



Kurumsal Yönetim Uygulamalarının Türkiye'deki Gelişimi Ve BIST Kurumsal Yönetim Endeks Performansının İncelenmesi

**Development Of Corporate Governance In Turkey And The
Performance Of The BIST Corporate Governance Index.**

Seda TURNACIĞİL*
Hatice DOĞUKANLI**

Öz: Kurumsal yönetim konusu şirketlerin iş dünyalarındaki başarısı için merkezi bir konu haline gelmiştir. Gerek gelişmiş gerekse gelişmekte olan ülkelerde kaliteli kurumsal yönetimin varlığı şirketler için rekabet avantajı olarak görülmeye başlanmıştır. Özellikle son on beş yılda kurumsal yönetimi uygulayan şirketlerin performansları üzerine araştırmalar yoğunlaşmıştır. Bu çalışmada öncelikle kurumsal yönetim uygulamalarının Türkiye'deki gelişimi incelenmiş daha sonra BIST kurumsal yönetim endeksinin 2009-2016 yılları arasındaki performansı Sharpe, Treynor ve Jensen ölçütleri kullanılarak analiz edilmiştir. Analiz sonuçlarına göre Türkiye'de BIST 100 ve BIST 30 endeksleri ile karşılaştırıldığında kurumsal yönetim endeksinin iyi performans sergilediği söylenememektedir.

Anahtar Kelimeler: Kurumsal yönetim, endeks performansı, portföy

Abstract: Corporate governance has become a central issue for companies' success in business. In both developed and developing countries, the existence of high quality corporate governance has been seen as a competitive advantage for companies. Especially in the last fifteen years, researches on the performances of companies implementing corporate governance have intensified. This study examined the development of corporate governance practices in Turkey in the first, then analyzed the performance of the corporate governance index between the years 2009-2016. Sharpe, Treynor and Jensen criteria were used in the study. According to the results of the analysis, it can not be said that the corporate governance index performs well compared to the BIST 100 and BIST 30 index.

Keywords: Corporate Governance, Index Performance, Portfolio

Geliş Tarihi: 10.09.2018

Kabul Tarihi: 26. 12.2018

* Dr., Toros Üniversitesi İİSBF, seda.turnacigil@toros.edu.tr

** Prof. Dr. Çukurova Üniversitesi, hatdog@cu.edu.tr

1. GİRİŞ

Kurumsal yönetim, firmaların hissedarları ile diğer menfaat sahiplerine en yüksek faydayı sağlayacak şekilde yönetilmesini amaçlamaktadır. Özellikle son yıllarda artan finansal skandallar, dev firmaların bir gecede iflas etmesi, kurumsal yönetim kavramını en çok tartışılan konulardan biri haline getirmiştir.

Günümüzde, hem ülkeler hem de firmalar, finansman kaynağı bulma konusunda kendi iç pazarları ile sınırlı kalmayıp, uluslararası alanda sermaye hareketliliğinden fayda sağlamaya çalışmaktadır. Bu nedenle yatırımcıların seçenekleri de giderek artmakta buna paralel olarak karşılaşılan sorunlar ve düzenlenmesi gereken konular giderek karmaşıklaşmaktadır (SPK, 2003, s.3). Böyle bir ortamda Türk sermaye piyasalarının yapılandırılması ve uluslararası piyasalarda fon sağlama olanaklarının artırılması halka açık firmalar açısından da önem arz etmektedir. İyi kurumsal yönetim uygulamalarının hem ülkeler hem firmalar açısından yararları vardır. Kurumsal yönetim bakımından iyi yönetilen firmalar daha şeffaf bir görünüme sahip olacak, yatırımcılar arasında bir güven oluşturacaktır. İyi kurumsal yönetime sahip firmaların, hem ulusal hem uluslararası alanda rekabet avantajına sahip olacağından risk düzeyleri azalacaktır. Bu firmaların yatırımcılar tarafından daha çok tercih edileceği düşünölmekte, bu durumda firmanın hisse senedi değeri ile birlikte piyasa değeri de artmaktadır. Bu çalışmanın da amacı Türkiye’de kurumsal yönetimin gelişimini incelendikten sonra BIST kurumsal yönetim endeksinin performansını portföy performans ölçütlerine göre değerlendirmektedir.

2. Kurumsal Yönetimin Tanımı

Modern Finansman yaklaşımında şirketler, ortakların refahını maksimize etmeyi amaç edinmiştir. Bu amacı gerçekleştirmek için şirket ortaklarının yanı sıra çalışanlar, tedarikçiler ve müşteriler gibi diğer paydaşların katkıları da gerekmektedir. Paydaşların her birinin ise farklı amaçları ve çıkarları vardır. Bu farklı çıkarlar arasında çatışmayı engelleyip, şirket amacını gerçekleştirilmesine katkı sağlayan tedbir ve faaliyetlerin bütünü kurumsal yönetim uygulamaları olarak bilinmektedir (Kula&Baykut,

2013). Kurumsal yönetim günümüzde işletmelerin kötü yönetimlerine son vermek üzere ortaya atılmış bir anlayış olarak işletmelerim sürekliliğinin bir güvencesi olarak kabul edilmektedir.

Özellikle yakın geçmişte önemini artan kurumsal yönetim terimi farklı ülkeler için farklı anlamlara sahiptir. ABD ve İngiltere gibi Anglo-Sakson ülkelerinde firmaların hissedar çıkarlarını takip edip etmediğini ifade ederken, Japonya, Almanya ve Fransa gibi diğer ülkelerde bu terim firmaların çalışanlar, müşteriler ve hissedarlar da dahil olmak üzere daha geniş bir grubun menfaatleri doğrultusunda işletilip işletilmediğine değinmektedir (Allen&Gane, 2002, s.1).

Kurumsal yönetim kavramı son yıllarda gerek iş gerek akademik alanda popüler bir konu haline gelmiş ve bilim insanları ile finansal kurumlar kurumsal yönetimi çeşitli şekillerde tanımlamaya çalışmışlardır. Örneğin Shliefer ve Vishny (1997), kurumsal yönetimi firmaya fon tedarik edenlerin kendini güvence altına aldığı bir sistem olarak tanımlamaktadır. Gompers ve diğerleri (2003) şirketleri birer cumhuriyet, kurumsal yönetimi bu cumhuriyetin demokrasi mekanizması olarak tanımlamıştır. Yale Üniversitesi kurumsal yönetim merkezi koordinatörü Ira Millstein'e göre kurumsal yönetim yerleşik çıkarlara, yolsuzluğa, yönetim beceriksizliklerine karşı oluşturulmuş bir savunmadır.

Gerek ticari örgütlerin gerekse akademik çalışmaların yaptığı kurumsal yönetim tanımlarının bulunduğu ortak nokta kurumsal yönetimin hissedarlar (shareholders) ve menfaat sahipleri (steakholders) arasındaki ilişkileri düzenleyen kurallar bütünü olduğudur. Menfaat sahipleri unsuru kısaca firmanın iyi yönetilmesinde kazanç sağlayacak, kötü yönetilmesinde ise kayıp yaşayacak tüm kişi ve gruplar olarak tanımlanabilmektedir (Sermaye Piyasaları Lisanslama Kitapları [SPL], 2016, s.64).

Geleneksel şahıs şirketleri ve aile şirketleri, artan rekabet, ekonominin gelişmesi ve diğer pek çok sebepten ötürü çok ortaklı olmaya doğru evirilmektedir. Sermaye şirketi haline dönüşmenin başlıca sebebi hisse ihracı yoluyla kaynak sağlamaktır. İşletmeler büyüdükçe ve ortak sayıları arttıkça mutlak sahiplikten çok, yönetim ve sahipliğin ayrıldığı yapıya dönüşmektedir. Bu dönüşüm şüphesiz şirketler için geleneksel

yönetimden kurumsal yönetime geçişin dar anlamda temel sebebi olmaktadır (Aktan, 2006, s.12). Diğer yandan özelleştirilen şirketlerin yönetiminde hissedar demokrasisi yaratılmaya çalışılması, zayıf kurumsal yönetimin neden olduğu düşünülen sistematik krizlerin varlığı, sermaye piyasalarının entegrasyonu ve borsalar arasındaki rekabet ve özellikle ABD’de meydana gelen şirket skandalları da kurumsal yönetimin ortaya çıkmasında neden olarak gösterilmektedir.

3.Türkiye’de Kurumsal Yönetimin Gelişimi

Gelişmiş sermaye piyasalarıyla karşılaştırıldığında, Türkiye’de kurumsal yönetim alanında yapılan çalışmaların henüz başlangıç aşamasında olduğu görülmektedir. Bunların nedenleri arasında yıllarca dışa kapalı gelişen ekonomisi, aile işletmelerinin çokluğu, yıllar itibariyle yaşanan ekonomik krizler ve firma sermaye yapılarının yeterince güçlü olmayışı sayılmaktadır (Ararat&Uğur, 2003, s.70).

Kurumsal yönetimin dünyada önem kazanmasıyla, dünya piyasasındaki pazar payını arttırmaya çalışan Türkiye de bu konuda adım atma çalışmalarına başlamıştır. Bu konuda yapılan ilk çalışma Türkiye Sanayiciler ve İş İnsanları Derneği’nin (TÜSİAD) yayınladığı kurumsal yönetim uygulama kodudur. TÜSİAD çatısı altında oluşturulan Kurumsal Yönetim Çalışma Gurubu ile 2002 yılında “Kurumsal Yönetim–En İyi Uygulama Kodu: Yönetim Kurulunun Yapısı ve İşleyişi” adlı araştırma hazırlanmıştır. Yayımlanan bu kod, dünyanın değişik ülkelerindeki kurumsal yönetim uygulamalarının incelenip, Türkiye’de bunun nasıl oluşabileceğini gösteren bir rehber niteliğindedir. Kurumsal yönetim firmalara yerleşmesinde ve iyi uygulanmasında ana unsur olan yönetim kurulunun üzerine odaklanmıştır.

Daha sonra Sermaye Piyasaları Kurulu da kurumsal yönetim ilkelerinin Türkiye şartlarına uyarlanması ihtiyacına cevap vermiş ve bu konuda 2005 yılında bir tebliğ yayınlamıştır. Türkiye’de sermaye piyasasının ekonomiye katkısının artırılması ve uluslararası finans sisteminin bir parçası olması amacıyla SPK öncülüğünde Kurumsal Yönetim İlkeleri belirlenmiştir. Bu ilkeler belirlenirken başta OECD’nin 1999 yılında yayımlanan kurumsal yönetim ilkeleri ve diğer ülkelerde benimsenen temel esaslar ile ülkemizin kendi koşulları dikkate alınmıştır. Başta halka

açık şirketler olmak üzere, özel sektör ve kamuda faaliyet gösteren tüm anonim şirketler tarafından uygulanabilecek kurumsal yönetim ilkeleri SPK tarafından 2003 yılında “SPK Kurumsal Yönetim Temel İlkeleri” rehberi yayınlanmıştır. SPK'nin belirlediği ilkeler; pay sahipleri, kamuyu aydınlatma ve şeffaflık, menfaat sahipleri ve yönetim kurulu olmak üzere dört tanedir. SPK tarafından yayınlanan ilkeler ile OECD tarafından yayınlanan ilkeler birbirine benzerlik göstermektedir. Her ikisi de kamuyu aydınlatma ve şeffaflık, paydaşlar, yönetim kurulu yapısı ve sorumlulukları, hissedar hakları gibi bölümlerden oluşmaktadır. Pay sahipleri ilkesi kısaca pay sahiplerinin firma yönetimi ile yeterli düzeyde iletişim ve etkileşim içinde bulunarak haklarını kullanmaları hedeflenmiştir. Kamuyu aydınlatma ve şeffaflık ilkesi SPK'ye göre pay ve menfaat sahiplerine, şirketin hak ve yararlarını da gözetecek bir şekilde, zamanında, doğru, eksiksiz, anlaşılabilir, analiz edilebilir, düşük maliyetle kolay erişilebilir bilgilerin sunulmasını amaçlamaktadır (SPK, 2005, s.19). Menfaat sahipleri ilkesinde şirket politikalarında, menfaat sahiplerinin haklarını korumada dengeli bir politika izlenmesi gerektiği, menfaat sahiplerinin mevzuattan ve karşılıklı sözleşmelerden doğan haklarının ihlali durumunda tazmininin yapılacağı ve menfaat sahiplerinin haklarının ne olduğu konusunda tam bilgilendirme yapılması gerektiğinden söz etmektedir. Yönetim kurulu ilkesinde, yönetim kurulunun yapısı işlevi, faaliyetlerinin esasları, toplantılarının şekli, bünyesinde oluşturulan komiteler gibi başlıklara yer verilmiştir

SPK, kurumsal yönetim ilkelerini 2005 ve 2010 yıllarında uluslararası gelişmeleri de dikkate alarak yenilemiştir. SPK, Türkiye'deki bu ilkeleri uygularken şirketlerden “uygula ya da açıkla” anlayışına dayalı bir yaklaşımı benimsemiştir. Bu anlamda uygulanmadığı takdirde ilkelerin neden uygulanmadığının açıklaması eğer ilkeler uygulandıysa hangi ilkelerin uygulandığının açıklanması şirketlerden istemiştir.

Türkiye'de kurumsal yönetimi teşvik edici nitelikte diğer bir önemli gelişme de BIST Kurumsal Yönetim Endeksinin oluşturulması olmuştur. Kurumsal yönetim ilkelerini uygulayan firmaların dahil edileceği endekse dair çalışmalara 2005 yılında başlanmış ve endeks hesaplamalarına 2007 yılında geçilmiştir. 2018 yılının Haziran ayı itibarıyla endekste 51 adet şirket bulunmaktadır.

BIST Kurumsal Yönetim Endeksinde amaç, hisse senetleri BIST pazarlarında işlem gören ve kurumsal yönetim ilkelerine uyum notu 10 üzerinden en az 7 olan şirketlerin fiyat ve getiri performansının ölçülmesidir. Kurumsal Yönetim ilkelerine uyum notu, SPK tarafından belirlenmiş derecelendirme kuruluşları listesinde bulunan derecelendirme kuruluşlarınca, şirketin tüm kurumsal yönetim ilkelerine bir bütün olarak uyumuna ilişkin yapılan değerlendirme sonucunda verilmektedir (www.bist.gov.tr).

Türkiye’de SPK tarafından belirlen profesyonel derecelendirme kuruluşları firmaları değerlemektedir. Bu kuruluşlara göre firmalar ülke değerlemesi ve firma analizi boyutunda iki temel ilkeye oturtulmaktadır. Mikro bazda şirket kriterlerini (pay sahipleri, kamuyu aydınlatma ve şeffaflık, menfaat sahipleri ve yönetim kurulu), makro bazda ise ülke kriterlerini (piyasa altyapısı, yasal altyapı, düzenleyici çevre ve bilgilendirme altyapısı) esas almaktadır. Bu aşamada yatırımcılar, hukukçular, ekonomistler, bankacılar gibi çeşitli uzmanlar görev almaktadır. Uzmanlar özellikle şirket yöneticileri ve müdürler ile görüşerek ve diğer çeşitli belgelerden (faaliyet raporları, ana sözleşme, kar dağıtım tablosu, gelir ve kurumlar vergisi ve denetim raporları) yararlanarak işletmenin kurumsal yönetim ilkelerine uyumu konusunda bilgi toplamaya çalışmaktadırlar. Uzmanların topladığı bilgiler derecelendirme kuruluşlarına gönderilmekte ve derecelendirme kuruluşları da firmaya not tahsis etmektedir (www.saharating.com).

Bir tavsiye niteliğinde olan bütün bu faaliyetler, yeni Türk Ticaret Kanunu ile hukuki zemine oturtulmuş ve somut birtakım adımlar atılmıştır. Özellikle anonim şirketlerin nasıl yönetilmesi gerektiği konusunda yol gösterici nitelikte olan kurumsal yönetim ilkeleri SPK tarafından yapılan bir çalışmayla kanundan önce düzenlenmiştir. Yeni TTK, adillik şeffaflık, hesap verebilirlik ve sorumluluk ilkelerini benimseyecek olan firmalara yasal birtakım zorunluluklar getirmektedir. Bu durum TTK’nin 1529. maddesinde; “Halka açık anonim şirketlere kurumsal yönetim ilkeleri, yönetim kurulunun buna ilişkin açıklamasının esasları ve şirketlerin bu yönden derecelendirme kural ve sonuçları Sermaye Piyasası Kurulu tarafından belirlenir” şeklinde ifade edilmiştir. Bu noktada TTK’nin kurumsal yönetim konusuna getirdiği

düzenlemelerin kurumsal yönetimin çerçevesi belirlemek ve kurumsal yönetimi hukuki bir temele dayandırılmak ve ilkelerin uygulanmasını somut temellere dayandırmak olduğu anlaşılmaktadır.

Yeni TTK ile kurumsal yönetimi düzenleyen ve denetleyen organların yetkileri genişletilmiştir. Yeni düzenlenen TTK'nin kurumsal yönetim anlayışında ABD'nin Sarbanes Oxley yasası temel alınmıştır. Yeni TTK'da hukuk sistemi olarak da, Anglo Sakson hukuk sistemi ile ilişkilendirilerek düzenlenmiştir (Tunç, 2011, s.2).

4. YÖNTEM

Portföy performansının ölçülmesi finansal piyasalarda yatırım yapan yatırımcılar ve yöneticiler için önemli bir konudur. Portföy performanslarını ölçmek yatırımın ne kadar başarılı olduğu konusunda bilgi vermektedir. Sermaye piyasaları kurulunca yayınlanan tebliğde portföy yönetimi konusu detaylandırılmış, performans ve karşılaştırma kriterleri konusunda net esaslar ortaya konmuştur. Bu tebliğ kapsamında bireysel portföylerin ve kolektif yatırım kuruluşlarının performans sunumuna ve performansların notlandırılması ve sıralanması faaliyeti yerine getirilmektedir (SPK, 2013).

SPK'nin portföy değerlemesi, getiri hesaplanması ve getirilerin karşılaştırılmasına ilişkin esaslara göre; portföy değerlemesinde “*Bireysel portföyler için portföy yönetim sözleşmesinde, kolektif yatırım kuruluşları için ise esas sözleşme, içtüzük veya kamuyu aydınlatma belgelerinde aksi belirtilmedikçe portföylerin günlük olarak değerlendirilmesi esastır.*” (SPK, 2013). Portföy getiri oranı hesaplanma esaslarına göre ise, “*Portföy getiri oranı, performans dönemi sonundaki; bireysel portföyler için giderler düştükten sonraki portföy değerindeki, kolektif yatırım kuruluşları için ise birim pay başına toplam değer veya net aktif değerdeki bir önceki döneme göre değişimin yüzde cinsinden ifadesidir.*” şeklinde bahsedilmektedir. Karşılaştırma ölçütü olarak da; “*Karşılaştırma ölçütü olarak yurtiçinde veya yurtdışında genel kabul görmüş ve yaygın olarak kullanılan piyasa endekslerinin yanı sıra Kurulca uygun görülen farklı endekslerin de kullanılması mümkündür.*” ifadeleri yer almaktadır (SPK, 2013).

Portföy performansının ölçülmesinde kullanılan modelleri toplam riski esas alan modeller ile sadece sistematik riski esas alan modeller olarak ayırmak mümkündür. Toplam riskin esas alınması, sistematik ve sistematik olmayan risklerin bir arada değerlendirilmesidir. Bilindiği gibi sistematik riskler, çeşitlendirme yapılarak azaltılamayan piyasa riskleridir. Sistematik olmayan riskler ise, şirketlerin kendine özgü, çeşitlendirme yapılarak azaltılabilen ve farklılaştırılabilen risklerdir.

Toplam riske göre ölçüm yapan modeller Sharpe oranı, M2 ölçütü, Sortino oranı iken; sistematik riske göre ölçüm yapan modeller Treynor oranı, Jensen oranı ve değerlendirme oranı olarak sıralanmaktadır. Portföy performansını ölçmede yaygın olarak kullanılan Sharpe, Treynor ve Jensen oranları temelde Sermaye Varlıkları Fiyatlama Modeli'ne (SVFM) dayanmaktadır. Genel olarak Treynor ve Jensen endekslerinde hisse senetlerinin SVFM'ye göre fiyatlandırıldığı varsayılmakta ve her iki endeks de SVFM çerçevesinde riske göre düzeltilmiş performans ile ilgilenmektedir (Shadid, 2007, s.23).

Sharpe Oranı, William F. Sharpe (1968) tarafından geliştirilen bu oran portföyün taşıdığı toplam riske karşılık yatırımcının risksiz faiz oranı üzerinden elde ettiği ek getiriyi ölçen, tek parametrelili bir tekniktir. Sharpe oranı, artık getirilerin portföyün standart sapmasına bölünmesiyle elde edilmektedir. Artık getiri, portföy getirisi ile risksiz faiz oranı getirisi arasındaki farktır (Saldanlı, 2012, s.148). Sharpe oranı eşitlik 4.1'deki şekilde gösterilmektedir.

$$s_i = \frac{R_i - R_f}{\sigma_i} \quad (4.1.)$$

Eşitlikte;

S_i : i portföyünün sharpe performans endeksini

R_i : i portföyünün ortalama getirisini

R_f : risksiz faiz oranı getirisini

σ_i : i portföyünün ortalama getirisinin standart sapmasını ifade etmektedir.

Treynor oranı, çeşitlendirme ile ortadan kaldırılabilen sistematik olmayan riskleri dikkate almayarak sadece çeşitlendirmeye ortadan kaldırılamayan piyasa risklerini temel almaktadır. Treynor oranı eşitlik 4.2'de gösterilmektedir.

$$T_i = \frac{R_i - R_f}{\beta_i} \quad (4.2)$$

Eşitlikte;

T_i : i portföyünün treynor oranını,

R_i : i portföyünün ortalama getirisini,

R_f : risksiz faiz oranı getirisini,

β_i : i portföyünün betası olarak tanımlanmaktadır.

Jensen performans endeksi 1968 yılında Jensen tarafından geliştirilmiştir. Bu endeks portföy performansını, portföy getirisi ile pazar getirisi arasındaki regresyonun sabit terimi olan alfa katsayısı ile ölçmektedir (Dağlı vd., 2010, s.27). Jensen ölçütü eşitlik 4.3'de gösterilmektedir.

$$\alpha_p = r_p - (r_f + \beta_p (r_m - r_f)) \quad (4.3)$$

Eşitlikte;

r_p : Portföy getirisi

r_f : Risksiz faiz oranı getirisi

r_m : Piyasa portföyü getirisi

α_p : Jensen endeksi alfa ölçüsü

β : Sistematik risk beta

ε_p : Hata terimi

Türkiye'deki kurumsal yönetim endeksinde 2017 yılı sonu itibariyle 51 adet firma bulunmakta, bu firmaların 27 tanesi BIST 100 endeksinde 12 tanesi de BIST 30 endeksinde işlem görmektedir. Çalışmada kullanılan 19 şirketin dahil olduğu endeksler tabloda gösterilmiştir.

Tablo 1. Çalışmada Kullanılan Şirketlerin Dahil Olduğu Endeksler

Borsa Kodu	BIST KY	BIST 100	BIST 30
AEFES	x	x	-
ARCLK	x	x	x
AYGAZ	x	-	-
CCOLA	x	x	-
DOAS	x	x	-
HURGZ	x	-	-
IHEVA	x	-	-
LOGO	x	-	-
OTKAR	x	x	x
PRKME	x	-	-
PETKM	x	x	x
PNSUT	x	-	-
TOASO	x	x	x
TRCAS	x	x	-
TUPRS	x	x	x
PRKAB	x	-	-
TTKOM	x	x	x
TTRAK	x	x	-
VESTL	x	x	-

Bu analizde kullanılan değişkenlere ait bazı düzenlemeler yapılmıştır. Analizde piyasa portföyü olarak, daha açıklayıcı olacağı düşünülen BIST ULUSAL TÜM endeksi alınmıştır. Kurumsal yönetim endeksinin performansı BIST 30 ve BIST 100 endeksleri ile karşılaştırılmıştır. Söz konusu endekslerin tümünde aylık getiriler kapanış fiyatları baz alınarak eşitlik 4.4'teki gibi hesaplanmıştır.

$$\text{Getiri}_{\text{endeks}} = \frac{P_t - (P_{t-1})}{P_{t-1}} \quad (4.4)$$

Eşitlikte

P_t = endeksin dönemdeki fiyatını

P_{t-1} = endeksin bir önceki dönemdeki fiyatını temsil etmektedir.

Analizde risksiz faiz oranı getirisi olarak devlet iç borçlanma senetlerinin (DİBS) 2009-2016 yılları arasındaki aylık sabit getirileri baz alınmıştır.

5.Bulgular

Kurumsal yönetim endeks performansı ölçülürken serilere öncelikle Augmented Dickey-Fuller (ADF) durağanlık testleri uygulanmıştır.

Tablo 2.ADF Birim Kök Testi Sonuçları

Değişkenler	t istatistikleri	
	Sabit terimli*	Sabit terimli ve Trendli*
BIST 30	-8,883252	-9,113348
BIST 100	-8,886519	-9,335428
BIST ULUSAL	-8,790971	-9,104634
KY ENDEKS	-7,426588	-8,049528
DİBS	-9,220429	-9,394267

*Her iki modelde de $p=5\%$ anlamlılık düzeyinde test istatistiği anlamlıdır.

Tüm değişkenler sabit ve trend eklenerek Schwarz kriteri eşliğinde ADF testine tabi tutulmuştur. Tablodaki beş değişkene ait ADF test istatistiklerinin mutlak değerleri, çeşitli anlamlılık düzeylerinde (%1, %5,%10) kritik değerlerin mutlak değerlerinden daha büyük çıkmıştır. Bunun yanında tabloda görüldüğü gibi, değişkenlerin orijinal değerlerine ait p değerleri %5 anlamlılık düzeyinde anlamlı sonuçlar vermiştir. Bu durum, serilerin durağan olduklarını ifade etmektedir.

Tablo 3.Endekslerin Performans Sonuçları Tablosu

Endeksler	Beta katsayısı	Sharpe oranı	Treynor Oranı	Jensen Oranı
BIST 30	1,046196718	-0,10572699	-0,129263714	0,003760464
BIST100	1,003797908	-0,33111724	-0,134539467	0,003767457
KY endeks	0,945217728	-0,68417296	-0,126154584	-0,02645204
BIST ulusal (piyasa portföyü)	1	-0,42308272	-0,130903501	

Tablodaki volatilité ve sistematik riskin ölçüsü olan beta katsayıları endeks ile piyasa portföyünün kovaryansının, piyasa portföyünün varyansına oranlanması ile elde edilmiştir.

$\beta =$

$Cov [R (\text{piyasa portföyü}), R (\text{endeks})] / \text{varyans}(\text{piyasa portföyü})$

Beta katsayıları incelendiğinde tüm endekslerin piyasa portföyü ile aynı yönde hareket ettikleri görülmektedir. Kurumsal yönetim endeksi sıfır ile bir arasında olduğu için, endeks ve piyasa portföyü aynı yönde hareket etmesine karşın, endeksteki hareket piyasa portföyünden daha az olmaktadır. Bu nedenle kurumsal yönetim endeksine yatırım yapmanın daha az riskli olduğu söylenebilmektedir.

6.Tartışma ve Sonuç

Dünyada ilk olarak 1990'lı yıllarda ortaya çıkan kurumsal yönetim kavramı, hissedarın ve azınlık haklarının korunması, şirket

faaliyetlerinden yatırımcının aydınlatılması, vekâlet maliyetlerini azaltması, şeffaflığın ve hesap verilebilirliğin artırılması gibi pek çok amacı gözetmektedir. Kurumsal yönetim, dünya çapındaki firmaların birbiri ardına patlayan manipülasyon skandalları ile yönetim boşluğundan doğan ihtiyaçtan ortaya çıkmıştır. Kurumsal yönetim kavramı temelde bir firmanın nasıl yönetilmesi gerektiğini esaslar çerçevesinde belirleyen sistemdir. İlk olarak 1999 yılında OECD tarafından çıkarılan temel ilkeler, dünya genelinde karar alıcılar için bir referans kaynak olmuştur. Kurumsal yönetim; şeffaflık, hesap verebilirlik, adil davranma ve sorumluluk olmak üzere dünyada kabul görmüş dört temel prensibe oturtulmaktadır. Bu çalışmada tüm menfaat sahiplerine fayda sağlayacağı düşünülen kurumsal yönetim uygulamalarının Türkiye'deki gelişimi ortaya konmuş ve BIST kurumsal yönetim endeksinin performansı diğer iki önemli endeks olan BIST 100 ve BIST 30 endeksiyle karşılaştırılmıştır. Analiz 2009-2016 döneminde yapılmıştır ve 19 firmayı kapsamaktadır.

Analiz sonuçlarına göre BIST 30 ve BIST 100 endekslerinin betaları pozitif yönlü ve 1'den büyüktür. Bunun anlamı piyasa portföyündeki bir birimlik değişim endeks getirilerinde bir birimden daha fazla değişime neden olmaktadır. Bu nedenle BIST30 ve BIST100 endekslerine yatırım yapmanın daha riskli olduğu düşünülebilir. Tablodaki endekslerden en volatil olan endeksler sırasıyla BIST30, BIST100 ve kurumsal yönetim endeksleridir.

Performanslar, ölçüm teknikleri ile değerlendirildiğinde Sharpe oranına göre en iyi performansın BIST 100 endeksinde, en kötü performansın da kurumsal yönetim endeksinde olduğu görülmektedir. Endekslerin Treynor oranları birbirine eşit denebilecek kadar yakındır. Jensen oranlarında ise en iyi performans BIST100 endeksinde en kötü performans ise kurumsal yönetim endeksinde aittir.

Sonuç olarak endeks performansları söz konusu ölçütlere göre sıralandığında kurumsal yönetim endeksinin piyasa endekslerine göre daha iyi performans gösterdiği söylenememektedir. Türkiye'deki kurumsal yönetim algısını yatırımcılarda duyarlı hale getirmeden önce, bunların halka açık firmalar bazında benimsenmesine önem verilmelidir.

BIST 100 endeksinde işlem gören firmalardan sadece 28 tanesinde kurumsal yönetim notlarının olmasından, kamu kurumları ve özel sektörde bir farkındalığın henüz tam anlamıyla oluşmadığı kanaatine varılabilir. Türkiye’de kurumsal yönetim uygulamaları ile hisse senedi getirileri arasındaki ilişki araştırılırken ve endeks kapsamında incelemeler yapılırken yabancı yatırımcı davranışlarının da çalışmalara dâhil edilmesinin faydalı olacağı düşünülmektedir.

KAYNAKÇA

- Acar, M., Temiz, H. & Karan, B. (2013), “BIST(Borsa İstanbul) Kurumsal Yönetim Endeksinde (XKURY) Yer Alan Şirketlerin Getiri ve Performans Analizi: Olay Çalışması Örneği”, 17.Finans Sempozyumu, 130-142 Muğla
- Aksu, M. & AYTEKİN S. (2015). Kurumsal yönetim ilkelerine uyum notu ile hisse senedi getirisi ilişkisi: BIST kurumsal yönetim endeksi(xkury) üzerine bir uygulama. *Gümüşhane Üniversitesi Sosyal Bilimler Elektronik Dergisi*, 13(6), 201-220.
- Allen, F. & Gale, D. (2002). A Comparative theory of corporate governance. *Wharton Financial Institutions Center Working Paper*, 03-27
- Ararat, M. & Uğur, M. (2003). Corporate governance in Turkey: An Overview and some policy recommendations. *Corporate Governance*, 1, 70-71
- Bayraktaroğlu, H. & Çelik, İ. (2015). Kurumsal yönetim uygulamalarının getiri oynaklığı üzerine etkisi: Borsa İstanbul’da bir araştırma. *AKÜ İİBF Dergisi*, 1, 97-108
- BİST, <http://www.borsaistanbul.com/endeksler/bist-pay-endeksleri/kurumsal-yonetim-endeksi> Erişim tarihi: 22.04.2017
- Çarıkcı, İ., Kalaycı, Ş. & Gök,İ.Y. (2009). Kurumsal yönetim-şirket performansı ilişkisi: İMKB kurumsal yönetim endeksi üzerine ampirik bir çalışma *Alanya İşletme Fakültesi Dergisi* , 51-72

- Dağlı, H., Ayaydın, H. & Eyüboğlu (2010). Kurumsal yönetim endeksi performans değerlendirilmesi.
journal.mufad.org.tr/attachments/article/104/2.pdf Erişim Tarihi:13.10.2014
- Eyüboğlu, K. (2011). Kurumsal yönetimin hisse senedi getirileri üzerine etkisi: İMKB kurumsal yönetim endeksindeki şirketler açısından bir değerlendirme. *Karadeniz Teknik Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 1, 55-69.
- Gompers, P., Ishii, J. ve Metrick, A. (2003). Corporate governance and equity prices. *Quarterly Journal Of Economics*. 1-64.
- Javid, A.&Iqbal, R. (2007). Relationship between corporate governance indicators and firm performance in case of Karachi Stock Exchange. *MPRA Paper*, 1-14.
- Kılıç, S., (2011). İMKB kurumsal yönetim endeksine dâhil olan şirketlerin getiri performanslarının ölçülmesi. *Finans Politik & Ekonomik Yorumlar*, 45-58.
- Kula, V. & Ender, B. (2013). Kurumsal yönetim derecelendirme notu ile piyasa değeri arasındaki ilişki: BIST XKURY şirketleri üzerine bir araştırma. *U.Ü. Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*
- Maher, M., Andersson T. (1999). Corporate Governance: Effects on Firm Performance and Economic Growth. 19.12.2017 tarihinde https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=218490. adresinden çevrimiçi olarak alınmıştır.
- Saldanlı, A. (2012). Kurumsal yönetim endeks performansının analizi. *Ekonomik ve Sosyal Araştırmalar Dergisi*, 137-154
- Saha Kurumsal Yönetim ve Derecelendirme Hizmetleri (t.y.), *BIST Kurumsal Yönetim Endeksi*, 3.01.2015 tarihinde <http://www.saharating.com/SpotsDetail.aspx?SpotsId=8> adresinden çevrimiçi olarak alınmıştır.
- Shahid, M. (2007). *Measuring portfolio performance*. Project Report. Uppsala University, İsveç

- Sheliefer, A. & Vishny, R. (1997). A Survey of corporate governance. *The Journal of Finance*, 12.03.2018 tarihinde <https://onlinelibrary.wiley.com/doi/abs/10.1111/j.1540-6261.1997.tb04820.x> adresinden çevrimiçi olarak alınmıştır.
- SPK, (2003). *Kurumsal Yönetim İlkeleri* 11.10.2017 tarihinde , http://www.ecgi.org/codes/documents/kyy_tr.pdf adresinden çevrimiçi olarak alınmıştır.
- SPK (2013), 12.10.2017 tarihinde <http://www.spk.gov.tr/Sayfa/AltSayfa/25312.10.2017> adresinden çevrimiçi olarak alınmıştır.
- SPL (2016). *Kurumsal yönetim*. İstanbul: SPK Uzmanları, TKYD & Darman G.M.
- Tunç, F. (2011). Yeni Türk Ticaret Kanunu'nda Kurumsallaşmayla İlgili Düzenlemeler. Kurumsallaşma ve Denetim Konferansı. Antalya.
- Tükenmez, M., Gençyürek, A.G. & Karakelleoğlu, M.İ. (2017). Kurumsal yönetim derecelendirme notlarının şirketlerin finansal performansı üzerindeki etkisi. *Ege Stratejik Araştırmalar Dergisi*, 1-18
- Ünlü, U., Yalçın, N. & Yağlı, İ. (2017). Kurumsal yönetim ve firma performansı: Topsis yöntemi ile BİST 30 firmaları üzerine bir uygulama. *Dokuz Eylül Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi* , 63-81
- Yenice, S. & Dölen, T. (2013). İMKB'de işlem gören firmaların kurumsal yönetim ilkelerine uyumunun firma değeri üzerindeki etkisi. *Uluslararası Yönetim İktisat ve İşletme Dergisi*, 19, 199-214