



## KURUMSAL YÖNETİMİN FİRMA DEĞERİ ÜZERİNE ETKİSİ: BORSA İSTANBUL HOLDİNG VE YATIRIM ENDEKSİ (XHOLD) FİRMALARI İLE AMPİRİK BİR UYGULAMA

Kansu ÖZÇELİK\*

### ÖZ

Bu çalışmanın amacı; Türkiye’de Borsa İstanbul Holding ve Yatırım Endeksi’nde (XHOLD) yer alan firmaların piyasa değerlerinin, kurumsal yönetim derecelendirme notundan etkilenip etkilenmediğinin tespit edilmesidir. Çalışmada öncelikle kurumsal yönetim hakkında genel bilgiler verilmiş daha sonra çalışmanın amacına ulaşmak için, 2011 - 2015 yılları arasında Holding ve Yatırım Endeksi’nde (XHOLD) işlem gören kurumsal yönetim derecelendirme notuna sahip olan ve olmayan firmalar belirlenmiştir. İlgili sektör endeksinde işlem gören firmaların hisse senedi fiyatları tespit edilerek logaritmik getirileri hesaplanmış, kurumsal yönetim derecelendirme notuna sahiplik durumu ile karşılaştırılarak bir takım istatistiksel analizler yapılmıştır. Normal dağılım varsayımı altında yapılan parametrik Bağımsız Örneklem T-testi (Independent Samples T-test) ve bu testin parametrik olmayan karşılığı Mann Whitney U testi ile kurumsal yönetim derecelendirme notuna sahip olan ve olmayan firmaların hisse senetlerinin logaritmik getirilerinin ortalamaları arasında istatistiksel olarak anlamlı bir farklılık bulunamamıştır.

**Anahtar Sözcükler:** Kurumsal Yönetim Derecelendirme Notu, Firma Değeri, Holding ve Yatırım Endeksi (XHOLD).

## THE IMPACTS OF CORPORATE GOVERNANCE ON FIRM VALUE: AN EMPIRICAL APPLICATION WITH BORSA ISTANBUL HOLDING & INVESTMENT INDEX (XHOLD) COMPANIES

### ABSTRACT

The aim of this study is to identify whether corporate governance rating grade affects market value of the firms listed on BIST Holding & Investment Index. Initially, informed as to general description of corporate afterwards in order to reach the goal of this study, the firms which have corporate governance ratings traded in the Holding & Investment Index throughout 2011 and 2015 are specified. Then, Holding & Investment Index companies’ stock prices were attained and logarithmic return averages calculated. It was statistical analyzed that calculated logarithmic return and rating ownership situation by being compared. Under the assumption of normal distributed data were analysed with Independent Sample T-test and abnormal distributed data were analyzed with the Mann Whitney U Test. As a result of these analyzes, it was found that there are not statistically significant differences between firms’ stock returns according to having corporate governance ratings in any year of the studys’ time period which is between 2011 and 2015.

**Keywords:** Corporate Governance Rating, Firm Value, Holding & Investment Index (XHOLD).

---

\*Arş. Gör., Ufuk Üniversitesi, İ.İ.B.F., İşletme Bölümü, kansu.ozcelik@ufuk.edu.tr

## 1. GİRİŞ

Kurumsal yönetim kavramı, son yıllarda dünyada olduğu gibi ülkemizde de önemini giderek artırmaktadır. Küreselleşme ile birlikte ekonomilerin birbirine daha entegre hale gelmeleri, gelişmiş ülkelerin ekonomilerinde meydana gelen yeniliklerin kısa süre içerisinde diğer ülkelerin gündemine taşınmasına yardımcı olmaktadır. Ülkelerin sermaye piyasalarının gelişimine paralel olarak işletmelerin sahiplik yapısında meydana gelen değişimler ile beraber işletme yönetimlerinin daha adil daha şeffaf daha hesap verebilir ve daha sorumlu hale gelmeleri gerekliliği son yıllarda işletmecilik alanında ulusal ve uluslararası mecrada detaylı olarak tartışılan konuların başında gelmektedir. Ortaya çıkan bu yeni tartışmaların asıl nedeni, işletme yönetimlerinin işletmenin iç ve dış çevrelerinde yer alan paydaşlarının (pay sahipleri, yöneticiler, çalışanlar, tedarikçiler, müşteriler, rakipler, potansiyel yatırımcılar, kredi veren kurumlar, sendikalar, devlet ve toplum) çıkarlarını görmezden gelerek hareket etmelerinden veya kötüye kullanmalarından kaynaklanmaktadır.

Son dönemlerde görülen, ortaklıkların yönetiminde yüksek profilli başarısızlık ve suistimallerin gözlemlenmesi ile gelişmekte olan ekonomiler ve gelişen piyasalarda yaşanan finansal kriz, bunların yanında, gelişmiş ekonomilerde özel sektörün artan rolü, ülkelerin ekonomik olarak birbirlerine olan bağılıklarının artması ve ortaklıkların içinde buldukları yeni rekabet şartları kurumsal yönetimin önemini artmasına neden olan gelişmelerdir (Şehirli, 1999: 2).

Küreselleşme ile birlikte ortaya çıkan yoğun rekabet ortamında işletme yönetimleri geleneksel işletmecilik anlayışının temelini oluşturan maliyet minimizasyonu ile kar maksimizasyonu amaçlarına odaklanmış, işletmeyi yatırımcılar için rakiplerine göre tercih edilebilir kılmak amacıyla yasadışı ve doğru olmayan yöntemlere ve hileli işlemlere girişerek muhasebe skandallarının yaşanmasına sebep olmuştur.

1990'lı yılların başlarında İngiltere'de başlayarak 2000'li yıllarda ABD'ye sıçrayan ve daha sonrasında da farklı ülkelerin büyük şirketlerinde meydana gelen bu skandalların (BCCI, Maxwell, PollyBeck, Enron, WorldCom, Tyco, Global Crossing, Xerox, Parmalat, Satyam, vb.) sonucunda düşen veya sıfırlanan şirket değerleriyle çok sayıda yatırımcı zarar görmüş ve piyasaya olan güven derinden sarsılmıştır (Alp ve Kılıç, 2014: 49). Böyle bir ortamda çözüm olarak, kurumsal yönetim, halka açık şirketlere ve piyasaya olan yatırımcı güvenini yeniden tesis etmeyi, şirketlerin rekabet üstünlüklerini kaybetmeden faaliyetlerini düzenlemeyi, iç ve dış paydaşlar ile ilişkileri geliştirmeyi amaçlayarak ortaya çıkmıştır.

Kurumsal yönetim yaklaşımı, işletmelerin faaliyetlerinde etkinliğin sağlanması, kar elde edilmesi ve elde edilen karın dağıtılması süreçlerinin oluşturduğu geleneksel işletmecilik anlayışının ötesinde aynı zamanda ortakların ve diğer tüm paydaşların haklarının korunmasını, tüm menfaat sahiplerinin birbirleriyle olan ilişkilerinin düzenlenmesini, paydaşlar arasında meydana gelebilecek çıkar çatışmalarının uzlaşılı yoluyla çözülmesini, diğer taraftan stratejik hedefler belirleyerek çalışanların verimliliğini artırmayı, iç ve dış denetleme mekanizmaları oluşturarak operasyonel riskleri en aza indirerek uzun vadede şirketin değerini artırmayı amaç edinen modern bir yönetim anlayışıdır.

İyi kurumsal yönetim uygulamaları şirketler ve ülkeler açısından bir çok avantajı da beraberinde getirmektedir. Kurumsal yönetimin şirketler üzerindeki katkılarına, düşük sermaye maliyeti avantajı, finansman imkanlarının ve likiditenin artması, krizlerin daha kolay atlatılması ve iyi yönetilen şirketlerin sermaye piyasalarından dışlanmamaları, tersine sisteme daha çok entegre olmaları örnek olarak gösterilebilir. Konuya Türkiye açısından bakıldığında

ise iyi kurumsal yönetim uygulamalarıyla, ülkenin imajının yükselmesi, sermayenin yurt dışına kaçmasının önlenmesi, yabancı sermaye yatırımlarının artması, ekonominin ve sermaye piyasalarının rekabet gücünün artması, krizlerin daha az zararla atlatılması, kaynakların daha etkin bir şekilde dağıtılması, yüksek refahın sağlanması ve sürdürülmesi mümkün olmaktadır (SPK,2005:2).

Bilindiği üzere, yatırımcılar fonlarını belirli bir şirkete yatırmadan önce bu şirketin finansal açıdan sağlam ve öngörülebilir bir gelecekte faaliyetine devam edeceğinden emin olmak ister (Mallin, 2004: 1). Bu açıdan yapılan bilimsel araştırmalar, uluslararası yatırımcıların, şirketlerdeki kurumsal yönetim uygulamalarını en az finansal performansları kadar önemli bulduklarını; yatırım kararlarının alınmasında, bu konunun reform ihtiyacı olan ülkeler için daha önemli olduğunu düşündüklerini ve iyi kurumsal yönetim uygulamalarına sahip şirketler için daha fazla fiyat ödemeye hazır olduklarını göstermektedir. Ayrıca, kurumsal yönetim anlayışına sahip şirketlerin, diğerlerine göre daha yüksek finansal başarı kaydettiklerini ve kurumsal yönetim derecelendirme notu yüksek şirketlerin hisse senetlerine, yatırımcıların daha fazla fiyat ödemeye hazır olduklarını ortaya koymuştur (SPK, 2005:2).

Bu çalışmada, Türkiye’de Borsa İstanbul Holding ve Yatırım Sektör Endeksi’nde (XHOLD) işlem gören kurumsal yönetim derecelendirme notuna sahip olan firmalar ile kurumsal yönetim derecelendirme notuna sahip olmayan firmaların arasında piyasa değerleri bakımından istatistiksel olarak anlamlı bir farklılığın olup olmadığı analiz edilmiştir. Araştırmanın veri setini 2011 - 2015 yılları arasında Holding ve Yatırım Sektör Endeksi’nde (XHOLD) işlem gören firmalar oluşturmaktadır. Sektör endeksinde bulunan ve aynı zamanda yeterli düzeyde kurumsal yönetim derecelendirme puanı alarak Kurumsal Yönetim Endeksinde (XKURY) işlem görmeye hak kazanmış firmalar yıllar itibariyle belirlenmiştir. Sektör endeksinde işlem gören firmaların piyasa değerlerinin hesaplanmasında her ayın son işlem günü kapanış fiyatları üzerinden logaritmik getirileri kullanılmıştır. Sektör endeksinde işlem gören kurumsal yönetim derecelendirme notuna sahip firmalar ile sahip olmayan firmaların logaritmik getirileri karşılaştırılmış ve literatür araştırması sonuçlarına uygun istatistiksel analizler belirlenerek test edilmiştir.

Çalışmanın takip eden bölümünde, kurumsal yönetim kavramının genel çerçevesinde yer verilecektir. Çalışmanın üçüncü bölümünde kurumsal yönetim ilkeleri, derecelendirilmesi ve endeksi hakkında bilgiler verilecektir. Çalışmanın dördüncü bölümünde uygulama yapılacak ve bulgu yorumlarından hareketle sonuç ve öneriler bölümü ile çalışma sona erecektir.

## **2. KURUMSAL YÖNETİM KAVRAMI VE FAYDALARI**

Kurumsal yönetim kavramının tüm kesimlerce kabul edilen genel bir tanımı henüz mevcut değildir. Bununla beraber, kurumsal yönetim kavramıyla ilgili olan pek çok kurum ve uzman tarafından kendi önceliklerini dikkate aldıkları çok fazla sayıda tanım bulunmaktadır. Bu tanımlamaların çok fazla sayıda olmasının kaynağında yatan temel nedeni, kurumsal yönetim kavramının başta hissedarlar, yönetim kurulu üyeleri, yöneticiler ve çalışanlar olmak üzere potansiyel yatırımcılar ve derecelendirme kuruluşları gibi çok fazla sayıda çıkar grubunu (stakeholders) dolaylı ya da dolaysız olarak ilgilendirmesi olarak açıklamak mümkündür (Öztürk ve Demirgüneş, 2005: 119).

Kurumsal yönetim kavramı hakkında yapılan ilk tanımlama, İngiltere’de Sir Adrian Cudbury başkanlığında oluşturulan Cudbury Komitesi’nin hazırladığı Cudbury Raporu (1992) olarak adlandırılan çalışmada yapılmıştır. Bu raporda, kurumsal yönetim, “ *şirketlerin yönetildiği ve*

*kontrol edildiği sistem” olarak tanımlanmıştır. Schleifer ve Vishny (1997)’e göre kurumsal yönetim, “şirketlere finansman sağlayıcıların yatırımlarına yeterli bir getiri elde etmelerini güvence altına alma yolları” olarak tanımlanmıştır.*

*Kurumsal yönetim kavramının gelişmesinde öncü çalışmalar yapan Ekonomik İşbirliği ve Kalkınma Örgütü (OECD, 1999), kurumsal yönetimi şu şekilde tanımlamaktadır; “bir şirketin yönetimi, yönetim kurulu, hissedarları ve diğer menfaat sahipleri arasındaki bir dizi ilişkiyi içermektedir. Kurumsal yönetim şirkette bulunan yönetim kurulu, yöneticiler, menfaat sahipleri, pay sahipleri gibi gruplar arasında sorumluluk ve hak dağıtımını belirlemekte ve şirketin hedefleri için karar alma mekanizmaları ile ilgili kurallar ve prosedürler belirlemektedir. Ayrıca kurumsal yönetim şirketin hedeflerinin nasıl belirleneceğini ve bu belirlenen hedeflere nasıl ulaşılacağını belirlemektedir.”*

*Kurumsal yönetim kavramını kazanılan faydalar açısından farklı bir perspektifle değerlendiren Dennis ve McConell’e göre (2003) kurumsal yönetim, “genellikle kendi menfaatlerini ön planda tutan firma yöneticilerinin, bu tür yaklaşımlardan kaçınarak, firmanın sahipleri, yani hissedarlar için firma değerini maksimize edecek kararlar almaya sevk eden hem kurumsal, hem de piyasa temelli mekanizmalar kümesidir.”*

*Millstein (2000) tarafından geliştirilmiş ve yaygın olarak kabul gören bir tanım da, kurumsal yönetim şirket amaçlarının belirlenmesine yönelik düzenlemeler bağlamında açıklanmaktadır. Buna göre kurumsal yönetim, “bir şirketin, hak sahipleri ve kamuoyunun menfaatlerine zarar vermeyecek şekilde, mali kaynakları ve insan kaynaklarını kendine çekmesini, verimli çalışmasını ve bu sayede de hissedarları için uzun dönemde ekonomik kazanç yaratarak istikrar sağlamasını mümkün kılan kanun, yönetmelik ve ilgili gönüllü özel sektör uygulamalarının bileşimidir.”*

Başka bir ifadeyle, kurumsal yönetim şirketlerin;

- sermayeyi ve insan kaynaklarını cezbetmesine,
- etkin performans göstermesine,
- hedeflerine ulaşmasına,
- hukuki zorunlulukları ve toplumsal beklentileri yerine getirmesine yönelik, yasa, düzenleme ve gönüllü özel sektör uygulamalarını kapsamaktadır (TKYD, 2006:4).

Kurumsal yönetim kavramıyla ilgili olarak yapılan tanımlamalar ile literatürde yapılan çalışmalarda kurumsal yönetime getirilen tanımlamalar birlikte değerlendirildiğinde, kurumsal yönetim öncelikle şirketlerin ve kurumların yönetilmesini ve faaliyetlerinin kontrol edildiği bir sistemi belirtmek için kullanıldığı görülmektedir.

Kurumsal yönetim kavramını dar ve geniş anlamda olmak üzere iki şekilde ele alarak tanımlamak mümkündür. Dar anlamda kurumsal yönetim; pay sahiplerinin ve paydaşların haklarının şirket tarafından tanınması ve bu haklarının pay sahipleri ve paydaşlar tarafından etkin olarak kullanılmasına olanak veren sistemlerin kurularak şirketlerin yönetilmesidir. Geniş anlamda kurumsal yönetim ise; yönetim kurulu, pay sahipleri ve şirket üst düzey yönetimi arasındaki ilişkileri düzenleyen bir sistem olarak tanımlamak mümkündür (Güçlü: 2010: 10).

Son yıllarda kurumsal yönetime olan ilgiyi arttıran temel etkenler:

- Dünyada kapitalizm ve özelleştirmenin yaygınlaşması,

- Şirketlerin giderek daha büyük boyutlara ulaşması,
- Şirketlerin mülkiyet yapısının değişmesi ve pay sahiplerinin giderek artan etkisi,
- Ekonomik küreselleşme,
- Uluslararası sermaye hareketliliğinin hız kazanması,
- Şirket skandalları ve neticesinde kaybolan yatırımcı güveni
- Küresel finansal krizler,

şeklinde sayılabilir. Son yıllarda hızla büyüyen bu etkenler, güçlü bir kurumsal yönetime olan ihtiyacını arttırmıştır (Eroğlu, 2003: 4).

Dünyanın birçok ülkesinden bireysel ve kurumsal düzeyde yatırımcıların katılımıyla oluşturulan McKinsey (2000) araştırma raporunda, katılımcıların tamamına yakınının etkin bir kurumsal yönetime sahip şirketlere daha fazla para ödemeye hazır oldukları saptanmıştır. Bu rapordan hareketle, borsaya kote olan şirketlerin kurumsal yönetim mekanizmaları sayesinde piyasada tercih edilmesi, ilgili şirketlerin hisse senetlerine olan talebi artırarak hisse senedi fiyatlarının yükselmesini sağlayacak ve dolayısıyla şirketlerin piyasa değerleri yükselecek ve böylece pay sahiplerinin beklentileri tatmin edilecektir.

Şirketlerin finans departmanlarının temel amaçlarından birisi olan optimal maliyetli sermayenin bulunması noktasında kurumsal yönetim, firmayı daha değerli kılacak projelere uzun vadede yatırım yapılmasını mümkün kılacak önemli bir etken olarak görülmektedir. Kurumsal yönetim uygulamalarıyla firmalarda faaliyet etkinliği sağlanarak firmanın repütasyonu artmakta bu da kurumsal yönetim anlayışına sahip şirketlerin fon piyasalarındaki kredibilitelerini artırıcı etkilere sahip olmasına imkan sağlamaktadır. Bu sayede, kurumsal yönetim anlayışı ile yönetilen ve denetlenen şirketlerin daha kolay fon bulma noktasında rekabet gücünü artırıcı etkilere sahip olacağı ortaya çıkmaktadır. Şirketlerin sahip olacağı rekabet gücü, şirketlerin iyi kurumsal yönetim mekanizmalarını uygulaması ve bunun doğrudan sonucu olarak para ve sermaye piyasalarında bu şirketlere olan bakış açısının güçlenmesiyle talebin artması olarak açıklanabilir. Böylece, şirketler rakiplerinin karşısında kendilerini daha güçlü kılarak piyasalardan daha avantajlı işlemler gerçekleştirme fırsatına sahip olacaktır. Kurumsal yönetim uygulamalarının yaygınlaşmasıyla birlikte işletmeler yüksek performanslı, rekabetçi, iyi yönetilen ve paydaşlarına en fazla değeri yaratan kurumlar haline dönüşmektedir (Acar, Temiz ve Karan, 2013).

### **3. KURUMSAL YÖNETİM: İLKELERİ, DERECELENDİRMESİ VE ENDEKSİ**

Ülkemizde sermaye piyasalarını düzenleyen Sermaye Piyasası Kurulu (SPK), Türkiye’de kurumsal yönetim ortamını geliştirmek ve Türk sermaye piyasasını dünya piyasalarıyla uyumlu hale getirmek amacıyla 2003 yılında SPK Kurumsal Yönetim İlkeleri’ni yayınlamış, 2005 ve 2011 yılında gözden geçirerek son halini vermiştir. İlkeler, temelini ilk olarak 1999 yılında yayınlanan daha sonra 2004 yılında gözden geçirilerek revize edilen OECD Kurumsal Yönetim İlkeleri’nden ve diğer birçok ülkenin kurumsal yönetime ilişkin düzenlemeleri incelenerek elde edilen dünyada kabul görmüş ve tavsiye edilmiş konularından alarak ülkemizin kendine has koşulları çerçevesinde düzenlenerek oluşturulmuştur. Söz konusu ilkeler dört ana bölümden oluşmaktadır. Bunlar; pay sahipleri, kamuyu aydınlatma ve şeffaflık, menfaat sahipleri ve yönetim kuruludur (SPK, 2011).

*Pay sahipleri* ile ilgili ilkelere yer verilen ilk ana başlıkta; pay sahiplerinin haklarını etkin ve etkili kullanabilmesi, şirket yönetimiyle olan ilişkilerinin sağlamaştırılması ve genel kurula katılabilmeleri ve eşit muamele görmeleri üzerinde durulmuştur. Bu bağlamda; pay

sahiplerinin bilgi alma ve inceleme hakkına, genel kurula katılma ve oy verme hakkına, kâr payı alma ve payların devri hakkına ve azınlık haklarına ayrıntılı olarak yer verilmiştir (SPK, 2011).

*Kamuyu aydınlatma ve şeffaflık* ile ilgili ilkelere yer verilen ikinci ana başlıkta; pay ve menfaat sahiplerine, şirketin hak ve yararlarını da gözeterek bir yaklaşımla, zamanında, doğru, eksiksiz, anlaşılabilir, analiz edilebilir, düşük maliyetle kolay ulaşılabilir bilgilerin sunulması amaçlanmaktadır. Bu kapsamda, şirketlerin pay sahiplerine yönelik bilgilendirme politikası kuralları oluşturmaları ve bu kurallar bütününe sadık kalarak kamuyu aydınlatmalarına yönelik prensipler belirlenmiştir (SPK, 2011).

İlkelerin üçüncü ana başlığı *menfaat sahipleri* ile ilgili düzenlemeleri içermektedir. Menfaat sahipleri, en geniş anlamıyla, şirketin hedeflerine ulaşmasında veya faaliyetlerinde ilgisi olan pay sahipler, çalışanlar, alacaklılar, müşteriler, tedarikçiler, sendikalar, çeşitli sivil toplum kuruluşları gibi kişi, kurum veya çıkar grupları olarak tanımlanmaktadır. Bu bölümde şirket ile menfaat sahipleri arasındaki ilişkilerin düzenlenmesine yönelik kriterler yer almaktadır (SPK, 2011).

İlkelerin dördüncü ve son bölümü, *yönetim kurullarının* işlevi, faaliyet esasları, yapısı, toplantılarının şekli, bünyesinde oluşturulan komiteler, üyelerine ve üst düzey yöneticilere sağlanan mali haklara ilişkin prensiplere ayrılmıştır. Yönetim kurulu ana başlığı diğer ana başlıklara göre daha ayrıntılı şekilde ele alınarak üzerinde durulan ve daha fazla önemsenen bir bölüm olduğu söylenebilir. Bunun gerekçesini ise, yönetim kurulunun doğası gereği şirket sahiplerinin temsilcisi olarak görev yaptığı düşünüldüğünde gücünü pay sahiplerinden alarak bir şirkette kurumsal yönetim mekanizmalarını uygulama ve uygulama noktasında büyük görev ve sorumluluklarının olması şeklinde açıklamak mümkündür. Ayrıca, şirketi pay sahipleri adına yöneten yönetim kurulu, şirketin faaliyetlerinden sorumlu üst düzey yönetimi de belirlediği için şirkette uygulanan kurumsal yönetim ilkelerinin tümünden dolaylı olarak sorumlu olmaktadır (SPK, 2011).

Bütün bu ilkelerin bulunduğu ortak noktalar eşitlik, şeffaflık, sorumluluk ve hesap verilebilirliktir. İşletmenin değerini artırmak için, sistemler bu doğrultuda kurulmalı ve yönetsel olarak da bu doğrultuda hareket edilmelidir. Bu ilkeler doğrultusunda hareket eden işletmeler sosyal sorumluluğunu da yerine getirmektedir. Sosyal sorumluluğunu gereği gibi yerine getiren işletmeler yatırımcılar açısından da tercih sebebi olup firma değerine katkı sağlamaktadır (Karamustafa, Varıcı ve Er, 2009:103).

Ülkemizde, kurumsal yönetim uyumuna ilişkin derecelendirme faaliyetleri SPK tarafından, Seri:VIII, No:40 sayılı “Sermaye Piyasasında Derecelendirme Faaliyeti ve Derecelendirme Kuruluşlarına İlişkin Esaslar Tebliği” 04.12.2003 tarihinde Resmi Gazete’de yayımlanarak yürürlüğe girmiştir. Kurul tarafından 12.07.2007 tarihinde Seri: VIII No:51 Sayılı tebliği ile revize edilmiştir. (26580 sayılı Resmi Gazete, 2007: 49). Günümüzün en güncel tebliği ise, II-17.1 sayılı “Kurumsal Yönetim Tebliği” 3 Ocak 2014 tarih ve 28871 sayılı Resmi Gazete’de yayımlanarak yürürlüğe girmiştir (28871 sayılı Resmi Gazete, 2014).

Yayımlanan tebliği ile kurumsal yönetim ilkelerine uyum derecelendirmesi, “*ortaklıklar ve sermaye piyasası kurumlarının kurulca yayımlanan kurumsal yönetim ilkelerine uyumun derecelendirme kuruluşları tarafından bağımsız, tarafsız ve adil olarak değerlendirilmesi ve sınıflandırılması faaliyeti*” olarak tanımlanmıştır.

Türkiye’de derecelendirme faaliyetinde bulunabilecek kuruluşlar; derecelendirme faaliyetinde bulunmak üzere kurulan ve SPK tarafından yetkilendirilen şirketler ile Türkiye’de faaliyette bulunması kabul edilen uluslararası kuruluşlar olmak üzere ikiye ayrılmaktadır. Güncel olarak, kurumsal yönetim derecelendirmesi faaliyetinde bulunmak üzere üç yerli kuruluş yetkilidir. Yurtiçinde kurulan ve SPK tarafından yetki verilen kuruluşlar: Saha Kurumsal Yönetim ve Kredi Derecelendirme Hizmetleri A.Ş., Kobirate Uluslararası Kredi Derecelendirme ve Kurumsal Yönetim Hizmetleri A.Ş. ve JCR Avrasya Derecelendirme A.Ş.’dir (SPK).

Günümüzde, Kurumsal Yönetim Endeksi (XKURY)’nde işlem gören 49 şirketin 33’ü (endekste ki toplam şirketlerin %68’i) kurumsal yönetim derecelendirme puanı, SPK tarafından yetki verilen kuruluşlar arasında yer alan Saha Kurumsal Yönetim ve Kredi Derecelendirme Hizmetleri A.Ş. tarafından almaktadır (SAHA).

İlkelere uyum derecelendirilmesi bir bütün olarak tüm ilkelere uyum ile ayrı ayrı olarak pay sahipleri, kamuyu aydınlatma ve şeffaflık, menfaat sahipleri ve yönetim kurulu ana bölümlerinde bulunan ilkelere uyumun ölçülmesiyle 1 ile 10 arasında derecelendirme notu verileceği belirtilmiştir. Yapılan değerlendirmede esas alınan bölümlerin ağırlıkları; Pay sahipleri (%25), Kamuyu Aydınlatma ve Şeffaflık (%25), Menfaat Sahipleri (%15), Yönetim Kurulu (%35) şeklindedir. Ağırlıklandırılmış puanın 1 ile 10 arasında bir değer alması (virgülden sonraki iki haneye kadar) durumunda, ondalıklı notlar tam sayılara yuvarlanmadan açıklanır. Şirketlerin, kurumsal yönetim derecelendirme uyum notlarına sahip olmaları kendi isteklerine bağlıdır (SPK, 2011).

Herhangi bir firma için kurumsal yönetim derecelendirme notunun hesaplanması Tablo 1’de gösterilmiştir.

**Tablo-1: Kurumsal Yönetim Derecelendirme Puanı Hesaplama Örneği**

| Kurumsal Yönetim İlkeleri Ana Başlıklar | Ağırlık | Yetkili Derecelendirme Kuruluşu Tarafından Verilen Puan | Tahsis Edilen Not |
|---|---------|---|-------------------|
| Pay Sahipleri                           | %25     | 87,26   | 21,815            |
| Kamuyu Aydınlatma ve Şeffaflık          | %25     | 75,24   | 18,810            |
| Menfaat Sahipleri                       | %15     | 78,19   | 11,7285           |
| Yönetim Kurulu                          | %35     | 80,03   | 28,0105           |
| Toplam                                  | %100    |   | 80,364(8,04)      |

Bu kapsamda şirketlerin derecelendirme faaliyeti sonucunda alacağı puan ile Borsa İstanbul Kurumsal Yönetim Endeksi (XKURY)’nde yer alıp almayacağı belli olmaktadır. Alınan puanlar 1 yıl süre ile geçerlidir. Eğer, bir şirket 1 yıl sonunda puanını güncellemediği takdirde endeksten çıkartılır. Endeks, payları Borsa İstanbul pazarlarında (Yakın İzleme Pazarı ve C ve D listeleri 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 ölçülmesi amacıyla oluşturulmuştur. Endekse alınma ölçütlerini sağlayan şirket sayısının 5’e ulaşması akabinde, 31 Ağustos 2007 tarihinden itibaren endeks hesaplanmaya başlamıştır. 29 Ağustos 2007 tarihindeki BİST-100 endeksinin kapanış değeri olan 48.082,17 endeksin başlangıç değeridir (BİST).

Mart 2017 itibari ile, Kurumsal Yönetim Endeksi'nde işlem gören firma sayısı 49'dur. Ayrıca bu firmaların 34'ü BİST-100 endeksinde, bu 34 şirketin de 21'i BİST-50 endeksinde, 14'ü BİST-30 endeksinde işlem görmektedir (KAP).

#### **4.UYGULAMA**

##### **4.1. Literatür Taraması**

Ülkemizde Sermaye Piyasaları Kurumu (SPK) tarafından açıklanan Kurumsal Yönetim İlkeleri, ilk yayımlandığı 2003 yılından itibaren hem uygulamacıların hem de araştırmacıların dikkatini çekmiş ve seneler içinde konuyla alakalı farklı disiplin uzmanlarınca tartışılmıştır. Akademisyenler tarafından ilkelerin uygulanması ve mevzuatın daha açık bir şekilde anlaşılması için kitaplar yazılmış, konu üzerinde araştırmacılar tarafından makaleler ve tezler yazılmıştır. Özellikle, 2007 yılından itibaren kurumsal yönetim ilkelerine uyum notuna sahip halka açık şirketlerin fiyat-getiri performanslarını ölçmek amacıyla hesaplanan BİST-Kurumsal Yönetim Endeksi (XKURY) ile bu araştırmalar yoğunlaşmıştır. Kurumsal yönetim ilkelerine uyum derecelerinin ve endeks değerlerinin şirket değeri ve finansal performansı üzerindeki etkileri, farklı araştırma yöntemleri kullanılarak incelenmiştir.

Karamustafa, Varıcı ve Er (2009), 2007 yılı itibariyle hesaplanmaya başlanan kurumsal yönetim endeksinde dahil olan firmaların, endekse girmeden önceki dönemlere ilişkin finansal ve faaliyet performansları ile endekse girdikten sonraki performansları arasında anlamlı bir değişimin ortaya çıkıp çıkmadığının araştırılmasını amaç edilen araştırmacılar, kurumsal yönetim endeksinde girmeden önceki beş çeyrek dönem ve endekse girdikten sonraki iki çeyrek dönem performansları 8 ayrı oran açısından ölçülmüş ve dönemler arasındaki farklılıkların olup olmadığı ortaya konmaya çalışılmıştır. Yapılan çalışmada, endekste yer alan 8 firma için, dönemler arası performans değişiklikleri t-testi ile analiz edilmiştir. Yapılan analiz sonucunda, aktif devir hızı, aktif karlılığı ve öz sermaye karlılığı arasında anlamlı ilişki bulunmuştur. Araştırmada kullanılan diğer 5 oran (cari oran, borç oranı, finansal kaldıraç derecesi, net kar marjı ve faaliyet kar marjı) ile alakalı olarak endeks kapsamına girmenin herhangi bir değişiklik yarattığı gözlemlenmemiştir.

Sakarya (2011), çalışmasında BİST'te işlem gören ve 2009 yılında ilk kez kurumsal yönetim derecelendirme notuna sahip olarak BİST Kurumsal Yönetim Endeksi (XKURY) kapsamına alınan şirketlerin derecelendirme notu ilanı ile hisse senedi getirileri arasındaki ilişkiyi saptamaya çalışmıştır. Araştırmacı çalışmasında Olay Çalışması (Event Study) yöntemini kullanarak, kurumsal yönetim derecelendirme notu ilan edilmesi ile hisse senedi getirisi arasında olumlu bir ilişki olduğunu bulmuştur.

Yenice ve Dölen (2013), çalışmalarında 2007-2011 yılları arasında BİST Kurumsal Yönetim Endeksi (XKURY) kapsamında işlem gören 37 şirketin, kurumsal yönetim uyum notlarının şirketlerin borsa değerine etkisinin olup olmadığı, uyum notunun açıklandığı tarihten 30 gün öncesi ve sonrası borsa değerleri karşılaştırılmıştır. İstatistiksel analiz olarak Wilcoxon İşaretli Sıra Sayıları Testi ve Bağımlı Örneklem T-testi kullanmışlardır. Araştırmanın sonucunda gözlem sayısının az olduğu 2007 ve 2008 yıllarında kurumsal yönetim ilkelerini uygulayan işletmelerin açıklanan derecelendirme notları ile hisse senetleri fiyatları arasında bir ilişkiye rastlanmaz iken diğer yıllarda kurumsal yönetim derecelendirme notu ile borsa değerleri arasında anlamlı bir ilişki olduğu gözlemlenmiştir.

Kula ve Baykut (2013), tarafından yapılan çalışmada 2007-2012 dönemleri arasında 5'i BIST XKURY'de yer alan 14 adet ticari bankanın verileri kullanılarak kurumsal yönetim



endeksinde yer alma durumu ile piyasa değeri arasındaki ilişki araştırılmıştır. Yapılan araştırmada, kurumsal yönetim derecelendirme notu değişkenine karlılık, özsermaye büyüklüğü ve sektörel ayırım değişkenlerini de ekleyerek yöntem olarak en küçük kareler ile yatay-kesit regresyon yöntemini kullanmışlardır. Çalışmalarının sonucuna göre, kurumsal yönetim derecelendirme notları ile şirketlerin piyasa değerleri arasında pozitif bir ilişkinin olduğu saptanmıştır.

Kula ve Baykut (2014), tarafından yapılan bir diğer çalışmada, BIST XKURY’de yer alan 47 şirketin, 2013 yılının üçüncü çeyrek verileri kullanarak, kurumsal yönetim derecelendirme notu ile piyasa değeri arasındaki ilişki yatay-kesit regresyon yönetimi ile araştırılmıştır. Yapılan araştırmada, kurumsal yönetim derecelendirme notu değişkeninin yanı sıra karlılık, öz sermaye büyüklüğü ve sektörel ayırım değişkenleri de eklenerek analiz yapılmıştır. Analiz sonucunda kurumsal yönetim derecelendirme notları, kârlılık ve sektörel ayırım ile şirketlerin piyasa değerleri arasında pozitif anlamlı ilişki; öz sermaye büyüklüğü ve piyasa değeri arasında ise negatif anlamlı bir sonuç elde edilmiştir. Elde edilen sonuçlar, ileri kurumsal yönetim uygulamalarının; yüksek piyasa değeri ve daha iyi finansal performans getirdiği hipotezini desteklemektedir.

Ege, Topaloğlu ve Özyamanoğlu (2013), 2009-2011 dönemleri arasında TOPSIS yöntemini kullanarak BİST Kurumsal Yönetim Endeksi (XKURY) kapsamında yer alan 18 firmanın finansal tablolarındaki veriler kullanılarak Kurumsal Yönetim Endeksi’ne tabi olmanın firma performansları üzerine etkisinin olup olmadığını araştırılmışlardır. Araştırmada sonuç olarak, Kurumsal Yönetim Endeksi’ne tabi olmanın firma performansları üzerinde pozitif etkisinin bulunmadığı tespit edilmiştir.

Acar, Temiz ve Karan (2013), BİST XKURY endeksinde yer alan şirketlerin hisse senetlerinin anormal getiri yaratıp yaratmadığını ve şirket performansı üzerine etkilerini olay çalışması (Event Study) yöntemiyle 10 günlük olay penceresinde (t-10, t+10) incelemiştir. 2008 küresel finansal krizinin etkisini görebilmek için endekste yer alan firmalar 2007-2009 ve 2010-2012 olmak üzere iki grupta incelenmiştir. Yapılan inceleme sonucunda, BIST XKURY’de yer almanın şirketlere anormal hisse senedi getirileri meydana getirmediği gözlemlenmiştir. Fakat endekse girdikten sonra piyasa değeri/defter değeri ve dönem net karı/toplam aktif oranlarında anlamlı pozitif değişimler olduğu tespit etmişlerdir.

Ersoy, Bayraktaroğlu ve Şamiloğlu (2011), çalışmalarında 1998-2007 dönemlerinde BİST-100 Endeksinde yer alan 51 firmanın kurumsal yönetim uygulamaları ile firma performansı arasındaki ilişkiyi Panel Lojistik Regresyon modelleri kullanarak incelemiştir. Yapılan çalışmada, CEO’nun aynı zamanda yönetim kurulu üyesi veya yönetim kurulu üyesi olmaması durumu, yönetim kurulu üye sayısının büyüklüğü ve konsantre sahiplik yapısının şirket performans temsilcisi olarak belirlenen Tobin’s Q değerini artırdığını tespit etmişlerdir. Ayrıca, yabancı yatırımcıların sahipliğinin artması şirket performansını pozitif yönde etkilerken, hisse senedi getirilerini azalttığı da saptanmıştır. Sonuçlara ek olarak, firmalarda denetim kurullarının var olmasının firma performansını artıracak beklentisinin boşa çıktığı belirtilmiştir.

Dağlı, Ayaydın ve Eyüboğlu (2010), çalışmalarında 2007 Eylül–2009 Kasım dönemi için Türkiye’deki Kurumsal Yönetim Endeksi’ni risk ve getiri açısından değerlendirmişlerdir. Günlük verilerle gerçekleştirilen değerlendirmede, Kurumsal Yönetim Endeksi, Sharpe, Treynor ve Jensen performans endeksleri kapsamında yer alan işletmelerin yatırımcılarına ek bir gelir sağlamadığı tespit edilmiştir. Ayrıca, yatırımcıların hisse senedine yatırım

yapmayarak risksiz finansal araçlara yatırım yapmaları durumunda daha kazançlı çıkacaklarından dolayı potansiyel kar kaybına neden olacağı sonucuna varmışlardır.

Temizel, Doğan ve Bayçelebi (2016) yaptıkları çalışmalarında, BIST Kurumsal Yönetim Endeksi'nde bulunan 50 işletme arasından finans sektörü dışında kalan 34 işletmenin finansal performans sıralamasını, 10 adet finansal performans oranına dayandırılarak TOPSIS (Technique for Order Preference by Similarity to Ideal Solution) yöntemi ile elde etmişlerdir. 2011-2015 yıllarını kapsayan 5 yıllık zaman aralığında performans sıralamaları elde edilip yıllar arası sıralama değişimleri saptanmaya çalışılmıştır. Sonuç olarak 5 yıllık ortalama performans sıralaması hesaplanarak endeksteeki işletmelerin son 5 yıl içerisindeki finansal performans dereceleri ortaya koymuşlardır.

Karakoç, Tayyar ve Genç (2016) yaptıkları çalışmalarında, BIST XKURY endeksin hesaplanmaya başladığı 2007 yılından 2014 yılına kadar sürekli işlem gören beş şirketin 2007-2014 yılları arasındaki finansal performansları, kurumsal derecelendirme notlarıyla karşılaştırılmıştır. Buradan hareketle, işletmelere ait finansal oranlar (likidite oranları, mali yapı oranları, faaliyet oranları, karlılık oranları) hesaplanmış ve şirketlerin finansal performansları Gri İlişkisel Analiz (GIA) yöntemi kullanılarak sıralanmıştır. Elde edilen bulgular, beş şirketin kurumsal derecelendirme notlarındaki sıralamaları ile karşılaştırılmıştır. Araştırmada sonuç olarak, söz konusu şirketlerin kurumsal yönetim notları sıralamaları ile finansal performans sıralamaları arasında bir bağıntı olmadığı belirlenmiştir.

#### **4.2. Amaç, Yöntem ve Veri Seti**

Bu çalışmada, Türkiye'de Borsa İstanbul Holding ve Yatırım Sektör Endeksi'nde (XHOLD) işlem gören kurumsal yönetim derecelendirme notuna sahip olan firmalar ile kurumsal yönetim derecelendirme notuna sahip olmayan firmaların arasında piyasa değerleri bakımından istatistiksel olarak anlamlı bir farklılığın olup olmadığı analiz edilmiştir. Araştırmanın veri setini 2011 - 2015 yılları arasında Holding ve Yatırım Sektör Endeksi'nde (XHOLD) işlem gören firmalar oluşturmaktadır. Sektör endeksinde bulunan ve aynı zamanda yeterli düzeyde kurumsal yönetim derecelendirme puanı alarak Kurumsal Yönetim Endeksinde (XKURY) işlem görmeye hak kazanmış firmalar yıllar itibarıyla belirlenmiştir. Sektör endeksinde işlem gören firmaların piyasa değerlerinin hesaplanmasında her ayın son işlem günü kapanış fiyatları üzerinden logaritmik getirileri kullanılmıştır. Sektör endeksinde işlem gören kurumsal yönetim derecelendirme notuna sahip firmalar ile sahip olmayan firmaların logaritmik getirileri karşılaştırılmış ve literatür araştırması sonuçlarına uygun istatistiksel analizler belirlenerek test edilmiştir.

Çalışma çerçevesinde, firmaların 2011-2015 yıllarına ilişkin hisse senedi kapanış fiyatları Google Finance (<https://www.google.com/finance>) isimli internet sitesinden elde edilmiştir. Firmaların kurumsal yönetim derecelendirme puanlarına Türkiye Kurumsal Yönetim Derneği'nin (TKYD) resmi internet sitesinden (<http://www.tkyd.org/tr/kyd-kurumsal-yonetim.html>), Borsa İstanbul Holding ve Yatırım Sektör Endeksi (XHOLD) bilgilerine ise Kamuyu Aydınlatma Platformu'nun (KAP) resmi internet sitesi (<https://www.kap.org.tr/tr/Endeksler#>) aracılığıyla ulaşılmıştır. Oluşturulan veri seti ile ilgili olarak istatistiksel modelin test edilmesinde IBM SPSS 24.0 paket programı kullanılmıştır. Çalışmada firmaların piyasa değerlerinin hesaplanmasında her ayın son işlem günü kapanış fiyatları üzerinden logaritmik getirilerinin hesaplanmasında aşağıdaki formül kullanılmıştır (Brooks 2008: 7-8):

$$rt = \ln(Pt) - \ln(Pt-1) \text{ veya } rt = \ln(Pt/Pt-1) \quad (1)$$

Buradaki;

rt= Getiri Oranı,

Pt = t işlem zamanındaki borsa kapanış fiyatı,

Pt-1 = t-1 işlem zamanındaki borsa kapanış fiyatı,  
ifade etmektedir.

Tablo-2’de, araştırmada Borsa İstanbul Holding ve Yatırımlar Sektör Endeksi (XHOLD) kapsamında işlem gören firmalar verilmiştir. 2011 ve 2015 yıllarını kapsayan 5 yıllık bir zaman aralığında ilgili endekse olası giriş ve çıkışlar, firmaların sürekli aynı sektörde faaliyet göstermelerinden ötürü göz ardı edilmiştir. Literatürde benzer endeks çalışmalarında da rastlanılan bu durum benzer firmaların aynı kategoride toplanması ile çözülmektedir (Demir ve Tuncay, 2012). Belirtilen zaman periyodunda sektör endeksinde toplam 34 firma işlem görmektedir. Fakat yıllık analizlerde geçmiş yıl verilerine ulaşamayan firmalar ile eksik verilere sahip olduğu gözlemlenen firmalar göz ardı edilerek analize dahil edilememiştir. Diğer bir ifade ile, araştırmanın kapsamını oluşturan zaman aralığında endekste var olan ve hisse senetlerinin her ayın son işlem günü kapanış fiyatlarına ulaşılabilen firmalar analize dahil edilmiştir.

**Tablo-2:Yıllara Göre XHOLD Sektör Endeksinde İşlem Gören Firmalar**

| Yıllar | Adet | Firmalar  |
|--------|------|---|
| 2011   | 8    | DOHOL, DYHOL, EGCYH, GLYHO, IHLAS, TAVHL, TRCAS, YAZIC        |
| 2012   | 9    | BOYNR, DOHOL, DYHOL, EGCYH, GLYHO, IHLAS, TAVHL, TRCAS, YAZIC |
| 2013   | 9    | BOYNR, DOHOL, DYHOL, EGCYH, GLYHO, IHLAS, TAVHL, TRCAS, YAZIC |
| 2014   | 9    | BOYNR, DOHOL, EGCYH, GLYHO, IHLAS, SISE, TAVHL, TRCAS, YAZIC  |
| 2015   | 8    | DOHOL, EGCYH, GLYHO, IHLAS, SISE, TAVHL, TRCAS, YAZIC         |

Kaynak: KAP, [ <https://www.kap.org.tr/tr/Endeksler>] (15.03.2016)

Veri setinin oluşturulması aşamasında Tablo-2’de adı geçen geçen şirketlerin kurumsal yönetim derecelendirme notlarına sahip olup olmadığı yıllara göre tespit edilmiş ve her şirketin notların açıklanma tarihi dikkate alınarak yıllık bazda analize dahil edilmiştir. Aşağıda verilen Tablo-3’de yıllık analizlere katılacak olan kurumsal yönetim derecelendirme notuna sahip şirketlerin borsa işlem kodları verilmiştir.

**Tablo-3: Yıllara Göre XHOLD Sektör Endeksinde İşlem Gören Kurumsal Yönetim Notuna Sahip Olan Firmalar**

| #  | KOD   | ŞİRKET ADI   | #  | KOD   | ŞİRKET ADI                                    |
|----|-------|--|----|-------|---|
| 1  | ALARK | ALARKO HOLDİNG A.Ş.  | 18 | IHYAY | IHLAS YAYIN HOLDİNG A.Ş.                      |
| 2  | BRYAT | BORUSAN YATIRIM VE PAZARLAMA A.Ş.  | 19 | ISGSY | İŞ GİRİŞİM SERMAYESİ YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.   |
| 3  | BOYP  | BOYNER PERAKENDE VE TEKSTİL YATIRIMLARI A.Ş.                             | 20 | ITTFH | İTTİFAK HOLDİNG A.Ş.                          |
| 4  | DENGE | DENGE YATIRIM HOLDİNG A.Ş.   | 21 | KCHOL | KOÇ HOLDİNG A.Ş.                              |
| 5  | DOHOL | DOĞAN ŞİRKETLER GRUBU HOLDİNG A.Ş.                                       | 22 | KOMHL | KOMBASSAN HOLDİNG A.Ş.                        |
| 6  | DYHOL | DOĞAN YAYIN HOLDİNG A.Ş.   | 23 | METRO | METRO TİCARİ VE MALİ YATIRIMLAR HOLDİNG A.Ş.  |
| 7  | ECZYT | ECZACIBAŞI YATIRIM HOLDİNG ORTAKLIĞI A.Ş.                                | 24 | NTHOL | NET HOLDİNG A.Ş.                              |
| 8  | EGCYH | EGELİ & CO YATIRIM HOLDİNG A.Ş.  | 25 | OSTIM | OSTİM ENDÜSTRİYEL YATIRIMLAR VE İŞLETME A.Ş.  |
| 9  | ECILC | EİS ECZACIBAŞI İLAÇ, SİNAİ VE FİNANSAL YATIRIMLAR SANAYİ VE TİCARET A.Ş. | 26 | POLHO | POLİSAN HOLDİNG A.Ş.                          |
| 10 | EUHOL | EURO YATIRIM HOLDİNG A.Ş.  | 27 | RHEAG | RHEA GİRİŞİM SERMAYESİ YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş. |
| 11 | GYHOL | GEDİK YATIRIM HOLDİNG A.Ş.   | 28 | TAVHL | TAV HAVALİMANLARI HOLDİNG A.Ş.                |
| 12 | GLYHO | GLOBAL YATIRIM HOLDİNG A.Ş.  | 29 | TKFEN | TEKFEN HOLDİNG A.Ş.                           |
| 13 | GOZDE | GÖZDE GİRİŞİM SERMAYESİ YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.                           | 30 | TRCAS | TURCAS PETROL A.Ş.                            |
| 14 | GSDHO | GSD HOLDİNG A.Ş.   | 31 | SISE  | TÜRKİYE ŞİŞE VE CAM FABRİKALARI A.Ş.          |
| 15 | SAHOL | HACI ÖMER SABANCI HOLDİNG A.Ş.   | 32 | USAS  | USAŞ YATIRIMLAR HOLDİNG A.Ş.                  |
| 16 | IEYHO | İŞIKLAR ENERJİ VE YAPI HOLDİNG A.Ş.                                      | 33 | VERUS | VERUSA HOLDİNG A.Ş.                           |
| 17 | IHLAS | IHLAS HOLDİNG A.Ş.   | 34 | YAZIC | YAZICILAR HOLDİNG A.Ş.                        |

Kaynak: TKYD, [<http://www.tkyd.org/tr/kyd-kurumsal-yonetim-komisyonlar-calisma-gruplari-sermaye-piyasasi-ve-bist-kurumsal-yonetim-endeksi-calisma-grubu-kurumsal-yonetim-endeksi-tum-firmalar.html>] (17.03.2017)

Yukarıdaki tablodan görüleceği üzere, çalışma kapsamında analize dahil edilecek iki bağımsız örneklem grubundan birini oluşturan Borsa İstanbul Holding ve Yatırım Endeksi (XHOLD) kapsamında işlem gören ve kurumsal yönetim derecelendirme notuna sahip olan firmalar sırasıyla 2011 yılında 8 adet, 2012-2013-2014 yıllarında 9 adet, 2015 yılında ise 8 adettir. Yıllar itibariyle nota sahip olan firmaların nota sahip oldukları tarihler seneler içerisinde farklılık gösterse de bu firmaların yıl içinde aldıkları notlar anlık olmaktan ziyade üzerinde fazlasıyla zaman harcanarak elde edilen kazanımların bir sonucu olarak görülmüştür. Başka bir ifade ile, ilgili firmalar nota sahip olabilmek için kurumsal yönetim mekanizmalarını geliştirmekte ve bu gelişimin bir sonucu olarak derecelendirme notlarına sahip olmaktadır. Literatürde yapılan bazı çalışmalar kurumsal yönetim derecelendirme notlarının hisse senedi performansına etkisini 5, 10, 15, 30 gün gibi kısa zaman periyodlarında olay çalışması (event study) yöntemi ile araştırmışlardır (Acar, Temiz ve Karan (2013), Yenice ve Dölen (2013), Sakarya (2011), Aksu ve Aytekin (2015)). Fakat kurumsal yönetim derecelendirme notları senelik verilen puanlar olmakla birlikte yatırımcılar açısından kısa bir zaman dilimi içerisinde konuya hakim olarak yatırım tercihlerini değiştirme noktasında farklılıklar gözlemlenmesi normaldir. Bilindiği üzere, hisse senedi yatırımları uzun vadeli yatırımlardır. Bu sebeple, bu çalışmada yıl bazında analizler yapılacaktır. Alan yazın taramasında benzer bir çalışma bulunamamasından dolayı bu çalışmanın literatüre orijinal katkı sağlayacağı düşünülmektedir.

Kurumsal yönetim derecelendirme notuna sahip firmaların hisse senedi kapanış fiyatı logaritmik getirileri aylık olarak hesaplanmış, daha sonra aynı işlemler nota sahip olmayan firmalar için de uygulanmış ve bu iki örneklem grubu analize dahil edilmiştir.

### 4.3. Bulgular ve Değerlendirme

Araştırma kapsamında bulunan kurumsal yönetim derecelendirme notuna sahip firmaların borsa kapanış fiyatları üzerinden hesaplanan logaritmik getirileri ile ilgili genel yapıyı ortaya koymak maksadıyla ilkin tanımlayıcı istatistikler hesaplanarak tabloya dönüştürülmüş, sonra araştırmanın amacı doğrultusunda ihtiyaç duyulan hipotez testleri yapılmış ve elde edilen bulgular tablolar halinde verilmiştir.

Araştırma kapsamındaki değişkenlere ilişkin tanımlayıcı istatistikler, her bir yıl için ayrı ayrı hesaplanmış ve elde edilen sonuçlar düzenlenerek Tablo 4’de verilmiştir.

**Tablo-4: Yıllara Göre XGIDA Sektör Endeksinde İşlem Gören Firmaların Değişkenlerine Yönelik Tanımlayıcı İstatistikler**

| Yıl  | Değişkenler                             | N  | Minimum   | Maksimum | Ortalama  | Standart Sapma |
|------|---|----|-----------|----------|-----------|----------------|
| 2011 | KYN Sahip Firmaların Getirileri         | 8  | -0,113841 | 0,006223 | -0,044969 | 0,039288       |
|      | KYN Sahip Olmayan Firmaların Getirileri | 21 | -0,092442 | 0,049466 | -0,018675 | 0,032646       |
| 2012 | KYN Sahip Firmaların Getirileri         | 9  | -0,015549 | 0,045958 | 0,024519  | 0,023127       |
|      | KYN Sahip Olmayan Firmaların Getirileri | 20 | -0,056852 | 0,049665 | 0,010884  | 0,028396       |
| 2013 | KYN Sahip Firmaların Getirileri         | 9  | -0,090887 | 0,043928 | -0,011162 | 0,038882       |
|      | KYN Sahip Olmayan Firmaların Getirileri | 24 | -0,124174 | 0,036170 | -0,020522 | 0,037401       |
| 2014 | KYN Sahip Firmaların Getirileri         | 9  | -0,025307 | 0,027348 | 0,004379  | 0,014461       |
|      | KYN Sahip Olmayan Firmaların Getirileri | 24 | -0,051476 | 0,047487 | 0,011057  | 0,026004       |
| 2015 | KYN Sahip Firmaların Getirileri         | 8  | -0,057762 | 0,005479 | -0,022396 | 0,020240       |
|      | KYN Sahip Olmayan Firmaların Getirileri | 25 | -0,057762 | 0,077931 | -0,007248 | 0,030090       |

(KYN: Kurumsal Yönetim Notu)

Tablo 4’de 2011 ve 2012 yıllarında sektör endeksinde bulunan 34 firmadan 5’inin (DENG, KOMHL, OSTIM, POLHO, VERUS), 2013 yılında sektör endeksinde bulunan 34 firmadan 1’inin (VERUS), 2014 ve 2015 yıllarında sektör endeksinde bulunan 34 firmadan 1’inin (DYHOL) verilerine ulaşamadığı için analiz kapsamı dışına alınmıştır. Böylece, 2011 ve 2012 yılında 29 firma, 2013, 2014 ve 2015 yıllarında ise 33 firma analize dahil edilmiştir. Bu firmalardan 8’i 2011 yılında, 9’u 2012, 2013, 2014 yılında ve 8’i 2015 yılında kurumsal yönetim derecelendirme notuna sahip olduğu tespit edilmiş ve ilgili firmaların aylık hisse senedi logaritmik getirilerinin ortalamalarına yönelik bilgiler tanımlayıcı istatistik tablosunda verilmiştir. Ayrıca firmaların hisse senedi getirilerinin ortalamaları incelendiğinde 2011, 2014 ve 2015 yılları hariç diğer yıllarda, beklenen yönde kurumsal yönetim derecelendirme notuna sahip firmaların, nota sahip olmayan firmalara göre daha yüksek getirilere sahip olduğu görülmektedir.

Örneklem gruplarından hareketle kurulacak hipotezin hangi test ile analiz edileceğine karar verilebilmesi için öncelikle verilerin normal dağılıma sahip olup olmadığı Kolmogorov-Smirnov testi ile araştırılmıştır. Yapılan analiz neticesinde p. anlamlılık değeri (sig.) 0,05’den büyük olan verilerin normal dağıldığı aksi durumda ise normal dağılmadığı kabul edilmiştir. Kurumsal yönetim derecelendirme notuna sahip firmalar ile sahip olmayan firmaların hisse senetleri kapanış fiyatlarının aylık bazda logaritmik getirilerinin normal dağılıp dağılmadığı K-S ile test edilerek test sonuçları Tablo-5’de verilmiştir.

**Tablo 5: Kolmogorov-Smirnov Normallik Testi Sonuçları**

| Yıllar | Değişkenler                             | N  | Kolmogorov-Smirnov | Olasılık (p değeri) |
|--------|---|----|--------------------|---------------------|
| 2011   | KYN Sahip Firmaların Getirileri         | 8  | 0,137321           | 0,200000*           |
|        | KYN Sahip Olmayan Firmaların Getirileri | 21 | 0,155121           | 0,200000*           |
| 2012   | KYN Sahip Firmaların Getirileri         | 9  | 0,290445           | 0,027520            |
|        | KYN Sahip Olmayan Firmaların Getirileri | 20 | 0,200755           | 0,033781            |
| 2013   | KYN Sahip Firmaların Getirileri         | 9  | 0,211026           | 0,200000*           |
|        | KYN Sahip Olmayan Firmaların Getirileri | 24 | 0,177121           | 0,049848*           |
| 2014   | KYN Sahip Firmaların Getirileri         | 9  | 0,248869           | 0,114204*           |
|        | KYN Sahip Olmayan Firmaların Getirileri | 24 | 0,102359           | 0,200000*           |
| 2015   | KYN Sahip Firmaların Getirileri         | 8  | 0,159706           | 0,200000            |
|        | KYN Sahip Olmayan Firmaların Getirileri | 25 | 0,186685           | 0,024685            |

(KYN: Kurumsal Yönetim Notu) \*0,05 anlamlılık düzeyinde anlamlı

Tablo 5'den görülebileceği üzere 2011, 2013 ve 2014 yıllarında kurumsal yönetim derecelendirme notuna sahip olan ve olmayan firmaların hisse senetlerinin aylık bazda logaritmik getirilerinin ortalamalarının normal dağılım gösterdiği ( $p>0,05$ ), diğer taraftan 2012 ve 2015 yıllarında kurumsal yönetim derecelendirme notuna sahip olan ve olmayan firmaların aylık bazda logaritmik getirilerinin ortalamalarının normal dağılım göstermediği ( $p<0,05$ ) yapılan analiz sonucunda tespit edilmiştir.

Normal dağılım analizinden sonra, kurumsal yönetim derecelendirme puanına sahip olmanın firmaların piyasa değeri üzerindeki etkisini araştırmak amacıyla elde edilen verilerin normal dağılım varsayımını sağladığı 2011, 2013 ve 2014 yıllarında firmaların logaritmik getirilerinin ortalamaları arasındaki farklılıklar, parametrik testler kategorisinde sıklıkla kullanılan bağımsız örneklem T-testi (Independent Samples T-test) ile %95 güven aralığında test edilmiştir. Diğer taraftan, normal dağılım varsayımının sağlanmadığı 2012 ve 2015 yıllarında ise bağımsız örneklem T-testi'nin nonparametrik karşılığı olan Mann Whitney U testi ile %95 güven aralığında test edilmiştir.

Aynı ana kütlede (sektör endeksi) çekilen firmaların kurumsal yönetim derecelendirme notuna sahiplik durumuna göre (nota sahip olanlar ve olmayanlar) kategorik olarak ayrıştırılan iki bağımsız örneklem grubundan hareketle çalışmada test edilecek hipotezler aşağıda verilmiştir:

$H_0 =$  Borsa İstanbul Holding ve Yatırımlar Sektör Endeksi (XHOLD) kapsamında işlem gören kurumsal yönetim derecelendirme notuna sahip firmaların hisse senetlerinin aylık logaritmik getirilerinin ortalaması ile nota sahip olmayan firmaların hisse senetlerinin aylık logaritmik getirilerinin ortalaması arasında istatistiksel olarak anlamlı bir farklılık yoktur. (Kurumsal yönetim derecelendirme notu, firma değerini etkilememektedir.)

$H_1 =$  Borsa İstanbul Holding ve Yatırımlar Sektör Endeksi (XHOLD) kapsamında işlem gören kurumsal yönetim derecelendirme notuna sahip firmaların hisse senetlerinin aylık logaritmik getirilerinin ortalaması ile nota sahip olmayan firmaların hisse senetlerinin aylık logaritmik getirilerinin ortalaması arasında istatistiksel olarak anlamlı bir farklılık vardır. (Kurumsal yönetim derecelendirme notu, firma değerini etkilemektedir.)

Kurulan hipotezlerin ilgili testler aracılığıyla analiz edilmesi sonucunda elde edilen istatistikler düzenlenerek Tablo-6'da verilmiştir.

**Tablo 6: Hipotez Testi İstatistikleri**

| Yıl    | T-test         | Olasılık (p değeri) |
|--------|----------------|---------------------|
| 2011   | -1,834933      | 0,077556            |
| 2013   | 0,633734       | 0,530903            |
| 2014   | -0,724738      | 0,474048            |
| Yıllar | Mann Whitney U | Olasılık (p değeri) |
| 2012   | 63,00          | 0,203092            |
| 2015   | 73,50          | 0,265573            |

( $p < 0,05$  ise  $H_0$ :Red)

Tablo-6’da verilen test istatistiklerinin olasılık değerleri, 0,05’ten küçük olduğunda “ $H_0 =$  Borsa İstanbul Holding ve Yatırımlar Sektör Endeksi (XHOLD) kapsamında işlem gören kurumsal yönetim derecelendirme notuna sahip firmaların hisse senetlerinin aylık logaritmik getirilerinin ortalaması ile nota sahip olmayan firmaların hisse senetlerinin aylık logaritmik getirilerinin ortalaması arasında istatistiksel olarak anlamlı bir farklılık yoktur. (Kurumsal yönetim derecelendirme notu, firma değerini etkilememektedir.)” biçiminde kurulan yokluk hipotezi reddedilerek kurumsal yönetim derecelendirme notuna sahip firmalar ile sahip olmayan firmaların hisse senetlerinin aylık logaritmik getirilerinin ortalaması arasında anlamlı bir farklılık olduğuna %5 anlamlılık düzeyinde karar verilir. Başka bir deyişle, “Kurumsal yönetim derecelendirme notu, firma değerini etkiler.” yargısını içeren alternatif hipotez kabul edilir.

Tablo-6’da verilen analiz sonuçları incelendiğinde, analiz kapsamında araştırılan 2011, 2012, 2013, 2014 ve 2015 yıllarında, kurumsal yönetim derecelendirme notuna sahip olan ve olmayan firmaların hisse senetlerinin aylık logaritmik getirilerinin ortalamaları arasında %5 anlamlılık düzeyinde anlamlı bir farklılık tespit edilmemiştir.

## 5. SONUÇ VE ÖNERİLER

Bu çalışmanın amacı; Türkiye’de Borsa İstanbul Holding ve Yatırım Endeksi’nde (XHOLD) yer alan firmaların piyasa değerlerinin, kurumsal yönetim derecelendirme notundan etkilenip etkilenmediğinin tespit edilmesidir. Şu ana dek ülkemizde, firmaların kurumsal yönetim ilkelerine uyumlarının tespiti ile ortaya çıkan kurumsal yönetim derecelendirme notlarına sahip olmalarının borsada sektör endekslerinde yer alan firmalarda pozitif bir ayrışma yaratıp yaratmadığı konusunda bir araştırma yapılmamıştır. Bu bakımdan çalışmanın literatüre katkı yapacağı düşünülmektedir.

Borsa İstanbul Holding ve Yatırım Endeksi (XHOLD) kapsamında 2011 ile 2015 yılları arasında işlem gören ve her ayın son işlem günü kapanış fiyatları verilerine ulaşılabilen firmalar analize dahil edilmiştir. Verilerine ulaşılabilen firmalar ise analize dahil edilmemiştir.

Analiz safhalarından biri olan tanımlayıcı istatistik sonuçlarına göre 2012 ve 2013 yıllarında araştırmada beklenen yönde kurumsal yönetim derecelendirme notuna sahip firmaların, nota sahip olmayan firmalara göre daha yüksek getirilere sahip olduğu gözlemlenmesine rağmen çalışmanın bilimsel sonuçlara dayanması maksadıyla yapılan istatistiksel farklılık testleri sonucunda kurumsal yönetim derecelendirme notuna sahip olan ve olmayan firmaların hisse senedi getirilerinin ortalamaları arasında %5 anlamlılık düzeyinde anlamlı bir ilişki bulunamamıştır.

Araştırma sonuçlarının beklenilen yönde çıkmamasının nedenini seçilen endekste işlem gören firmaların Holding şeklindeki işletmeler olması olarak açıklanabilir. Bilindiği üzere holding şirketler iki veya daha fazla şirketin, kâr etmek amacıyla bir araya gelerek oluşturduğu ticari yapılar olarak tanımlanmaktadır. Şirket toplulukları şeklinde oluşan holdingler ölçeklerine göre büyük yapılar olmasından dolayı meydana gelebilecek yönetsel sorunları aşmada diğer sektör endeksi şirketlerine göre daha tecrübeli oldukları söylenebilir. Ayrıca borsada işlem gören halka açık tüm şirketler gibi holding şeklindeki şirketler de, SPK tarafından yayımlanan Kurumsal Yönetim İlkeleri'nde zorunlu olarak uyulması gereken prensiplere uymak ve diğer isteğe bağlı prensiplere ise neden uymadıklarını açıklamak zorundadırlar. Buradan hareketle, Borsa İstanbul Holding ve Yatırım Endeksi (XHOLD) kapsamında işlem gören firmaların hali hazırda kurumsal yönetim uygulamalarıyla bir bakıma ilişkili olduğu söylenebilir.

Çalışmanın konusu ile ilgili yerli ve yabancı literatürde yapılan çalışmaların çoğunluğunda kurumsal yönetim ilkelerini benimseyerek derecelendirme notuna sahip olan şirketlerin performanslarını arttırdıkları gözlemlenmiştir. Bu çalışmada bulunan sonuçlar her ne kadar literatürdeki genel eğilim ile örtüşmese de araştırmanın konusu, veri seti ve analiz yöntemi gibi çalışmanın sonucunu doğrudan etkileyebilecek faktörlerin bu çalışmada genel hattan ayrışması, genel hattın bulunduğu sonuçlardan da ayrışmasına neden olduğu düşünülmektedir. Başka bir ifade ile, bu çalışmada her ayın son işlem günü kapanış fiyatları üzerinden hesaplanan logaritmik getiriler kullanılarak gerekli hipotez testleri yapılmıştı. Fakat hisse senedi getirilerini hesaplamalarında günlük, haftalık, çeyreklik, altı aylık veya senelik olarak verilerin ölçeği farklı biçimlerde hesaplanırsa idi gözlem sayısı değişecek ve buna bağlı olarak yapılan analiz ve otomatik olarak bulunacak sonucun da değişmesi muhtemel olarak görülmektedir.

Araştırma sonucunda elde edilen bulgular farklı kesimlere kurumsal yönetim derecelendirme notuna sahip olmanın Holding ve Yatırım Endeksinde (XHOLD) herhangi bir ayrışmaya neden olup olmadığı hakkında bilgi sağlayabilir. Hatta, bu çalışmadan hareketle konu ile ilgili taraflar; araştırmacılar, akademisyenler veya yatırımcılar, kurumsal yönetim mekanizması, uygulaması, derecelendirmesi gibi pek çok farklı etkeni sektörel bazda firma değerlerinde bir ayrışmaya neden olup olmadığı hakkında diğer sektör endekslerinde, farklı zaman aralıklarında ve farklı bilimsel yöntemlerle daha geniş ve daha kapsamlı araştırmalar yapabilirler.



## KAYNAKÇA

Acar, M., Temiz H. ve Karan B. M. (2013), “BIST (Borsa İstanbul) Kurumsal Yönetim Endeksinde (XKURY) Yer Alan Şirketlerin Getiri Ve Performans Analizi: Olay Çalışması Örneği” 17. Finans Sempozyumu, 23-26 Ekim 2013, Muğla.

Aksu, M., ve Aytekin, S. (2015). “Kurumsal Yönetim İlkelerine Uyum Notu İle Hisse Senedi Getirisi İlişkisi: Bist Kurumsal Yönetim Endeksi (XKURY) Üzerine Bir Uygulama”, Gümüşhane University Electronic Journal Of The Institute Of Social Science/Gümüşhane Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Elektronik Dergisi, 6(13). 201-219.

Alp, A. & Kılıç, S. (2014), Kurumsal Yönetim: Nasıl Yönetilmeli?, Doğan Kitap Yayıncılık, İstanbul, s. 48.

Borsa İstanbul, Pay Endeksleri, Kurumsal Yönetim Endeksi, (Erişim) <http://www.borsaistanbul.com/endeksler/bist-pay-endeksleri/kurumsal-yonetim-endeksi> 19 Ocak 2017

Brooks, C. (2008), Introductory Econometrics for Finance, Second Edition, The ICMA Centre, University of Reading.

Cadbury Report (1992), The Report Of The Committee On Financial Aspects Of Corporate Governance. The Committee On The Financial Aspects Of Corporate Governance and Gee & Co. Ltd, London.

Dağlı, H., Ayaydın H. ve Eyüboğlu K. (2010), “Kurumsal Yönetim Endeksi Performans Değerlendirmesi: Türkiye Örneği”, MUFAD Muhasebe Ve Finansman Dergisi, 48, 18-31.

Demir, M. ve Tuncay, M. (2012), “Türk Gıda Sektörünün Faaliyet ve Karlılık Oranları Açısından Analizi: İMKB Gıda Sektöründe İşlem Gören İşletmeler Üzerine Bir Araştırma (200-2008 Dönemi)”, Süleyman Demirel Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi, 17(2), 367-392.

Dennis, D. K. & Mcconnell J. J. (2003), “International Corporate Governance”, European Corporate Governance Institute, Paris.

Ege, İ., Topaloğlu E. E. ve Özyamanoğlu M. (2013), “Finansal Performans İle Kurumsal Yönetim Notları Arasındaki İlişki: BIST Üzerine Bir Uygulama”, Akademik Araştırmalar Ve Çalışmalar Dergisi, 5(9), 100-117.

Eroğlu, C. A. (2003), “Kurumsal Yönetim İlkeleri Çerçevesinde Kamunun Aydınlatılması”, Sermaye Piyasası Kurulu Hukuk İşleri Dairesi Yeterlilik Etüdü, (Erişim) <http://www.spk.gov.tr/yayingoster.aspx?yid=403&ct=f&action=displayfile>, 28 Şubat 2017.

Ersoy E., Bayrakdaroğlu A., ve Şamiloğlu F. (2011) “Türkiye’de Kurumsal Yönetim Ve Firma Performansı (Tobin-Q Ve Anormal Getiri) Arasındaki İlişkinin Analizi”, Finans Politik Ve Ekonomik Yorumlar Dergisi, Cilt:48, Sayı:554.

Genç, E., Karakoç, M. ve Tayyar, N. (2016), “Gri İlişkisel Analiz Yöntemiyle Kurumsal Yönetim Endeksinde Yer Alan Şirketlerin Finansal Performanslarının Ölçümü Ve Kurumsal Derecelendirme Notları İlişkisi ”, Elektronik Sosyal Bilimler Dergisi, 15 (59).

Güçlü, H. (2010), Kurumsal Yönetim Uyum Derecelendirmesi, İMKB Yayınları, İstanbul. s. 10.

Kamuyu Aydınlatma Platformu (KAP), (Erişim) <https://www.kap.org.tr/tr/Endeksler#> 3 Mart 2017

Karamustafa, O., Varıcı, İ. ve Er, B. (2009), Kurumsal Yönetim Ve Firma Performansı: İMKB Kurumsal Yönetim Endeksi Kapsamındaki Firmalar Üzerinde Bir Uygulama. Kocaeli Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi, 1 (17), 100 – 119.

Kula, V. ve Baykut E. (2013), “Kurumsal Yönetim Endeksinde Yer Almanın Mevduat Bankalarının Performansına Etkisi: BİST Örneği”, Sosyal Bilimler Dergisi, 15(2), 121-136.

Kula, V. ve Baykut E. (2014), “Kurumsal Yönetim Derecelendirme Notu İle Piyasa Değeri Arasındaki İlişki: BIST XKURY Şirketleri Üzerine Bir Araştırma”, Uşak Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi, 7(3), 1-17.

Mallin. A. C., (2004), Corporate Governance, Oxford University Press, New York, s. 1.

Millstein, I. (2000), “Corporate Governance: The Role Of The Market Forces”, OECD Working Paper.

OECD, (1999), Principles of Corporate Governance. Rev. 2004, OECD, Paris.

Öztürk, B., & Demirgüneş, K., (2005), Kurumsal yönetim bakış açısıyla entelektüel sermaye, 4. Orta Anadolu İşletmecilik Kongresi, Ankara, s. 119.

SAHA Kurumsal Yönetim ve Derecelendirme A.Ş. (Erişim) <http://www.saharating.com/~saharati/kurumsal-yonetim-derecelendirmesi/kurumsal-yonetim-ratingler/>, 11 Şubat 2017.

Sakarya, Ş. (2011), “İMKB Kurumsal Yönetim Endeksi Kapsamındaki Şirketlerin Kurumsal Yönetim Derecelendirme Notu Ve Hisse Senedi Getirileri Arasındaki İlişkinin Olay Çalışması (Event Study) Yöntemi İle Analizi”, Zonguldak Karaelmas Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi, 13, 147-162.

Sermaye Piyasası Kurulu (2005), Kurumsal Yönetim İlkeleri, SPK Yayınları, Ankara, s. 2.

Sermaye Piyasası Kurulu (2011), SPK Kurumsal Yönetim İlkelerinin Belirlenmesine Ve Uygulanmasına İlişkin Tebliğ, Ankara, (Erişim) <http://www.spk.gov.tr/displayfile.aspx?action=displayfile&pageid=66&fn=66.pdf&submenuheader=null>, 6 Mart 2017.

Sermaye Piyasası Kurulu, Derecelendirme Faaliyetiyle Yetkili Kuruluşlar (Erişim) <http://www.spk.gov.tr/indexcont.aspx?action=showpage&menuid=6&pid=10&subid=1>, 5 Şubat 2017.

Shleifer, A. & Vishny W. R. (1997), “A Survey Of Corporate Governance”, Journal of Finance, 737-783.

Şehirli, K. (1999), Kurumsal Yönetim, Sermaye Piyasası Kurulu Denetleme Dairesi, Yeterlilik Etüdü, Sayı: XIV-4/55-3, s. 2.

Temizel F., Doğan H., ve Bayçelebi B. (2016), “Financial Performance Analysis Of Enterprises Under The Corporate Governance Index” Vol 4, No:2, Business & Management Studies: An International Journal.

Türkiye Kurumsal Yönetim Derneği ve Deloitte Türkiye (2006), “Nedir Bu Kurumsal Yönetim?” Türkiye Kurumsal Yönetim Derneği Yayınları, İstanbul. (Erişim) [http://www.tkyd.org/files/downloads/faaliyet\\_alanlari/yayinlarimiz/kyd\\_yayinlari/nedir\\_bu\\_kurumsal\\_yonetim.pdf](http://www.tkyd.org/files/downloads/faaliyet_alanlari/yayinlarimiz/kyd_yayinlari/nedir_bu_kurumsal_yonetim.pdf), 15 Mart 2017.

Yenice, S. ve Dölen T. (2013), “İMKB’de İşlem Gören Firmaların Kurumsal Yönetim İlkelerine Uyumunun Firma Değeri Üzerindeki Etkisi”, Uluslararası Yönetim İktisat Ve İşletme Dergisi, 9(19), 199-214.

26580 sayılı Resmi Gazete (2007), (Erişim) <http://www.resmigazete.gov.tr/eskiler/2007/07/20070712.htm>, 2 Şubat 2017.

28871 sayılı Resmi Gazete, (2014), (Erişim) <http://www.resmigazete.gov.tr/eskiler/2014/01/20140103.htm>, 12 Şubat 2017.