

**KURUMSAL YÖNETİM DERECELENDİRME NOTU DUYURULARININ HİSSE SENEDİ
GETİRİSİ ÜZERİNDEKİ ETKİSİ: TÜRKİYE İÇİN OLAY ÇALIŞMASI****Dr. Öğr. Üyesi Mustafa KEVSER*** **Doç. Dr. Mesut DOĞAN*** **ÖZET**

Bu araştırmanın amacı kurumsal yönetim derecelendirme notu duyurularının hisse senedi getirisi üzerindeki etkisinin incelenmesidir. Bu amaçla kurumsal yönetim derecelendirme endeksinde bulunan 29 firmanın 2007-2019 verileri analiz edilmiştir. Araştırmada olay çalışması yöntemi kullanılmıştır. Bunun yanı sıra Kurumsal Yönetim Derecelendirme Notu'nun açıklandığı güne bağlı olarak 5 gün öncesi ve 5 gün sonrası günlük hisse senedi getirisinin farklılaşp farklılaşmadığını belirlemek için eşleştirilmiş (paired) t-testinden, firmaların kurumsal yönetim derecelendirme notu ile hisse senedi getirisi arasındaki ilişkiyi tespit etmek amacıyla pearson korelasyon analizinden yararlanılmıştır. Araştırmadan elde edilen sonuçlar derecelendirme notunun açıklanma tarihinden 5 gün öncesine ve 5 gün sonrasına göre hisse senedi getirilerinde anlamlı farklılıklar olduğunu ortaya koymaktadır. Bunun yanında kurumsal yönetim derecelendirme notu ile hisse senedi getirileri arasında anlamlı bir ilişki bulunmakta olup kurumsal yönetim derecelendirme notu arttıkça hisse senedi getirisi artış göstermektedir. Elde edilen sonuçlar kurumsal yönetim ve vekâlet teorisi çerçevesinde hem teorik hem de yönetsel katkı sunmaktadır.

Anahtar Kelimeler: Kurumsal yönetim, derecelendirme notu, finansal performans, hisse senedi getirisi, olay çalışması.

Jel Kodları: G14, G34, L25.

**THE EFFECT OF CORPORATE GOVERNANCE RATING NOTE
ANNOUNCEMENTS ON STOCK RETURNS: AN EVENT STUDY FOR TURKEY****ABSTRACT**

The purpose of this study is to examine the effect of corporate governance rating announcements on stock returns. For this purpose, the data of 2007-2019 time period of 29 companies included in the corporate governance rating index were analyzed. Event study method was used in the research. In addition, paired t-test was used to determine whether daily stock returns differed 5 days before and after

* Bandırma Onyedii Eylül Üniversitesi, Manyas M.Y.O., Finans, Bankacılık ve Sigortacılık Bölümü, Balıkesir, Türkiye. E-mail: mustafakevser83@gmail.com

* Afyon Kocatepe Üniversitesi, Dinar M.Y.O., İşletme Yönetimi Bölümü, Afyonkarahisar, Türkiye. E-mail: mesutdogan07@gmail.com

Makale Geçmiři/Article History

Başvuru Tarihi / Date of Application : 22 Ekim / October 2020

Düzeltilme Tarihi / Revision Date : 10 Şubat / February 2021

Kabul Tarihi / Acceptance Date : 23 Şubat / February 2021

5 days depending on the day the Corporate Governance Rating Score was announced. Pearson correlation analysis was used to determine the relationship between corporate governance rating and stock returns of firms. The results obtained from the research reveal that there are significant differences in stock returns 5 days before and 5 days after the announcement date of the rating. In addition, there is a significant relationship between corporate governance rating and stock returns, and as the corporate governance rating increases, stock returns increase. The results obtained from the research provide both theoretical and managerial contributions within the framework of corporate governance and agency theory.

Key Words: Corporate governance, rating, financial performance, stock return, case study.

Jel Codes: G14, G34, L25.

1. GİRİŞ

Kurumsal yönetim 2000’li yılların başından itibaren önemini artıran bir kavram haline gelmiştir. 21. yüzyılda dünya genelinde birçok muhasebe ve şirket skandalı yaşanmıştır (Doğan, 2018b: 132). Dünyanın en büyük gaz ve enerji dağıtım şirketlerinden Enron’un sadece 1997-2000 yılları arasında ilan edilen kârında yaptığı düzeltme 508.000.000 dolardır (Sarıoğlu, 2002). Aynı zamanda şirketin 2001 yılı başında 80 dolar olarak açıkladığı hisse senedi 2002 yılı Şubat ayında 20 cente düşmüştür (Ertikin, 2017). Bu açıdan kurumsal yönetim uygulamaları firmalar ve paydaşları için bir tercihten çok zorunluluk haline gelmekte olup kurumsal yönetim konusuna yönelik yapılacak araştırmalar önem taşımaktadır. Kurumsal yönetim uygulamalarının doğru şekilde uygulanması hem şirketler açısından hem de ülkeler açısından oldukça önemli faydalar sağlamaktadır. Firmalar açısından bakıldığında kurumsal yönetimin potansiyel faydaları şirket performansında ve operasyonel etkinlikte artış, sermaye piyasalarından kolay fon sağlama, sermaye maliyetinin düşmesi ve şirket varlıklarının değerinin artması, daha fazla itibar ve bilinirlik, yüksek likidite, krizlerin kolay yönetimi, sermaye piyasalarının dışında kalmama olarak sıralanabilir (Alp ve Kılıç, 2014: 229; Çonkar, Elitaş ve Atar, 2011: 87).

Yapılan ampirik araştırmalar uluslararası yatırımcıların firmalardaki kurumsal yönetim uygulamalarını en az finansal performansları kadar önemli bulduklarını; yatırım kararlarının alınmasında, bu konunun reforma ihtiyacı olan ülkeler için daha önemli olduğunu düşündükleri ve iyi kurumsal yönetim uygulamalarına sahip firmalar için daha fazla fiyat ödemeye hazır olduklarını göstermektedir (SPK, 2005: 2). Kurumsal yönetim uygulamaları çerçevesinde oluşturulan kurumsal yönetim endeksinin amacı firmaların getiri ve fiyat performansının takip edilmesidir (Bektaş ve Kırkbeşoğlu, 2020). Bu aşamada araştırmanın temel sorunu kurumsal yönetim endeksinde yer alan firmaların kurumsal yönetim notlarının açıklanması ile hisse senedi getirileri arasındaki ilişkinin açıklanması şeklinde ortaya çıkmaktadır. Kurumsal yönetim ile finansal performans arasındaki ilişkileri açıklayan araştırmalar sıklıkla kurumsal yönetim endeksinde bulunma ya da bulunmama, kurumsal yönetim notu ile finansal performans ilişkisi gibi objektif kriterler ile açıklanırken (Klein, Shapiro ve

Young, 2005; Karamustafa, Varıcı ve Er, 2009; Ünlü, Yağlı ve Yalçın, 2017; Gergin ve Kıymetli Şen; 2019; Bektaş ve Kırkbeşoğlu, 2020) kurumsal yönetim skorlarının açıklanmasından önce ve sonra hisse senedi performansının ne olduğu konusunu olay çalışması (event study) ile açıklayan sınırlı sayıda araştırma vardır. Buna göre araştırmada bu boşluk doldurulmaya çalışılacaktır.

Literatürde tek bir kurumsal yönetim tanımı bulunmamakla birlikte kurumsal yönetim paydaşlar arasındaki ilişkilerin yürütüldüğü, amaç, hak ve sorumlulukların doğru dağıtıldığı ve firma değerinin uzun vadede arttırılmasının hedeflendiği bir süreç olarak ifade edilmektedir (Shleifer ve Vishny, 1997; Denis ve McConnell, 2003; Doğan ve Topal, 2015; OECD, 2016) . Bu çerçevede kurumsal yönetim kalitesinin şirketlerin ekonomik faaliyet sonuçları üzerinde pozitif etkisi olması ve sonuçların etkin piyasa koşullarını sağlaması şartı ile şirketlerin etkin yönetimi ile paydaşlarına sağlamış olduğu getirilerin en üst düzeyde gerçekleştirilmesine katkıda bulunması beklenmektedir (Gürbüz ve Ergincan, 2004: 1; Doğan ve Topal, 2015: 88).

Araştırma altı bölümden oluşmaktadır. İlk bölümde yer alan giriş kısmından sonra ikinci bölümde konunun teorik arka planına yer verilmiştir. Üçüncü bölümde konuya ilişkin literatür taraması dördüncü bölümde ise araştırmanın yöntemi bulunmaktadır. Beşinci bölümde araştırmanın bulguları yer almaktadır. Altıncı ve son bölümdeki sonuç ve tartışma kısmı ile araştırma tamamlanmıştır.

2. TEORİK ARKA PLAN

2.1. Kurumsal yönetim teorileri

Araştırma konusu kurumsal yönetim anlayışı içinde incelenmekte olduğundan bu bölümde kurumsal yönetimin temel teorilerine yer verilmiştir. Kurumsal yönetim anlayışına katkı sağlayan birçok teori olmak ile birlikte en çok yedi teorisinin kabul gördü ifade edilmektedir. Bu teoriler vekâlet teorisi, paydaş teorisi, temsil teorisi, yönetsel egemenlik teorisi, miyop piyasa teorisi, işlem maliyeti teorisi ve kaynak bağımlılığı teorisidir (Doğan, 2018a). Araştırmanın teorik arka planı kurumsal yönetim ve finansal performans çerçevesinde ele alındığı için bu bölümde kurumsal yönetim ve firma finansal performansı ilişkisini doğrudan açıklayan vekâlet teorisi ve paydaş teorisine yer verilecektir.

Vekâlet teorisi, Jensen ve Meckling (1976) tarafından temelleri atılan ve geliştirilen vekâlet teorisi firmaların değişen yapıları çerçevesinde ortaya çıkan sahiplik ve kontrol ayrımını açıklamakta ve yönetsel sorunlara çözüm getirmektedir. Vekâlet teorisi firmaların çok ortaklı yapılar haline gelmesi ile birlikte firma yönetiminin ortaklar yerine profesyonel yöneticiler tarafından sağlanması ile ilgilenmektedir. Firma yönetiminde yer alan profesyonel yöneticiler firma sahiplerinden aldıkları vekalet ile yönetim fonksiyonunu yerine getirmektedir. Ancak bu durum yöneticiler ile ortaklar arasında bir çıkar çatışmasını doğurmaktadır. Yöneticiler kendi menfaatlerini arttırmak çabası içine girerek kişisel menfaatlerini maksimize etmeye çalışırlar (Akın, 2004). Bu açıdan teori birbirlerine bağlı olmakla birlikte farklı amaçlara sahip asil-vekil arasındaki rasyonel davranış biçimlerini ele alır (Verstegen, 2001). Asil ve vekiller arasındaki bu sorun sözleşmelerle çözülmektedir. Böylelikle yönetsel

açından etkin bir yapı kurulabilmekte ve asiller kontrol güçlerini arttırarak firmanın profesyonel yöneticiler tarafından daha etkin ve yüksek finansal performans göstererek yönetilmesini sağlayabilmektedir. Bu çerçevede vekâlet teorisi sahiplik ve kontrol ayrımını ortaya koyarak etkin bir kurumsal yönetim yapısı sunmakta ve firma performansını açıklayabilmektedir (Gümüş, Gümüş ve Altunal, 2017).

Paydaş teorisi, ilk olarak R. Edward Freeman tarafından 1984 yılında yayımlanan Stratejik Yönetim: Paydaş Yaklaşımı (Strategic Management: A Stakeholder Approach) kitabı ile literatürde yerini almıştır. Paydaş, işletmenin ilişki içinde olduğu, işletmeden çıkarı olan, işletme faaliyetlerinden etkilenen ve faaliyetleri ile işletmeyi etkileyen tüm gruplardır (Tarakçıoğlu Altınay, 2016; Kevser, 2018). Freeman (1984) paydaşları iç çevre ve dış çevre olarak ikiye ayırmıştır. İç çevre çalışanlar, yöneticiler ve firma sahiplerinden oluşurken dış çevre yatırımcılar, kredi verenler, devlet, toplum, rakipler ve tedarikçilerden oluşmaktadır. Freeman (1984) firma başarısı ve finansal performansı için iç ve dış çevre ile güçlü ilişkiler kurulması gerektiğini belirtmiştir. Teoride yönetim kurulu paydaşlar arasındaki çıkar çatışmalarının çözümleneceği ve birliğin sağlanacağı yer olarak görülmektedir (Donaldson ve Preston, 1995). Paydaş teorisi gruplar arasında eşgüdümün sağlanarak firma performansının arttırılabileceğini ortaya koymaktadır. Bu açıdan teorinin ortaya koyduğu firmaların yönetsel yapısı ve finansal performansı arasındaki ilişki günümüz gerçekliği ile uyuşmakta (Doğan, 2018a) ve teori kurumsal yönetim anlayışının firma performansı üzerindeki etkisini açıklayabilmektedir.

Hem vekâlet teorisi hem de paydaş teorisi kurumsal yönetimin temel teorilerinden olup kurumsal yönetimin gelişmesi, ülkelerde kurumsal yönetim endekslerinin oluşturulmasına temel teşkil etmişlerdir. Teoriler kurumsal yönetim anlayışı çerçevesinde firmaların finansal açıdan gösterecekleri performansı açıklayabilmektedir. Bu açıdan araştırmanın teorik altyapısını oluşturmaktadırlar.

2.2. Kurumsal yönetim kavramı ve BIST kurumsal yönetim endeksi

Kurumsal yönetimin tek bir tanımı bulunmamakta olup çeşitli araştırmacılar ve kurumlar tarafından çeşitli tanımlamalar yapılmıştır. Kurumsal yönetim bir işletmenin işleyişine yönelik kararlar alan ve kendi menfaatlerini arttırma çabası içerisinde olan yöneticileri, işletme hissedarlarını ve menfaatlerini korumaya ve işletme değerini arttırmaya yönelik kararlar almaya sevk eden kurumsal ve piyasa temelli mekanizmalar setidir (Denis ve McConnell, 2003: 1-2). Türkiye'nin en önemli kuruluşlarından biri olan Türk Sanayici ve İşadamları Derneği (TÜSİAD)'nin kurumsal yönetim çalışma grubu kurumsal yönetimi "Geniş anlamda modern yaşamda insanların bir amaca ulaşmak için oluşturduğu herhangi bir kurumun yönetiminin düzenlenmesidir. Dar anlamda ise bir kurumun beşeri ve mali sermayeyi çekmesine, etkin çalışmasına ve böylece ait olduğu toplumun değerlerine saygı gösterirken uzun dönemde ortaklarına ekonomik değer yaratmasına imkân tanıyan her türlü kanun, tüzük, yönetmelik, kod ve uygulamaları ifade etmektedir" şeklinde tanımlamıştır (TÜSİAD, 2002: 9). Bu tanımdan da anlaşılacağı üzere kurumsal yönetim uygulamalarının şirketlerin etkin ve verimli

çalışmasına katkı sunması ve böylelikle şirket finansal performansına etki etmesi beklenmektedir. Aynı zamanda kurumsal yönetim uygulamalarını başarıyla uygulayan şirketlerin risk düzeylerinin azalması, sermaye maliyetlerinin düşmesi ve bu sayede uluslararası alanda rekabet avantajı elde etmesi kurumsal yönetimin sağladığı avantajlar olarak sıralanabilmektedir (Aktan, 2013). Şirketlerin söz konusu alanlarda gösterdiği gelişmeler finansal performanslarını arttırmakta, finansal performansı artan şirketlere yerli ve yabancı yatırımcı ilgisi artış göstermekte ve sonucunda hisse senetlerinin piyasa değerleri de artmaktadır (Çonkar vd., 2011; Alp ve Kılıç, 2014).

Kurumsal yönetim ilkelerine yönelik çeşitli kurumlar tarafından birçok çalışma yapılmıştır. Ancak kurumsal yönetim ilkelerinin yapıtaşı OECD (Organisation for Economic Co-operation and Development) tarafından yayımlanan ilkelerdir. 26-27 Mayıs 1999 tarihinde kabul edilen kurumsal yönetim ilkeleri iki temel bölümden oluşmuştur. Birinci bölüm hissedar hakları, hissedarlara adil davranılması, doğrudan menfaat sahipleri olan grupların rolü, kamuya açıklama ve şeffaflık ile yönetim kurulunun sorumlulukları olurken ikinci bölümde ise birinci bölümde yer alan ilkeleri açıklayıcı notlara yer verilmiştir.

Dünyada kurumsal yönetim ilkelerine yönelik birçok çalışma yapılmakla birlikte ülkeler kurumsal yönetime uyum çalışmaları yaparken kendi ülke koşullarını da dikkate alır. Bu bakımdan Türkiye’de Sermaye Piyasası Kurulu (SPK) tarafından yayımlanan kurumsal yönetim ilkelerinin temelinde OECD kurumsal yönetim ilkeleri bulunmakta olup SPK bu ilkeleri dört ana başlık altında toplamıştır. Bu ilkeler pay sahipleri, kamuyu aydınlatma ve şeffaflık, menfaat sahipleri ve yönetim kurulu olmak üzere dört bölümden oluşmaktadır (SPK, 2005: 3).

Pay sahipleri ilkesi: Pay sahipleri sermayedar olup aynı zamanda işletme mülkiyetine de sahiptirler. Bu sebeple malvarlıksal hakları kadar yönetsel hakları da mevcuttur. Bu çerçevede pay sahipleri ilkesi oy kullanma hakları ile ilgili olan ortaklar genel kuruluna, azınlık haklarına, temettü haklarına ilişkin esaslara vurgu yapmakta ve aynı zamanda hissedarlara hakkaniyetli şekilde davranılmasına katkı sağlayan ilkelerdir (Gürbüz ve Ergincan, 2004: 21).

Kamuyu aydınlatma ve şeffaflık ilkesi: Kurumsal yönetim işletmeye ilişkin bütün maddi konularda doğru ve zamanında açıklama yapılmasını güvence altına almalıdır (Uyar, 2004: 162). Bu çerçevede ilke menfaat sahiplerine zamanında, doğru ve eksiksiz bilgi sağlanmasını amaçlar.

Menfaat sahipleri: Şirket ile ilişkili üçüncü kişilerin yani menfaat gruplarının ele alındığı bu ilkede amaç menfaat sahiplerinin yönetime katılmalarını, işletme varlıklarının korunmasını tedarikçi ve müşteri ilişkilerinin korunmasını sağlamak ve sosyal sorumluluğu yerine getirmektir (Gürbüz ve Ergincan, 2004: 21).

Yönetim kurulu ilkesi: Şirket yönetiminde vekâlet teorisinden kaynaklanan sorunların ortadan kaldırılması ve tüm menfaat sahiplerinin ortak bir paydada buluşması için yönetim kurulunun

fonksiyonu, görev ve sorumlulukları, kurula sağlanan maddi haklar bu ilke çerçevesinde değerlendirilmiştir.

Söz konusu ilkelerin ortak noktası eşitlik, şeffaflık, sorumluluk ve hesap verilebilirliktir.

Kurumsal yönetim alanındaki gelişmelere paralel olarak tüm şirketler için kurumsal yönetimin teşvik edilmesi, uygulamalarının artırılması amacıyla SPK Kurumsal Yönetim İlkeleri Çerçevesinde 31.08.2007 tarihinde İMKB Kurumsal Yönetim Endeksi (İMKB XKURY) oluşturulmuştur. Kurumsal Yönetim Endeksi'nin oluşturulması ile birlikte kurumsal yönetim uygulamalarını standardize etmek, karşılaştırılabilir ve kolay anlaşılır hale getirmek amacıyla kurumsal yönetim derecelendirmesi gündeme gelmiştir. Kurumsal yönetim derecelendirmesi SPK'nın Seri VIII, No:51 sayılı tebliğinin 6. maddesinde "işletmelerin kurulca yayımlanan kurumsal yönetim ilkelerine uyumlarının derecelendirme kuruluşları tarafından bağımsız, tarafsız ve adil olarak değerlendirilmesi ve sınıflandırılması faaliyetidir" şeklinde tanımlanmıştır (<http://www.resmigazete.gov.tr/eskiler/2007/07/20070712-24.htm>, 21.03.2019). Bir kurumsal yönetim derecelendirme notu, kurumların hissedar haklarına verdikleri önemin, kamuyu aydınlatma faaliyetlerinin, menfaat sahipleri ile ilişkilerinin ve yönetim kurullarının genel kredibilitesi hakkında bir görüşür (<http://www.saharating.com/~saharati/kurumsal-yonetim-derecelendirmesi/kurumsal-yonetim-derecelendirmesi-nedir/>, 21.03.2019). Derecelendirme notları 1 ile 10 arasında verilmektedir. 1 en zayıf notu ifade ederken 10 ise en yüksek dereceyi göstermektedir. Şirketlerin kurumsal yönetim derecelendirmesinde 10 alabilmesi için kurumsal yönetim ilkelerine tam uyum göstermiş olmaları gerekmektedir. Kurumsal yönetim derecelendirmesinde verilen notların anlamları aşağıdaki gibidir:

Tablo 1. Kurumsal Yönetim Derecelendirme Notları

Not	Açıklama
9-10	Şirket SPK Kurumsal Yönetim İlkeleri'ne büyük ölçüde uyum sağlamış ve tüm politika ve önlemleri uygulamaya sokmuştur.
7-8	Şirket SPK Kurumsal Yönetim İlkeleri'ne önemli ölçüde uyum sağlamış ve çoğu gerekli politika ve önlemleri uygulamaya sokmuştur.
6	Şirket SPK Kurumsal Yönetim İlkeleri'ne orta derecede uyum sağlamış ve gerekli politika ve önlemlerin bir kısmını uygulamaya sokmuştur.
4-5	Şirket SPK Kurumsal Yönetim İlkeleri'ne gereken asgari derecede uyum sağlamış ve gerekli politika ve önlemlerin standartların altında bir kısmını uygulamaya sokmuştur.
0-4	Şirket SPK Kurumsal Yönetim İlkeleri'ne uyum sağlamamıştır ve gerekli politika ve önlemleri zayıftır. Yönetim ve iç kontrol mekanizmaları, gerekli etkinlikte oluşturulmamıştır.

Kaynak: <http://www.saharating.com/~saharati/kurumsal-yonetim-derecelendirmesi/kurumsal-yonetim-derecelendirme-notlarinin-anlami/>, 21.03.2019.

Kurumsal yönetim derecelendirme notu belirlenirken SPK kurumsal yönetim ilkelerine paralel şekilde aşağıdaki ağırlıklar kullanılmaktadır.

Tablo 2. Kurumsal Yönetim Derecelendirme Notu Hesaplama Örneği

Kurumsal Yönetim İlkeleri	Ağırlık	Denetim Komitesi Ortalama Notu	Tahsis Edilen Not
Pay sahipleri	25	77.45	19.362
Kamuyu aydınlatma ve şeffaflık	25	81.13	20.282
Menfaat sahipleri	15	85.27	12.790
Yönetim Kurulu	35	64.42	22.547
Toplam	100		74.981 (7.50) ²

Kaynak: Tablo Karamustafa vd., (2009)'dan uyumlaştırılmıştır. Ağırlıklar Saha Kurumsal Yönetim Derecelendirme A.Ş.' nin web sitesinden alınmıştır, 21.03.2019.

Türkiye’de kurumsal yönetim ilkelerine uyum derecelendirmesi ile ilgili olarak 4 şirket faaliyet göstermektedir. Bu şirketler Saha Kurumsal Yönetim ve Kredi Derecelendirme Hizmetleri A.Ş., Kobirate Uluslar arası Kredi Derecelendirme ve Kurumsal Yönetim Hizmetleri A.Ş., JCR Avrasya Derecelendirme A.Ş., DRC Derecelendirme Hizmetleri A.Ş.’ dir (<http://www.spk.gov.tr/sayfa/index/6/10/1>, 21.03.2019).

3. LİTERATÜR

Kurumsal yönetim uygulamaları ile firma performansı arasındaki ilişkiyi çeşitli yöntemlerle açıklamaya çalışan birçok ulusal ve uluslararası araştırma bulunmaktadır (Karayel ve Doğan, 2014; Karayel ve Doğan, 2016; Sakarya, Yazgan ve Yıldırım, 2017; Yapa, 2017; Gergin ve Kıymetli Şen, 2019). Bu araştırmalarda kurumsal yönetim uygulamaları ile finansal performans arasında pozitif yönlü bir ilişkinin varlığına yönelik kanıtlar bulunduğu gibi (Black, Jang ve Kim, 2005; Kim ve Yoon, 2007) negatif yönlü bir ilişkinin varlığını ortaya koyan araştırmalar da bulunmaktadır (Drobetz, Schillhofer ve Zimmerman, 2003; Park ve Shin, 2004; Pham, Suchard ve Zimmerman, 2007). Diğer taraftan her iki değişken arasında herhangi bir ilişki tespit edemeyen araştırmalar da bulunmaktadır (Büyükşalvarcı ve Abdioğlu, 2010, Eyüboğlu, 2011; Özçelik, 2017). Finansal performans göstergesi olarak araştırmalarda sıklıkla aktif kârlılık, özkaynak karlılık, Tobin Q, hisse başına kâr, fiyat/kazanç, piyasa değeri/defter değeri oranlarının kullanıldığı görülmektedir (Karamustafa vd., 2009; Pham, Suchard ve Zimmerman, 2011; Doğan ve Yıldız, 2013; Javaid ve Saboor, 2015; Doğan, 2015; Topal ve Doğan, 2016; Aydın, 2017; Ece ve Güner, 2018; Mamun, Musa ve Islam, 2018). Buna göre araştırmada literatür ile uyumlu şekilde finansal performans ölçütü olarak hisse senedi getirisi kullanılmıştır.

Kurumsal yönetim skorlarının yüksek olması daha iyi bir kurumsal yönetim anlayışını ortaya koyarken aynı zamanda firmaların daha kârlı çalışmasını sağlamakta, firma değerini arttırmakta ve hissedarlara daha fazla temettü ödenmesini sağlamaktadır (Brown ve Caylor, 2004). Ancak firmaların finansal performansları kurumsal yönetim endeksine girmeden önce ve girdikten sonra farklılaşabilmektedir. Karamustafa vd., (2009) yöntem olarak t-testi kullandığı araştırmasında firmaların aktif devir hızının, aktif kârlılığının (ROA) ve özsermaye kârlılığının (ROE) kurumsal yönetim endeksi kapsamından önce ve sonra anlamlı farklılıklar gösterdiği sonucuna ulaşmış ve firma finansal performansının arttığını tespit etmiştir. Buna karşın Eyüboğlu (2011) araştırmasında yöntem olarak

benzer biçimde t-testini kullanmış ancak firmaların kurumsal yönetim endeksine dâhil olmadan önce ve dâhil olduktan sonraki hisse senedi getirileri arasında anlamlı bir fark tespit edememiştir. Yavuz vd., (2015) ise firmaların kurumsal yönetim endeksine girişi ile hisse senedi getirileri arasındaki ilişkiyi araştırmıştır. Araştırmada 2012 ve 2013 yıllarında BIST kurumsal yönetim endeksine ilk kez alınan 11 firmanın endekse girme tarihi ile endekse girişten on gün önce ve on gün sonra oluşan anormal hisse senedi getirilerini olay çalışması (event study) yöntemi ile analiz etmiştir. Araştırma sonuçlarına göre, firmalar hisse senetlerinden bazı günler anormal getiriler elde ederken bazı günler ise anormal kayıplar yaşamıştır.

Literatürde kurumsal yönetim ile finansal performans arasındaki ilişkinin açıklanmasında olay çalışmasının son yıllarda yöntem olarak kullanıldığı görülmektedir (Sakarya, 2011; Yavuz, Yıldırım ve Elmas, 2015; Sakarya vd., 2017; Yapa, 2017; Çetin, Salur ve Akusta, 2020; Bektaş ve Kırkbeşoğlu, 2020). Kurumsal yönetim notlarının ilanı ile hisse senedi getirileri arasındaki ilişkiyi açıklayan bu araştırmalarda birbirinden farklı sonuçlara ulaşıldığı görülmektedir. Sakarya (2011) araştırmasında 2009 yılı için 11 firma üzerinde yaptığı araştırmada iyi kurumsal yönetim notunun ilanı ile hisse senedi getirisi arasında pozitif bir ilişki bulmuş, olay öncesi ve olay sonrasında endeks kapsamındaki şirketlerin hisse senetlerinin anormal getiriler elde edilebileceğini tespit etmiştir. Buna göre piyasanın yarı güçlü formda etkin olmadığı sonucuna ulaşmıştır. Sakarya vd., (2017) araştırmasında ise araştırmaya dahil ettiği firma sayısını 11'den 58'e çıkarmış ve araştırma dönemini 2011-2015 olarak belirlemiştir. Araştırma sonuçları 2011 yılı çalışmasından farklılık göstermiş kurumsal yönetim derecelendirme notunun duyurusu ile hisse senedi getirileri arasında pozitif bir ilişki tespit edilememiştir. Buna göre, not duyurusunun gerçekleştiği tarihten on gün önce ve on gün sonra şirketlerin hisse senetlerinden anormal getiriler elde edilemediği ve dolayısıyla piyasa yarı güçlü formda etkin olmadığı sonucuna ulaşılmıştır. İki araştırma arasındaki farkın örneklem ve dönem farklarından kaynaklandığı düşünülmektedir. Yapa (2017) 2015 yılı öncesinde ve sonrasında kurumsal yönetim endeksinde yer alan 46 firmanın verilerini analiz ettiği araştırmada kurumsal yönetim notu ilanının hisse senedi getirilerini arttırdığı sonucuna ulaşmıştır. Kurumsal yönetim skoru ilanı ve hisse senedi getirisi arasındaki ilişkiyi inceleyen araştırmalar aynı zamanda etkin piyasa hipotezine de katkı sağlamaktadır. Sakarya vd., (2017), Çetin vd., (2020), Bektaş ve Kırkbeşoğlu (2020) kurumsal yönetim notlarının ilanından sonra anormal hisse senedi getirileri elde edilemeyeceği ve bu nedenle piyasanın yarı formda etkin olduğu sonucuna ulaşmışlardır.

Yenice ve Dölen (2013) araştırması literatüre katkı sağlaması açısından önemlidir. Araştırmada İMKB kurumsal yönetim endeksinde yer alan firmaların borsa değerlerinin kurumsal yönetim derecelendirme notundan etkilenip etkilenmediğini incelenmiş ve yöntem olarak t testi kullanılmıştır. 2007-2011 yılları arasında analize dâhil edilen firmaların kurumsal yönetim derecelendirme notları tespit edilmiş, notların açıklanma tarihinden otuz gün önce ve otuz gün sonraki borsa değerleri tespit edilerek kurumsal yönetim derecelendirme notları ile karşılaştırılmıştır. Araştırma sonuçlarına göre kurumsal yönetim ilkelerine uyum gösteren şirketlerin borsa değerlerinde anlamlı ve pozitif yönlü bir

ilişki tespit edilmiştir. Araştırmada 2007-2008 dönemi için gözlem sayısının az olması sebebiyle derecelendirme notları ile hisse senedi fiyatları arasında bir ilişkiye rastlanmamıştır. Elde edilen sonuçlar örneklem büyüklüklerinin analizden elde edilen sonuçları farklılaştırdığını göstermektedir.

Kurumsal yönetim uygulamalarının firma performansı üzerindeki etkisini inceleyen araştırmalarda Aghabaki (2014), Tachiwou (2016), Oral, Polat ve Şit (2017) kurumsal yönetim uygulamalarının firma değeri ve hisse senedi getirileri üzerinde pozitif bir etkiye sahip olduğu sonucuna ulaşmıştır. Özçelik (2017) ise araştırmasında kurumsal yönetim derecelendirme notuna sahip olan ve olmayan şirketlerin hisse senetlerinin logaritmik getirilerinin ortalamaları arasında istatistiksel olarak anlamlı bir fark olmadığını tespit etmiştir.

Araştırmada 2007-2019 döneminde kurumsal yönetim endeksinde yer alan firmaların verileri analiz edilmiş ve bugüne kadar yapılan araştırmalardan daha uzun bir periyot inceleme konusu yapılmıştır. Bunun yanı sıra literatürde incelenen araştırmaların sonuçları değerlendirildiğinde araştırmada kurumsal yönetim derecelendirme not duyurularının hisse senedi getirileri üzerinde pozitif yönde etkili olması beklenmektedir. Araştırmanın bundan sonraki bölümünde bulgular ve sonuç kısımlarına yer verilecek ve elde edilen sonuçlar tartışılacaktır.

4. Metodoloji

4.1. Araştırmanın hipotezleri

Literatür incelemesinde sunulan olay örgüsü ve bulgular çerçevesinde araştırmada olay çalışması gerçekleştirilmiş ve aşağıdaki hipotezler geliştirilmiştir.

H₁: Kurumsal yönetim derecelendirme not duyurusu hisse senedi getirileri üzerinde etkilidir.

H_{1a}: Kurumsal yönetim derecelendirme not artışı hisse senedi getirileri üzerinde pozitif yönde etkilidir.

4.2. Araştırmanın amacı, kapsamı ve yöntemi

Bu araştırmanın amacı Kurumsal Yönetim Derecelendirme not duyurusunun hisse senedi getirileri üzerindeki etkisinin incelenmesidir. Bu amaçla Borsa İstanbul'da (BİST) hisse senetleri işlem gören ve Kurumsal Yönetim Derecelendirme Endeksinde bulunan firmaların verilerinden yararlanılmıştır. Araştırmada 2007-2019 yılları arasında kurumsal yönetim endeksinde (XKRUY) yer alan ve BİST'te hisse senetleri kesintisiz işlem gören 29 işletmenin verileri analiz edilmiştir. Kurumsal yönetim endeksinde yer alan firma sayısı yıllar itibariyle artış göstermiş ve böylelikle örneklem sayısı da buna bağlı olarak artmıştır. Araştırmada firmaların hisse senetleri fiyatları Borsa İstanbul'un resmi web sayfasından, kurumsal yönetim derecelendirme notları ise Kamuyu Aydınlatma Platformu'ndan (KAP) temin edilmiştir. Ampirik analizlerden daha güvenilir sonuçlar elde etmek amacıyla kurumsal yönetim endeksinde en az 5 yıl kalan firmalar araştırmaya dâhil edilmiştir.

Araştırmada her bir firma için Kurumsal Yönetim Derecelendirme Notu'nun açıklandığı günün (olayın) 5 gün öncesini ve 5 gün sonrasını içeren günlük hisse senedi getiri oranları hesaplanmıştır. Böylelikle kurumsal derecelendirme notunun açıklanmasından sonra hisse senedi fiyatındaki değişiklikler incelenmiş ve anormal bir getiri olup olmadığı analiz edilmiştir. Bu araştırmada olay günü 5 gün olarak alınmış, olay penceresinin uzunluğundan dolayı ortaya çıkabilecek olayın anlamlılığı hakkında yanlış değerlendirmelerin önüne geçilmiş ve hisse senedi getirilerinin olaya duyarlılığı daha hassas değerlendirilmiştir.

Araştırmada Kurumsal Yönetim Derecelendirme Notu'nun açıklandığı günün (olayın) 5 gün öncesi 1 olarak 5 gün sonrası ise 2 olarak tanımlanmıştır. 5 gün öncesi ve 5 gün sonrası günlük hisse senedi getirisinin farklılaşıp farklılaşmadığını belirlemek için paired (eşleştirilmiş) t-testi kullanılmıştır. Bunun yanında araştırmada firmaların kurumsal yönetim derecelendirme notu ile hisse senedi getirisi arasındaki ilişkiyi tespit etmek amacıyla pearson korelasyon analizi yöntem olarak kullanılmıştır. Araştırmada verilerin normal dağılıma sahip olmasından dolayı parametrik yöntemler tercih edilmiştir.

5. BULGULAR

Tablo 1. Tanımlayıcı İstatistikler

	N	Minimum	Maximum	Ortalama	Std. Sapma
Hisse Senedi Fiyatı	2720	,230	142,900	12,75914	19,974617
KY Notu	2720	75,170	97,020	89,22251	4,860906

Tablo 1'de 2007-2019 yıllarına ait Kurumsal Yönetim Derecelendirme Endeksinde bulunan firmaların kurumsal yönetim derecelendirme notu ile günlük hisse senedi fiyatlarının tanımlayıcı istatistiklerine yer verilmiştir. Tanımlayıcı istatistik sonuçlarına göre hisse senetlerinin ortalama fiyatı 12,75 iken kurumsal derecelendirme notunun ortalaması 89,22'dir.

Tablo 2. Eşleştirilmiş Örneklem İstatistiği

	Ortalama	N	Std. Sapma	Std. Hata Ortalama
5 Gün Öncesi Hisse Senedi Fiyatı (Hisse_on)	12,7225	1360	19,83409	,53783
5 Gün Sonrası Hisse Senedi Fiyatı (Hisse_son)	12,7957	1360	20,12140	,54562

Tablo 3. Eşleştirilmiş Örneklem T-Testi

	Eşleştirilmiş farklılıklar					t	df	Sig. (2-tailed)
	Ortalama	Std. Sapma	Std. Hata Ortalama	95% Güven Aralığı Farklılıklar				
				Alt	Üst			
(Hisse_on) (Hisse_son)	-,07319	1,05488	,02860	-,12930	-,01708	-2,559	1359	,011

Tablo 2 ve 3'te Kurumsal Yönetim Derecelendirme Notu'nun hisse senedi getirileri üzerindeki etkisi eşleştirilmiş t-testi ile analiz edilmiştir. Kurumsal Yönetim Derecelendirme Notu'nun açıklandığı

günün 5 gün öncesi 1 olarak 5 gün sonrası ise 2 olarak tanımlanmış ve iki farklı gruba ayrılmıştır. Böylelikle kurumsal yönetim derecelendirme notunun açıklanma tarihinden 5 gün öncesinde ve 5 gün sonrasında hisse senedi fiyatlarında farklılık olup olmadığı belirlenmiştir.

Analiz sonuçları incelendiğinde Kurumsal Yönetim Derecelendirme Notu'nun açıklama tarihinin öncesine ve sonrasına göre hisse senedi fiyatlarının istatistiksel olarak anlamlı bir şekilde farklılaştığı sonucuna ulaşılmıştır ($p=0,011 < 0,05$). Kurumsal Yönetim Endeksi'nde bulunan firmaların 5 gün öncesi hisse senedi fiyatı ortalaması 12,7225 buna karşın 5 gün sonrası Hisse Senedi Fiyatı ortalaması 12,7957'dir. Başka bir ifade ile Kurumsal Yönetim Endeksi'nde yer alan firmaların Kurumsal Yönetim Derecelendirme Notu'nun açıklanma tarihinden sonra hisse senetleri fiyatlarında istatistiksel olarak anlamlı bir şekilde artış gerçekleşmiştir.

Tablo 4. Korelasyon Analizi

KY derecelendirme notu	Hisse Senedi Fiyatı
	,252**

**Korelasyon %1 güven seviyesinde anlamlılığı göstermektedir.

Tablo 4'te kurumsal yönetim derecelendirme notu ile hisse senedi fiyatları arasındaki ilişki pearson korelasyon analizi ile test edilmiştir. Başka bir ifade ile Kurumsal Yönetim Derecelendirme Notu'nun açıklandığı günün (olayın) 5 gün öncesi ve 5 gün sonrası ile firmaların 5 gün öncesi ve 5 gün sonrası hisse senedi fiyatı arasında bir ilişki olup olmadığı sınıanmıştır. Analiz sonuçları incelendiğinde kurumsal derecelendirme notu ile hisse senedi fiyatları arasında istatistiksel olarak güçlü bir ilişki olduğu anlaşılmaktadır. Firmaların kurumsal derecelendirme notu arttıkça hisse senedi fiyatları da artmaktadır. Başka bir ifade ile Kurumsal Yönetim Derecelendirme Notu'nun açıklandığı günün 5 gün öncesi ve 5 gün sonrası değerlendirildiğinde kurumsal yönetim derecelendirme notunda meydana gelen 1 birimlik artışın hisse senetleri fiyatlarını %25,2 oranında arttırdığı sonucuna ulaşılmıştır.

Araştırmada kurumsal yönetim derecelendirme notunun hisse senedi fiyatları üzerindeki etkisini test etmek amacıyla çoklu regresyon modeli geliştirilmiştir.

Buna göre çoklu regresyon modeli aşağıdaki şekilde formüle edilebilir.

$$\text{Model: Hisse Senedi Fiyatı (HSF)}_{it} = \beta_{it} + (.251)KY_notu_{it} + e_{it} (1)$$

Tablo 5. Model Özeti

Model	R	R ²	Düzeltilmiş R ²	Tahminin Standart Hatası
1	,251	,063	,063	19,339320

Tablo 6. Anova

Model	Toplamların Karesi	df	Ortalamaların Karesi	F	Sig.	
1	Regression	68283,823	1	68283,823	182,573	,000
	Residual	1016557,288	2719	374,009		
	Toplam	1084841,111	2720			

Tablo 7. Katsayılar

Model	Standartlaştırılmamış Katsayılar		Standartlaştırılmış Katsayılar	t	Sig.
	B	Std. Hata	Beta		
1	(Sabit)	-78,756	6,783	-11,611	,000
	KY_notu	1,026	,076	,251	,000

Tablo 5-7’den elde edilen analiz sonuçları incelendiğinde kurumsal yönetim derecelendirme notu (KY_notu) bağımsız değişkeninin firmaların hisse senedi fiyatı (HSF) üzerinde anlamlı ve pozitif yönlü bir etkiye sahip olduğu tespit edilmiştir ($p < 0,05$). Başka bir ifade ile kurumsal yönetim derecelendirme notunun ilanından sonraki ilk 5 gün içerisinde firmaların hisse senedi fiyatları olumlu bir şekilde etkilenmektedir. Hisse senedi fiyatındaki değişikliklerin %6,3’ü kurumsal yönetim derecelendirme notu ile açıklanmaktadır.

6. SONUÇ

Son yirmi yılda yaşanan muhasebe ve firma skandalları kurumsal yönetimin önemini güçlü biçimde vurgulamıştır. Kurumsal yönetimin temel teorilerinden biri olan vekâlet teorisi yönetici ve hissedarlar arasında menfaat çatışmasını ortaya koymakta etkin bir kurumsal yönetim için paydaşlar arasındaki çıkar çatışmasının en aza indirilmesi gerektiğini önermektedir. Son yıllarda yaşanan bu skandallar vekalet teorisini destekler niteliktedir. Bu çerçevede tüm dünyada kurumsal yönetim anlayışını geliştirmek ve yerleştirmek için çalışmalar yapılmıştır. Türkiye’de de 2007 yılında kurumsal yönetim endeksi kurulmuş, firmaların kurumsal yönetim anlayışlarını geliştirmek ve uygulamalarını standardize etmek için kurumsal yönetim derecelendirmesi gündeme alınmıştır. İyi kurumsal yönetim uygulamalarının firma paydaşlarının menfaatlerini koruduğunu, firma değerini ve finansal performansını arttırdığını ortaya koyan birçok araştırma bulunmaktadır (Javed ve Iqbal, 2006; Bhagat ve Bolton, 2008; Doğan, 2015; Güngör ve Güney, 2019).

Araştırmada kurumsal yönetim derecelendirme notu duyurularının finansal performans göstergelerinden hisse senedi getirisi üzerindeki etkisi araştırılmıştır. Araştırmada 2007-2019 dönemi için 29 firmanın verileri analiz edilmiş ve yöntem olarak olay analizi kullanılmıştır. Araştırmadan elde edilen sonuçlar Kurumsal Yönetim Derecelendirme Notu’nun açıklama tarihinin öncesine ve sonrasına göre hisse senedi fiyatlarının istatistiksel olarak anlamlı bir şekilde farklılaştığını ortaya koymaktadır. Bunu yanında araştırmadan elde edilen sonuçlara göre kurumsal yönetim notu duyurusu ile hisse senedi performansı arasında anlamlı ve güçlü bir ilişki bulunmaktadır. Buna göre yüksek kurumsal yönetim notu hisse senedi getirileri üzerinde anlamlı ve pozitif bir etkiye sahiptir. Kurumsal yönetim skoru arttıkça hisse senedi getirisinin de arttığı araştırmanın bir diğer bulgusudur. Araştırmadan elde edilen sonuçlar temel hipotezimizi ve alt hipotezimizi desteklemektedir. Bu kapsamda kurumsal yönetim derecelendirme notu duyurularının hisse senedi getirileri üzerinde etkisi olduğu ve yüksek kurumsal

yönetim derecelendirme not duyurularının hisse senedi getirisini arttırdığı söylenebilir.

Araştırmadan elde edilen sonuçlar Sakarya (2011), Yenice ve Dölen (2013), Yapa (2017) ile uyum göstermektedir. Buna karşın araştırmadan elde edilen sonuçlar Sakarya vd., (2017) ile uyumsuzdur. Bunun yanında Yenice ve Dölen (2013) araştırmasında 2007-2008 dönemi için kurumsal yönetim derecelendirme notu duyurusu ile hisse senedi getirisi arasında ilişki olmadığı sonucuna ulaşmıştır. Araştırma bulguları incelendiğinde araştırma yöntemleri aynı olmasına rağmen özellikle örneklem büyüklüğü ile analiz edilen dönemlerin birbirlerinden farklı olmasının farklı sonuçlara ulaşılmasında etkili olduğu düşünülmektedir.

Araştırmadan elde edilen sonuçların teorik ve yönetsel katkıları bulunmaktadır. İyi kurumsal yönetim uygulamalarının firma performansı üzerindeki anlamlı ve pozitif etkisi gelişen kurumsal yönetim anlayışına ve vekâlet teorisine katkı sağlamaktadır. Paydaşlar arasındaki menfaat çatışmalarının önlenmesi ve iyi kurumsal yönetim uygulamalarının finansal performansa etkisinin ortaya konması bu çerçevede araştırmamızın teorik katkısıdır. Piyasa aktörleri, yasa koyucular ve yöneticiler açısından elde edilen sonuçlar anlamlıdır. Tepe yöneticileri firmalarında kurumsal yönetim uygulamalarını geliştirerek kurumsal yönetim endeksine dâhil olabilir, yüksek kurumsal yönetim notu için gerekli düzenlemeleri yaparak firma değerini arttırabilir. Bu bağlamda hisse senedi getirilerindeki piyasa değerindeki artışa yönelik atılacak adımlar araştırmamızın yönetsel katkısını ortaya koymaktadır.

Araştırmamızın birtakım kısıtları bulunmaktadır. Elde edilen sonuçların 2007-2019 dönemine ilişkin olup 29 firmayı kapsamaması araştırmamızın temel kısıtını oluşturmaktadır. Konuya ilişkin yapılan araştırmalarda farklı sonuçlar elde edildiği göz önüne alındığından bundan sonraki araştırmalarda olay çalışmasından farklı yöntemler ile farklı dönem ve büyüklükteki örneklem araştırmalara konu edilmelidir.

REFERENCES

- Aghabaki, M. (2014) “Kurumsal Yönetim İlkeleri ile Firma Değeri ve Hisse Senedi Getiri Oranı Arasındaki İlişkisi: İMKB’de Bir Uygulama”, Doktora Tezi, Atatürk Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Erzurum.
- Akın, A. (2004) “Mülkiyet Sahipliğinden Kaynaklanan Yönetim Hakkının Devri Açısından Post-Modern Yönetimsel Kontrol Yaklaşımları ve Stratejileri”, Erciyes Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi, 22: 127-148.
- Aktan, C.C. (2013) “Kurumsal Şirket Yönetimi”, Organizasyon ve Yönetim Bilimleri Dergisi, 5(1): 150-191.
- Alp, A. ve Kılıç, S. (2014) “Kurumsal Yönetim Nasıl Yönetilmeli?”, İstanbul: Doğan Kitap.

- Aydın, A.D. (2017) “İyi Yönetilen Şirketlerin Sırrı Olarak Kurumsal Yönetim ve Firma Performansı Üzerindeki Etkisi”, Atatürk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi, 21(4): 1541-1553.
- Bektaş, N.Ç. ve Kırkbeşoğlu, E. (2020) “Kurumsal Yönetim Endeksinde Bulunmanın Hisse Senedi Getirisine Etkisi: BİST Finans Sektörü Örneği”, Başkent Üniversitesi Ticari Bilimler Fakültesi Dergisi, 4(1): 28-42.
- Bhagat, S. ve Bolton B. (2008) “Corporate Governance and Firm Performance”, Journal of Corporate Finance, 14(3): 257-273.
- Black, S.B., Jang, H. ve Kim, W. (2005) “Does Corporate Governance Predict Firms’ Market Values? Evidence from Korea”, ECGI-Finance Working Paper No. 86/2005.
- Brown, L.D. ve M. L. Caylor. (2004) “Corporate Governance and Firm Performance”. https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=586423, (17.03.2019).
- Büyükaşlar, A. ve Abdioğlu, H. (2010) “Does Governance, Financial Ratios and Stock Returns: An Empirical Analysis of Istanbul Stock Exchange (ISE)”, International Research Journal of Finance and Economics ISSN 1450-2887, 57.
- Çetin, H., Salur, M.N. ve Akusta, A. (2020) “Kurumsal Yönetim Derecelendirme Notu ile Hisse Senedi Getirileri Arasındaki İlişki: BİST Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı Şirketleri Üzerine Bir İnceleme”, Ekonomi Maliye İşletme Dergisi, 3(1): 66-74.
- Çonkar, K., Elitaş, C. ve Atar, G. (2011) “İMKB Kurumsal Yönetim Endeksi’ndeki (XKURY) Firmaların Finansal Performanslarının Topsis Yöntemi ile Ölçümü ve Kurumsal Yönetim Notu ile Analizi”, İstanbul Üniversitesi İktisat Fakültesi Mecmuası, 61(1): 81-115.
- Denis, D. K. ve McConnell, J.J. (2003) “International Corporate Governance” Finance Working Paper, (Report No. 5).
- Doğan, M. (2015) “Kurumsal Yönetim Uygulamalarının İşletmelerin Finansal Performansı Üzerindeki Etkisi”, Doktora Tezi, Afyon Kocatepe Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Afyonkarahisar.
- Doğan, M. (2018a) “Kurumsal Yönetimin Teorik Temelleri”, Uluslararası Yönetim Akademisi Dergisi, 1(1): 84-96.
- Doğan, M. (2018b) “Kadın Yönetim Kurulu Üye Sayısının Finansal Performans Üzerinde Etkisi: Literatür Taraması”, Uluslararası Yönetim Akademisi Dergisi, 1(2): 132-141.
- Doğan, M. ve Topal, Y. (2015) “Yönetim Kurulu Büyüklüğü ile Finansal Performans Arasındaki İlişkiye Yönelik Literatür Taraması”, Optimum Ekonomi ve Yönetim Bilimleri Dergisi, 2015, 2(1): 87-111.

- Doğan, M. ve Yıldız, F. (2013) “The Impact of the Board of Directors’ Size on the Bank Performance: Evidence from Turkey”, *European Journal of Business and Management*, 5(6): 130-140.
- Donaldson, T. ve Preston, L.E. (1995) “The Stakeholder Theory of the Corporation: Concepts, Evidence, and Implications”, *The Academy of Management Review*, 20(1): 65-91.
- Drobotz, W., Schillhofer, A. ve Zimmerman, H. (2003) “Corporate Governance and Firm Performance: Evidence from Germany”, <https://www.cofar.uni-mainz.de/dgf2003/paper/paper146.pdf>, (12.10.2020).
- Ece, O. ve Güner, M. (2018) “Kurumsal Yönetim Uygulamaları ile Firma Piyasa Performansı ve Firma Finansal Performansı Arasındaki İlişkinin Analizi: BİST’da Bir Uygulama”, *Türkiye Sosyal Araştırmalar Dergisi*, 22(3): 745-782.
- Ertikin, K. (2017) “Bağımsız Denetimde Bir Dönüm Noktası: Enron Olayı ve Sarbanes-Oxley Yasası”, *Mali Çözüm Dergisi*, 27: 55-86.
- Eyüboğlu, Kemal. (2011) “Kurumsal Yönetimin Hisse Senedi Getirileri Üzerindeki Etkisi: İMKB Kurumsal Yönetim Endeksindeki Şirketler Açısından Bir Değerlendirme”, *Karadeniz Teknik Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 1: 55-69.
- Freeman, R.E. (1984) “Strategic Management: A Stakeholder Approach”, Boston: Pitman.
- Gergin, B. ve Kıymetli Şen, İ. (2019), “Kurumsal Yönetim Endeksinde Yer Almanın Bankaların Performansına Etkisi: Borsa İstanbul’da Bir Araştırma”, *Muhasebe Bilim Dünyası Dergisi*, 21(4): 956-978.
- Güngör, B. ve Güney, G. (2019) “Kurumsal Yönetim Performansının Hisse Senedi Getirileri ile İlişkisi”, *Atatürk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 23(1): 37-66.
- Gümüş, G., Gümüş, Y. ve Altunal, I. (2017) “Bankacılık Sektöründe Kurumsal Yönetim ve Finansal Performans İlişkisi: Türkiye ve Kazakistan Örneği”, *Kastamonu Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 16(2): 104-121.
- Gürbüz, A.O. ve Ergincan, Y. (2004) “Kurumsal Yönetim: Türkiye’deki Durumu ve Geliştirilmesine Yönelik Öneriler” İstanbul: Literatür Yayıncılık.
- <http://www.resmigazete.gov.tr/eskiler/2007/07/20070712-24.htm>, (21.03.2019).
- <http://www.saharating.com/~saharati/kurumsal-yonetim-derecelendirmesi/kurumsal-yonetim-derecelendirmesi-nedir/>, (21.03.2019).
- <http://www.saharating.com/~saharati/kurumsal-yonetim-derecelendirmesi/kurumsal-yonetim-derecelendirme-notlarinin-anlami/>, (21.03.2019).
- <http://www.spk.gov.tr/sayfa/index/6/10/1>, (21.03.2019).

- Javaid, F. ve Saboor, A. (2015) "Impact of Corporate Governace Index on Firm Performance: Evidence from Pakistani Manufacturing Sector", *Journal of Public Administration and Governance*, 5 (2): 1-21.
- Javed, A.Y. ve Iqbal, R. (2006) "Corporate Governance and Firm Performance: Evidence from Karachi Stok Exchange", *The Pakistan Development Review*, 45(4): 947-964.
- Karamustafa, O., Varıcı, İ. ve Er, B. (2009) "Kurumsal Yönetim ve Firma Performansı: İMKB Kurumsal Yönetim Endeksi Kapsamındaki Firmalar Üzerinde Bir Uygulama" *Kocaeli Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*. 17: 100-119.
- Karayel, M. ve Doğan, M. (2014) "Yönetim Kurulunda Cinsiyet Çeşitliliği ve Finansal Performans İlişkisi: BIST 100 Şirketlerinde Bir Araştırma". *Süleyman Demirel Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 19(2): 75-88.
- Karayel, M. ve Doğan, M. (2016) "Board Composition and Firm Performance: Evidence from BIST 100 companies in Turkey", *Annals of "Dunarea de Jos" University of Galati Fascicle I. Economics and Applied Informatics Years XXII – No2*.
- Kevser, M. (2018) "Bankaların Sahiplik Yapısı ile Finansal Performans Arasındaki İlişki: Türkiye İçin Ampirik Bir Araştırma", *Doktora Tezi, Yalova Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yalova*.
- Kim, H. J. ve Yoon, S. S. (2007) "Corporate Governance and Firm Performance In Korea", *Malaysian Accounting Review*, 6(2): 1-17.
- Klein, P., Shapiro, D. M. ve Young, J. (2005) "Corporate Governance, Family Ownership and Firm Value: The Canadian Evidence", *Corporate Governance: An International Review*, Wiley Blackwell, 13(6): 769-784.
- Mamun, S.A., Musa, S.M. ve Islam, M.A. (2018) "Comparative Analysis of Financial Performance of Conventional Banks and Islamic Banks", *Journal of Knowledge Globalization*, 10(2): 67-89.
- OECD (2016) "G20/OECD Principles of Corporate Governance (Turkish Version)", *OECD Publishing*. Paris. <http://dx.doi.org/10.1787/9789264257443-tr>.
- Oral, T., Polat, E. ve Şit, A. (2017) "Borsa İstanbul Kurumsal Yönetim Endeksinde Yer Alan Şirketlerin Sermaye Yapıları İle Hisse Senedi Getirileri Arasındaki İlişkinin İncelenmesi" *Akademik Yaklaşımlar Dergisi*, 8(1): 126-141.
- Özçelik, K. (2017) "Kurumsal Yönetimin Firma Değeri Üzerine Etkisi: Borsa İstanbul Holding Ve Yatırım Endeksi (Xhold) Firmaları İle Ampirik Bir Uygulama", *Ufuk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 11: 123-141.
- Park, Y. W. ve Shin, H. (2004) "Board Composition and Earnings Management in Canada", *Journal of Corporate Finance*, 10 (3): 431-457.

- Pham, P.K., Suchard, J.A. ve Zein, J. (2011) “Corporate Governance and Alternative Performance Measures: Evidence from Australian Firms”, *Australian Journal of Management*, 36(3): 371-386.
- Pham, P.K., Suchard, J.A. ve Zein, J. (2007) “Corporate Governance, Cost of Capital and Performance: Evidence from Australian Firms”, DOI: [10.2139/ssrn.1015986](https://doi.org/10.2139/ssrn.1015986).
- Sarioğlu, K. (2002) “Enron Olayı”, *Yönetim Dergisi*, 41: 49-53.
- Sakarya, Ş., Yazgan K.F. ve Yıldırım H.H. (2017) “Kurumsal Yönetim Derecelendirmesinin Hisse Senedi Performansına Etkisi: BİST Kurumsal Yönetim Endeksi Üzerine Bir İnceleme”, *Sosyal ve Beşeri Bilimler Araştırmaları Dergisi*, 18(40): 55-76.
- Sakarya, Ş. (2011) “İMKB Kurumsal Yönetim Endeksi Kapsamındaki Şirketlerin Kurumsal Yönetim Derecelendirme Notu ve Hisse Senedi Getirileri Arasındaki İlişkinin Olay Çalışması (Event Study) Yöntemi ile Analizi”, *ZKÜ Sosyal Bilimler Dergisi*. 7(13): 147-162.
- Shleifer, A. ve R. W. Vishny. (1997) “A Survey of Corporate Governance”, *The Journal of Finance*, 52(2): 737–783.
- SPK. (2005) “Kurumsal Yönetim İlkeleri” Ankara: SPK Yayınları.
- Tachiwou, A. M. (2016) “Corporate Governance and Firms’ Financial Performance of Listed Company in the West African Monetary Union (WAMU) Regional Financial Exchange”, *International Journal of Economics and Finance*, 8(8): 212-221.
- Tarakçıoğlu Altınay, A. (2016) “Entegre Raporlama ve Sürdürülebilirlik Muhasebesi”, *Süleyman Demirel Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 3(25): 47-64.
- Topal, Y. ve Doğan M. (2014) “Impact of Board Size on Financial Performance: The Case of BIST Manufacturing Industry”, *International Journal of Business Management and Economic Research (IJBMER)* 5(4): 74–79.
- TÜSİAD (2002) “Kurumsal Yönetim En İyi Uygulama Kodu: Yönetim Kurulunun Yapısı ve İşleyişi”, İstanbul: TÜSİAD Yayınları.
- Uyar, S. (2004) “Kurumsal Şeffaflığın Sağlanmasında Kurumsal Yönetim Anlayışının Önemi”, *Mali Çözüm Dergisi*, 66: 154-168.
- Ünlü, U., Yağlı, İ. ve Yalçın, N. (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.
- Verstegen, B. H. J. (2001) “Nine Ways for a Decision Maker to Use Theoretical Notions, with Special Reference to Teaching Agency Theory for Management Accounting”, *Journal of Accounting Education*, 19(2): 119-127.

- Yapa, K. (2017) “BİST Kurumsal Yönetim Endeksi Şirketlerinin Derecelendirme Notu İlanının Hisse Senedi Getirileri Üzerine Etkisi”, Uşak Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi, 10(3): 437-458.
- Yavuz, S., Yıldırım, S. ve Elmas, B. (2015) “Kurumsal Yönetim Endeksi ile Şirket Hisse Senedi Getiri İlişkisi: BIST’de Bir Uygulama”, Erzincan Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi, 8(2): 73-82.
- Yenice, S., ve T. Dölen. (2013) “İMKB’ de İşlem Gören Firmaların Kurumsal Yönetim İlkelerine Uyumunun Firma Değeri Üzerindeki Etkisi”, Uluslararası Yönetim İktisat ve İşletme Dergisi, 9(19): 199-214

KATKI ORANI / CONTRIBUTION RATE	AÇIKLAMA / EXPLANATION	KATKIDA BULUNANLAR / CONTRIBUTORS
Fikir veya Kavram / <i>Idea or Notion</i>	Araştırma hipotezini veya fikrini oluşturmak / <i>Form the research hypothesis or idea</i>	Doç. Dr. Mesut Doğan
Tasarım / <i>Design</i>	Yöntemi, ölçeği ve deseni tasarlamak / <i>Designing method, scale and pattern</i>	Doç. Dr. Mesut Doğan
Veri Toplama ve İşleme / <i>Data Collecting and Processing</i>	Verileri toplamak, düzenlenmek ve raporlamak / <i>Collecting, organizing and reporting data</i>	Dr. Öğr. Üyesi Mustafa Kevser
Tartışma ve Yorum / <i>Discussion and Interpretation</i>	Bulguların değerlendirilmesinde ve sonuçlandırılmasında sorumluluk almak / <i>Taking responsibility in evaluating and finalizing the findings</i>	Dr. Öğr. Üyesi Mustafa Kevser
Literatür Taraması / <i>Literature Review</i>	Çalışma için gerekli literatürü taramak / <i>Review the literature required for the study</i>	Dr. Öğr. Üyesi Mustafa Kevser

Hakem Değerlendirmesi: Dış bağımsız.

Çıkar Çatışması: Yazar çıkar çatışması bildirmemiştir.

Finansal Destek: Yazar bu çalışma için finansal destek almadığını beyan etmiştir.

Teşekkür:

Peer-review: Externally peer-reviewed.

Conflict of Interest: The author has no conflict of interest to declare.

Grant Support: The author declared that this study has received no financial support.

Acknowledgement:
