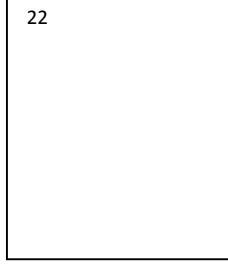


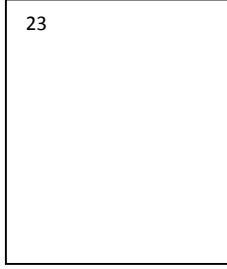
21

**Prof. Dr.
Hüseyin Dağlı**



22

**Arş. Gör.
Hasan Ayaydın**



23

**Arş. Gör.
Kemal Eyüboğlu**

Kurumsal Yönetim Endeksi Performans Değerlendirmesi: Türkiye Örneği

Prof. Dr. Hüseyin DAĞLI

Karadeniz Teknik Üniversitesi, İİBF.

Araş. Gör. Hasan AYAYDIN

Gümüşhane Üniversitesi, İİBF.

Araş. Gör. Kemal EYÜBOĞLU

Karadeniz Teknik Üniversitesi, İİBF.

Özet

Kurumsal yönetim, günümüzde tüm dünyada oldukça popüler olan modern bir yönetim anlayışıdır. Dünyada kurumsal yönetim alanında belirli bir çerçeve oluşturmaya yönelik olarak birçok ülke yürürlükte olan mevzuatını, en iyi kurumsal yönetim ilkeleri çerçevesinde yeniden şekillendirmektedir. Dünyadaki uygulamalara paralel olarak, Türkiye’de Sermaye Piyasası Kurulu (SPK) kurumsal yönetim ilkelerini oluşturmuştur. İstanbul Menkul Kıymetler Borsası (İMKB) da SPK’nın oluşturduğu bu kurumsal yönetim ilkeleri ışığında İMKB’de işlem görmekte olan halka açık anonim şirketleri söz konusu ilkeleri uygulama yönünde desteklemek amacıyla kurumsal yönetim ilkelerine uyumu derecelendirerek bir “kurumsal yönetim endeksi” hesaplama çalışmalarına başlamıştır. İMKB kurumsal yönetim endeksi, derecelendirme kuruluşlarınca gerçekleştirilen değerlendirme sonucu kurumsal yönetim ilkelerine uyum notu en az 6 olan ve gözaltı pazarı dışındaki pazarlarda işlem gören hisselerden oluşan endekstir. Bu çalışmanın amacı, 2007 Eylül – 2009 Kasım dönemi Türkiye’deki kurumsal yönetim endeksini risk-getiri açısından değerlendirmektir. Çalışmada, portföy performans değerlendirilmesinde yaygın olarak kullanılan Sharpe, Treynor ve Jensen performans endekslerine yer verilmiş ve her bir performans endeksine göre çalışma kapsamında yer alan endekslerin araştırma dönemi itibarıyla performans durumları ortaya konmuştur.

Anahtar Sözcükler: Kurumsal yönetim, kurumsal yönetim endeksi, portföy performans endeksleri

JEL Sınıflandırması: G30, G34.

Abstract (Corporate Governance Index Performance Evaluation: Case of Turkey)

Corporate governance is a considerably popular modern management apprehension all over the world today. Today’s world a lot of countries embody their current legislations in the framework of their best corporate governance principles. SPK (Capital Markets Board of Turkey) has formed the corporate governance principle in Turkey in parallel with the applications all over the world. In the light of SPK corporate governance principles in Turkey, ISE (Istanbul Stock Exchange) has also started calculating studies of “Corporate Governance Index” by grading the coherence of the corporate governance principles to support the application of these principles in public anonymous processing in ISE. ISE Corporate Governance Index is an index whose corporate governance principles adaptation point is at least 6 as a result of the evaluation made by rating institutions and composed by the shares processing in out of watch list companies markets. The aim of the study is to evaluate 2007 September-2009 November period corporate governance index in terms of risk-return in Turkey. In this study, commonly used Sharpe, Treynor and Jensen performance indexes are ranked and according to

each performance index, the performance conditions of the indexes included within the study are presented in respect of research term.

Key Words: Corporate governance, corporate governance index, portfolio performance indexes.

JEL Classification: G30, G34.

Giriş

Kurumsal yönetim, son 20 yıldır tüm dünyada oldukça popüler olan modern bir yönetim anlayışıdır. Finansal krizlerin yaşanmasıyla birlikte uluslararası alanda bu konuya büyük önem verilmeye başlanmış ve yatırım kararlarında, finansal performans kadar önemli bulunan kurumsal yönetimin kalitesi gözetilir hale gelmiştir. Türkiye’de ise 2000-2001 krizlerinin ardından bu kavram önem kazanmaya başlamıştır. Çünkü yaşanan bu krizlerin nedenleri arasında, şirketlerin kötü yönetilmesi ve etkili bir denetimin olmaması ilk sırada yer almıştır.

Son yıllarda yaşanan küreselleşmedeki dramatik yükseliş firmaları uluslararası piyasalarda genişlemek için baskı altında bırakmıştır. Ayrıca küreselleşme, işletme yönetiminin yapısını, stratejisini ve çevrelerini kapsayan önemli yönetsel değişiklikleri de beraberinde getirmiştir. Uluslararası genişleme ile ilgili karmaşıklık ve küreselleşmenin firmalara sağladığı ürünleri ölçmedeki zorluklar küreselleşen firmalarda kurumsal yönetimin öneminin artmasına katkı sağlamıştır (Musteen ve diğ., 2009: 321).

Kurumsal yönetim, bir şirketin değerini uzun vadede arttırmak için, şirketle ilişki içinde olan tüm kişi ve kurumlar arasındaki yıkıcı çıkar çatışmalarını, şirketin sürekliliğini tehlikeye atmadan uzlaşılı ile çözülmesini sağlayacak bir yönetim anlayışıdır. Kurumsal yönetim bir taraftan şirketteki çıkar çatışmalarını uzlaşılı ile çözerken, diğer taraftan şirkete stratejik hedefler belirler, yöneticilerin ve çalışanların verimli çalışmalarını sağlayacak ted-

birler alır, iç ve dış denetimde etkinlik sağlayarak şirketin operasyonel risklerini en düşük seviyeye indirir.

İyi kurumsal yönetim uygulamalarının şirketler ve ülke açısından önemli yararları bulunmaktadır. Konuya şirketler açısından bakıldığında, kurumsal yönetim kalitesinin yüksek olması; düşük sermaye maliyeti, finansman imkânlarının ve likiditenin artması, krizlerin daha kolay atılması ve iyi yönetilen şirketlerin sermaye piyasalarından dışlanmaması anlamına gelmektedir.

Konuya Türkiye açısından bakıldığında ise iyi kurumsal yönetim, ülkenin imajının yükselmesi, sermayenin yurt dışına kaçmasının önlenmesi, yabancı sermaye yatırımlarının artması, ekonominin ve sermaye piyasalarının rekabet gücünün artması, krizlerin daha az zararlı atılması, kaynakların daha etkin bir şekilde dağıtılması, yüksek refahın sağlanması ve sürdürülmesi anlamına gelmektedir (SPK, 2005:2).

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 olarak iyi yönetilen 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 çalışma, 2007 Eylül – 2009 Kasım dönemi Türkiye’deki kurumsal yönetim endeksinin risk-getiri açısından değerlendirilmesini amaçlamaktadır. Çalışmada, portföy performans değerlendirmesinde yaygın olarak kullanılan Sharpe, Treynor ve Jensen performans endeksleri kullanılarak ve her bir performans endeksine göre çalışma kapsamında yer alan endekslerin performans durumları ortaya konmuştur.

1. Kurumsal Yönetim Kavramı ve Türkiye’de Kurumsal Yönetim İlkeleri

Bir tanıma göre kurumsal yönetim; bireysel şirketler tarafından yönetilen iç kontrol ve prosedürler sistemidir (Barrass, 2007:3).

Başka bir tanıma göre ise; kurumsal yönetim, en geniş anlamda modern yaşamda insanların bir amaca ulaşmak için oluşturduğu herhangi bir kurumun yönetiminin düzenlenmesidir (TÜSİAD, 2002:9).

Ekonomik İşbirliği ve Kalkınma Örgütü (OECD), kurumsal yönetimi, şirketlerin yönlendirildiği ve kontrol edildiği sistem olarak tanımlayıp ve şirket yönetimi, yönetim kurulu, hissedarlar ve diğer çıkar grupları arasındaki ilişkiler dizisini içerdiğini vurgularken (Güven ve diğ., 2005:69), Dünya Bankası’nın ve Türkiye Kurumsal Yönetim Derneği’nin kurumsal yönetim tanımı paralellik arz etmektedir.

Buna göre; kurumsal yönetim şirketlerin sermayeyi ve insan kaynaklarını cezp etmesine, etkin performans göstermesine, hedeflerine ulaşmasına, hukuki zorunlulukları ve toplumsal beklentileri yerine getirmesine yönelik, her türlü kanun, yönetmelik ve gönüllü özel sektör uygulama-

malarını kapsamaktadır (Kayacan, 2006: 46; TKYD ve Deloitte, 2007:4).

Literatürde kurumsal yönetim ile ilgili değişik tanımlar yapılmıştır. Bunlar arasında Luo (2005) ile Ulgen ve Mirza (2004)’nın tanımları OECD’nin tanımına benzemektedir. Luo (2005) kurumsal yönetimi, işletmenin performansını açıklayan ve kontrol eden, şirket ve paydaşları arasındaki ilişkiler bütünü olarak ele almaktadır. Ulgen ve Mirza (2004) ise, kurumsal yönetimi, işletmenin stratejik yönetimi ile görevli ve sorumlu üst yönetimin pay sahipleri, çalışanları, tedarikçi, müşteri ve diğer toplumsal kurumlarla olan ilişkileri şeklinde tanımlamışlardır. Ayrıca, Claessens (2003), kurumsal yönetimi halka açık şirketlerde hisse senedi yatırımlarını düzenleyen sermaye piyasası kuralları olarak ifade etmektedir. Sloan (2001)’e göre kurumsal yönetim işletmenin yönetsel ve finansal alanları arasındaki farklılaşmanın ortaya çıkardığı, işletme performansını olumsuz etkileyen sorunların çözümüne katkıda bulunan bir mekanizmadır.

Aguilera (2005)’e göre, kurumsal yönetim firmaların etkin bir şekilde yönetilmesini ve hissedarların ve çeşitli çıkar gruplarının değerinin maksimize edilmesini garanti etmek için mekanizmalar sağlayan bir sistem olarak nitelenebilir (Aguilera, 2005:39). Aoki (2000)’e göre, kurumsal yönetim hakların ve yükümlülüklerin şirketin çeşitli çıkar grupları arasındaki dağılımını ifade eder (Aguilera ve Jackson, 2003: 447). Millstein (1998), kurumsal yönetimin işletme yönetiminin kar elde edip pay sahiplerine dağıtma işlevinden ziyade, hissedarların, yöneticilerin ve diğer menfaat sahiplerinin de haklarını gözetildiği bir yönetim anlayışı olduğunu belirtmektedir (Millstein, 1998:27). Koçel’e göre (2003) ise, kurumsal yönetim ilkeleri, işletmelerin üst düzey yönetiminin, işlet-

melerin faaliyetlerine ilişkin kararları verirken nelere dikkat etmeleri, bunları nasıl ve hangi mekanizmalar içinde ele almaları, kararları nasıl, ne zaman ve kimlere açıklamaları ile ilgili kurallar toplamıdır.

Kurumsal yönetim alanında dünyada birçok çalışma yapılmış ve yapılmaya devam edilmektedir. Bu çalışmalar, her ülke için geçerli tek bir kurumsal yönetim modelinin olamayacağını önemle vurgulamaktadır. Kurumsal yönetim modelleri incelendiğinde asıl hedefin, tüm paydaşlara güven vererek yönetim ve denetim süreçlerinin saydam, görünür, tutarlı ve hesap verebilir nitelikte olmasının sağlanması olduğu görülmektedir. Buna göre oluşturulacak model ülkeye özgü koşulları da dikkate alınmalıdır.

OECD'nin 1999 yılında kurumsal yönetim ilkelerini yayınlamasının ardından Türkiye'de çokuluslu ve küresel şirketlerle entegrasyonu sürekli artan ekonomik sistem içerisinde kurumsal yönetim ilkelere olan ihtiyaç artışına paralel olarak, Sermaye Piyasası Kurulu (SPK) Temmuz 2003'te ilk defa ve Şubat 2005'te de düzeltme ve eklemeler yaparak kurumsal yönetim alanındaki bu boşluğu doldurma amacıyla OECD kurumsal yönetim ilkelere ve Türkiye'nin yasal ve ekonomik niteliklerini de göz önüne alarak "kurumsal yönetim ilkeleri"ni yayınlamıştır. OECD'nin ve SPK'nın yayınlamış olduğu kurumsal yönetim ilkeleri'nin temelde benzer olmasına rağmen içeriğinde bir farklılık bulunmaktadır. OECD kurumsal yönetim ilkeleri temelde iki kriterden ve 12 kategoriden oluşurken, SPK kurumsal yönetim ilkeleri 4 kriter altında 27 kategori içermektedir.

İki kurumun yayınladığı kurumsal yönetim ilkeleri büyük ölçüde birbirine benzemektedir. OECD kurumsal yönetim ilkelerinde "etkin kurumsal yönetim çerçevesinin oluşturulması" yer alırken, SPK

kurumsal yönetim ilkelerinde buna ek olarak "menfaat sahipleri" kavramına ayrı bir kriter altında geniş bir şekilde yer verilmiştir (Kurt ve Kayacan, 2005:36).

İlkeler öncelikle halka açık anonim şirketler için hazırlanmıştır. Ancak bu ilkelere kamuda veya özel sektörde faaliyet gösteren diğer anonim şirketler ve kuruluşlar tarafından da uygulama alanı bulabileceği düşünülmektedir. SPK tarafından yapılacak düzenlemeler çerçevesinde, kurumsal yönetim ilkelerini değerlendirme yapan derecelendirme kuruluşları bu ilkelere uygulanma durumunu saptayacaklardır. İlkeler, mevcut düzenlemelere herhangi bir istisna teşkil etmemektedir. Bununla birlikte, ilkeler mevcut düzenlemelerin ilerisinde kriterler içermekte olup, mevcut mevzuatta ve uygulamada kurumsal yönetim konusunda oluşan eksikliği gidermek ve boşluğu doldurmak amacıyla yönelik olarak hazırlanmıştır. Bu anlamda ilkeler, ileride mevzuatta yapılacak düzenlemeler için de yol gösterici bir özellik arz etmektedir. Bu ilkeler; pay sahipleri, kamuyu aydınlatma ve şeffaflık, menfaat sahipleri, yönetim kurulu olmak üzere dört temel kriterden oluşmaktadır (SPK, 2005:4).

İlk bölümde, pay sahiplerinin bilgi alma ve inceleme hakkına, genel kurula katılım ve oy verme hakkına, kar payı alma hakkına ve azınlık haklarına ayrıntılı olarak yer verilmekte; ayrıca pay sahipliğine ilişkin kayıtların sağlıklı olarak tutulması ve payların serbestçe devri ve satışı konuları ile pay sahiplerine eşit işlem ilkesi ele alınmaktadır.

İkinci bölümde, şirketlerin pay sahiplerine yönelik olarak bilgilendirme politikasına yönelik kurallar oluşturmaları ve bu kurallar bütününe sadık kalarak kamuyu aydınlatmalarına yönelik prensipler belirlenmiştir.

Üçüncü bölüm, menfaat sahipleri ile ilgilidir. Şirketle ilgili menfaat sahipleri; pay sahipleri ile birlikte çalışanları, alacaklıları, müşterileri, tedarikçileri, sendikaları, çeşitli sivil toplum kuruluşlarını, devleti ve hatta şirkete yatırım yapmayı düşünebilecek potansiyel tasarruf sahiplerini içerir. Bu bölümde şirket ile menfaat sahipleri arasındaki ilişkilerin düzenlenmesine yönelik kriterler yer almaktadır.

Dördüncü bölümde ise, yönetim kurulunun fonksiyonu, görev ve sorumlulukları, faaliyetleri, oluşumu ile yönetim kuruluna sağlanan mali haklar ve yönetim kurulunun faaliyetlerinde yardımcı olmak üzere kurulacak komitelere ve yöneticilere ilişkin kriterler yer almaktadır (SPK, 2005:5).

2. İMKB Kurumsal Yönetim Endeksi

Dünyada kurumsal yönetim alanında belirli bir çerçeve oluşturmaya yönelik olarak birçok ülke yürürlükte olan mevzuatını, en iyi kurumsal yönetim ilkeleri çerçevesinde yeniden şekillendirmektedir. Dünyadaki uygulamalara paralel olarak, Türkiye’de de SPK tarafından, kurumsal yönetim ilkeleri oluşturulmuştur. İstanbul Menkul Kıymetler Borsası da (İMKB), SPK’nın oluşturduğu bu kurumsal yönetim ilkeleri ışığında İMKB’de işlem görmek üzere halka açık anonim şirketleri söz konusu ilkeleri uygulama yönünde desteklemek, iyi kurumsal yönetim uygulamalarının yerleşmesine katkıda bulunmak, sermaye piyasalarımızın gelişmesini sağlamak ve tasarruf sahiplerini de bilgilendirmek amacıyla kurumsal yönetim ilkelerine uyumu derecelendirerek bir “kurumsal yönetim endeksi” hesaplama çalışmalarına başlamıştır.

İMKB kurumsal yönetim endeksi, derecelendirme kuruluşlarınca gerçekleştirilen değerlendirme sonucu kurumsal yönetim ilkelerine uyum notu en az 6 olan ve gözüaltı pazarı dışındaki pazarlarda işlem

gören hisselerden oluşan endekstir (Dağlı, 2009:119). İMKB Kurumsal Yönetim Endeksi, gözüaltı pazarı hariç İMKB pazarlarında işlem gören ve SPK’nın Seri VIII, No:51 “sermaye piyasasında derecelendirme faaliyeti ve derecelendirme kuruluşlarına ilişkin esaslar tebliği” kapsamında kurumsal yönetim ilkelerine uyumuna ilişkin olarak belirlenmiş derecelendirme notuna sahip şirketlerin “İMKB kurumsal yönetim endeksi temel kuraları”na göre fiyat ve getiri performansının ölçülmesi amacıyla oluşturulmuştur (İMKB, 2005).

Kurumsal yönetim derecelendirme notu en az 6 olan 5 şirketin Borsa’ya bildirilmesine bağlı olarak; İMKB Kurumsal Yönetim Endeksi’nin (XKURY) hesaplanmasına, başlangıç değeri olarak 29.08.2007=48.082,17 dikkate alınmak suretiyle 31.08.2007 tarihinde başlanmıştır (www.imkb.gov.tr, 11.12.2009).

2.1. İMKB Kurumsal Yönetim Endeksi Temel Kuralları

İMKB Türkiye’de en iyi kurumsal yönetim uygulamalarının yerleşmesine katkıda bulunmak, ulusal sermaye piyasalarımızın kurumsal yönetim ilkelerinin ilgi çekmesi ve şirketlerce benimsenmesi için kurumsal yönetim endeksinin kuralları ve nasıl çalışacağına ilişkin İMKB kurumsal yönetim endeksi temel kuralları adlı metni Şubat 2005 tarih ve 237 nolu genelge ile kamuoyuna duyurmuştur*.

2.2. İMKB Kurumsal Yönetim Endeksi Kapsamındaki Şirketler

Endeksin hesaplanmaya başladığı tarihte (31.08.2007) endeks kapsamında yer alan şirketler; Doğan Yayın Holding, Vestel Elektronik, Y&Y Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı, Tofaş ve Türk Traktör’dür.

* Detaylı bilgi için bakınız; <http://www.imkb.gov.tr/data/Genelge/gn2008292.pdf>

Daha sonra 2007 yılında Hürriyet Gazetecilik ve Tüpraş şirketleri de endekse dahil olmuş ve 2007 yılı sonuna kadar endeks-

teki toplam şirket sayısı 7'ye yükselmiştir (Kayacan, 2007: 35).

Tablo 1: Kurumsal Yönetim Endeksindeki Şirketler (Mart 2010 itibariyle)

Derecelendirme Notu Alan Şirket	İlk Derecelendirme notu, Tarihi, Derecelendirme Şirketi	Son Derecelendirme notu, Tarihi, Derecelendirme Şirketi
1. Doğan Yayın	8.0,Nisan 2006, ISS	9.0, Temmuz 2009, ISS
2.Vestel Elektronik	7.5, Mart 2007, ISS	8.5, Şubat 2009, ISS
3. Y&Y GYO	7.88, Nisan 2007, SAHA	8.16, Nisan 2009,SAHA
4.Tofaş	7.57, Mayıs 2007, SAHA	8.24, Kasım 2009, SAHA
5.Türk Traktör	7.57, Ağustos,2007,SAHA	8.12, Ağustos 2009, SAHA
6.Hürriyet	8.0, Eylül 2007, ISS	8.5, Eylül 2008, ISS
7.Tüpraş	7.91, Ekim 2007, SAHA	8.34, Ekim 2009, SAHA
8.Asya Katılım	7.56, Temmuz 2008,SAHA	7.82, Temmuz 2009, SAHA
9.Otokar	7.94, Mart 2008, SAHA	8.12, Mart 2009, SAHA
10.Şekerbank	7.0, Şubat 2008, ISS	8.5, Şubat 2010,ISS
11.Dentaş Ambalaj	7.08, Mayıs 2008, SAHA	7.82, Mayıs 2009, SAHA
12.Anadolu Efes	8.10, Haziran 2008, SAHA	8.27, Haziran 2009, SAHA
13.YapıKredi	8.02, Aralık 2008, SAHA	8.44, Aralık 2009, SAHA
14.Vakıf Y.O	7.81, Ocak 2009, TCR	8.23,Ocak 2010, Kobirate
15.Coca Cola	8.30,Temmuz 2009, SAHA	
16. Arçelik	8.21, Temmuz 2009, SAHA	
17. TAV	8.5, Eylül 2009, ISS	
18. TSKB	8.77, Ekim 2009, SAHA	
19. Doğan Holding	8.26, Kasım 2009, SAHA	
20. Petkim	7.71, Kasım 2009, TCR	
21. Logo	8.05, Aralık 2009, SAHA	
22. İş Leasing	8.02, Aralık 2009, SAHA	
23. Türk Prysmian	7.76,Aralık 2009, SAHA	
24. Türk Telekom	8.01, Aralık 2009, SAHA	
25. Turcas Petrol	7.52, Mart 2010, Kobirate	

Kaynak: Türkiye Kurumsal Yönetim Derneği, <http://www.tkyd.org/tr/content.asp?PID={A1F2B135-4F80-49FA-85C5-01FB00593720}>

2008 yılında kurumsal yönetim endeksinde Asya Katılım Bankası, Otokar, Şekerbank, Dentaş Ambalaj, Anadolu Efes Biracılık Malt Sanayi A.Ş ve Yapı Kredi Bankası, 2009 yılında Vakıf Yatırım Ortaklığı, Coca Cola İçecek, Arçelik, TAV ve TSKB, Doğan Şirketler Grubu Holding, Petkim, Logo, İş Leasing, Türk Prysmian ve Türk Telekom'un endekse dahil olmuştur. 2010 yılında ise mart ayı itibariyle

sadece Turcas Petrol endekse katılmış ve endeksteeki toplam halka açık şirket sayısı 25'e yükselmiştir(Tablo1).

3. Kurumsal Yönetim İlkelerine Uyumun Derecelendirmesi

SPK'nın Seri: VIII, No:51 sayılı Temmuz 2007 tarihli "sermaye piyasasında derecelendirme faaliyeti ve derecelendirme kuruluşlarına ilişkin esaslar tebliği"ne göre

kurumsal yönetim ilkeleri'ne uyumun derecelendirmesi, işletmelerin SPK'ca yayımlanan kurumsal yönetim ilkeleri'ne uyumlarının derecelendirme kuruluşları tarafından bağımsız, tarafsız ve adil olarak değerlendirilmesi ve sınıflandırılması faaliyetidir.

Derecelendirmeye yetkili şirketler 2005 yılında yayımlanan SPK kurumsal yönetim ilkelerini temel alarak, derecelendirme talebi ile başvuran şirketlerin bu ilkelere uyum derecesi, 3-4 haftalık bir inceleme sürecinden sonra ortaya koymaktadırlar. Bu süre sonunda derecelendirme uzmanının ulaştığı sonuç, 1 ile 10 arasında bir rakamla ifade edilerek kamuoyuna açıklanmaktadır. Not açıklandıktan sonra 12 ay boyunca söz konusu şirket kurumsal yönetim açısından derecelendirme şirketlerinin yakın takibi altında olmakta ve bu konuda yaşanan her önemli gelişme zamanında kurumsal yönetim derecelendirme notuna yansıtılmaktadır.

Bu bölümde Türkiye'de kurumsal yönetim ilkelerine uyumun derecelendirmesine yetkili derecelendirme kuruluşlarına ve bu şirketlerin derecelendirmeyi yapacakları analiz kriterleri açıklanmıştır.

3.1. Şirket Analiz Kriterleri

Kurumsal yönetim ilkeleri'ne uyumun derecelendirilmesinde; Türkiye'de kurumsal yönetim ilkelerine uyum derecelendirmesi faaliyetlerini; Türkiye'de kurulan ve derecelendirme faaliyetinde bulunmak üzere SPK tarafından yetkilendirilen derecelendirme kuruluşları ile Türkiye'de derecelendirme faaliyetinde bulunması SPK'ca kabul edilen uluslararası derecelendirme kuruluşları tarafından bir bütün olarak tüm ilkelere uyum ile aşağıda açıklanan kriterlere ve kategorilere; pay sahipleri, kamuyu aydınlatma ve şeffaflık,

menfaat sahipleri ve yönetim kurulu ana bölümleri itibarıyla ayrı ayrı olmak üzere, 1 ile 0 arasında not verilir. Tüm ilkelere uyum ve her bir bölüm için verilen not, 1 (bir) en zayıf profili, 10 (on) en güçlü profili temsil etmek üzere değerlendirilir.

Şirket analiz kriterleri Türkiye'deki kurumsal yönetim ilkeleridir. Bu kriterler birinci bölümde açıklandığından bu bölümde ayrıca değinilmeyecektir.

Derecelendirme notu, SPK kurumsal yönetim ilkeleri'nde belirtilen her 4 kriter (pay sahipleri %25, kamuyu aydınlatma ve şeffaflık %35, menfaat sahipleri %15, yönetim kurulu %25) için ayrı ayrı ve bunların toplamından oluşan şirket notu halinde hesaplanır.

3.2. Türkiye'de Kurumsal Yönetim İlkelerine Uyumun Derecelendirmesine Yetkili Kuruluşlar

Sermaye piyasasında derecelendirme faaliyeti; kredi derecelendirmesi ve kurumsal yönetim ilkelerine uyum derecelendirmesi faaliyetlerini kapsamaktadır. Derecelendirme faaliyetleri SPK'nın Seri: VIII, No:51 sayılı Temmuz 2007 tarihli "*sermaye piyasasında derecelendirme faaliyeti ve derecelendirme kuruluşlarına ilişkin esaslar tebliği*"nde düzenlenmiştir. Tebliğ'de kurumsal yönetim ilkelerine uyumun derecelendirmesi, "ortaklıklar ve sermaye piyasası kurumlarının SPK'ca yayımlanan kurumsal yönetim ilkelerine uyumun derecelendirme kuruluşları tarafından bağımsız, tarafsız ve adil olarak değerlendirilmesi ve sınıflandırılması faaliyeti" olarak tanımlanmıştır.

Söz konusu Tebliğ'e göre Türkiye'de kurumsal yönetim ilkelerine uyumun derecelendirmesi faaliyetleri; Türkiye'de kurulan ve derecelendirme faaliyetinde

bulunmak üzere SPK tarafından yetkilendirilen derecelendirme kuruluşları ile Türkiye'de derecelendirme faaliyetinde bulunması SPK'ca kabul edilen uluslararası derecelendirme kuruluşları tarafından yapılmaktadır. Türkiye'de kurulan ve derecelendirme faaliyetinde bulunmak üzere SPK tarafından yetkilendirilen derecelendirme kuruluşları üç tanedir[†] : i) TCR Kurumsal Yönetim ve Kredi Derecelendirme A.Ş. ii) Saha Kurumsal Yönetim ve Kredi Derecelendirme Hizmetleri A.Ş. iii) Kobirate Uluslararası Kredi Derecelendirme ve Kurumsal Yönetim Hizmetleri A.Ş. Türkiye'de derecelendirme faaliyetinde bulunması SPK'ca kabul edilen uluslararası derecelendirme kuruluşu; RiskMetrics Group Inc şirkettir(<http://www.spk.gov.tr/indexcont.aspx?action=showpage&showmenu=yes&menuid=6&pid=10&subid=1,11.02.2010>).

4. Portföy Performansının Ölçülmesi

Portföyün performansının ölçülmesi yatırımın ne kadar başarılı olduğunun anlaşılması açısından önemlilik arz etmekte ve yatırım faaliyetlerinin önemli bir kısmını oluşturmaktadır. Yatırımcıları etkilemek ve müşteri olarak devamlılıklarını sağlamak fon ya da portföy yöneticisinin performansına bağlıdır. Performans ölçülmesinde genel olarak kabul edilen iki temel unsur bulunmaktadır. Bunlar risk ve getiri unsurlarıdır. Portföy yönetiminde risk, yatırımın geçmiş getirilerinin standart sapması ya da beta ile ifade edilir. Yatırımdan beklenen getiri ise, geçmiş getirilerinin ortalamasıdır. Performans ölçülmesi uygulamada yaygın olarak fonların geçmiş getirileri temeline dayanmak-

la birlikte gelecekte aynı getirinin sağlanacağını ortaya koymamaktadır. Performans ölçümünde oldukça önemli olan risk farklı açılardan ele alınarak portföy performans endeksleri geliştirilmiştir. Riskin standart sapma (toplam risk) ile ifade edildiği performans endekslerinin yanında, literatürde sistematik riski esas alan performans endeksleri de bulunmaktadır (Korkmaz ve Uygurtürk, 2008:117).

Yatırım yapılacak portföylerin performanslarının sadece sağladıkları ortalama getirilerine göre değil de, risk faktörünün de dikkate alınarak değerlendirilmesi gerekmektedir. Portföy performansının ölçülmesinde, portföyün toplam getirisiyle portföyün riski karşılaştırılır.

Portföyün getirisi olarak portföyün risk primi kullanılır. Portföyün riski olarak ise yatırımın toplam riskini dikkate alan standart sapma ya da sistematik riski ifade eden beta katsayısı kullanılır. Risk primi hesaplandıktan sonra, bu risk primi yatırımın riskiyle karşılaştırılır. Bu çalışmada, performans ölçümünde toplam riski dikkate alan Sharpe portföy performans endeksi ile sistematik riski esas alan Treynor ve Jensen performans endeksleri kullanılmıştır.

4.1. Sharpe Performans Endeksi

Portföy performansının ölçülmesinde kullanılan Sharpe performans endeksi Willam F. Sharpe tarafından 1968 yılında geliştirilmiştir. Sharpe, tüm menkul kıymetlerle piyasa arasında doğrusal bir ilişki olduğunu ve bu ilişkinin basit doğrusal regresyon doğrusu ile ifade edilebileceğini öne sürmüştür (Demirtaş ve Güngör, 2004:106).

Sharpe, portföylerin gösterdikleri farklı performansları ortaya koyabilmek için,

[†] Bu derecelendirme şirketleri ile ilgili detaylı bilgi için; www.saharating.com, www.turkkredirating.com, www.kobirating.com, www.riskmetrics.com,

artık getiriyle[‡] bu getiriye elde etmek için katlanılan ve standart sapmayla ölçülen riskin karşılaştırılmasına dayanan bir ölçüt geliştirmiştir. Sharpe, portföyün performansını ölçmek için şu eşitliği kullanmıştır (Sharpe, 1966:119-138):

$$S_i = (R_i - RF) / \sigma_i$$

Bu eşitlikte, S_i , i portföyünün Sharpe endeksini; R_i , i portföyünün ortalama getiri oranını; RF , risksiz faiz oranını; σ_i ise i portföyünün ortalama getirisinin standart sapmasını göstermektedir. Eşitlikteki pay $(R_i - RF)$ portföyün risk primi olarak adlandırılır. Risk primi, yatırımcının riske girmesinin karşılığında risksiz faiz oranının üstünde kendisine ödenen ilave bir getiriye ifade etmektedir. Normal şartlar altında risk primi pozitif değer taşımaktadır. Eşitliğin paydası ise, hem sistematik (çeşitlendirilemeyen) hem de sistematik olmayan (çeşitlendirilebilen) riskten oluşan portföyün toplam riskini göstermektedir.

Dolayısıyla, Sharpe, portföyün toplam riskini standart sapma ile tanımlamıştır. Sharpe endeksi, portföyün taşıdığı toplam riske karşılık olarak yatırımcının risksiz faiz üzerinden talep ettiği ek getiriye göstermektedir. Bu şekilde Sharpe endeksi portföy performansını taşıdığı riske göre düzelterek ölçmektedir. Yükselen getiri ya da düşen standart sapma iyi bir durumdur ve Sharpe endeksini artırırken, bunun tersi durumda, düşen getiri ya da artan standart sapma kötü bir durumdur ve Sharpe endeksini düşürmektedir (Korkmaz ve Uygurtürk, 2008:118). Sharpe, portföyün toplam riskine kıyasla yatırımcıların risksiz faiz oranı üzerinden talep ettikleri ek getiriye gösterir. Bu ölçü çok iyi

çeşitlendirilmiş portföyler için daha uygun olmaktadır.

Herhangi bir portföy için hesaplanan Sharpe endeksi tek başına bir anlam taşımaz. Bunu anlamlı hale getirmek için, hesaplanan bu endeksin ya diğer portföylerle ya da piyasa portföyüyle karşılaştırılması gerekmektedir. Performans sıralaması en yüksek değerden en düşük değere doğru yapılır (Dağlı, 1995:4). Bulunan bu endeksin değeri diğerlerine göre ne kadar yüksekse, bu portföyün o ölçüde yüksek performansa sahip olduğu kabul edilir.

4.2. Treynor Performans Endeksi

Treynor çeşitlendirilebilen bir portföyün yatırım riskini iki kısma ayırmıştır: *i*) genel pazar dalgalanmaları, *ii*) portföyde tutulan belirli menkul kıymetlerde görülen dalgalanmalar. Treynor, birinci riskin tüm hisse senetleri için geçerli ve ortadan kaldırılamazken; ikinci riskin portföyün uygun şekilde çeşitlendirilebilmesiyle ortadan kaldırılabileceğini ileri sürmüştür. Dolayısıyla Treynor, Sharpe oranında olduğu gibi portföyün karşı karşıya olduğu tüm riski değil çeşitlendirmeye ortadan kaldırılamayan ve pazarın riskini yansıtan sistematik riski dikkate almıştır. Bu nedenle Treynor'a göre tatmin edici bir performans ölçütü elde edebilmek için ilk yapılması gereken, portföyün beklenen getirisiyle uygun bir pazar getiri oranı arasında ilişki kurmaktır (Yıldız, 2005:189).

Treynor'ın portföy performanslarını ölçmek için geliştirdiği endeks de temelde Sharpe oranıyla aynı niteliği taşımaktadır. Ancak, Treynor portföy riskini ölçmek için toplam risk göstergesi olan standart sapma yerine, sistematik risk göstergesi olan beta katsayısını seçmiştir. Çünkü menkul

[‡] Risk primi olarak da bilinen artık getiri, portföy getirisi ile risksiz faiz oranı arasındaki farktır.

kıymet yatırım fonları, çeşitlendirme ve uygun risk gruplarına göre seçilebilme imkanı nedeniyle sistematik olmayan riski ortadan kaldırmaktadırlar. Dolayısıyla geriye sadece beta tarafından temsil edilen sistematik risk kalmaktadır (Korkmaz ve Uygurtürk, 2008:120).

Sistematik risk birimi başına performans anlamına gelen bu yöntemde Treynor, portföyleri iyi şekilde çeşitlendirilmiş olarak kabul ederek, riskin farklılaşabilirliğini gözardı etmektedir (Tekere ve diğerleri, 2008:94).

Portföy karakteristik doğrularının eğimi, portföy performans ölçütünü verir ve portföyün artık getirisinin pazara karşı olan değişkenliğinin göstergesi, sistematik risk ölçütü olan betasına oranıdır. Buna göre Treynor tarafından geliştirilen Treynor performans endeksi şu şekilde formüle edilebilir (Treynor, 1965:63-75);

$$T_i = (R_i - RF) / \beta_i$$

Bu eşitlikte, T_i , i portföyünün performans endeksini; R_i , i portföyünün ortalama getiri oranını; RF , risksiz faiz oranını; β_i ise, i portföyünün Beta katsayısını göstermektedir.

Sharpe endeksinde olduğu gibi, Treynor endeksinin de bir anlam taşıyabilmesi için, hesaplanan bu endeksin ya diğer portföylerle ya da piyasa portföyüyle karşılaştırılması gerekir. Performans sıralaması en yüksek değerden en düşük değere doğru yapılır (Dağlı, 1995:4). Bulunan bu endeksin değeri diğer portföylere göre ne kadar yüksekse, bu portföy ölçüde yüksek performansa sahip demektir.

Treynor endeksi, ölçüsü beta olan ve üstlenilen her bir birim sistematik risk karşılığında elde edilen ek getiriyi ölçen orandır. Yüksek bir Treynor endeksi, fonun üstlendiği bir birimlik riske karşılık

daha fazla ek getiri sağladığı anlamına gelmektedir (Akel, 2006:6).

4.3. Jensen Performans Endeksi

1960'ların ortalarında geliştirilen sermaye varlıkları fiyatlama modeli finansal ekonomistler tarafından riske göre düzeltilmiş getirin hesaplanmasında bir araç olmuştur. Bu modelden hareketle portföy performansını ölçmek için kullanılan önemli bir yöntem de 1968 yılında Jensen tarafından geliştirilmiştir. Jensen endeksi, portföy performansını tek bir değerle ölçmektedir. Bu endeks fon getirileri ile pazar getirileri arasında kurulan regresyon denkleminin sabit terimi olan alfa katsayısıdır. Pozitif alfa katsayısı, portföy yöneticisinin başarılı olduğunu, negatif alfa katsayısı ise yöneticinin başarısız olduğunu ifade etmektedir. Başka bir ifadeyle, negatif alfa katsayısı riske göre düzeltilmiş düşük performansı gösterirken, pozitif alfa katsayısı riske göre düzeltilmiş üstün performansı ifade etmektedir (Korkmaz ve Uygurtürk, 2007:729).

Herhangi bir portföyün menkul kıymet pazar doğrusundan sapmasını ölçen ve "Jensen alfası" olarak bilinen bu performans ölçüsü şu şekilde hesaplanabilir (Dağlı, 2009:359);

$$\alpha_i = R_i - (RF + \beta_i (R_m - RF))$$

Bu eşitlikte, α_i , i portföyünün Jensen performans endeksini, R_i , i portföyünün gerçekleşen getiri oranını, RF , risksiz faiz oranını, β_i , i portföyünün sistematik riskini, R_m , piyasa portföyünün beklenen getiri oranını göstermektedir. Buradaki alfa değeri, portföy yöneticisinin menkul kıymet seçiminde ve piyasaya giriş ve çıkış zamanlamasında ne ölçüde başarılı olduğunu gösterir. İstatistiksel olarak anlamlı (+) bir α varsa, portföy yöneticisi piyasa portföyü getirisi üzerinde ek getiri elde

etmiştir. Bir başka ifade ile portföy yöneticisi başarılıdır. α 'nın (-) olması portföy yöneticisinin kötü performans gösterdiğini ifade eder (TSPAKB, 2008:115-116).

Portföyün performans sıralaması yine en yüksek alfa değerinden en düşüğüne doğru yapılır portföyün Jensen endeksi ne kadar yüksekse bu portföyün diğerlerine göre daha üstün performansa sahip olduğu kabul edilir.

Treynor ve Sharpe'nin endeks modelleri portföy risklerine göre nispi bir performans sıralamasına olanak sağlamaktadır. Jensen ise, riski dikkate alarak nispi performans ölçüsü yerine mutlak performans ölçüsü geliştirmeye çalışmıştır. Bir başka deyişle Jensen, portföy performansı için bir takım standartlar geliştirmiştir. Herhangi bir portföyün menkul kıymet pazar doğrusundan sapmasını ölçen ve "Jensen alfası" olarak bilinen bu performans ölçüsü, akademik çalışmalarda çok fazla kullanılmakta ve risk ölçümü konusuna odaklanmaktadır (Akel, 2006:8).

Sharpe endeksinde risk ölçüsü olarak standart sapmanın, Treynor endeksinde risk ölçüsü olarak ise betanın kullanılması iki endeks arasındaki temel farklılığı oluşturmaktadır. Jensen performans endeksinin hesaplanmasında ise analiz dönemi boyunca her seri için ayrı bir risksiz faiz oranı ve getiri oranı kullanılır. Dolayısıyla Jensen Endeksi ele alınan dönemin ortalama getiri oranı ile ortalama risksiz faiz oranını kullanan Sharpe ve Treynor endekslerinden bu anlamda farklılık gösterir (Dağlı, 2009:360-361).

5. Türkiye'deki Kurumsal Yönetim Endeksinin Performans Değerlendirmesi

5.1. Veri ve Yöntem

Bu çalışma, 2007 Eylül – 2009 Kasım dönemi Türkiye'deki kurumsal yönetim

endeksinin risk-getiri açısından değerlendirilmesini amaçlamaktadır. Değerlendirmede günlük veriler kullanılmış olup hisse senedi getirisi ile ilgili veriler İMKB aylık bültenlerinden, faiz oranı ile ilgili veriler ise TCMB aylık istatistiklerinden sağlanmıştır.

Değerlendirmede; Sharpe, Treynor ve Jensen performans endeksleri kullanılmıştır. Çalışmada, İMKB kurumsal yönetim endeksi, İMKB ulusal-100 endeksi, İMKB ulusal-50 endeksi, İMKB ulusal-30 endeksi, İMKB ulusal-tüm endeksi, İMKB ikinci ulusal pazar endeksi ve İMKB yeni ekonomi pazarı endekslerinin her biri için hesaplanan performans endekslerine göre, endeksler kendi aralarında performans sıralamasına tabi tutulmuştur.

Ayrıca, değişik endekslere göre elde edilen sıralama sonuçlarının birbirine yakın olup olmadığını belirlemek amacıyla sıra korelasyon katsayıları hesaplanmıştır.

Analizde piyasa portföyü olarak, diğer endekslere göre daha geniş kapsamlı olduğu düşünülen İMKB ulusal-tüm endeksi kullanılmıştır. Çalışmada, piyasa portföyü getiri oranının hesaplanmasında aşağıdaki eşitlik kullanılmıştır:

$$R_m = (E_t - E_{t-1}) / E_{t-1}$$

Bu eşitlikte, R_m , piyasa portföyünün günlük getiri oranını; E_t , İMKB ulusal-tüm endeksinin t günlük kapanış değerini; E_{t-1} , İMKB ulusal-tüm endeksinin $t-1$ günlük kapanış değerini göstermektedir. Benzer şekilde, diğer endekslerin getiri oranı şu şekilde hesaplanmıştır.

$$R_i = (E_{it} - E_{i(t-1)}) / E_{i(t-1)}$$

Bu eşitlikte ise, R_i , i endeksinin günlük getiri oranını; E_{it} , i endeksinin t günlük kapanış değerini; $E_{i(t-1)}$, i endeksinin $t-1$ günlük kapanış değerini ifade etmektedir.

Çalışmada risksiz faiz oranı olarak ise 3 aylık hazine bonusu günlük ortalama faiz oranı kullanılmıştır.

5.2. Bulgular

Tablo 3'te, araştırma döneminde analiz edilen endekslere ait istatistiki bilgilere yer verilmiştir. Piyasa portföyü de dahil bu endekslerin tamamında risk primleri (Ri-RF) negatif değerler taşımaktadır. Bu durum her bir endeksin yatırımcısına ek bir gelir sağlamadığı gibi yatırımcıların riske girmeyerek (hisse senedine yatırım yapmayarak) risksiz faiz oranı üzerinden devlet tahvili veya hazine bonusu satın almış olsalardı daha kazançlı çıkacaklarından dolayı potansiyel kar kaybına neden olduğunu göstermektedir. Risk-getiri arasında doğrudan pozitif ilişkinin mevcut olduğu dikkate alındığında, iyi yönetilemeyen portföylerin risk priminin negatif olduğu sonucuna varılır.

Her bir endeksin piyasa portföyü ile ilişkilerini ortaya koyan beta (β_i) katsayılarına bakıldığında, İMKB Ulusal-100 Endeksi, İMKB Ulusal-50 Endeksi ve İMKB Ulusal-30 Endeksi betasının 1,0'den büyük olduğu görülmektedir. Dolayısıyla, İMKB Ulusal-Tüm Endeksi getirisindeki bir birimlik değişim karşısında bu endeks-

lerin getirilerinde bir birimden daha fazla bir değişikliğe yol açtığından bu endeksler kapsamındaki şirketlere yatırım yapmak daha risklidir. Buna karşın, kurumsal yönetim endeksi, İMKB Yeni Ekonomi Endeksi ve İMKB İkinci Ulusal Pazar Endeksi betasının ise 1,0'den küçük olduğu görülmektedir. Bu durum, İMKB Ulusal-Tüm Endeksi getirisindeki bir birimlik değişim karşısında bu endekslerin getirilerinde bir birimden daha az bir değişikliğe yol açtığından bu endeksler kapsamındaki şirketlere yatırım yapmanın daha az riskli olduğunu göstermektedir. Bu açıdan bakıldığında İMKB Ulusal-30 Endeksi 1,12947 ile en düşük ve İMKB Yeni Ekonomi Endeksi 0,64845 ile en yüksek beta katsayılarına sahiptirler.

Diğer yandan, Tablo 2'den fonların çeşitlendirilme düzeyleri hakkında belirleyici bir gösterge olan belirlilik katsayılarının (R^2) bazı endeksler için çok yüksek, bazı endeksler için ise düşük olduğu gözlenmektedir. Belirlilik katsayılarının düşük gerçekleşmesi fonların iyi çeşitlendirilmedikleri anlamına gelmektedir. İMKB Ulusal-100 Endeksi 0,99828 ile en yüksek ve İMKB Yeni Ekonomi Endeksi ise 0,37234 ile en düşük belirlilik katsayılarına sahiptirler.

Tablo 2: Endekslerin 2007 Eylül – 2009 Kasım Dönemi İstatistiki Bilgileri

Endeks Adı	Ri	$\bar{\sigma}_i$	R^2	β_i	(Ri-RF)
İMKB Ulusal-100 Endeksi	0,00041	0,02321	0,99828	1,04757	-0,00103
İMKB Ulusal-50 Endeksi	0,00041	0,02395	0,99454	1,07848	-0,00102
İMKB Ulusal-30 Endeksi	0,00046	0,02518	0,98665	1,12947	-0,00097
İMKB Kurumsal Yönetim Endeksi	0,00013	0,02222	0,71958	0,85234	-0,00130
İMKB İkinci Ulusal Pazar Endeksi	-0,0002	0,02201	0,47671	0,68715	-0,00162
İMKB Yeni Ekonomi Pazarı Endeksi	-0,0001	0,02349	0,37234	0,64845	-0,00156
Piyasa Portföyü	0,00042	0,02214	1	1	-0,00101

Tablo 3, analiz kapsamındaki endekslerin Sharpe, Treynor ve Jensen performans endekslerine göre hesaplanan performans

değerlerini ve sıralamalarını vermektedir. Elde edilen bu sonuçlardan her üç performans endeksine göre en başarılı endek-

sin İMKB Ulusal-30 Endeksi, kurumsal yönetim endeksinin ise orta sıralarda (4.sırada) olduğu görülmektedir. Ancak,

Jensen için yapılan t testi sonuçlarına göre hiçbir endeks anlamlı sonuçlar vermemiştir.

Tablo 3: Endekslerin 2007 Eylül – 2009 Kasım Dönemi Performans Sıralaması

Endeks Adı	Sharpe	Sıra	Treynor	Sıra	Jensen	Sıra	t değeri
İMKB Ulusal-100 Endeksi	-0,0443	3	-0,00098	3	0,00003	3	0,724
İMKB Ulusal-50 Endeksi	-0,0426	2	-0,00095	2	6,9E-05	2	0,903
İMKB Ulusal-30 Endeksi	-0,0385	1	-0,00086	1	0,00012	1	1,371
İMKB Kurumsal Yönetim	-0,0585	4	-0,00152	4	-0,0004	4	-0,859
İMKB İkinci Ulusal Pazar	-0,0734	6	-0,00235	5	-0,0009	6	-1,335
İMKB Yeni Ekonomi Pazarı	-0,0662	5	-0,00239	6	-0,0009	5	-1,116
Piyasa Portföyü	-0,0457		-0,00101				

Sonuç

2007 Eylül – 2009 Kasım dönemi Türkiye'deki kurumsal yönetim endeksinin risk-getiri açısından, çalışmanın kapsamındaki diğer endekslerle birlikte performansının değerlendirilmesi amacıyla günlük verilerle gerçekleştirilen değerlendirme sonucunda; bu çalışmadaki kurumsal yönetim endeksi de dahil endeksler kapsamında yer alan işletmelerin yatırımcılarına ek bir gelir sağlamadığı gibi yatırımcıların riske girmeyerek (hisse senedine yatırım yapmayarak) risksiz finansal araçlara yatırım yapmaları durumunda daha kazançlı çıkacaklarından dolayı potansiyel kar kaybına neden olduğu sonucuna varılabilir. Bu durum, risk-getiri arasında doğrudan pozitif ilişkinin mevcut olduğu göz önüne alındığında, ilgili portföylerin iyi yönetilmediği ve tam bir çeşitlendirme sağlamadığını göstermektedir. Bu durumdan yaşanmakta olan küresel finansal krizin etkili olduğu düşünülmektedir.

Her bir endeksin piyasa portföyü ile ilişkilerini ortaya koyan beta (β) katsayılarına bakıldığında, kurumsal yönetim endeksi, İMKB yeni ekonomi endeksi ve İMKB ikinci ulusal pazar endeksi betasının ise 1,0'den küçük olduğu ve dolayısıyla piyasa portföyü getirisindeki bir birim-

lik değişim karşısında bu endekslerin getirilerinde bir birimden daha az bir değişikliğe yol açtığından bu endeksler kapsamındaki şirketlere yatırım yapmanın daha az riskli olduğu söylenebilir. Buna karşın, İMKB ulusal-100 endeksi, İMKB ulusal-50 endeksi ve İMKB ulusal-30 endeksi betasının 1.0'den büyük olduğu görülmektedir. Dolayısıyla, piyasa portföyü getirisindeki bir birimlik değişim karşısında bu endekslerin getirilerinde bir birimden daha fazla bir değişikliğe yol açtığından bu endeksler kapsamındaki şirketlere yatırım yapmanın daha riskli olduğu sonucuna varılabilir. Diğer yandan, belirlilik katsayılarının (R^2) bazı endeksler için çok yüksek, bazı endeksler için ise düşük olduğu gözlenmiştir. Kurumsal yönetim endeksinin belirlilik katsayısının (0,79) düşük gerçekleşmesi ilgili endeksin iyi çeşitlendirilmediği anlamına gelmektedir.

Analiz kapsamındaki endekslerin Sharpe, Treynor ve Jensen performans endekslerine göre hesaplanan performans sıralamalarında en başarılı endeksin İMKB ulusal-30 endeksi ve kurumsal yönetim endeksinin ise orta düzeyde başarılı olduğu görülmektedir. Sharpe, Treynor ve Jensen performans endekslerine göre oluşturulan performans sıralamalarının birbirleri ile olan ilişkilerini ortaya koymak

amacıyla hesaplanan sıra korelasyon katsayılarına bakıldığında ise ilişki düzeylerinin yüksek olduğu görülmüştür. Buna göre Sharpe ile Jensen aynı performans sıralamasını verdiği için sıra korelasyon katsayısı 1.0 ve Sharpe ile Treynor sıra korelasyon katsayısı ise 0,943 olarak hesaplanmıştır. Dolayısıyla her üç performans endeksi, aynı olmasa da birbirine çok yakın sonuçlar vermiştir.

Kaynakça

Aguilera, Ruth V. (2005), "Corporate Governance and Director Accountability: An Intuition Comparative Perspective", *British Journal of Management*, Vol. 16, 39-53.

Aguilera, Ruth V ve Gregory Jackson (2003), "The Cross-National Diversity of Corporate Governance: Dimensions and Determinants", *Academy of Management Review*, Vol. 28, No.3, 447-485.

Akel, Veli (2006), "Portföy Performansının Değerlendirilmesi", *DersNotu*, http://iibf.bozok.edu.tr/akademik/veli_akel/portfoy_peRFrmansi.pdf, 10.06.2009.

Barras, John (2007). "Corporate Governance and Ethics: Why They Matter. Head, Europe, Middle East, Africa" CFA Centre for Financial Market Integrity, Garanti Bankası, İstanbul 17 Mart 2007 Sunumu.

Claessens, Stijn (2003), "Corporate Governance and Development", Washington D.C., Global Corporate Governance Forum.

Dağlı, Hüseyin (1995), "Yatırım Fonlarında Performans Değerlemesi: Türkiye Örneği", *Yöneylem Araştırması ve Endüstri Mühendisliği XVII. Ulusal Kongresi*, 10-11 Temmuz 1995, ODTÜ, Ankara.

Dağlı, Hüseyin (2009), "Sermaye Piyasası ve Portföy Analizi", *Derya Kitabevi*, 3. Baskı, Trabzon.

Demirtaş, Özgür ve Güngör Zühal (2004), "Portföy Yönetimi ve Portföy Seçimine Yönelik Uygulama". *Havacılık ve Uzay Teknolojileri Dergisi*, Temmuz 2004 Cilt: 1 Sayı:4 s.103-109.

Güven, Alpay, Muzaffer Bodur, Hakan Ener ve Cem Talug (2005), "Comparing board-level governance at MNEs and local firms: Lessons from Turkey", *Journal of International Management* 11 (2005) 67-86.

İMKB (2005), "İMKB Kurumsal Yönetim Endeksi Temel Kuralları", www.imkb.gov.tr, 11.04.2008.

Kayacan, Murad (2006), "Küresel Mali Piyasalarda 'Kurumsal Yönetim' Kavramının Gelişimi ve Ülkemize Yansımaları" Kurumsal Araştırmalar Serisi 4 Nolu Yayını ve Sermaye Piyasası Kurulu Yayınları No:196.

Kayacan, Murad (2007), "Ulusal Sermaye Piyasalarımızda Kurumsal Yönetim Kavramının Gelişimi ve Etik", İstanbul Menkul Kıymetler Borsası, Kurumsal Yönetim ve Etik Konferansı.

Kurt, Mustafa ve Kayacan, Murad (2005), "Kurumsal Yönetimde Finansal ve Yönetimsel Konular: Kurumsal Yönetim İlkeleri"nin İçerik Analizi". TOBB Ekonomi ve Teknoloji Üniversitesi. 13-14 Mayıs 2005, Orta Anadolu İşletmecilik Kongresi, Ankara.

Korkmaz, Turhan ve Hasan Uygurtürk (2007), "Türkiye'deki Emeklilik Fonlarının Performans Ölçümü ve Fon Yöneticilerinin Zamanlama Yeteneği", *Akdeniz İ.İ.B.F Dergisi* (14), 66-93.

Koçel, Tamer (2003), "İşletme Yöneticiliği", Beta Basım, 9. Baskı, İstanbul.

Luo, Y. (2005), "Corporate Governance And Accountability In Multinational Enterprises: Concepts And Agenda", *Journal of International Management*, 11, pp. 1-8.

Millstein, I. M. (1998), "Corporate governance-Improving competitiveness and Access to capital in global markets", Paris, OECD Publications.

Musteen, Martina, Deepak K. Datta ve Pol Hermann (2009), "Ownership structure and CEO compensation: Implications for the choice foreign market entry modes", *Journal of International Business Studies*, 40, 321-338.

Sharpe, W.F. (1966), "Mutual Fund Performance", *Journal of Business*, Vol. 39, No: 1, pp. 119-138.

Sloan, R. G., (2001), "Financial Accounting And Corporate Governance: A Discussion", *Journal of Accounting and Economics*, vol. 32, pp. 335-347.

SPK (2005), "Kurumsal Yönetim İlkeleri", İlk Yayınlanma Tarihi: Temmuz 2003 Düzeltilmiş İkinci Yayınlanma Tarihi: Şubat 2005, www.spk.gov.tr, 20.06.2009

TKYD ve Deloitte (2007), "Nedir Bu Kurumsal Yönetim?" Kurumsal Yönetim Serisi.

Teker Suat, Emre Karakurum ve Osman Tav (2008), "Yatırım Fonlarının Risk Odaklı Performans Değerlemesi", *Doğuş Üniversitesi Dergisi* 9 (1), 89-105.

Treynor, J. L. (1965), "How to Rate Management of Investment Funds", *Harvard Business Review*, Vol. 43, No 1, pp.63-75.

TÜSİAD (2002), "Kurumsal Yönetim En İyi Uygulama Kodu: Yönetim Kurulunun Yapısı ve İşleyişi", Yayın No. TÜSİAD-T/2002-12/336.

TSPAKB (2008), Sermaye Piyasası Faaliyetleri İleri Düzey Lisansı Eğitimi, http://www.tspakb.org.tr/tr/Portals/57ad7180c5e749f56475cdb7ee7/ETM_lisanslama_egitim_kilavuzlari_ileri_duzey_finyonetim_200902.PDF, 10.06.2009.

Ülgen, Hayri ve Mirza, S. Kadri (2004), "İşletmelerde Stratejik Yönetim", Literatür Yayınevi, İstanbul.

Yıldız, Ayşe (2005), "A Tipi Yatırım Fonlarının Performanslarının İMKB ve Fon Endeksi Bazında Değerlendirilmesi", *Muğla Üniversitesi SBE Dergisi*, Bahar 2005, sayı 14.

<http://www.saharating.com/>, 10.06.2009.

<http://www.imkb.gov.tr/endeksler/kurumsalyoneti.m.htm>, 18.08.2009.

<http://www.turkkredirating.com>, 11.05.2009.

<http://www.tkyd.org/tr/content.asp?>, 19.10.2009.