

Kurumsal Yönetim Derecelendirmesi ve Pay Değeri İlişkisi: Borsa İstanbul Örneği

Sami KÜÇÜKOĞLU (<https://orcid.org/0000-0002-0739-2196>), İstanbul Ticaret University, Turkey;
sami.kucukoglu@istanbulticaret.edu.tr

Necla İLTER-KÜÇÜKÇOLAK (<https://orcid.org/0000-0002-7097-5423>), Turkish Mercantile Exchange, Turkey;
necla.kucukcolak@turib.com.tr

Recep Ali KÜÇÜKÇOLAK (<https://orcid.org/0000-0001-7959-1242>), İstanbul Ticaret University, Turkey;
akucukcolak@ticaret.edu.tr

Relationship With Corporate Governance Rating and Share Value: Evidence from Borsa İstanbul

Abstract

This study aims to analyse the effect of corporate governance ratings on the stock values of publicly traded companies in the Corporate Governance Index (XKURY of Borsa İstanbul (BİST) operating in Turkey. In this context, the rating scores of the companies included in the Corporate Governance Index for the 2016-2020 periods were determined. In the study in which the Paired Dependent Sample t-Test was used as the research method, the differences in the shared values between the dates thirty days before and thirty days after the announcement of the ratings were examined. According to the results obtained, it was observed that there was a statistically significant effect on the stock values of companies that implemented corporate governance principles in 2016, 2017, and 2019, but no statistically significant effect was observed for these years due to the systematic risks that occurred at the macro level in 2018 and 2020.

Keywords : BİST, Corporate Governance Index, Corporate Governance Principles, Stocks Value, Listed Companies.

JEL Classification Codes : G30, G34.

Öz

Bu çalışmanın amacı; Türkiye’de faaliyette bulunan Borsa İstanbul (BİST) Kurumsal Yönetim Endeksi (XKURY) içerisinde yer alan halka açık şirketlerin hisse senedi değerleri üzerinde kurumsal yönetim derecelendirme notlarının etkisini analiz etmektir. Bu kapsamda 2016-2020 dönemlerinde Kurumsal Yönetim Endeksinin içerisinde yer alan firmaların, derecelendirme notları belirlenmiştir. Araştırma yöntemi olarak Eşleştirilmiş Bağımlı Örneklem t-Testi’nin kullanıldığı çalışmada derecelendirme notların açıklandıkları tarihlerden otuz gün önce ve otuz gün sonra zaman aralığında kalan tarihlerde oluşan hisse değerlerinin farkları incelenmiştir. Elde edilen sonuçlara göre 2016, 2017 ve 2019 döneminde kurumsal yönetim ilkelerini uygulayan şirketlerin hisse senedi değerleri üzerinde istatistiki olarak anlamlı bir etki olduğu görülürken, 2018 ve 2020 yıllarında makro düzeyde meydana gelen sistematik riskler nedeniyle bu yıllar için istatistiki bakımdan anlamlı bir etki görülemediği görülmüştür.

Anahtar Sözcükler : BİST, Kurumsal Yönetim Endeksi, Kurumsal Yönetim İlkeleri, Hisse Değeri, Halka Açık Şirketler.

1. Giriş

Küresel ölçekte yaşanan Covid-19 salgınının finansal etkileri, Borsa İstanbul (BİST) XKURY endeksinde yer alan firmaları da etkilemiş ve Türkiye’de COVID-19 Pandemisinin ilanından itibaren endekste yer alan şirketlerin yaklaşık yarısında hisse senedi değerinin olumsuz yönde etkilendiği tespit edilmiştir (Şeker, 2020: 79-94). Küresel boyutta yaşanan mali krizler ve muhasebe skandalları ile kurumsal yönetimin önemi daha iyi anlaşılmıştır. Maxell şirketinde 1991’de, Enron firmasında 2001’de ve Parmalat firmasında 2003 yılında yaşanan muhasebe skandalları ve küresel boyutta yaşanan mali krizler, yatırımcıları büyük ölçüde mali zarara uğratmış, finansal piyasaları olumsuz etkilemiş ve yatırımcılarda güveninin azalmasına neden olmuştur. Kurumların muhasebe skandalları ve finansal krizlerden korunması ile yatırımcı güveninin yeniden kazanılması amacıyla evrensel ve objektif kriterlere uygun olarak kurumsal yönetim uygulamalarının tesis edilmesi ve kurumsal yönetim gelişiminin hızlandırılması ihtiyacı ortaya çıkmıştır. Piyasalara güvenin yeniden tesis edilmesi ve kurumlara finansal itibar kazandırılması amacıyla küresel ölçekte OECD tarafından kurumsal yönetim kavram ve ilkeleri bu amaçla tanımlanmıştır. OECD tarafından yayınlanan kurumsal yönetim ilkelerinin tüm ülkeler tarafından uygulamaya alınması zorunlu bir durum değildir. Bu ilkeler her ülkelerin içinde bulunduğu koşullara göre uygulanabilir ve zaman içinde değişim ve gelişmeye açık ilkelere (Kömeçoğlu & Vuran, 2018: 704-713).

Türkiye’de kurumsal yönetimin gelişimine baktığımızda, ilk çalışmaların 1956 tarihli Türk Ticaret Kanunu ile başladığı görüyoruz. Daha sonra, Sermaye Piyasası Yasası 1981’de kabul edilerek 1999’ yılında kurumsal yönetim uygulamaları konusunda önemli bir adım atıldı ve OECD Kurumsal Yönetim İlkeleri yayınlandı. Ardından 2002 yılında TÜSİAD, "Kurumsal Yönetimde En İyi Uygulama Kodu: Kurulun yapısı ve işleyişi" başlıklı bir bildiri yayınlamıştır (Erdoğan, 2019: 63-79).

Takip eden süreçte Türkiye’de Sermaye Piyasası Kurulu (SPK) tarafından kurumsal yönetim anlayışını oluşturmak ve Türk sermaye piyasalarını küresel finans piyasalarını ahenkli bir biçimde işleyişini sağlamak için 2003 senesinde kurumsal yönetim ilkeleri tanımlanmıştır. Daha sonra 2005 senesinde yine SPK tarafından kurumsal yönetim ilkeleri gözden geçirilerek son haline getirilmiştir. SPK tarafından yayınlanan bu ilkeler, OECD’nin 1999 yılında yayınladığı ve sonra 2004 yılında tekrar revize ettiği kurumsal yönetim ilkeleri referans alınarak hazırlanmıştır. Böylece OECD ilkeleri, Türkiye’deki kurumsal yönetim ilkelerinin temelini oluşturmuştur (Ertuna & Tükel, 2008: 1-37).

Küresel boyutta yaşanan finansal krizlerin temelinde kurumsal yönetim anlayışının yeterince oluşmaması vardır. Bu nedenle, gelişmiş ülkeler ve küresel boyuttaki şirketler kurumsal yönetim kavramına giderek daha çok önem vermektedirler. Uluslararası finans kuruluşları yatırım kararı vermeden ve kredi ödeneği çıkarmadan önce şirketlerin ve kamu kurumlarının kurumsal yönetim kalitesine dikkat etmektedirler. Kamu kurumları ve şirketler için kurumsal yönetim anlayışının ulusal ve uluslararası boyutta öneminin artmasının başlıca gerekçeleri; yatırımcıların güvenli yatırım koşullarını araması, firmaların yaşanan yoğun

rekabette öne çıkma motivasyonu ve hak sahiplerinin çıkarlarını güvence altına almak istemeleridir (Yenice & Dölen, 2013: 199-213).

Kurumsal yönetim ilkelerinin ülkelere sağladığı faydalar; Ülkenin ekonomik açıdan itibarını yükseltmesi, yabancı sermayeyi yurt içine çekmesi, ekonominin rekabet gücünün artması, kriz etkilerinin daha kolay atlatılması, kaynak yönetiminin daha verimli yapılması ve ülke refahının sürdürülebilir bir şekilde sağlanması gösterilebilir. Firmalara sağladığı faydalar ise sermaye maliyetinin düşmesi, finansman ve likidite imkanlarına kolay erişim, kriz dönemlerini minimum zararla atlama ve sermaye piyasalarında istikrarlı bir konumda olmak sayılabilir. Uluslararası boyutta kurumsal yönetim uygulamalarındaki eksikliklerden kaynaklanan en ciddi sonuçlar Worldcom, Enron, Xerox, Global Crossing şirketlerinin iflas etmesidir. Sektörlerinde lider durumda olan bu şirketlerin iflas etmesi faaliyette oldukları ülkelerin ekonomilerine de olumsuz etki etmiştir (Oral vd. 2017: 126 -141).

Bu şirketlerin iflas etmesindeki en önemli gerekçeler arasında kurumsal yönetim uygulamalarının etkin olarak kullanılmaması vardır. Bu tecrübelerle istinaden, kurumsal yönetim kavram ve ilkelerinin önemi ilerleyen süreçte artarak devam etmektedir. Uluslararası boyutta yaşanan bu olumsuz tecrübeler, kurumsal yönetim kavram ve ilkelerinin önemini göstermekle beraber, yatırım kararları alınırken denetim ile birlikte kurumsal yönetim kalitesinin de dikkate alınmasına vesile olmuştur. Kötü yönetimden kaynaklanan iflasların önüne geçebilmek amacıyla devletler denetim, şirketler de kurumsal yönetim uygulamalarına yer vermeye başlamışlardır.

Türkiye’de bu konu ile ilgili gerçekleştirilen düzenlemelerde SPK, kurumsal yönetim ilkelerinin açıklık (şeffaflık), hesap verebilme, sorumluluk ve adillik olmak üzere dört prensipten oluştuğunu belirtmiştir. Bu ilkeler çerçevesinde, kurumsal yönetim uygulamalarının denetim kalitesini artırması amaçlanmaktadır. Şeffaflık ilkesinin şirket muhasebe kayıtlarının denetiminde, hesap verilebilirlik ve sorumluluk ilkeleri ile de sorumluluk sahibi bir yönetim anlayışının oluşmasında katkı sağlayacağı düşünülmektedir. Sonuç itibarıyla kurumsal yönetim uygulamalarının artması ile denetim kalitesinin artacağı düşünülmektedir (Baş & Uygun, 2020: 111-125).

Bu gelişmelere istinaden Türkiye’de kurumsal yönetim anlayışına yönelik olarak yapılan en ciddi girişim kurumsal yönetim endeksinin oluşturulmasıdır. Kurumsal yönetim endeksi Borsa İstanbul tarafından 31.08.2007 tarihinde oluşturulmuştur. Oluşturulan bu endeks ile kurumsal yönetim uygulamalarını doğru bir biçimde uygulayan ve bu ilkeleri benimseyen şirketlerin kamuoyuna duyurulması amaçlanmıştır. Kurumsal yönetim endeksi içerisinde işlem gören şirketlerin, kurumsal yönetim uygulama ve ilkelerini derecelendirmek amacıyla 1 ile 10 arasında bir not verilmektedir. Derecelendirme notunun 1’e yakın olması kurumsal yönetim ilkelerinin iyi uygulanmadığını, 10’a yakın olması bu ilkelerin iyi uygulandığını ifade etmektedir. Eski adıyla İMKB, yeni adıyla Borsa İstanbul yönetimi 23 Şubat 2005 tarihinde almış olduğu karar ile kurumsal yönetim endeksinde yer alacak şirketlerin kurumsal yönetime uygunluğunu ölçen derecelendirme notunun minimum 7

olmasını onaylamıştır. Kurumsal yönetim ilkelerine uyum notları SPK'nın yetki verdiği derecelendirme kuruluşları tarafından verilmektedir (Dizgil & Reis, 2020: 82-96).

Piyasa katılımcılarının derecelendirme notu alma sürecinde, derecelendirme kuruluşlarının derecelendirmelerinin bağımsız ve objektif olduğu varsayılır. Çıkar çatışmaları derecelendirme kalitesine karşı risk oluşturur (Küçükçolak, 2020: 193-194). Derecelendirme kuruluşları derecelendirme sonucunun derecelendirilen kuruluş, yatırımcı ve piyasa katılımcılarına potansiyel etkisini dikkate almadan derecelendirme notu kararını vermesi beklenir (Küçükçolak, 2020: 35-36). Derecelendirme kararlarının dikkatli ve profesyonel şekilde kendilerinin ve çalışanlarının bağımsızlığı ve objektifliğini devam ettirecek şekilde vermelidirler. Derecelendirme notlarını değiştirmekteki gecikmeler derecelendirme kuruluşlarının metodolojileri, geçmiş temerrüt modelleri ile yeni piyasa ürünlerini değerlendirmeleri, derecelendirme notlarını gözden geçirme ve gözetim süreçleri konusunda güveni sarsmakta ve endişeleri artırmaktadır. Oligopolistik yapının yol açtığı olumsuzluklar yanı sıra derecelendirme kuruluşlarının yetersiz kaldıkları alanlar görülmektedir (Küçükçolak, 2020: 199).

Finansal piyasaların giderek artan globalleşmesiyle beraber derecelendirme uygulamalarının alanı ve kapsamı giderek büyümüştür. Derecelendirme süreci ulusal ve uluslararası piyasalardan kaynak temin etmek isteyen işletmeler ile bu kaynağı sağlayan yatırımcılar arasında bilgi asimetrisinin azaltılması amacıyla hizmet eder (Küçükçolak, 2020: 11). Büyük veri havuzları sayesinde yatırımcılara ve kreditoörlere derecelendirme notları yoluyla bilgi sağlarlar. Ancak geçen zaman içinde sistemin bazı eksikleri olduğu ortaya çıkmıştır. Büyük ölçüde oligopol yapının oluşturduğu zayıflıklar özellikle kriz dönemlerinde verilen derecelendirme notları ile karşılaşılan sonuçların uyuşmadığı örneklerle karşılaşılmaya yol açmıştır. Derecelendirmeye ilişkin yapının başarılı şekilde işletilmesi halinde Türk reel ve finans sektörüne yapacağı önemli katkıların başında kaynakların etkin dağılımına yardımcı olması belirtilmelidir. Kaynakların daha iyi yönetilen, başarılı işletmelere ulaştırılmasında önemli bir araç rolü oynayacak ve bu nitelikteki işletmelerin daha uygun maliyetlerle finansmana erişimi temin edilmiş olacaktır. Derecelendirme süreci ayrıca işletmelerin kurumsal yönetim ve finansal yapılarının güçlendirilmesinin teşviki ile başta bankacılık sektörümüzün daha ziyade teminatlarla dayalı kredilendirme modelinden ticari ve finansal başarıya odaklı kredilendirme modeline geçmesine katkıda bulunacaktır (Küçükçolak, 2020: 12).

Kurumsal Yönetim Endeksinin (XKURY) hesaplanmaya başlanmasından itibaren bu çalışmanın yapıldığı tarihe kadar yapılan araştırmalarda ağırlıklı olarak Kurumsal Yönetim Endeksi bünyesinde bulunan firmaların sermaye yapılarının, kurumsal yönetim ilkeleri ile arasındaki ilişki incelenmiştir. Bu çalışmada ise Kurumsal Yönetim İlkelerini uygulayan halka açık şirketlerin hisse değerleri üzerinde istatistiki bakımdan anlamlı bir etki olup olmadığı araştırılmıştır. Kurumsal Yönetim İlkelerini uygulayan firmaların sayısının her geçen yıl artarak devam etmesi kurumsal yönetim anlayışını da belirli bir standarda getirmiştir. Kurulduğu tarihten bu yana kurumsal ilkelere uyum notu alan firmaların artışına istinaden Kurumsal Yönetim Endeksi içindeki firmalara yönelik güncel bir araştırmanın

faydalı olacağı düşünülmüştür. Yapılan çalışmanın amacı, Kurumsal Yönetim İlkelerinin hisse değerleri üzerindeki etkisini incelemektir. Araştırmanın alternatif hipotezinde Kurumsal Yönetim İlkelerinin, şirket hisse değerleri üstünde istatistiki açıdan anlamlı olacağı ve olumlu yönde bir tesir yaratacağı iddia edilmektedir. Bu çerçevede çalışmada Kurumsal Yönetim Endeksi (XKURY) bünyesindeki halka açık şirketlerin 2016-2020 yılları arasında aldıkları beş yıllık dönemde Kurumsal Derecelendirme Notu öncesi ve sonrası dönemlerinde hisse senedi değeri üzerindeki değişimler Eşleştirilmiş Bağımlı Örneklem t-Testi ile analiz edilmiştir.

2. Literatür

Yerel ve küresel literatürde, firmaların kurumsal yönetim ilkeleri ile şirketlerin başarımları arasındaki bağlantıyı belirlemek için çeşitli araştırmalar yapılmıştır. Bu kapsamda kurumsal yönetim derecelendirmenin şirketlerin hisse senetleri değerleri üzerinde etkisini açıklamaya yönelik daha az sayıda ampirik araştırmanın yapıldığı tespit edilmiştir. Kurumsal yönetim derecelendirme notları yatırım yapmak isteyen yatırımcılar için dikkate alınan bir kriterdir ve bu bağlamda kurumsal yönetim derecelendirme sistemi faydalarının daha kapsamlı öğrenilmesine gerek vardır. Firmaların kurumsal yönetim ilkelerini benimsemesi ve bunları uygulamaya başlamasından sonra kurumsal yönetim ilkelerinin ve kurumsal derecelendirme notlarının, şirketlerin performansları ve sermaye yapıları üzerindeki etkisini araştıran çalışmalara literatürde rastlanmaktadır.

Kurumsal yönetim ilkelerine ilişkin literatür incelendiğinde, bazı çalışmalarda (Topaloğlu & Aslan, 2021; Türkmen, 2020; Yenice & Dölen, 2013; Ye Liu vd., 2012; Al-Haddad vd., 2011; Dağlar & Pekin, 2011) kurumsal yönetim uygulamalarının, firmaların finansal performanslarına olan etkisini ve finansal tablolarda manipülasyon riskini araştırdıkları çalışmalarında kurumsal yönetim derecelendirme notu ile firmaların finansal performansları ve finansal tablolarda manipülasyon riskinin azalması arasında istatistiki bakımdan anlamlı ve olumlu bir bağlantı olduğu belirlenmiştir. Bu kapsamda işletmelerin kurumsal yönetim derecelendirme notları arttığında finansal başarılarının arttığı ve finansal tablolarda manipülasyon risklerinin de azaldığı söylenebilir.

Yıldırım, Altan ve Gemici'nin 2018'de ve Kısakürek, Yaşar ve Aydınöğlü 'nün 2020'de yaptığı çalışmalarında ise işletmelerin kurumsal yönetim notları ile finansal performanslarının entropi ağırlıklandırma topsis yöntemi ile karşılaştırıldığı çalışmalarda yapılan analizler neticesinde belirlenen firmaların kurumsal yönetim notlarının finansal başarı notlarıyla karşılaştırmasında anlamlı ve pozitif yönde bir bağlantı olmadığı görülmüştür.

Oral ve arkadaşlarının 2017'de ve Dizgil ve Reis'in 2019'da yaptığı çalışmalarında kurumsal yönetim uygulamaları ile firmaların sermaye yapıları arasındaki ilişkinin irdelendiği çalışmalar neticesinde yabancı sahip, bağımsız üyeler, kadın üyeler, aktif karlılık oranları ve şirket büyüklükleri ile sermaye yapısı değişkenleri arasında istatistiksel olarak

anlamli bir ilişkinin varliğı belirlenmiş ve finansal kaldıraç oranı değerinin hisse senetlerinin bileşik getirilerini yükselttiği belirlenmiştir.

Sermaye yapısı kararlarında kurumsal yönetim uygulamalarının etkisinin araştırıldığı diğer çalışmalarda (Shahzad vd., 2015; Uwuigbe vd., 2014) yapılan analiz sonucunda kurumsal yönetim uygulamalarının yönetim kurulunun nitelik ve niceliksel yapısı ile şirketlerin sermaye yapılarının karşılaştırmasında negatif yönde ilişki olduğu görülmüştür. İlave olarak kurumsal yönetim uygulamalarını verimli kullanan şirketlerin ise finansal riskler almadıkları ve kaldıraç oranı değerlerini düşük tuttıkları görülmüştür.

Ayrıca, Düzer 2020'de yaptığı çalışmada, kurumsal yönetim endeksinde lokomotif sektörlerin mali ve imalat sektörleri olduğunu ve sektörlerin karşılaştırmasında kurumsal yönetim ilkelerine uyum notları arasında istatistiksel açıdan anlamli olan farkların olduğunu belirtmiştir. Bununla birlikte Kurumsal Yönetim Endeksi'nin yanında Sürdürülebilirlik Endeksi'nde de olan firmaların arasında yerli sahiplik oranı çok olan firmaların kurumsal yönetim açısından daha iyi derecelendirme notlarına sahip oldukları tespit edilmiştir.

Dağlı, Ayaydın & Eyüboğlu 2010'da ki çalışmasında ise Kurumsal Yönetim Endeksi'ne dahil olan şirketlerin risk getiri oranı bakımından yatırımcılarına getiri sağlamadığı ve yatırımcıların risk almayarak (şirket hisse senetlerine yatırım yapmadan) risksiz finansal enstrümanlara yönelmeleri sonucunda daha fazla getiri elde edebileceklerini ve bundan dolayı Kurumsal Yönetim Endeksi'nde olan firmalara yatırım yapmanın potansiyel olarak kar kaybına sebep olacağı neticesine ulaşmışlardır.

Literatür taraması sonucu olarak kurumsal yönetim ilkeleri ve derecelendirmesinin BİST'te halka açık şirketlerin hisse senetleri değeri üzerinde etkisini gösteren sınırlı sayıda ampirik araştırmanın olduğu görülmüştür. BİST bünyesinde Kurumsal Yönetim Endeksi'nin (XKURY) oluşturulmasından itibaren her yıl kurumsal yönetim ilkelerini uygulayan birçok firma derecelendirme notu olarak bu endeks içerisinde yer almıştır. 2020 yılı itibariyle de endeks bünyesinde 52 adet halka açık derecelendirilmiş firma vardır. Bu çerçevede kurumsal yönetim ilkelerinin hisse değerleri üzerindeki etkisini gösteren güncel bir çalışma faydalı olacaktır. Bu amaçla çalışmada, Kolmogorov-Smirnov ve Shapiro-Wilk testlerine göre normal dağılım koşulunu sağlayan veriler üzerinde Eşleştirilmiş Bağımlı Örnekleme t testi uygulanmıştır. Ortaya çıkan sonuçlarda kurumsal yönetim ilkelerini 2016-2020 döneminde uygulayan endeks (XKURY) dahilindeki halka açık şirketlerin derecelendirme notlarının öncesinde ve sonrasındaki finansal durumlarının hisse değerleri üzerindeki etkisi araştırılmıştır.

3. Türkiye'de Kurumsal Yönetim

Türkiye'de kurumsal yönetim anlayışı, Türk Sanayicileri ve İş İnsanları Derneğinin (TÜSİAD) 2002 senesinde yayınladığı "Kurumsal Yönetim En İyi Uygulama Kodu: Yönetim Kurulunun Yapısı ve İşleyişi" isimli raporu ile oluşmaya başlamış ve 2003 senesinde kurulan Türkiye Kurumsal Yönetim Derneği (TKYD)'nin faaliyetleri ile

gelişmiştir. Kurumsal Yönetim İlkelerini ilk defa Sermaye Piyasası Kurulu (SPK) 2003 yılının 4 Temmuz tarihinde onaylanmış ve açıklanmıştır. Kurumsal Yönetim İlkeleri, SPK aracılığıyla günümüze kadar yayınlanan çeşitli tebliğler ile içerik olarak zenginleştirilmiş ve günümüzün şartlarına uyarlanmıştır (Önalın & Tan, 2018: 47-59).

3.1. Kurumsal Yönetim Tanımı

Türkiye Kurumsal Yönetim Derneğine göre; "Kurumsal Yönetim, şirketlerin hak sahiplerinin ve halkın çıkarlarını zedelemeyecek bir biçimde finansal ve insan kaynaklarını etkin bir şekilde kullanması neticesinde paydaşları için uzun vade de istikrarlı bir ekonomik ortamın oluşmasına imkan tanıyarak ekonomik getiri ve çıkar oluşmasına neden olan, her türlü kanun, yönetmelik, tüzük gibi hukuki uygulamalar ile özel sektörün gönüllü uygulamalarının bir bütünüdür" (<<http://tkyd.org/tr/sss-kurumsal-yonetim-nedir.html>>, 31.03.2021).

Ekonomik İş birliği ve Kalkınma Teşkilatı (OECD) kurumsal yönetimi, şirket yönetim kurulunun, paydaşları ile diğer hak sahipleri aralarındaki ilişkilerin düzenlenmesi olarak tanımlamıştır. Başka bir deyişle, kurumsal yönetim, yönetim kurulu, yöneticiler, hissedarlar, şirket müşterileri, şirkete borç verenler, devlet ve kamu kurumlarındaki diğer paydaşların arasında olan hak ve sorumlulukların paylaşımı ve taraflar arasındaki ilişkilerin düzenlenmesidir (Karayel, 2011: 7-8; Kısakürek vd., 2021: 79-102). Kurumsal yönetimi ekonomik kalkınma ve finansal istikrar için vazgeçilmez bir gereklilik olduğunu söyleyen (Aguilera, 2005: 16) kurumsal yönetimi, şirket sahipleri, hissedarlar ve çıkar grupları arasında kurulması gereken dengeye dayalı bir kültür olduğunu ve bunun "sürdürülebilir kurumsal yönetim modeli" biçiminde değerlendirilmesi gerektiğini ifade eder.

3.2. Kurumsal Yönetim İlkeleri

Kurumsal Yönetim 4 temel evrensel ilkeye sahiptir. Bunlar; şeffaflık, adalet, hesap verebilirlik ve sorumluluktur (Tetik, 2013: 43-58).

- **Şeffaflık:** Şeffaflık ilkesi, şirketlerin finansal açıdan durumunu, performansı, sahiplik yapısı ve yönetimi hakkında, firma ile ilgili tüm önemli hususlarda doğru ve vaktinde açıklama yapma gerekliliğini vurgulamaktadır. Bu ilke gereğince, kamu ile paylaşılacak bilgiler, hak sahiplerinin ve kurumların kararlarını vermelerine yardım edecek biçimde, düşük maliyetli ve erişilebilecek bir şekilde, firmanın web sayfasından kamu ile paylaşılır.
- **Adalet:** Şirket yönetim kurulunun tüm paydaşları ve hak sahiplerine eşit mesafede durması, çıkarlarını göz önünde bulundurarak adil davranmasıdır. Adalet ilkesi, azınlık pay sahipleri ve yabancı hissedarlar ile birlikte tüm paydaşlara eşit davranılması anlamına gelir. Adalet ilkesi, olası bir hak ihlalinin yaşanması halinde yeterli tazminatın alınmasını sağlar.
- **Hesap Verilebilirlik:** Şirketin yönetim kurulu üyeleri almış olduğu kararlar neticesinde tüm paydaşlara hesap vermelidir. Şirketin stratejik yol haritasını,

yönetim kontrolünün etkinliğini ve yönetim kurulu üyelerinin firmaya ve hissedarlarına hesap verebilirliğini içerir.

- **Sorumluluk İlkesi:** Şirket yönetiminin yasal mevzuatlara, sözleşmelere ve iç düzenlemelere uygunluğunun denetlenmesini içerir. Kurumsal yönetim anlayışı dahilinde şirket hissedarlarının hakları yasa ve sözleşmelerde belirtildiği biçimde tanımlanmalıdır (<<http://tkyd.org/tr/sss-kurumsal-yonetim-ilkeleri-nedir.html>>, 03.04.2021).

3.3. BİST Kurumsal Yönetim Endeksi

Bu gelişmeler neticesinde BİST Kurumsal Yönetim Endeksi (XKURY) 31.8.2007 tarihinde 48.082,17 borsaya giriş değeri ile hesap edilmeye başlanmıştır. Kurumsal Yönetim Endeksi, “Kurumsal Yönetim İlkelerine Uyum Notu” 10 puan üzerinden minimum 7 puan olan ve her bir temel konu başlığı için minimum 6,5 puan olan halka açık firmaların hisse fiyat ve getiri performanslarının değerlendirilmesi amacıyla kurulmuştur (Bektaş & Kırkbeşoğlu, 2020: 28-42). Kurumsal Yönetim Endeksi’nin oluşturulmasındaki en önemli motivasyon unsurları ulusal ve uluslararası yatırımcılara daha fazla güven sağlayan bir firmalar seti oluşturmak ve sermaye piyasalarına derinlik ve hacim sağlamaktır (Güleç vd., 2018: 17-44).

3.4. Kurumsal Yönetim Derecelendirme Faaliyeti

Kurumsal yönetim ilkelerine uygun hareket eden firmaların, kamuoyuna doğru ve hızlı bir biçimde vaktinde bildirilmesi çok önemlidir. SPK tarafından, seri 8, ve 51 numaralı “Sermaye Piyasasında Derecelendirme Faaliyeti ve Derecelendirme Kuruluşlarına İlişkin Esaslar Tebliği” 12.07.2007 tarihinde Resmî Gazete ‘de yayımlanarak yürürlüğe girmiştir. Bu tebliğ gereğince, derecelendirme çalışması; “Kredi Derecelendirmesi” ve “Kurumsal Yönetim İlkelerine Uyum Derecelendirmesi” faaliyetlerini kapsar (<<https://www.resmigazete.gov.tr/eskiler/2007/07/20070712-24.htm>>, 06.04.2021). Türkiye’de derecelendirme faaliyeti; Türkiye’de kurulmuş ve SPK’nın derecelendirme yapma yetkisini verdiği kuruluşlar ile SPK’nın kabul ettiği uluslararası derecelendirme kuruluşlarınca gerçekleştirilir (Toraman & Abdioğlu, 2008: 40).

Tablo: 1
Kurumsal Yönetim İlkelerine Uyumluluk Derecelendirmesi Yapmaya Yetkili Kuruluşlar

	Türkiye’de kurulmuş ve SPK’nın yetkilendirdiği derecelendirme kuruluşları	SPK’nın Türkiye’de derecelendirme faaliyetini yapmasını kabul ettiği uluslararası derecelendirme kuruluşları
‘Kurumsal Yönetim İlkelerine Uyum Derecelendirmesi’	1. ‘DRC Derecelendirme Hizmetleri A.Ş.’ 2. National Investor Services Derecelendirme A.Ş. 3. ‘JCR Avrasya Derecelendirme A.Ş.’ 4. ‘Kobirate Uluslararası Kredi Derecelendirme ve Kurumsal Yönetim Hizmetleri A.Ş.’ 5. ‘Saha Kurumsal Yönetim ve Kredi Derecelendirme Hizmetleri A.Ş.’	1. ‘Fitch Ratings Ltd.’ 2. ‘Moody’s Investor Service Inc.’ 3. ‘İstanbul Uluslararası Derecelendirme Hizmetleri A.Ş.’ 4. ‘Standards and Poor’s credit Market Services Europe Limited’

Kaynak: Yazar tarafından oluşturulmuştur.

4. Veri Seti, Araştırma Yöntemi ve Analiz

Çalışmada BİST Kurumsal Yönetim Endeksi (XKURY) bünyesinde olan şirketlerin kurumsal yönetim ilkelerine uyumunu gösteren derecelendirme notları Türkiye Kurumsal Yönetim Derneği (TKYD)'nin web sayfasından, şirketlerin hisse senetleri değerlerine yönelik veriler ise (<<https://tr.investing.com/equities/turkey>>, 31.03.2021) web sitesinden elde edilmiştir. Tüm analizler SPSS programı üzerinde yapılmıştır.

Veri seti incelendiğinde 2016 senesinde kurumsal yönetim endeksinde 50 adet halka açık şirket olduğu ve sırasıyla 2017 yılında 50 adet şirket, 2018 yılında 48 adet şirket, 2019 yılında 50 adet şirket ve 2020 yılında 52 adet şirket olduğu belirlenmiştir. Araştırma kapsamında Kurumsal Yönetim Endeksi içerisinde 2016-2020 yılları arasında incelenen şirketlerin listesi aşağıdaki tabloda gösterilmiştir.

Tablo: 2
2016-2021 yılları arası Kurumsal Yönetim Endeksindeki Şirketler ve Derecelendirme Notları

	Kurumsal Yönetim Endeksi İçinde Bulunan Halka Açık Firmalar	Kurumsal Derecelendirme Notu				
		2016	2017	2018	2019	2020
1	Vestel Elektronik	9,36	9,49	9,55	9,59	9,63
2	Yeşil Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.	9,19				
3	Tofaş Türk Otomobil Fabrikası A.Ş.	9,14	9,15	9,2	9,26	9,26
4	Türk Traktör ve Ziraat Makineleri A.Ş.	9,15	9,21	9,22	9,24	9,37
5	Hüriyet	9,28	9,13	9,27	9,29	9,29
6	Tüpraş Türkiye Petrol Rafinerileri A.Ş.	9,42	9,47	9,48	9,5	9,58
7	Otokar Otomotiv ve Savunma Sanayi A.Ş.	9,32	9,33	9,1	9,4	9,47
8	Anadolu Efes Biraçılık ve Malt Sanayi A.Ş.	9,58	9,58	9,58	9,58	9,59
9	Yapı ve Kredi Bankası A.Ş.	9,34	9,43	9,58	9,62	9,62
10	Şekerbank	9,17	9,19	9,27	9,42	9,42
11	Coca Cola İçecek A.Ş.	9,45	9,45	9,45	9,46	9,46
12	Arçelik A.Ş.	9,52	9,52	9,53	9,58	9,6
13	TAV Havalimanları Holding A.Ş.	9,54	9,62	9,62	9,67	9,67
14	Türkiye Sınai Kalkınma Bankası A.Ş.	9,53	9,54	9,54	9,56	9,56
15	Doğan Şirketler Grubu Holding A.Ş.	9,4	9,41	9,42	9,5	9,51
16	Logo Yazılım Sanayi ve Ticaret A.Ş.	9,12	9,08	9,11	9,22	9,22
17	İş Finansal Kiralama A.Ş.	9,17				9,21
18	Türk Telekomünikasyon A.Ş.	9,02	9,18	9,29	9,4	9,4
19	Türk Prysmian Kablo ve Sistemleri	9,09	9,11	9,18	9,33	9,4
20	Turcas Petrol A.Ş.	9,35	9,48	9,57	9,58	9,58
21	Park Elektrik A.Ş.	9,08	9,08	9	9,02	9,02
22	Aygaz A.Ş.	9,36	9,36	9,4	9,42	9,42
23	Albaraka Türk Katılım Bankası A.Ş.	8,75	8,81	8,92	9,04	9,09
24	AG Anadolu Grubu	9,19	9,2	9,53	9,54	9,56
25	İhlas Holding	8,05	8,15	8,33	8,47	8,48
26	İhlas Ev Aletleri İmalat Sanayi ve Ticaret A.Ş.	8,08	8,2	8,38	8,51	8,54
27	Doğuş Otomotiv	9,51	9,63	9,64	9,65	9,67
28	Pınar Süt Mamulleri Sanayi A.Ş.	9,24	9,26	9,27	9,32	9,33
29	Türkiye Halk Bankası A.Ş.	9,3	9,38	9,4	9,43	9,43
30	İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş.	9,36	9,38			
31	Global Yatırım Holding A.Ş.	8,99	9,05	9,06	9,06	9,12
32	Garanti Faktoring Hizmetleri A.Ş.	9,26	9,32	9,39	9,42	9,44
33	ENKA İnşaat ve Sanayi A.Ş.	9,18	9,18	9,18	9,28	9,28
34	Pınar Entegre Et ve Ürün Sanayi A.Ş.	9,26	9,29	9,31	9,35	9,36
35	Aselsan Elektronik Ticaret A.Ş.	9,15	9,2	9,2	9,29	9,29
36	İş Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.	9,34	9,48			
37	Garanti Yatırım Ortaklığı A.Ş.	9,4	9,43	9,45	9,46	
38	Creditwest Faktoring A.Ş.	8,45	8,53	8,6	8,75	8,81
39	Pınar Su Sanayi ve Ticaret A.Ş.	9,38	9,46	9,5	9,53	9,53
40	Pegasus Hava Taşımacılığı A.Ş.	9,17	9,25	9,4	9,62	9,63

41	AKSA Akrilik Kimya Sanayi A.Ş.	9,6	9,63	9,7	9,72	9,72
42	Akiş Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.	9,44	9,49	9,54	9,62	9,63
43	Türkiye Garanti Bankası A.Ş.	9,27	9,51	9,6	9,73	9,77
44	Türkiye Şişe ve Cam Fabrikaları A.Ş.	9,44	9,48	9,53	9,53	9,54
45	Lider Faktoring	9,09	9,1	9,1	9,14	9,14
46	Doğuş Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.	8,92	9,17	9,28	9,29	9,34
47	Ereğli Demir ve Çelik Fabrikaları T.A.Ş.	9,02	9,22	9,27	9,49	9,52
48	Anadolu Sigorta	9,3	9,3	9,51	9,55	9,55
49	Migros	9,5	9,58	9,58	9,6	9,67
50	Akmerkez GYO	9,22	9,37	9,37	9,43	9,44
51	Halk Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.		9,24	9,27	9,31	9,29
52	TAT Gıda		9,08	9,31	9,41	9,51
53	Batıçim				8,67	8,8
54	ENERJISA				9,45	9,46
55	Türkiye Sigorta A.Ş.					9,31
56	İskenderun Demir ve Çelik A.Ş.					9,45
	Toplam	50	50	48	50	52

Kaynak: <<http://tkyd.org.tr/tkyd-kurumsal-yonetim-komisyonlar-calisma-gruplari-sermaye-piyasasi-calisma-grubu-ve-bist-kurumsal-yonetim-endeksi-kurumsal-yonetim-endeksi-tum-firmalar.html>>, 31.03.2021.

Veri seti oluşturulurken Kurumsal Yönetim Endeksi dahilinde olan firmaların kurumsal yönetim ilkelerine uyum derecelendirme notları belirlenmiş ve notların açıkladıkları tarihlere göre her firmanın BİST kapanış değerlerine erişilmiştir. Kurumsal Yönetim Endeksi içerisindeki firmaların derecelendirme notları açıkladıkları tarihten önceki ve sonraki 30 günlük borsa kapanış değerlerinin ortalaması hesaplanmış ve bu firmaların önceki ve sonraki ortalamaları analize dahil edilmiştir.

İstatistiki varsayım testleri, parametrel ve parametrel olmayan testler biçiminde, ikiye ayrılır. Parametrik hipotezler geçerli olmaz ise, güvenilirliklerini kaybederler. Bu durumda parametrik olmayan testler kullanılmalıdır (Bircan vd., 2003: 69-73).

Parametrik hipotezlerin geçerli olması için gereken varsayımlar aşağıdaki gibidir (Kalaycı, 2008: 49-63).

- ‘Veriler, aralıklı ya da oransal olmalıdır.’
- ‘Veriler normal dağılıma uymalıdır.’
- ‘Grup varyansları eşit (homojen) olmalıdır.’

Analizde kullanılan verilerin normal dağıldığını belirlemek için Kolmogorov-Smirnov ve Shapiro-Wilk normallik testleri yapılmıştır. Uygulanan normallik testleri; Teorik ve gözlenen birikimli dağılım fonksiyonları arasında fark yoktur (verilerin dağılımı normaldir). Ulaşılan test istatistiği sonucunun örneklem büyüklüğü için belirlenen anlamlılık seviyesinde (0,01, 0,05 ve 0,10) değerinden büyük ise H₀ reddedilir ve verilerin normal dağılmadığı ifade edilir (Kalaycı, 2008: 49-63).

Kurumsal yönetim ilkelerine uyum notlarının bildirilmesinden önceki ve sonraki, pay değerleri aynı şirketler üzerinde analiz edileceği için iki adet bağımlı örneklem oluşacaktır. Yapılacak olan analizde veri setinin bu özelliğinden dolayı bağımlı örneklem için t testi (Paired Samples t Test) uygulanmalıdır. Oluşacak iki adet bağımlı örneklem grubuna uygulanacak bu test ile (kurumsal yönetim endeksi içerisindeki firmalara) iki ölçüm yapılarak, sonuçların ortalamaları karşılaştırıldıktan sonra, ortalamalar arasındaki farkın

anlamli olup olmadığına karar verilecektir. Bu çerçevede yapılan analizde verilerin normal dağıldığı varsayımı gerçekteştiği takdirde uygulanacak parametrik test eşleştirilmiş bağımlı örneklem t testi olacaktır (Ural & Kılıç, 2006: 201).

5. Bulgular

Çalışmada 2016-2020 yılları arasında Kurumsal Yönetim Endeksi içerisinde bulunan her firma için yıl bazında derecelendirme notunun açıklanmasından önceki ve sonraki 30 günlük hisse değerlerinin ortalamaları hesaplanmıştır. Bu yöntem ile ortaya çıkan zaman serisi değerlerini normal dağılıma yaklaştırmak ve veri setini standardize etmek amacıyla serinin logaritması alınmıştır. Böylece 2016-2020 yılları arasında Kurumsal Yönetim Endeksi içerisinde bulunan firmaların hisse değerlerinin normal dağılımını gösteren Tablo 3 istatistikleri oluşmuştur.

Tablo: 3
Kolmogorov-Smirnov ve Shapiro-Wilk Normallik Dağılım Testi Sonuçları

Yıl	Derecelendirme Notu	Kolmogorov-Smirnov			Shapiro-Wilk		
		Statistic	n	significant	Statistic	n	Significant
2016	Öncesi	0,106	50	0,200	0,968	50	0,193
	Sonrası	0,106		0,200	0,970		0,237
2017	Öncesi	0,081	50	0,200	0,971	50	0,265
	Sonrası	0,100		0,200	0,964		0,129
2018	Öncesi	0,071	48	0,200	0,979	48	0,549
	Sonrası	0,73		0,200	0,981		0,627
2019	Öncesi	0,102	50	0,200	0,968	50	0,191
	Sonrası	0,095		0,200	0,972		0,273
2020	Öncesi	0,078	52	0,200	0,977	52	0,420
	Sonrası	0,083		0,200	0,975		0,338

Uygulanan Kolmogorov-Smirnov ve Shapiro-Wilk normallik testleri sonuçlarına göre; 2016-2020 yılları arasında Kurumsal Yönetim Endeksi içerisinde bulunan firmaların derecelendirme notlarının açıklanmasından önce ve sonraki hisse değerleri verilerinin normal dağılıma uygunluğunu göstermek amacıyla oluşturulan hipotezler řu şekildedir:

- **Boşluk Hipotezi:** Veriler normal dağılıma uygun değildir.
- **Alternatif Hipotez:** Veriler normal dağılmıştır.

Tablo 3'te her iki normallik testinin, önemlilik (significant) sonuçları 0,05'ten büyük olması nedeniyle; %5 anlamlılık düzeyine göre, boşluk hipotezi reddedilerek, alternatif hipotez olan verilerin normal dağıldığı kabul edilir.

Bu sonuçlara istinaden normallik dağılımını ön koşul olarak isteyen 'Eşleştirilmiş Bağımlı Örneklem t-Testi' çalışmada kullanılan verilere uygulanabilir. Bu çerçevede kurumsal yönetim ilkelerinin, çalışmada kullanılan hisse değerleri üzerindeki etkisini ölçmek amacıyla uygulanacak Eşleştirilmiş Bağımlı Örneklem t-Testinin hipotezleri şöyle olacaktır.

- **Boşluk Hipotezi:** Kurumsal yönetim endeksi içerisinde bulunan firmaların, kurumsal yönetim ilkelerine uyum notlarının ilan edilmesinden önceki hisse

fiyatları ile ilan edilmesinden sonraki hisse fiyatları arasında istatistiki bakımdan anlamlı fark yoktur.

- **Alternatif Hipotez:** Kurumsal yönetim endeksi içerisinde bulunan firmaların, kurumsal yönetim ilkelerine uyum notlarının ilan edilmesinden önceki hisse fiyatları ile ilan edilmesinden sonraki hisse fiyatları arasında istatistiki bakımdan anlamlı fark vardır.

Kurumsal yönetim endeksi (XKURY) içerisinde 2016, 2017, 2018, 2019 ve 2020 yılları arasında bulunan firmalar için, incelen aralıktaki her yıl bazında derecelendirme notu öncesi ve sonrası 30 günlük hisse değerlerinin ortalamasından oluşan standardize edilmiş veriye eşleştirilmiş bağımlı örneklem t testi SPSS programı üzerinde uygulanmıştır. Oluşan sonuçlar Tablo 4'te gösterilmiştir.

Tablo: 4
Eşleştirilmiş Bağımlı Örneklem t - Testi Sonuçları

Yıl	T- Testi İstatistiği	Significant (P) Olasılık Değeri
2016	-2,840	0,007
2017	-2,736	0,009
2018	1,943	0,058
2019	-5,511	0,000
2020	-1,979	0,053

Tablo 4'te görülen, eşleştirilmiş bağımlı örneklem t testi sonuçlarına göre; 2016, 2017 ve 2019 yılları için oluşan Significant (P), yani önem olasılık değerleri 0,01'den küçük çıkmıştır. Bunun anlamı bu yıllarda kurumsal yönetim endeksi içerisinde bulunan firmalara ait açıklanan derecelendirme notu öncesi ve sonrasında hisse değerlerinin karşılaştırılmasında %1 anlamlılık düzeyinde olumlu bir ilişki olduğu göstermektedir.

Diğer bir ifade ile bu yıllar için **Boşluk Hipotezi** %1 anlamlılık düzeyine göre reddedilerek, **Alternatif Hipotez** olan 'Kurumsal yönetim endeksi içerisinde bulunan firmaların, kurumsal yönetim ilkelerine uyum notlarının ilan edilmesinden önceki hisse fiyatları ile ilan edilmesinden sonraki hisse fiyatları arasında istatistiki açıdan anlamlı fark vardır hipotezi kabul edilir.

Tablo 4 sonuçlarında görülen, 2018 ve 2020 yıllarına ait bulgulara göre ise, eşleştirilmiş bağımlı örneklem t testi Significant (P) Olasılık değerleri (her ne kadar %10'a göre anlamlı görünse de) sırasıyla, 0,058 ve 0,053 değerleri 0,05 değerinin çok az üzerinde çıkarak %5 anlamlılık düzeyinin dışına çıkmıştır. Yine başka bir ifade ile %5 anlamlılık düzeyine göre, **Alternatif Hipotez** reddedilerek, **Boşluk Hipotezi** olan 'Kurumsal yönetim endeksi içerisinde bulunan firmaların, kurumsal yönetim ilkelerine uyum notlarının ilan edilmesinden önceki hisse fiyatları ile ilan edilmesinden sonraki hisse fiyatları arasında istatistiki açıdan anlamlı fark yoktur.' ifadesi kabul edilir. Tablo 4'te ortaya çıkan sonuçlara dayanarak elde edilen bulgular şöyledir:

- Kurumsal yönetim endeksinde 2016, 2017 ve 2019 yılları arasında bulunan firmaların derecelendirme notu açıklanma öncesi ve sonrası hisse senedi değerlerinde %1 düzeyinde anlamlı fark tespit edilmiştir.
- Kurumsal yönetim endeksinde 2018 ve 2020 yıllarında bulunan firmaların derecelendirme notu açıklanma öncesi ve sonrası hisse senedi değerlerinde çok az bir farkla %5 düzeyinde anlamlı bir fark tespit edilememiş ancak sonuçların %10 düzeyinde anlamlı olduğu görülmüştür.

6. Sonuç ve Genel Değerlendirme

Borsa İstanbul'da faaliyette olan 'Kurumsal Yönetim Endeksi' (XKURY) içerisindeki 2016-2020 yılları arasında bulunan firmaların hisse senedi değerleri üzerinde, kurumsal yönetim ilkelerine uyum notunun etkisinin araştırıldığı bu çalışmada, 2016, 2017 ve 2019 yıllarında kurumsal yönetim ilkelerine uyan firmaların hisse senedi değerleri üzerinde %1 seviyesinde anlamlı bir bağlantı olduğu tespit edilmiştir. Başka bir ifade ile kurumsal yönetim ilkelerine uyum notlarının ilan edilmesinden sonra bu firmaların hisse değerleri üzerinde, açıklanmasından önceki döneme kıyas ile yükseliş olduğu eşleştirilmiş bağımlı örneklem t testi sonuçlarında görülmüştür.

Kurumsal yönetim endeksinde 2018 ve 2020 yıllarında bulunan firmaların kurumsal yönetim ilkelerine uyum notlarının ilan edilmesinden önceki ve sonraki dönemde firmaların hisse senedi değerlerinde %5 anlamlılık seviyesine göre önemli bir fark yoktur. Yine başka bir ifade ile, 2018 ve 2020 yıllarında şirketlerin kurumsal yönetim ilkelerine uyum notlarının ilan edilmesinden sonra hisse senedi değerleri üzerinde, önceki döneme kıyas ile %5 seviyesine göre istatistiki anlamlı bir fark olmadığı eşleştirilmiş bağımlı örneklem t testi sonuçlarında görülmüştür.

Ancak kurumsal yönetim ilkelerini uygulayan firmaların, 2018 ve 2020 yıllarında hisse senedi değerleri üzerindeki (her ne kadar %10 düzeyinde anlamlı olsa da) değişimin %5 düzeyinde istatistiki anlamı olmamasının nedenleri arasında incelenen yıllarda yaşanan makro ekonomik koşulların etkisinin olduğu söylenebilir. Zira yatırımcıların piyasa değerlendirmelerinde, 2018 yılında yaşanan döviz kurundaki sert dalgalanmanın ve 2020 yılında tüm dünyada pandemi durumuna dönüşen Covid-19 salgını etkilerinin, kurumsal yönetim ilkelerine uyum notundan daha fazla risk taşıdığı yönündeki eğilimlerin etkili olduğu belirtilebilir.

Literatürde Kurumsal Yönetim İlkelerine yönelik olarak yapılan araştırmalarda bu çalışmanın 2018 yılı sonuçlarına benzer olarak, Bektaş ve Kırkbeşoğlu 'nun 2020 yılında yapmış oldukları çalışmalarında 2018 yılında XKURY endeksinde yer alan finans sektöründeki firmaların kurumsal yönetim ilkelerine uyum notları ile bu firmaların hisse senedi değerleri üzerinde abnormal bir getiri elde edilemediği görülmüştür.

Önder ve Kavak'ın 2019 yılında yaptıkları çalışmada, bu çalışmanın 2017 yılı sonuçlarına benzer olarak, 2008-2017 yıllarında Borsa İstanbul'da Sigorta sektöründeki

7şirketin finansal başarıları ile kurumsal yönetim yapıları arasında istatistiksel açıdan anlamlı ilişki olduğu belirtilmiştir.

Güngör ve Güney'in 2019 yılındaki çalışmalarında, bu çalışmanın 2016 ve 2017 yılı sonuçlarına benzer olarak, 2010-2017 dönemi için araştırma sonuçlarında iyi bir kurumsal yönetimin hisse senedi getirileri üzerinde pozitif ve anlamlı etkisi olduğunu belirtilmiştir.

Kömeçoğlu ve Vuran'ın 2018'de yaptıkları çalışmada, bu çalışmanın 2016 yılı sonuçlarına benzer olarak, Borsa İstanbul'da işlem gören ve kurumsal yönetim endeksinde çeşitli sektörlerde yer alan 72 firmanın 2012-2016 yılları arasında kurumsal yönetim ile şirketin piyasa değeri arasında anlamlı bir ilişki olduğu belirtilmiştir.

Literatürde bu araştırma sonuçlarının aksi yönünde sonuçlar elde eden çalışmalarda mevcuttur. Gergin ve Şen'in 2019 yılındaki çalışmalarında, 2012-2017 yılları arasında bankaların kurumsal yönetim endeksinde yer almalarının finansal performanslarına etkisinin olmadığı belirtilmiştir.

Erdoğan'ın 2019 yılındaki çalışmasının sonuçlarında 2007-2013 yılları arasında BİST-100'de faaliyet gösteren söz konusu şirketlerin kurumsal yönetim notları ile finansal performansları arasında bir ilişki tespit edilememiştir.

Turnacıgil'in 2018'de hazırladığı doktora tezinde 2009-2016 yılları arasında kurumsal yönetim endeksinde yer alan ve en az beş yıllık kurumsal yönetim notu olan 19 adet firmanın kurumsal yönetim uygulamalarının hisse senedi getirileri üzerinde negatif etkisi olduğu belirtilmiştir.

Yatırımcıların, yatırım yapacakları firmalar ile ilgili önceden bazı araştırmalar yapmaları rasyonel bir davranıştır. Yatırımcılar tarafından yatırım kararı alınmadan önce yatırım yapılacak firmanın değerlendirilmesi aşamasında finansal ve mali tablolar kadar kurumsal yönetim ilkelerine uyum notu da dikkate alınmaktadır. Bu bağlamda firmalar, kurumsal yönetim ilkelerini uygulamaya koyarak yatırımcılar için cazip bir yatırım fırsatı haline gelebilirler. Dolayısı ile firmalar, kurumsal yönetim ilkelerini başarılı bir biçimde uygulamaya koyabildikleri takdirde, süreç içerisinde piyasada firmalarının hisse senedi değerlerindeki artış ile doğru orantılı olarak yatırımcıların ilgilerini de üzerlerine çekmeyi başaracaklardır.

Bu çalışmanın yapıldığı tarih itibariyle 52 adet firma kurumsal yönetim endeksi içerisinde ve her geçen yıl kurumsal yönetim uygulamalarını benimseyen firma sayısı artmaktadır. Gerek literatürde gerekse bu çalışmanın sonuçları itibariyle kurumsal yönetim ilkeleri uygulamalarının firmaların hisse değerleri performansı üzerinde olumlu bir etkisi olduğu görülmüştür. Bu çerçevede yatırımcılar için yatırım kararı verme aşamasında bir cazibe kriteri olan kurumsal yönetim ilkelerinin piyasalara istikrar ve derinlik katacağını ifade edebiliriz. Çalışmanın bir sonraki aşamasında kriz dönemlerinde kurumsal yönetim endeksindeki şirketler ile diğer sektör şirketlerinin nasıl etkilendiklerinin incelenmesi

ülkemizde sık rastlanan benzer durumlarda şirketlerin rekabet güçlerinin korunması açısından yararlı olacaktır.

Kaynaklar

- Aguilera, R. (2005), "Corporate governance and director accountability: an institutional comparative perspective", *British Journal of Management*, 16(1), 39-53.
- Baş, M. & H. Uygun (2020), "Kurumsal Yönetim Uygulamalarının Denetim Kalitesi Üzerine Etkisinin Lojistik Regresyon Analizi İle İncelenmesi: BİST-100 Uygulaması", *Turkish Studies - Economics, Finance, Politics*, 15(1), 111-125.
- Baxter, P. (2014), "Corporate governance ratings and financial performance: evidence from Australia", *International Journal of Corporate Governance*, 5(3-4), 178-196.
- Bektaş, N. & E. Kırkbeşoğlu (2020), "Kurumsal Yönetim Endeksinde Bulunmanın Hisse Senedi Getirisine Etkisi: BİST Finans Sektörü Örneği", *Başkent Üniversitesi Ticari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 4(1), 28-42.
- Bircan, H. vd. (2003), "Ki-kare ve kolmogorov-smirnov uygunluk testlerinin simülasyon ile elde edilen veriler üzerinde karşılaştırılması", *C.Ü. İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi*, 4(1), 69-73.
- Dizgil, E. & G. Reis (2020), "Kurumsal yönetimin sermaye yapısına etkisi: BİST kurumsal yönetim endeksi üzerine bir araştırma", *PAÜ Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, (42), 82-96.
- Erdoğan, D.C. (2019), "Firmaların Kurumsal Yönetim Notunu Etkileyen Unsurlar: BİST 100 Örneği", *Karabük Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 9(1), 63-79.
- Ertuna, B. & A. Tükel (2008), "Şirketlerin Kamuyu Aydınlatma Düzeyleri: Ortaklık Yapısı ve Kurumsal Yönetimin Etkileri", *İ.M.K.B. Dergisi*, 10(40), 1-37.
- Güleç, Ö. vd. (2018), "BİST Endeksleri ile Kurumsal Yönetim Endeksi Arasındaki Volatilité İlişkisinin İncelenmesi", *İşletme Araştırmaları Dergisi*, 10(1), 17-44.
- Kalaycı, Ş. (2008), *SPSS Uygulamalı Çok Değişkenli İstatistik Teknikleri*, Ankara: Asil Yayın Dağıtım.
- Karayel, M. (2011), "Türkiye'de Kurumsal Yönetimin Dünü, Bugünü ve Yarını: İMKB 100 Şirketlerinde Kurumsal Yönetim", *Doktora Tezi*, SDÜ Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Kısaktürk, M. vd. (2021), "İşletmelerin Kurumsal Yönetim Notları ile Finansal Performanslarının Karşılaştırılması: BİST'de Bir Uygulama", *Muhasebe ve Denetime Bakış*, (62), 79-102.
- Kömeçoğlu, E. & B. Vuran (2018), "Kurumsal yönetim ile firma karlılığı arasındaki ilişki: Borsa İstanbul' da bir uygulama", *Finans Ekonomi ve Sosyal Araştırmalar Dergisi*, 3(4), 704-713.
- Küçükçolak, R.A. (2020), *Kredi Derecelendirme Sektörü*, İstanbul: Hiper Yayın.
- OECD (2015), *OECD Kurumsal Yönetim İlkeleri*, <http://www.tkyd.org/files/images/content/faaliyet_alanlari/haberler/Corporate-Governance-Principles-TUR.pdf>, 28.03.2021.
- Önalın, G. & F.Z. Tan (2018), "Kurumsal Yönetim Derecelendirme Notlarının Şirket Performansları Üzerine Etkisi", *Journal of Social Sciences and Humanities*, 2(2), 47-59.
- Oral, T. vd. (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.

- Şeker, Y. (2020), “COVID-19 Pandemisinin BIST Kurumsal Yönetim Endeksinde Yer Alan Şirketler Üzerindeki Etkisi”, *Karadeniz Ekonomi Araştırmaları Dergisi*, 1(2), 79-94.
- Tetik, N. (2013), “Kurumsal Yönetim İlkeleri ve Yeni Türk Ticaret Kanunu Düzenlemelerinin İşletmelerin Finansal Yönetimi Üzerinde Etkileri”, *İnönü Üniversitesi Uluslararası Sosyal Bilimler Dergisi*, 2(1), 43-58.
- TKYD (2021), *Kurumsal Yönetim İlkeleri nedir?*, <<http://tkyd.org/tr/sss-kurumsal-yonetim-ilkeleri-nedir.html>>, 03.04.2021.
- TKYD (2021), *Kurumsal Yönetim nedir?*, <<http://tkyd.org/tr/sss-kurumsal-yonetim-nedir.html>>, 31.03.2021.
- TKYD (2021), *Sermaye Piyasası Çalışma Grubu ve BİST Kurumsal Yönetim Endeksi*, ><http://tkyd.org/tr/tkyd-kurumsal-yonetim-komisyonlar-calisma-gruplari-sermaye-piyasasi-calisma-grubu-ve-bist-kurumsal-yonetim-endeksi-kurumsal-yonetim-endeksi-tum-firmalar.html>>, 31.03.2021.
- Toraman, C. & H. Abdioğlu (2008), “İMKB kurumsal yönetim endeksinde yer alan şirketlerin kurumsal yönetim uygulamalarında zayıf ve güçlü yanları: derecelendirme raporlarının incelenmesi”, *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, (40), 96-109.
- Ural, A. & İ. Kılıç (2006), *Bilimsel araştırma süreci ve spss ile veri analizi*, Ankara: Detay Yayıncılık.
- Yenice, S. & T. Dölen (2013), “İMKB’de işlem gören firmaların kurumsal yönetim ilkelerine uyumunun firma değeri üzerindeki etkisi”, *Uluslararası Yönetim İktisat ve İşletme Dergisi*, 9(19), 199-213.