayram, G., (2017). "Kurumsal Yönetim Açısından Sosyal Sorumluluk ve Çevre Muhasebesinin İncelenmesi" Bilecik Şeyh Edebali Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi, 2(2), ss.533-545.
- Arsoy, A., P., (2008). "Kurumsal Şeffaflık ve Muhasebe Standartları", Afyon Kocatepe Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi, 10(2), ss.17-35.
- Baskıcı, Ç., (2015). "Kurumsal Yönetim Uygulamalarında İç Kontrol Sisteminin Önemi: Borsa İstanbul Şirketleri Üzerine Bir Araştırma", Uluslararası Yönetim İktisat ve İşletme Dergisi, 11(25), ss.163-180.
- Başat, R., (2010). "İşletmelerde Yönetim Kurulunun Yapısı, İşleyişi ve Performans Üzerine Etkisi: Denizli İli Örneği", Yüksek Lisans Tezi, Afyon Kocatepe Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Afyonkarahisar.
- Beltratti, A., (2005). "The Complementarity Between Corporate Governance and Corporate Social Responsibility" The Geneva Papers on Risk and Insurance Issues and Practice, 30(3), ss.373-386.
- Beycan, M., (2013). "Kurumsal Yönetim ve Türk Bankacılık Sektörü Üzerine Etkileri"; Doktora Tezi, Dokuz Eylül Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İzmir.
- Bianco, M. ve Casavola, P., (1999). Italian Corporate Governance: Effects on Financial Structure and Firm Performance. *European Economic Review*, 43(46), 1057-1069.
- Black, B., (2001). The Corporate Governance Behavior And Market Value Of Russian Firms. *Emerging Markets Review* 2(2), 89-108.
- Black, B., Jang, H., ve Kim, W., (2003). Does Corporate Governance Predict Firms' Market Values? Evidence from Korea. *Journal of Law, Economics & Organization*, 2(2), 366-413.
- Brealey, R., A., Myers, S., C., Marcus A., Çev.J., Bozkurt., Ü., Arıkan T. ve Doğukanlı., H., (2007). *İşletme Finansının Temelleri*. Literatür Yayıncılık, İstanbul
- Boyd, C., (1996). Ethics and The Issues Report in Corporate Governance: Raised by the Cadbury the United Kingdom. *Journal of Business Ethics*, 15(2), .167- 182
- Dağlı, H., Ayaydın, H. ve Eyüboğlu, K., (2010). Kurumsal Yönetim Endeksi Performans Değerlendirmesi: Türkiye Örneği. *Journal of Accounting and Finance*, 48, 18-31.
- Daştan, A. ve Bellikli, U., (2010). Kurumsal Sosyal Sorumluluk ve Muhasebe Etkileşimi: Türkiye'de Kurumsal Yönetim Endeksine Dâhil İşletmelerde Bir Araştırma. *Eskişehir Osmangazi Üniversitesi İİBF Dergisi*, 10(1), 177-208.
- Dincer, B., (2013). Kurumsal Yönetimin Farklı Teoriler Yoluyla Değerlendirilmesi. *Dumlupınar Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, 36, 15-26.
- Doğan, M., (2018). Kurumsal Yönetimin Teorik Temelleri. *Uluslararası Yönetim Akademisi Dergisi*, 1(1), 84-96.
- Drobotz, W., Scillhofer, A. ve Zimmermann, H., (2003). Corporate Governance and Firm Performance: Evidence from Germany. Basel, Switzerland: University of Basel.
- Ege, İ., Topaloğlu, E., E. ve Özyamanoğlu, M., (2013). Finansal Performans İle Kurumsal Yönetim Notları Arasındaki İlişki: BİST Üzerine Bir Uygulama. *Akademik Araştırmalar ve Çalışmalar Dergisi*, 5(19), 100-117.
- Ertuğrul, F., (2008). Paydaş Teorisi Ve İşletmelerin Paydaşları İle İlişkilerinin Yönetimi. *Erciyes Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 31, 199-223.
- Gompers, P., Ishii, J., ve Metrick, A., (2003). Corporate Governance And Equity Prices. *The Quarterly Journal of Economics*, 107-154.
- Gökgöz, F., ve Günel, M., O., (2012). Türk Yatırım Fonlarının Portföy Performanslarının Analizi. *Ankara: Ankara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 3(2), 3-25.
- Güzeldere, H., (2014). Kurumsal Şeffaflık, Firma Değeri ve Firma Performansları İlişkisi: BİST İncelemesi. Doktora Tezi, İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İstanbul.
- İskenderoğlu, Ö., ve Karadeniz E., (2011). Optimum Portföyün Seçimi: İMKB 30 Üzerinde Bir Uygulama. *C.Ü. İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi*, 2(2), 235-257.
- Karan, M., (2004). *Yatırım Analizi ve Portföy Yönetimi*. Gazi Kitabevi, Ankara.
- Klapper, L., F. ve Love, I., (2002). Corporate Governance, Investor Protection, and Performance in Emerging Markets. The World Bank.

- Kiyılar, M., ve Eroğlu, E., (2005). Tek Endeks Modeli ve Modelin İstanbul Menkul Kıymetler Borsasında Uygulanması. *İşletme Fakültesi İşletme İktisadi Enstitüsü Yönetim Dergisi*, 16(52), 17-25.
- Korkmaz, T., Aydın N., ve Sayılğan, G., (2013). *Portföy Yönetimi*. Açıköğretim Fakültesi Yayını, Eskişehir.
- Kurtoğlu, R., ve Fırat, E., (2014). Finans Dünyasının Krizler Karşısındaki Belirsizliği Davranışsal Ekonomi. *Aksaray Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 7(1), 87-101.
- Markowitz, H.,M., (1952). Portfolio Selection. *The Journal of Finance*, 7(1), 77- 91.
- Mohamad, S., (2004). The Importance of Effective Corporate Governance, *SSRN Papers*, 1-10.
- Öztürk, M., B. ve Demirgüneş, K., (2008). Kurumsal Yönetim Bakış Açısıyla Entellektüel Sermaye. *Selçuk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 19, 396-411.
- Sakarya, Ş., (2011). İMKB Kurumsal Yönetim Endeksi Kapsamındaki Şirketlerin Kurumsal Yönetim Derecelendirme Notu ve Hissenedi Getirileri Arasındaki İlişkinin Olay Çalışması (Event Study) Yöntemi İle Analizi. *ZKÜ Sosyal Bilimler Dergisi*, 7(13), 147-162.
- Sakarya, Ş., Yıldırım H., H., ve Yavuz, M., (2017). Kurumsal Yönetim Endeksi ve Katılım 30 Endeksi İle BİST 50 Endeksi'nin Performanslarının Değerlendirilmesi. *Uluslararası Sosyal Araştırmalar Kongresi*, 474-487.
- Saldanlı, A., (2008). Kurumsal Yönetim Endeks Performansının Analizi. *Ekonomik ve Sosyal Araştırmalar Dergisi*, 8(8), 137-154.
- Sandıkçıoğlu, A., (2005). Kurumsal Yönetim Uyum Derecelendirmesi. Sermaye Piyasası Kurulu Ortaklıklar Finansmanı Dairesi, Yeterlik Etüdü, Ankara.
- Shleifer, A. ve Vishny, R., W., (1997). A Survey of Corporate Governance. *The Journal of Finance*, 52(2), 737-783.
- Sobacı, M., Z., (2007). Yönetişim Kavramı Ve Türkiye'de Uygulanabilirliği Üzerine Değerlendirmeler. *Yönetim Bilimleri Dergisi*, 5 (1), 219-235.
- Söylemez, C., (2007). İşletmelerde Temsil Maliyetlerinin Test Edilmesi: Türk İmalat Sektörü Üzerine Amprik Bir Uygulama, Yüksek Lisans Tezi, Ankara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Ankara.
- Temel, H., (2008). Bağımsız Denetimde Sarbanes Oxley Kanunu ve SPK Düzenlemelerinin Karşılaştırılması. *Finans Politik & Politik Yorumlar*, 45(519), 81-96.
- Toraman, C., ve Abdioğlu, G., (2008). İMKB Kurumsal Yönetim Endeksinde Yer Alan Şirketlerin Kurumsal Yönetim Uygulamalarında Zayıf ve Güçlü Yanları: Derecelendirme Raporlarının İncelenmesi. *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, (40), 96-109.
- Uğurlu, M., Erdaş, M., L. ve Eroğlu, A., (2016). Portföy Yönetiminde Sistemati Olmayan Riski Azaltacak Bir Doğrusal Programlama Model Önerisi. *Çankırı Karatekin Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 6(1), 147-174.
- Urhan, O., (2010). Nicel Tekniklerin Optimal Portföy Seçiminde Uygulanabilirliği. Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Ankara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Ankara.
- Uzuner, H., (2002). Tek Endeks Modeli ile 1995-2000 Yıllarında İMKB Üzerine Bir Uygulama. Yüksek Lisans Tezi, İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Fakültesi, İstanbul.
- Yazgan, K., (2017). Kurumsal Yönetim Derecelendirmesinin Hisse Senedi Performansına Etkisi: Bist Kurumsal Yönetim Endeksi Üzerine Bir İnceleme. Yüksek Lisans Tezi, Balıkesir Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Balıkesir.
- Yıldız, F. ve Doğan, M., (2012). Genel Müdür'ün Yönetim Kurulu Üyesi Olması Halinin Menkul Kıymet Yatırım Ortaklığı Firmalarının Performansına Etkisi. *Süleyman Demirel Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 17(2), 353-366.
- Yücel, E., (2016). Kurumsal Yönetim ve Firma Performansı: Gelişmiş ve Gelişmekte Olan Ülkelerden Kanıtlar. *Organizasyon ve Yönetim Bilimleri Dergisi*, 8(2), 27-41.
- Zengin, A., N., (2014). Kurumsal Yönetim İlkeleri ve Borsa'da İşlem Gören Şirketlerin Kurumsal Yönetim İlkeleri Çerçevesinde Performanslarının Değerlendirilmesi. Yüksek Lisans Tezi, Bahçeşehir Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İstanbul.
- <https://www.spk.gov.tr/SiteApps/Sirketiletisim/Index/dkkyi>