



Journal of Economics and Financial Researches, 2021, 3(1): 39-59

Kurumsal Yönetim Endeksi ile BIST Endekslerinin Performanslarının Karşılaştırılması

Filiz Yağcı^a & Cem S. Türkdönmez^b, & Adnan Yümlü^c

Öz

Bu çalışma kapsamında BIST50, BIST30, BIST Mali Endeks, BIST Hizmetler Endeksi, BIST Sınai Endeksi, BIST Teknoloji Endeksi ve Kurumsal Yönetim Endeksi'nin 31.08.2007-31.12.2020 dönemi itibari ile göstermiş olduğu performanslar incelenmektedir. Çalışmanın esas amacı, Kurumsal Yönetim Endeksi performansının diğer endeks performansları ile kıyaslanmasıdır. Performans ölçütü olarak ise Sharpe oranı, M² Ölçütü, Treynor Endeksi, T² Ölçütü, Jensen Alfa endeksi kullanılmıştır. Söz konusu dönemde tüm ölçütlere göre Kurumsal Yönetim Endeksi'nin ortalama bir performans sergilediği tespit edilmiştir. Bununla birlikte, tüm ölçütlere göre en yüksek risk ve en iyi getiri düzeyinin BIST Teknoloji endeksinde olduğu söz konusu dönemde en iyi performansı gösteren endeks olarak birinci sırada yer aldığı görülmüştür.

Anahtar Kelimeler:

Kurumsal Yönetim Endeksi, Portföy Performans Ölçütleri, Kurumsal Yönetim

JEL

Sınıflandırması:

G10, G11, G19

Comparison of the Performance of the Corporate Governance Index and BIST Indices

Abstract

In this study, performances of BIST50, BIST30, BIST Financial Index, BIST Service Index, BIST Technology Index, BIST Industrial Index and Corporate Governance Index were analysed between the period of 31.08.2007-31.12.2020. The main aim of this study is comparing the performance of Corporate Governance Index with the other indexes. Performance criterias which was used are Sharpe Ratio, M² Criteria, Treynor Index, T² Criteria, Jensen Alfa Index. In the said period, it was determined that the Corporate Governance Index showed an average performance according to all criteria. However, it has been observed that BIST Technology index has the highest risk and best return level according to all criteria, and it ranks first as the index with the best performance in the said period.

Keywords:

Corporate Governance Index, Portfolio Performance Criterias, Corporate Governance

JEL Classification:

G10, G11, G19

^a Doktora Öğrencisi, Başkent Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Uluslararası Finans ve Bankacılık Bölümü, filizcanbolat@hotmail.com, ORCID: 0000-0001-7304-7895

^b Doktora Öğrencisi, Başkent Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Uluslararası Finans ve Bankacılık Bölümü, cemsabutayturkdönmez@gmail.com, ORCID: 0000-0001-6333-7629

^c Doktora Öğrencisi, Başkent Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Uluslararası Finans ve Bankacılık Bölümü, adnan.yumlu@denizbank.com, ORCID: 0000-0003-4517-5902

1.Giriş

Uluslararası finansal krizler ve global ölçekteki firmalarda kötü denetim ve yönetim kaynaklı olarak yaşanan skandallar, özelleştirme faaliyetlerinin artması, iflasların ve uluslararası piyasalardaki sermaye hareketlerinin hızla artıyor oluşu kurumsal yönetim kavramının ortaya çıkmasına vesile olmuştur (Musteen vd. 2009: 321). Kurumsal yönetim ilkeleri zaman içinde ülkeler tarafından mevzuatları çerçevesinde hüküm altına alınarak uygulamaya konulmuştur. Ülkemizde ise idari otorite, 2003 yılından bu yana kurumsal yönetim kavramını ve uygulamalarını sermaye piyasası mevzuatına yerleştirerek uluslararası standartları sağlamıştır.

BİST Kurumsal Yönetim Endeksi (XKURY), kurumsal yönetim ilkelerini uygulayan 53 adet firmanın dahil olduğu bir endekstir. Bu endeks, SPK'nın yayınlamış olduğu dört ana başlık için notu 10 puan üzerinden en az 6,5 ve kurumsal yönetim uyum notu ise 7 olan halka açık şirketlerin, hisse senedi performanslarının ölçülmesi amacıyla oluşturulmuştur. Bu derecelendirme, SPK tarafından görevlendirilmiş derecelendirme kuruluşlarını tarafından yapılmaktadır. Kurumsal yönetim ilkelerini uygulayan halka açık firmaların notlarının yüksek olması, fon sağlamada diğer firmalara göre ulusal ve uluslararası piyasalarda bu firmaları daha avantajlı hale getirmektedir. Risk düzeylerinin daha düşük olmasından dolayı kurumsal yönetim ilkeleri ile yönetilen firmaların yatırımcılar tarafından daha çok tercih edileceği düşünölmektedir. Yapılan bilimsel araştırmalar, kurumsal yönetim ilkeleri ile yönetilen şirketlerin finansal başarıları ve kurumsal yönetim derecelendirme notu daha yüksek olduğu için uluslararası yatırımcıların bu firmalara daha fazla fiyat ödemeye razı olduklarını ortaya koymuştur (SPK, 2005: 2).

Bu çalışma ile birlikte Kurumsal Yönetim Endeksi ve BIST50, BIST30, BIST Mali Endeks, BIST Hizmetler Endeksi, BIST Sınai Endeks, BIST Teknoloji Endeksi'nin 31.08.2007-31.12.2020 dönemi itibari ile göstermiş olduğu performanslar incelenmektedir. Çalışmanın amacı, Kurumsal Yönetim Endeksi performansının daha önceki çalışmalarda performans değerlendirmesine dahil edilmemiş olan BIST Mali Endeksi, BIST Hizmetler Endeksi, BIST Sınai Endeksi ve BIST Teknoloji Endeksiyle birlikte performans değerlendirmesi ve karşılaştırmasını yaparak literatüre katkı sağlamaktır. Kurumsal yönetim ilkeleri uygulayan firmaların hem Kurumsal Yönetim Endeksi içerisinde hem de sektör endekslerinde yer alıyor olmasından dolayı bu firmaların hisse senedi performanslarında bu ilkeleri uyguluyor olmanın olumlu etkisi test edilecektir. Çalışma kapsamında BIST100 endeksi, pazar portföyü olarak; 2 yıllık tahvil faizi ise risksiz faiz oranı olarak ele alınmış ve hesaplamalar yapılmıştır.

Kurumsal Yönetim Endeksi ile diğer endeksler arasında portföy performansı farklılığının ölçülebilmesi için çeşitli performans göstergeleri kullanılmıştır. Bunlar sırası ile Sharpe oranı, M^2 Ölçütü, Treynor Endeksi, T^2 Ölçütü, Jensen Alfa endeksidir.

2. Kurumsal Yönetim

Kurumsal yönetim kavramının tanımında kesin bir görüş birliği bulunmamakla birlikte Ekonomik İşbirliği ve Kalkınma Örgütü (OECD), kurumsal yönetimi şu şekilde ifade etmektedir;

“Kurumsal Yönetim, bir şirketin yönetimi, yönetim kurulu, hissedarları ve diğer menfaat sahipleri arasındaki bir dizi ilişkiyi kapsar. Kurumsal Yönetim, makroekonomik politikalardan, ürün ve faktör piyasalarındaki rekabet düzeyine kadar firmaların faaliyetlerini biçimlendiren bir dizi unsurdan oluşan daha geniş bir ekonomik çerçevenin içinde yer almaktadır. Kurumsal Yönetimin çerçevesi, aynı zamanda yasal, düzenleyici ve kurumsal faktörlere dayanır” (OECD, 2004).

Kurumsal yönetim, hissedarlar ve diğer menfaat sahiplerinin çıkarlarının korunmasına ilişkin firmaların etkin yönetim ve denetim sistemi olarak özetlenebilir. Menfaat sahipleri, şirket faaliyetleri ile doğrudan veya dolaylı bir ilişki içerisinde olan ve şirket faaliyetlerinden pozitif veya negatif dışsallık elde eden kişi veya kurumlardır (SPL, 2018: 41).

Bununla birlikte kurumsal yönetimin sorumluluk, adillik, şeffaflık ve hesap verebilirlik şeklindeki ana prensipleri uluslararası anlamda geçerliliğe sahiptir. Söz konusu ilkeler, her ülkenin sermaye piyasası mevzuatı çerçevesinde hüküm altına alınmıştır.

İyi bir kurumsal yönetimin firmalara sağlayacağı faydalar şu şekilde özetlenebilir (Aktan, 2013: 170);

- Firmalarda Kurumsal Yönetim uygulamalarının artmasına paralel olarak operasyonel verimlilikte artış görülecektir.
- Kurumsal yönetimin etkin bir şekilde uygulandığı şirketlere kredi kuruluşları ve yatırımcı güveninin nispeten fazla olduğu gözlenmektedir. Bu sebep ile, bu şirketlerin dış finansmana erişimleri kolay olmaktadır.
- Kurumsal yönetim ilkeleri doğrultusunda yönetilen halka açık şirketler kredi finansmanına göre daha ucuz nitelikte olan dış finansman ihtiyacını daha rahat sağlayabilecektir. Diğer bir deyişle, sermaye maliyetinin düşürülmesi sağlanabilecektir.
- Yapılan araştırmalar, kurumsal yönetimin uygulanması ile birlikte firma değeri ve buna paralel olarak hisse senedi performanslarının arttığını göstermektedir.
- Kurumsal yönetim, firmanın markalaşma veya marka değerinin artması sürecinde etkili bir parametredir.
- Kurumsal yönetim ile birlikte etkin bir denetim mekanizması öngörüldüğünden, bu firmalar olası krizlere karşı daha dayanıklı olmakta; risk yönetimi mekanizması daha etkin çalışmaktadır.

3. Kurumsal Yönetim Endeksi

Sermaye Piyasası Kurulu'nun (SPK) 2003 yılında yayınladığı yönetim ilkeleri; kamuyu aydınlatma ve şeffaflık, menfaat sahipleri, pay sahipleri ve yönetim kurulu olarak dört ana başlıktan oluşmaktadır. Borsa İstanbul bünyesindeki hisse senedi endekslerinden biri olan BIST Kurumsal Yönetim Endeksi'nin (XKURY) başlangıç tarihi 31.08.2007'dir. Endeksin hesaplanmaya başladığı bu tarihte endeks kapsamında yer alan firmalar ise: Doğan Yayın Holding, Vestel Elektronik, Y&Y Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı, Tofaş ve Türk Traktör'dür.

Bu endeks, SPK'nın yayınlamış olduğu dört ana başlık için notu 10 puan üzerinden en az 6,5 ve kurumsal yönetim uyum notu 7 olan halka açık şirketlerin, hisse senedi performanslarının ölçülmesi amacıyla oluşturulmuştur. Bu derecelendirme, SPK tarafından görevlendirilmiş derecelendirme kuruluşlarının eliyle yapılmaktadır. Kuruluşlar, derecelendirme işlemini gerçekleştirirken başlıklar için aşağıdaki ağırlıkları kullanmaktadırlar;

- Yönetim Kurulu= %35,
- Pay Sahipleri= %25,
- Kamuyu Aydınlatma ve Şeffaflık=%25,
- Menfaat Sahipleri= %15.

Bu çalışmanın yapıldığı tarih itibariyle, endekse dahil olan 52 adet halka açık şirket mevcuttur. Bu firmaların en son hangi tarihte değerlendirmeye alındığı ve Kurumsal Yönetim derecelendirme notları EK-1'de yer alan tabloda gösterilmektedir. 2021 yılı itibariyle, 97,68 derecelendirme notu ile endekste en iyi kurumsal yönetime sahip firma Garanti Bankası A.Ş. iken en düşük not 80,46 ile İhlas Holding'e aittir. Sektörel olarak bakıldığında ise, 52 firmanın Yaklaşık %44'ü (23 adet) Hizmetler, %56'sı (29 adet) ise Sanayi sektöründe yer almaktadır. Hizmetler ana sektörünün alt kırılımın da ise firmaların %52'sinin (12 adet) bankacılık ve finans alt sektöründe yer aldığı görülmektedir.

4. Literatür Taraması

Çeşitli varlıkların performans göstergelerinin ölçüldüğü birçok çalışma olup, Kurumsal Yönetim Endeksi'nin performansını ölçen çalışmalar arasında Dağlı vd. (2010), Saldanlı (2012), Sakarya vd. (2017) ve Turnacıgil ve Doğukanlı (2018) yer almaktadır. Bu çalışmaya paralel olarak diğer çalışmalarda da Kurumsal Yönetim Endeksinin karşılaştırıldığı endekslere göre orta düzeyde performans gösterdiği sonucuna ulaşılmıştır. Kurumsal Yönetim Endeksi'nin orta düzeyde bir performans sergiliyor olmasının sebepleri arasında endekste yer alan firmaların aynı zamanda kıyaslama yapılan BIST Mali Endeks, BIST Hizmetler Endeksi, BIST Sınai Endeks, BIST Teknoloji Endeksi ve BIST30 endeksinde de yer alıyor olması gösterilebilir. Ancak, bu çalışmada Turnacıgil ve Doğukanlı'nın (2018) sonuçlarından farklı olarak; Kurumsal Yönetim Endeksi'nin, BIST 50 ve BIST30 Endeksinde göre performansının daha yüksek olduğu gözlemlenmiştir. Bu çalışmada diğer çalışmalardan farklı olarak risk ve getiri açısından değerlendirmeye hizmetler, sınai, mali

ve teknoloji endeksleri de dahil edilmiştir. Çeşitli varlıkların performans göstergelerini ölçen farklı çalışmalara ilişkin özetler aşağıdaki gibidir.

Korkmaz ve Uygurtürk (2007), Ocak 2004 – Haziran 2006 döneminde faaliyette bulunan 46 adet emeklilik fonunun tek ve çok değişkenli regresyon modelleri ile performans analizlerini yapmıştır. Açıklayıcı değişkenler olarak İMKB Ulusal 100 endeksi, Kurumsal Yatırımcı Yöneticileri Derneği (KYD) Tüm Bono endeksi ve KYD O/N Net Repo endeksi kullanılmıştır. Yapılan analiz sonuçlarına göre ise kamu borçlanma araçları fonları hariç diğer fon gruplarının tekli ve iki değişkenli regresyonunda benzer sonuçlar elde edilmiştir. Tek ve iki değişkenli analizlerin başarılı olduğu fonlar ise esnek, dengeli, hisse senedi, hisse senedi endeksi ve likit emeklilik fonlarıdır. Emeklilik fonları analiz yapılan dönem içerisinde portföyleri temsil ettiği endeksler karşısında azalan performans sergilemiş ve sürekliliği olan bir performans sergileyememiştir.

Teker vd. (2008), Türkiye’de yatırım fonlarının 01.01.2003 ile 31.12.2005 tarihleri arasında B tipi fon kategorisindeki likit, tahvil-bono ve değişken fonlar ile, A tipi fon kategorisindeki değişken fonlardan her bir türe ait beşer adet fon, toplamda ise yirmi adet fonun risk odaklı performans değerlemesi Sharpe, M^2 Ölçütü, Sortino, Treynor, T^2 Ölçütü, Jensen Alfa, Değerleme Oranı, Fama Ölçütü yöntemleri ile yapılmıştır. Performans değerlemesi yapılan 20 adet fonun 31.12.2005 tarihinde kendi türünde en yüksek toplam piyasa değerine sahip olan fonlar olduğu belirtilmiştir. Analiz sonucuna göre çalışmadaki performans değerlendirme derecesine göre tüm fonlar içinde en yüksek performansı İş Bankası B tipi Tahvil – Bono Fonu en düşük performansı ise İş Bankası B tipi Likit fonu sergilemiştir. Ham getirilere göre performans değerlendirildiğinde ise en iyi getiri Garanti A tipi Değişken fonunda olduğu görülmüştür. Çalışmada bir diğer dikkat çekilen nokta ise yüksek getiri dereceleri olan A tipi fonların, performans değerlendirme sisteminde aynı başarıyı göstermediğidir. Bu durumun ise A tipi değişken fonların daha fazla risk içerdiğinden dolayı kaynaklandığı ileri sürülmüştür. B tipi değişken fonların ise sahip oldukları riske göre daha fazla getiri sağladığı ileri sürülmüştür.

Arslan ve Arslan (2010), 02.01.2006 ile 05.02.2010 dönemini kapsayacak şekilde A tipi değişken fon, B tipi değişken fon, A tipi hisse senedi fonu ve A tipi borsa yatırım fonlarından üç farklı adet olmak üzere dört grup seçilmiş olan yatırım fonlarının performanslarının ölçümü için Sharpe oranı, M^2 ölçütü, Treynor endeksi, Jensen endeksi, Sortino oranı, T^2 oranı, Değerleme oranı ile seçilen döneme ilişkin durumun analizi için Tekli ve Kuadratik regresyon modelleri uygulanmıştır. Modellerinde risksiz faiz oranı olarak 180 gün vadeli DİBS günlük verileri ile piyasa getirisini temsilen İMKB 100 günlük endeks verileri kullanılmıştır. Yatırım fonlarının getirilerinde bu getirilere göre anlamlı bir farklılık olup olmadığı ise MANOVA testi ile test edilmiştir. Performans sonuçlarına göre yatırım fonlarının sıralamada birbirinden farklı sonuç sergilediği ve uyumlu olmadıkları tespit edilmiştir. Analiz sonuçlarına göre yatırım fonlarının yıllara göre getirileri DİBS ve İMKB 100’den farklılaşmış ve ex-ante tahmin edilebilirlik modelleme yöntemi de süreçleri tahmin etmekte sınırlı kalmıştır.

Dağlı vd. (2010), Türkiye’deki Kurumsal Yönetim Endeksini 2007 Eylül – 2009 Kasım dönemini baz alarak risk ve getiri açısından değerlendirmişlerdir. Performans değerlendirme

ölçütleri olarak Sharpe, Treynor ve Jensen ve Alfa yöntemleri kullanılmıştır. Analizlerinde İMKB Kurumsal Yönetim Endeksi, İMKB Ulusal-100 Endeksi, İMKB Ulusal-50 Endeksi, İMKB Ulusal-30 Endeksi, İMKB İkinci Ulusal Pazar Endeksi ve İMKB Yeni Ekonomi Pazarı Endeksleri için ayrı ayrı performans ölçümü yapılmış ve ona göre sıralamalar belirlenmiştir. Çalışmada piyasa portföyü olarak İMKB Ulusal-Tüm Endeksi baz alınmıştır. Analiz sonuçlarına göre tüm endekslerde Kurumsal Yönetim Endeksi de dahil olmak üzere risksiz finansal yatırımların, endekslere yatırım yapmaktan daha kazançlı olduğu sonucuna ulaşmış bunun sebebi olarak ise çalışılan dönemde yaşanan küresel kriz olduğu düşüncesi ileri sürülmüştür. Endekslerin piyasa portföyü ile ilişkilerini kıyaslayan beta kat sayılarına bakıldığında ise Kurumsal Yönetim Endeksi, İMKB Yeni Ekonomi Endeksi ve İMKB İkinci Ulusal Pazar Endeksi'nin daha az riskli olduğu, buna karşılık İMKB Ulusal-100 Endeksi, İMKB Ulusal-50 Endeksi ve İMKB Ulusal-30 Endeksi'nin ise daha riskli olduğu sonucuna varmışlardır. Performans endeks hesaplamalarına göre ise en başarılı endeksin İMKB Ulusal-30 Endeksi olduğu, İMKB Kurumsal Yönetim Endeksi'nin ise orta sıralamalarda yer aldığı görülmüştür.

Saldanlı (2012), 2007–2010 dönemleri arasında İstanbul Menkul Kıymetler Borsasındaki Ulusal 100, Ulusal 50, Ulusal 30 ve Kurumsal Yönetim Endeksi'nin performanslarını: Sharpe, Treynor, Jensen Alfa ve Sortino performans ölçüm teknikleri ile ölçümlenmiştir. Çalışmada risksiz faiz oranı olarak 6 aylık hazine bonosunun ortalama günlük faiz oranı alınmış, İMKB Ulusal 100 ise piyasa portföyü olarak kabul edilmiştir. Analiz sonuçlarına göre analiz dönemi içerisinde İMKB 100, İMKB 50, İMKB 30, İMKB Tüm ve Kurumsal Yönetim Endeksleri risksiz faiz oranının altında bir getiri sağlamış ve risk primleri negatif çıkmıştır. Beta katsayısına göre riskin ölçüldüğu çalışmada Kurumsal Yönetim Endeksi'nin beta değeri 1'den küçük değer aldığından diğer endekslere göre riski düşük görülmüştür. Performansı en yüksek olan endeks sıralaması ise İMKB 30, İMKB 50 ve İMKB 100 endeksi olmuş, Kurumsal Yönetim Endeksi diğer endekslere göre sonuncu sırada yer almıştır.

Seçme vd. (2016), Ocak 2011- Haziran 2015 tarihleri arasında Katılım 30 Endeksi ve BİST 100 Endeksi'nin getiri ve oynaklıklarını; Sharpe, M^2 Ölçütü, Treynor, T^2 Ölçütü, Jensen Alfa, Değerleme Oranı, GARCH, EGARCH yöntemleri ile ölçülmüştür. Analiz sonuçlarına göre BİST 100 Endeksi ve Katılım 30 Endeksi'nin negatif şoklara pozitif şoklardan daha fazla tepki verdiği ve BİST 100 Endeksi'nin oynaklığının daha yüksek olduğu sonucuna varmışlardır. Katılım 30 Endeksi'nin riski yüksek olduğundan performansının diğer performanslarla kıyaslandığında daha iyi olduğu sonucuna varılmıştır.

Sakarya vd. (2017), Ocak 2011 ile Aralık 2016 tarihleri arasında Kurumsal Yönetim Endeksi ve Katılım Endeksi 30 ile BİST 50 Endeksi'nin risk ve getirilerinin karşılaştırılması yapılmıştır. İncelenen döneme dair 7 alt dönem oluşturulmuş 4 azalan (ay) piyasası ve 3 artan (boğa) piyasası baz alınarak analiz dönemleri oluşturulmuştur. Risksiz faiz oranı olarak hazine bonusu faiz oranları alınırken karşılaştırma ölçütü olarak BİST 100 Endeksi alınmış ve performans ölçüm yöntemlerinden: Sharp oranı, Treynor oranı ve Jensen ölçütü yöntemi kullanılarak analiz yapılmıştır. Yapılan analizler sonucunda en iyi performansa sahip olan endeks olarak, Katılım 30 Endeksi belirlenmiştir. Sıralama yapıldığında ise en son sırada BİST 50 ve Kurumsal Yönetim Endeksi gelmektedir. Tüm dönemler için beta

katsayısı yani riski en düşük belirlenen endeks ise yine Katılım 30 Endeksi olmuştur. Katılım 30 Endeksi azalan piyasa dönemlerinde diğer endekslere göre daha az kayıp yani daha az negatif performans göstermiştir. Çalışma sonuçlarına göre Katılım 30 Endeksi'nin kıyaslama yapılan BİST 50 ve Kurumsal Yönetim Endeksine göre yatırımcılar için daha iyi getiriler sunduğu ve alternatif yatırım fırsatı sunduğu sonucuna varılmıştır.

Ünlü vd. (2017), 2014 yılında BIST 30 endeksinde Borsa İstanbul Kurumsal Yönetim Endeksi (XKURY) kapsamında olan ve olmayan 22 adet firmanın performansları değerlendirmiştir. Firmaların finansal performans ölçümünde, geleneksel performans ölçütleri olarak bilinen Öz Sermeye Karlılığı (ROE), Aktif Karlılığı (ROA), Satışların Karlılığı (ROS) ve Faaliyet Nakit Akımı/Varlık Toplamı (CF/TA) ile değere dayalı performans ölçütleri kapsamında yer alan; Piyasa Katma Değeri (MVA), Yatırımın Nakit Karlılığı (CFROI) ve Nakit Katma Değer (CVA) ölçütleri kullanılmıştır. Böylece çok sayıda kriterin dikkate alındığı problem yapısında firmaların performansı çok kriterli karar verme yaklaşımlarından biri olan TOPSIS yöntemi ile ölçülmüştür. TOPSIS yönteminde performans ölçütlerinin ağırlıklarının belirlenmesinde kriterler arasındaki korelasyon ilişkisini esas alan CRITIC objektif kriter ağırlıklandırma yöntemi kullanılmıştır. Firmaların performans değerlendirilmesiyle elde edilen sonuçları ile kurumsal yönetim endeksindeki durumları ilişkilendirilmeye çalışılmıştır. Sonuç olarak, kurumsal yönetim endeksinde yer alan ve olmayan BIST 30 firmaları arasında finansal performans ve hissedar değeri yaratma açısından bir farklılık olmadığı görülmüştür.

Turnacıgil ve Doğukanlı (2018), 2009-2016 yılları arasında BIST Kurumsal Yönetim Endeksi ile BIST 100 ve BIST 30 Endeksi'nin performanslarını, performans ölçütlerinden Sharpe, Treynor ve Jensen performans ölçütlerini kullanarak analiz etmişlerdir. Performanslar, ölçüm teknikleri ile değerlendirildiğinde Sharpe oranına göre en iyi performansın BIST 100 Endeksinde, en kötü performansın ise Kurumsal Yönetim Endeksinde olduğu sonucuna varılmıştır. Endekslerin treynor oranları ise birbirlerine çok yakın çıkmıştır. Jensen oranlarında ise en iyi performansın BIST100 endeksine en kötü performansın ise Kurumsal Yönetim Endeksine ait olduğu sonucu elde edilmiştir.

5. Yöntem ve Veri Seti

Bu bölümde analizde kullanılan veri setleri kısaca tanıtılacak ve serilerin tanımlayıcı istatistiklerine yer verilecektir. Etik kurul izni ve/veya yasal/özel izin alınmasına gerek olmayan bu çalışmada araştırma ve yayın etiğine uyulmuştur.

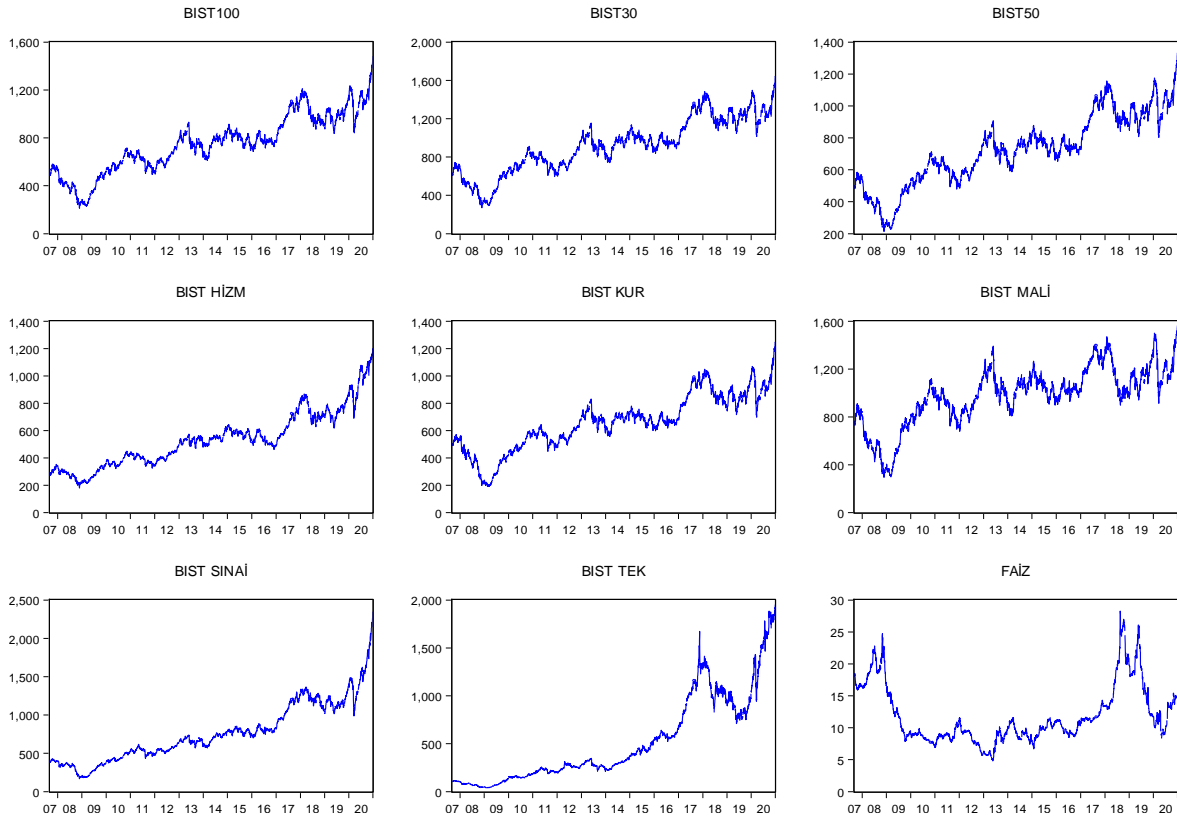
5.1. Analizde Kullanılan Veri Seti

Çalışmamızda 31.08.2007-31.12.2020 dönemi; BIST100, BIST50, BIST30, BIST Hizmetler, BIST Mali, BIST Sınai, BIST Teknoloji, BIST Kurumsal Yönetim Endeksleri ve 2 yıllık gösterge tahvil faizi günlük verileri ile kullanılmıştır. Risksiz faiz oranı olarak 2 yıllık gösterge tahvil faizinin seçilmesinin nedeni ise piyasada en çok işlem gören ve diğer faiz oranlarını da etkileyen gösterge faiz olmasıdır. Veriler, Bloomberg ve TCMB EVDS veri

tabanından elde edilmiştir. Her seriye ait ham verilerin yer aldığı 3.351 adet zaman serisi verisi, Şekil 1'de grafiksel olarak gösterilmektedir. İncelenen dönemde tüm serilerde deterministik ve stokastik trendin etkileri açıkça görülmektedir. Bununla birlikte seriler, konjonktürel ve tesadüfi dalgalanmaları da bünyesinde barındırmaktadır.

Değerlendirmede Kurumsal Yönetim Endeksi ile diğer endeksler arasında performansın ölümü için; Sharpe oranı, M^2 lt, Treynor Endeksi, T^2 lt, Jensen Alfa endeksi kullanılmıştır. Performansları llen her bir endeks, hesaplanan performans sonuçlarına göre kendi aralarında performans sıralamasına tabi tutulmuştur.

Pazar portföyü olarak diğer endekslere göre daha geniş kapsamlı olduğu düşünüldüğünden BIST 100 endeksi tercih edilmiştir. Etik kurul izni ve/veya yasal/özel izin alınmasına gerek olmayan bu çalışmada araştırma ve yayın etiğine uyulmuştur.



Şekil 1. Endeksler ve 2 Yıllık Gösterge Faizin Zaman Serisi Grafikleri

5.2. Serilerin Tanımlayıcı İstatistikleri

Aşağıdaki tabloda tüm serilere ait tanımlayıcı istatistiklere yer verilmiştir. Jarque-Bera istatistikleri incelendiğinde Kurumsal Yönetim Endeksi dahil tüm değişkenlerin normal bir dağılıma sahip olmadığı anlaşılmaktadır.

Tablo 1. Serilerin Tanımlayıcı İstatistikleri

Değ/İst	BIST100	BIST30	BIST50	BISTH	BISTKUR	BISTMAL	BISTSAN	BISTTEK	2 YILLIK FAİZ
Ortalama	751,8876	920,8487	724,7836	534,8300	659,7382	979,3671	767,1413	519,7540	11,89253
Medyan	759,6000	930,9600	729,4200	525,9544	668,2300	1012,608	709,3219	304,6005	10,29000
Maksimum	1479,910	1642,490	1332,780	1198,620	1247,620	1565,130	2343,480	1953,420	28,27000
Minimum	212,2800	270,6200	213,0400	179,3593	191,3200	293,5558	168,4578	40,45840	4,790000
St. Sapma	240,7426	283,4355	221,5998	202,7437	203,8547	244,8191	382,1736	453,4748	4,526897
Çarpıklık	0,018605	-0,0994	-0,07209	0,694365	-0,10009	-0,62965	-0,861838	1,101481	1,180788
Basıklık	2,583441	2,392734	2,509307	3,207605	2,693384	3,357416	3,669475	3,298512	3,735195
Jarque-Bera	24,40673	56,97422	36,49979	275,1306	18,71083	239,1184	477,1291	689,6365	853,6541
Olasılık	0,000005	0,000000	0,000000	0,000000	0,000086	0,000000	0,000000	0,000000	0,000000

5.3. Serilere İlişkin Getiriler

Finansal varlıklar risk ve getiri özelliklerine göre değerlendirilir. Söz konusu iki özellik analistlerin finansal varlıkları değerlendirmesinde yardımcı olmaktadır. Analizde kullanılan getiriler aşağıdaki şekilde hesaplanmıştır.

$$R_t = \frac{P_t - P_{t-1}}{P_{t-1}} \quad (1)$$

R_t = varlığın t günündeki günlük getirisi

P_t = varlığın t günündeki gün sonu değeri

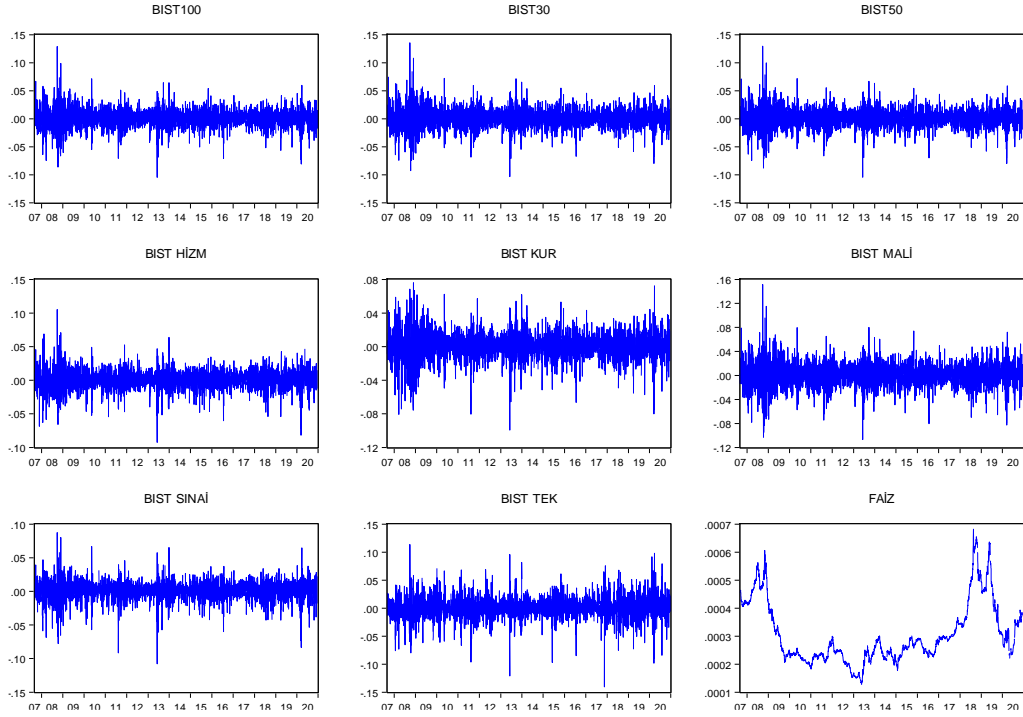
P_{t-1} = varlığın t-1 günündeki gün sonu değeri

Çalışmanın yapıldığı döneme ilişkin serilere ilişkin getireler yukarıdaki formül yardımıyla ham verilerden hesaplanmış getiriler zaman serisi grafikleri, tanımlayıcı istatistikler ve dağılım grafikleri aşağıda gösterilmektedir. Tablo ve grafiklerden de anlaşılacağı üzere iki yıllık tahvil faiz verisi dahil tüm endeks getiri serileri normal dağılım özelliği sergilememektedir.

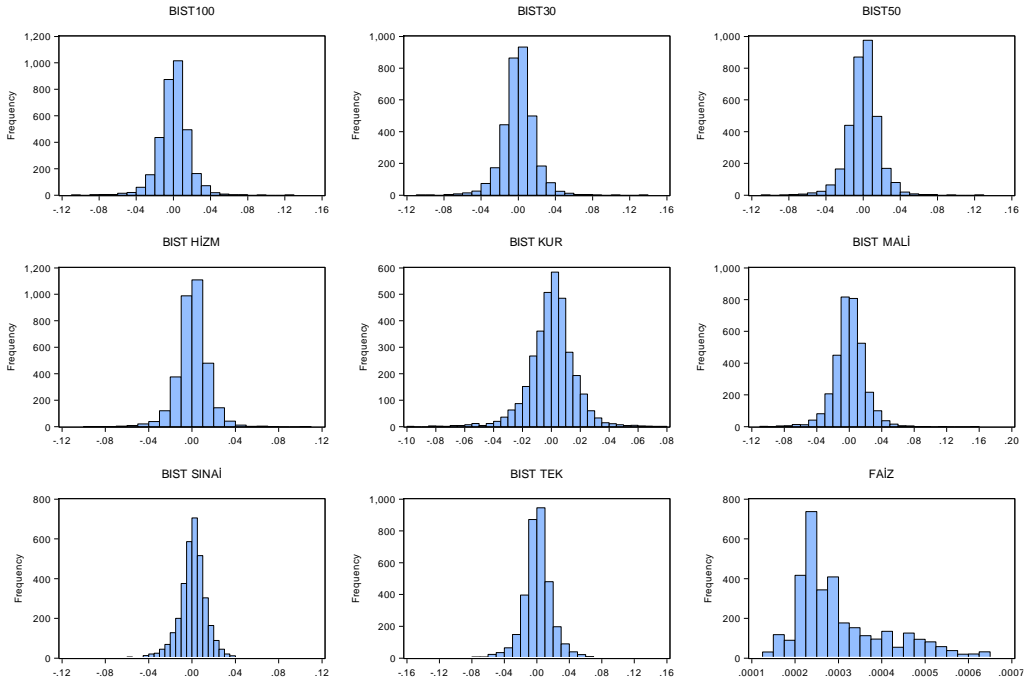
En yüksek standart sapmaya sahip seri BIST Mali Endeksi olmakla birlikte ikinci sırada BIST Teknoloji Endeksi yer almaktadır. En düşük riske sahip endeks ise BIST Hizmet Endeksi olarak görülmektedir. Ortalama getirilere bakıldığında ise BIST Teknoloji Endeksi ilk sırada, BIST Mali Endeksi ise son sırada yer almaktadır.

Tablo 2. Serilerin Tanımlayıcı İstatistikleri

Değ/İst	BIST100	BIST30	BIST50	BISTH	BISTKUR	BISTMAL	BISTSAN	BISTTEK	2 YILLIK TAHVİL FAİZİ
Ortalama	0,000450	0,000429	0,000426	0,000526	0,000395	0,000399	0,000628	0,001046	0,000305
Medyan	0,000884	0,000615	0,000769	0,000914	0,001065	0,000459	0,001357	0,001121	0,000268
Maksimum	0,128942	0,135728	0,129525	0,105108	0,075975	0,151674	0,087494	0,113581	0,000682
Minimum	-0,104733	-0,103281	-0,104463	-0,092437	-0,099371	-0,106802	-0,107751	-0,140597	0,000000
St. Sapma	0,015980	0,017045	0,016399	0,013848	0,015599	0,019122	0,013627	0,018590	0,000109
Çarpıklık	-0,185067	-0,029073	-0,116951	-0,279652	-0,451769	-0,039076	-0,714189	-0,323755	1,080467
Basıklık	7,493982	7,110758	7,132525	7,331710	6,539220	6,860811	8,740228	8,047442	3,544200
Jarque-Bera	2838,978	2359,901	2392,121	2663,561	1862,941	2082,083	4885,546	3615,720	693,3479
Olasılık	0,000000	0,000000	0,000000	0,000000	0,000000	0,000000	0,000000	0,000000	0,000000



Şekil 2. Endeksler ve İki Yıllık Tahvil Faizinin Zaman Serisi Grafikleri



Şekil 3. Serilerin Dağılımı

5.4. Risk Ölçümü

Portföy performansları değerlendirilirken ilk yapılması gereken husus, söz konusu portföyün getirilerinin riske göre düzeltilmesidir. Bu bölümde çalışmada risk ölçütü olarak kullanılacak yöntemler olan standart sapma ve pazar betası özetlenecektir.

5.4.1. Varyans ve Standart Sapma

Varyans ve standart sapma, bir ana kütlelin yayılım (değişim) ölçütlerindedir. Bu iki ölçüt, aritmetik ortalamaya göre ana kütlede bulunan birimlerin birbirlerinden ne kadar farklı değerler alabildiklerini göstermektedir. Bu sebep ile analistler, varyans ve standart sapmayı bir risk ölçütü olarak kullanmaktadır. Varyans ve standart sapma aşağıdaki şekilde ifade edilmektedir (Rao ve Ravindran, 2002: 5).

$$Var(R) = \sigma_R^2 = \frac{\sum_{t=1}^T (R_t - \bar{R})^2}{T} \quad (2)$$

$$Standart Sapma (R) = \sigma_R = \sqrt{\sigma_R^2} \quad (3)$$

$R_t = t$ dönemindeki getiri

$\bar{R} = \mu = T$ dönemindeki aritmetik ortalama ile bulunan getiri

Bir finansal varlığın varyansı'nın ve standart sapmasının yüksek olması getirilerin ortalama etrafında geniş bir aralıkta dağıldığını; düşük olması ise getirilerin ortalama etrafında dar bir aralıkta dağıldığını göstermektedir. Bu sebeple, varyansın ve standart sapmanın düşük olması risksiz bir yatırımı, yüksek olması ise riskli bir yatırımı işaret etmektedir. Belirli bir örneklemeden elde edilen getirinin varyans ve standart sapması ise aşağıdaki şekilde ifade edilmektedir (Rao ve Ravindran, 2002: 5-6).

$$Var(R) = S_R^2 = \frac{\sum_{t=1}^T (R_t - \bar{R})^2}{T-1} \quad (4)$$

$$Standart Sapma (R) = S_R = \frac{\sum_{t=1}^T (R_t - \bar{R})^2}{T-1} \quad (5)$$

5.4.2. Beta Katsayısı

Varlığın pazar riskinin bir ölçüsü olan Beta Katsayısı, hisse senedinin endekse karşı duyarlılığını (volatilite) göstermektedir (Teker vd., 2008: 92).

Aşağıdaki formüle ile ifade edilmektedir;

$$\beta = \frac{Cov(R_m, R_p)}{Var(R_m)} \quad (6)$$

Yukarıdaki formülde Cov, portföy ve piyasa getirisi arasındaki kovaryansı ifade ederken, Var ise piyasa getirisinin varyansını ifade etmektedir.

5.5. Performans Ölçütleri

Çalışmada endekslerin performansının ölçülmesi amacıyla aşağıda sunulan analiz yöntemleri kullanılmıştır.

5.5.1. Sharpe Oranı

Sharpe oranı, portföyü elinde bulundururken yatırımcının aldığı toplam riskine karşılık olarak, risksiz faiz oranı üzerinden talep ettiği ekstra getiriyi ifade etmektedir. Portföyün getirisi ile risksiz faiz oranı arasındaki farkın portföy riskine bölünmesiyle elde edilmektedir. Sharpe oranının yüksek olması yatırımın performansının aldığı riske karşı iyi

olduğunu, düşük olması ise performansının başarısız olduğunu göstermektedir. Sharpe oranının hesaplanmasında kullanılan formül şu şekildedir (Saldanlı, 2012: 148).

$$S = \frac{R_p - R_f}{\sigma_p} \quad (7)$$

R_p = Portföyün getirisi

R_f = Risksiz faiz oranının getirisi

σ_p = Portföyün standart sapması

5.5.2. M^2 Ölçütü

M^2 performans ölçütünde Sharpe oranında olduğu gibi, toplam risk veya standart sapma risk ölçütü olarak kullanılmaktadır. M^2 performans ölçütü, Sharpe oranının pazar riskiyle çarpılarak elde edilen değerden pazar getirisi ile risksiz faiz oranı arasındaki farkın çıkarılması yoluyla elde edilmektedir (Teker vd., 2008: 93).

Çalışmamızda düzeltilmiş getiriye göre M^2 ölçütü hesaplanmaktadır.

$$M^2 = \left[\frac{R_p - R_f}{\sigma_p} \right] \sigma_m - [R_m - R_f] \quad (8)$$

σ_m = Pazar portföyünün standart sapması

R_m = Pazar portföyünün getirisi

5.5.3. Treynor Oranı

Treynor çeşitlendirilen bir portföyün yatırım riskini, genel pazar dalgalanmaları ve portföyde tutulan belirli menkul kıymetlerde görülen dalgalanmalar olmak üzere iki kısma ayırmıştır (Sharpe, 1966: 127).

Treynor, birinci risk için ortadan kaldırılamayan ve tüm hisse senetleri için geçerli olduğunu ileri sürerken, ikinci riskin uygun şekilde yapılacak bir portföy çeşitlendirilmesiyle ortadan kaldırılabileceğini ileri sürmüştür. Treynor'a göre tatmin edici performans ölçütünün sağlanması için, ilk olarak portföyün beklenen getirisiyle uygun bir pazar getiri oranı arasında ilişkinin kurulması beklenmektedir (Yıldız, 2005: 189).

Treynor oranı; portföyün getirisi ile risksiz faiz oranı arasındaki farkın portföyün betasına bölünmesiyle elde edilmektedir (Dağlı vd., 2010: 27).

Treynor oranının hesaplanmasında kullanılan formül aşağıdaki gibidir.

$$T = \frac{R_p - R_f}{\beta_p} \quad (9)$$

β_p = Portföyün betası

5.5.4. T² Ölçütü

Treynor oranını yüzde getiri şekline çeviren bu yöntem; M2 yönteminde olduğu gibi değerlendirilen portföyün getirisine, risksiz faiz oranı getirisinin eklendiğini varsayarak risk düzeltmesi yapar. Pazar getirisi ile risksiz faiz oranı arasındaki farkın çıkarılması yoluyla elde edilmektedir (Tekler vd., 2008: 95).

$$T^2 = \left[\frac{R_p - R_f}{\beta_p} \right] - [R_m - R_f] \quad (10)$$

5.5.5. Jensen (Alfa) Ölçütü

Bu ölçüt, portföyün pazar doğrusundan sapmasını ölçmektedir. Genel bir yatırım fonu performans ölçütü olan Jensen, lineer bir beta fiyatlama modelinden geliştirilmiştir (Kuosmanen, 2005: 71).

Jensen endeksi portföyün performansını tek bir değerle ölçmektedir. Bu endeks ise hisse getirileri ile pazar getirileri arasında kurulan regresyon denkleminin sabit terimi olan alfa katsayısıdır. Alfa katsayısının pozitif olması portföyün performansının iyi olduğunu, alfa katsayısının negatif olması portföy performansının kötü olduğunu ifade etmektedir. Diğer bir deyişle negatif alfa kat sayısı bize riske göre düzeltilmiş düşük performansı gösterirken, pozitif alfa katsayısı riske göre düzeltilmiş yüksek performansı ifade etmektedir (Korkmaz ve Uygurtürk, 2007: 72).

$$\alpha_p = R_p - [R_f + \beta_p(R_m - R_f)] \quad (11)$$

α_p = Jensen alfa değeri

5.6. Bulgular

31.08.2007-31.12.2020 dönemi için gerçekleştirilen analiz sonuçlarının özeti aşağıdaki tabloda verilmektedir. Tüm performans ölçütlerine göre endekslerin sıra numaraları alt satırlarında verilmiştir. Skalada, 1 değeri en iyi; 7 değeri ise en kötü performansı işaret etmektedir.

Tablo 3. Performans Ölçütü Sonuçları

	BIST100	BIST50	BIST30	BIST HİZM	BIST MALİ	BIST SINAI	BIST TEK	BIST KUR
ORTALAMA	0,000501	0,000470	0,000466	0,000535	0,000416	0,000753	0,001191	0,000512
ST SAPMA	0,014293	0,014615	0,015101	0,012641	0,017072	0,012533	0,018292	0,013954
BETA	0,999646	1,020706	1,050863	0,757821	1,159667	0,785315	0,850123	0,932238
SHARPE	0,015093	0,012675	0,011995	0,019814	0,007679	0,037324	0,049546	0,016300
Sıra No	-	5	6	3	7	2	1	4
TREYNOR	0,000216	0,000181	0,000172	0,000331	0,000113	0,000596	0,001066	0,000244
Sıra No	-	5	6	3	7	2	1	4
M2 ÖLÇÜTÜ	0,000000	-0,000035	-0,000044	0,000067	-0,000106	0,000318	0,000492	0,000017
Sıra No	-	5	6	3	7	2	1	4
T2 ÖLÇÜTÜ	0,000000	-0,000034	-0,000043	0,000115	-0,000103	0,000380	0,000850	0,000028
Sıra No	-	5	6	3	7	2	1	4
JENSEN	0,000000	-0,000035	-0,000046	0,000087	-0,000119	0,000298	0,000723	0,000026
Sıra No	-	5	6	3	7	2	1	4

Tablo 3 incelendiğinde endeksler arası sıralamaların hiçbir performans ölçütüne göre değişmediği görülmektedir. Tüm ölçütlere göre en iyi performansı BIST Teknoloji Endeksi sergilerken, en kötü performansı BIST Mali Endeksi sergilemiştir. Kurumsal Yönetim Endeksi'nin tüm ölçütlere göre performans değerlemesi yapılan diğer tüm endeksler arasında 4. sırada yer aldığı görülmektedir. Kurumsal Yönetim Endeksi, diğer endeksler ile kıyaslandığından tüm performans ölçütlerinde ortalama bir performans sergileyerek aynı sıralamada kalmıştır. Bununla birlikte portföyün risk düzeylerini işaret eden endekslerin standart sapmalarına bakıldığında en yüksek risk düzeyinin BIST Teknoloji Endeksine ait olduğu ve Kurumsal Yönetim Endeksi'nin ise risklilik açısından beşinci sırada yer aldığı görülmektedir. En düşük risk barındıran endeks ise BIST Sınai Endeksi olmuştur.

6. Sonuç

31.08.2007-31.12.2020 dönemi Türkiye'deki Kurumsal Yönetim Endeksi'nin risk ve getirileri açısından çalışma kapsamındaki BIST50, BIST30, BIST Hizmetler, BIST Mali, BIST Sınai ve BIST Teknoloji Endeksi ile birlikte performansının değerlendirilmesi amacıyla, endekslerin günlük verilerek kullanılarak performans ölçümleri yapılmıştır. Kurumsal Yönetim Endeksinde, çalışmanın yapıldığı 31.12.2020 tarihi itibarıyla 52 adet firma yer almaktadır. Analiz kapsamında kullanılan performans ölçütleri ise Sharpe oranı, M² Ölçütü, Treynor Endeksi, T² Ölçütü ve Jensen Alfa endeksi olarak belirlenmiştir. Her bir endeks için hesaplanan performans değerleri kendi aralarında performans sıralamasına tabi tutulmuştur. Çalışmamızda, Kurumsal Yönetim Endeksi ile performans değerlendirilmesine dahil edilen endeksler diğer çalışmalardan farklı olarak; sınai, mali ve teknoloji endeksleri olmuştur. Analiz döneminin başlangıcı olarak ise Kurumsal Yönetim Endeksi'nin başlama tarihi olan 31.08.2007 baz alınarak, analizdeki çalışma süresi uzun tutulmuştur.

Yapılan analizlerde performans ölçütlerinin genelinde Kurumsal Yönetim Endeksi'nin pozitif değer aldığı ve söz konusu dönemde diğer endekslere kıyasla ortalama bir

performans sergilediği görülmektedir. Performans ltlerinin negatif değer aliyor olması kötü performansın bir göstergesidir. Bu nedenle yapılan analizlerde performans ölçütlerinin pozitif değer alması beklenmektedir. Kurumsal Yönetim Endeksi, tüm performans ölçütlerinde yapılan sıralamalar da 4. sırada yer almıştır. ıkan sonuçlar Sakarya vd. (2017) ve Dağlı vd. (2010) ile benzerlik gösterirken, Turnacıgil ve Doğukanlı (2018) analiz sonuçlarına göre farklılık göstermektedir. Performans sıralamalarına bakıldığında ise sıralama diğer çalışmalardan farklı sonuçlar vermektedir. Bunun nedeni ise çalışmaya dahil edilen endekslerin diğer çalışmalarda yer almayan endekslerinden oluşuyor olmasıdır. İncelenen dönemde en yüksek performans BIST Teknoloji Endeksinde aittir. Bu endeksi, BIST Sınai Endeksi izlemektedir. Kurumsal Yönetim Endeksinde olduğu gibi diğer endekslerde de endeksler arasında sıralama tüm performans ölçütlerinde aynı sonuçları vererek kendi içinde tutarlılık göstermektedir.

Kurumsal Yönetim Endeksi, Tablo 2’de görüldüğü üzere risksiz faiz oranı olarak baz aldığımız 2 yıllık tahvil faizine göre daha yüksek bir getiri sağlayabilmiştir. Dağlı vd. (2010) yapmış olduğu çalışmada ise risksiz finansal yatırımların endekslere yatırım yapmaktan daha kazançlı olduğu ileri sürülmüştü.

Endekslerin riski, portföyün risk düzeylerini işaret eden standart sapmalarına bakılarak analiz edilmiştir. En yüksek risk ve getiri düzeyinin BIST Teknoloji Endeksi’ne ait olduğu, Kurumsal Yönetim Endeksi’nin ise risklilik açısından 5. sırada yer aldığı görülmektedir. Bilindiği üzere beklenen getiri ile risk arasında pozitif bir ilişki mevcuttur. Bunun anlamı, yüksek risk almadan yüksek getiri elde etmenin mümkün olmadığıdır (Aksyek ve Yalçıner, 2014: 385). BIST Teknoloji Endeksi’nin risk ve getiri açısından bu teoriye ile uyum sağladığı görülürken BIST Mali ve BIST Sınai Endeksi’nin risk ve getiri oranlarına bakıldığında ise teoriye ters düştüğü görülmektedir. BIST Mali Endeksi, performans sıralamasında getiri olarak en son sırada yer alırken risk düzeyi açısından en yüksek 2. standart sapma oranına (0.017072) sahiptir. BIST Sınai Endeksi ise performans ltleri sıralamasında ikinci sıra ile en iyi getiri sağlayan endeks olarak yer alırken, risk düzeyine bakıldığında ise 0.012533 standart sapma oranıyla en düşük risklilik seviyesine sahip endeks olarak görülmektedir. Düşük risk ile yüksek getiri sağlamıştır.

Her bir endeksin piyasa portföyü ile ilişkilerini ortaya koyan beta (β_p) katsayılarına bakıldığında ise BIST50, BIST30, BIST Mali Endeksi haricinde diğer endekslerin betalarının sıfırdan büyük ve birden küçük değerler aldığı görülmektedir. Yani betası 1,0’dan küçük olan BIST Hizmetler, BIST Sınai ve BIST Kurumsal Endeksi’nde, piyasa portföyü getirisinde (BIST100’de) bir birimlik değişim yaşanması halinde bu endekslerin getirilerinde bir birimden daha az değişikliğe yol atığından bu endekslerde yer alan firmalara yatırım yapmanın daha az riskli olduğu söylenebilir. Buna karşın BIST50, BIST30, BIST Mali Endeksi’nin beta katsayılarının 1,0’dan büyük olduğu görülmektedir. Piyasa portföyü getirisinde yani BIST 100’de bir birimlik değişim karşısın da bu endekslerin getirilerinde bir birimden daha fazla yani katsayıları kadar değişikliğe yol açacağından bu endeksler kapsamındaki şirketlere yatırım yapmanın daha riskli olduğu sonucuna varılabilir.

Bu çalışmada elde edilen sonuçlara göre Kurumsal Yönetim Endeksi performans getirisinin diğer endekslere göre daha yüksek olmadığıdır. Literatürde Kurumsal Yönetim Endeksi ile portföy performansını arasında pozitif bir ilişkinin var olduğu ve kurumsal

yönetim ilkeleri ile yönetilen firmaların finansal başarılarının yüksek olması dolayısıyla finansal performanslarının da iyi olması beklentisinin yapılan analiz sonucunda istenilen düzeyde olmadığı sonucuna varılmıştır. Çalışmada BIST Kurumsal Yönetim Endeksi'nin sergilemiş olduğu performans orta düzeyde bir performans olmuştur. İstenilen düzeyde olmamasının nedeni olarak; ülkemizde kurumsal yönetim kavramının yatırımcılar arasında pek yerleşmemiş olması, yatırımcı tercihlerinin zaman içerisinde değişiklik gösteriyor olması, ülkenin içerisinde bulunduğu ekonomik koşulların sıklıkla değiştiğinden zaman içerisinde portföylerin ekonomik koşullarla birlikte sıkça değiştirilmesi düşünülebilir. Bununla birlikte ülkemizde hisse senedi piyasasında işlem yapan yatırımcıların daha yüksek risk-getiri algısıyla hareket ederek, BIST Kurumsal Yönetim Endeksinden ziyade daha çok getiri beklentisiyle riski daha yüksek endekslere yöneliyor olması bir diğer sebep olarak düşünülebilir.

Araştırmacıların Katkı Oranı Beyanı

Yazarlar, makaleye katkı oranlarının yazar sıralamasına göre sırasıyla %46, %27 ve %27 olduğunu beyan eder.

Araştırmacıların Çıkar Çatışması Beyanı

Bu çalışmada herhangi bir potansiyel çıkar çatışması bulunmamaktadır.

Kaynakça

- Aktan, C. (2013). Kurumsal şirket yönetimi. *Organizasyon ve Yönetim Bilimleri Dergisi*, 5(1): 150-161.
- Aksyeyek, İ. ve Yalçın, K. (2014). *Çözümlü problemleriyle finansal yönetim*. İstanbul: İstanbul Bilgi Üniversitesi Yayınları.
- Arslan, M. ve Arslan, S. (2010). Yatırım fonu performans ölçütleri, regresyon analizleri ve Manova yöntemine göre A, B ve borsa yatırım fonları karşılaştırma analizi. *İşletme Araştırmaları Dergisi*, 2(2): 3-20.
- Dağlı, H., Ayaydın, H. ve Eyüboğlu, K. (2010). Kurumsal yönetim endeksi performans değerlendirmesi: Türkiye örneği. *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, 48: 18-31.
- Jensen, M.C. (1968). The performance of mutual funds in the period 1945-1964. *The Journal of Finance*, 23(2): 389-416.
- Kuosmanen, T. (2005). Performance measurement and best-practice benchmarking of mutual funds: Combining stochastic dominance criteria with data envelopment analysis. *Journal of Productivity Analysis*, 28: 71-86.
- Korkmaz, T. ve Uygurtürk, H. (2007). Türkiye'deki emeklilik fonlarının performans ölçümü ve fon yöneticilerinin zamanlama yeteneği. *Akdeniz İ.İ.B.F Dergisi* 14: 66-93.
- OECD (2004). *OECD Principles of corporate governance*. Retrieved from <https://www.oecd.org/corporate/ca/corporategovernanceprinciples/31557724.pdf>
- Özek, P. (2014). Yatırım fonu performansının portföy bilgileri ile ilişkili olarak analiz edilmesi. *Celal Bayar Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, 12(2): 42-55.
- Saldanlı, A. (2012). Kurumsal yönetim endeks performansının analizi. *Ekonomik ve Sosyal Araştırmalar Dergisi*, 8(8): 137-154.
- Sakarya, ř., Yıldırım, H. ve Yavuz, M. (2018). Kurumsal Yönetim Endeksi ve Katılım 30 Endeksi ile BİST 50 Endeksi'nin performanslarının değerlendirilmesi. *Süleyman Demirel Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 23(2): 439-454.
- Sharpe, W.F. (1966). Mutual fund performance. *Journal of Business*, 39: 119-138.
- Seçme, O., Aksoy, M. ve Uysal, Ö. (2016). Katılım endeksi getiri, performans ve oynaklığının karşılaştırma analizi. *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, 72: 107-128.
- Musteen, M., Datta D.K. and Hermann, P. (2009). Ownership structure and CEO compensation: Implications for the coice foreign market entry modes. *Journal of International Business Studies*, 40: 321-338.
- Teker, S., Karakurum, E. ve Tav, O. (2011). Yatırım fonlarının risk odaklı performans değerlemesi. *Doğuş Üniversitesi Dergisi*, 9(1): 89-105.
- SPK (2005). *Kurumsal yönetim ilkeleri*. Erişim adresi: www.spk.gov.tr
- SPL (2018), Kurumsal yönetim çalışma notları. Erişim adresi: <https://www.spl.com.tr/icerik/sinav-calisma-notlari>
- Treynor, J.L. (1965). How to rate management of investment funds. *Harvard Business Review*, 43(1): 63-75.
- Ünlü, U., Yalçın, N. ve Yağlı, İ. (2017). Kurumsal yönetim ve firma performansı: TOPSIS yöntemi ile BIST 30 firmaları üzerine bir uygulama. *Dokuz Eylül Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 19(1): 63-81.
- Teker S., Karakurum, E. ve Tav, O. (2008). Yatırım fonlarının risk odaklı performans değerlemesi. *Doğuş Üniversitesi Dergisi*, 9(1): 89-105.

- Turnacıgil, S. ve Doğukanlı, H. (2018). Kurumsal yönetim uygulamalarının Türkiye'deki gelişimi ve BIST kurumsal yönetim endeks performansının incelenmesi. *Toros Üniversitesi İİSBF Sosyal Bilimler Dergisi*, 5(9): 391-406.
- Rao, S.N. ve Ravindran, M. (2002). Performance evaluation of Indian mutual funds. <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.433100>
- Yıldız, A. (2005). A tipi yatırım fonları performanslarının İMKB ve fon endeksi bazında değerlendirilmesi. *Muğla Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 14: 185-202.

Ek 1. 31.12.2020 İtibariyle XKURY Endeksine Dahil Olan Firmalar ve Notları

Sıra No	Firma İsmi	Son Derecelendirme Tarihi	Derecelendirme Notu	Derecelendirme Yapan Kurum
1	Vestel Elektronik	19.02.2021	96,34	SAHA
2	Tofaş Türk Otomobil Fab. A.Ş.	2.11.2020	92,59	SAHA
3	Türk Traktör ve Ziraat Mak. A.Ş.	30.09.2020	93,86	SAHA
4	Hürriyet	21.09.2020	92,91	SAHA
5	Tüpraş Türkiye Petrol Raf. A.Ş.	2.10.2020	95,78	SAHA
6	Otokar Otom. Ve Savunma San. A.Ş.	23.03.2020	94,67	SAHA
7	Anadolu Efes Birac. Ve Malt San. A.Ş.	15.05.2020	95,85	SAHA
8	Yapı ve Kredi Bankası A. Ş	28.12.2020	96,17	SAHA
9	Şekerbank	25.01.2021	94,31	SAHA
10	Coca Cola İçecek A.Ş.	2.07.2020	94,59	SAHA
11	Arçelik A.Ş.	17.07.2020	96,02	SAHA
12	TAV Havalimanları Holding A.Ş.	14.08.2018	96,67	SAHA
13	Türkiye Sinai Kalk. Bankası A.Ş.	19.10.2020	95,64	SAHA
14	Doğan Şirketler Grubu Holding A.Ş.	5.11.2020	95,1	SAHA
15	Logo Yazılım Sanayi ve Ticaret A.Ş.	17.12.2020	92,18	SAHA
16	İş Finansal Kiralama A.Ş.	29.12.2020	92,13	SAHA
17	Türk Telekomünikasyon A.Ş.	14.12.2020	94,03	SAHA
18	Türk Prysmian Kablo ve Sistemleri	4.12.2020	94,03	SAHA
19	Turcas Petrol A.Ş.	26.02.2021	96,1	Kobirate
20	Park Elektrik A.Ş.	5.06.2020	90,19	SAHA
21	Aygaz A.Ş.	22.06.2020	94,17	SAHA
22	Albaraka Türk Katılım Bankası A.Ş.	5.06.2020	90,91	NIS Rating
23	AG Anadolu Grubu	9.07.2020	95,62	SAHA
24	İhlas Holding	29.07.2020	80,46	JCR Euroasia Rating
25	İhlas Ev Aletleri İml. San. ve Tic. A.Ş.	29.07.2020	85,36	JCR Euroasia Rating
26	Doğuş Otomotiv	17.12.2020	96,73	Kobirate

Ek 1. Devamı

Sıra No	Firma İsmi	Son Derecelendirme Tarihi	Derecelendirme Notu	Derecelendirme Yapan Kurum
27	Pınar Süt Mamulleri Sanayi A.Ş.	18.11.2020	93,28	SAHA
28	Türkiye Halk Bankası A.Ş.	16.07.2020	94,34	JCR Euroasia Rating
29	Global Yatırım Holding A.Ş.	23.11.2020	91,2	Kobirate
30	Garanti Faktoring Hizmetleri A.Ş.	17.08.2020	94,4	Kobirate
31	ENKA İnşaat ve Sanayi A.Ş.	4.11.2020	92,8	SAHA
32	Pınar Entegre Et ve Un Sanayi A.Ş.	19.11.2020	93,56	SAHA
33	Aselsan Elektronik Ticaret A.Ş.	11.12.2020	92,94	SAHA
34	Creditwest Faktoring A.Ş.	12.06.2020	88,11	JCR Euroasia Rating
35	Pınar Su Sanayi ve Ticaret A.Ş.	20.11.2020	95,3	Kobirate
36	Pegasus Hava Taşımacılığı A.Ş.	19.08.2020	96,3	Kobirate
37	AKSA Akrilik Kimya Sanayi A.Ş.	20.07.2020	97,22	SAHA
38	Akiş Gayr. Yatırım Ortaklığı A.Ş.	23.11.2018	96,29	SAHA
39	Türkiye Garanti Bankası A.Ş.	10.12.2020	97,68	JCR Euroasia Rating
40	Türkiye Şişe ve Cam Fab. A.Ş.	16.12.2020	95,38	SAHA
41	Lider Faktoring	7.08.2020	91,41	SAHA
42	Doğuş Gayr. Yatırım Ortaklığı A.Ş.	1.06.2020	93,4	Kobirate
43	Ereğli Demir ve Çelik Fab. T.A.Ş.	24.07.2020	95,23	Kobirate
44	Anadolu Sigorta	9.11.2020	95,53	SAHA
45	Migros	28.12.2020	96,69	SAHA
46	Akmerkez GYO	7.12.2020	94,42	SAHA
47	Halk Gayr. Yatırım Ortaklığı A.Ş.	30.11.2020	92,91	SAHA
48	TAT Gıda	28.12.2020	95,05	SAHA
49	Batıçim	29.07.2020	87,97	Kobirate
50	Enerjisa	21.12.2020	94,56	SAHA
51	Türkiye Sigorta A.Ş.	22.07.2020	93,13	SAHA
52	İskenderun Demir ve Çelik A.Ş.	25.08.2020	94,55	Kobirate

Kaynak: Türkiye Kurumsal Yönetim Derneği, <http://www.tkyd.org/TR/content.asp?PID={6DEA2179-7762-4DEB-86A8-67FF2EEFA0DA}>