

DOI:

KURUMSAL YÖNETİM DERECELENDİRME NOTLARININ ŞİRKET PERFORMANSLARI ÜZERİNE ETKİSİ

Gökhan Oruç ÖNALAN

Karabük Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İşletme ABD Doktora
Öğrencisi

Doç. Dr. Fatma Zehra TAN

Karabük Üniversitesi İşletme Fakültesi

fatmazehra@karabuk.edu.tr

Özet

Yönetim kavramı işletmeler üzerinde son yüzyılda karşılık bulan en önemli alanlardan bir tanesidir. Yönetim fonksiyonu aslında işletmenin diğer fonksiyonları arasında en genel olanı olarak da belirtilebilir. Her alanda olduğu gibi yönetim alanında da farklı yaklaşımlar ve uygulamalar bulunmaktadır. Özellikle son 25 yıldır etkisini artıran Kurumsal Yönetim kavramı bunlardan bir tanesidir. Kurumsal yönetim uygulamalarının halka açık şirketler üzerinden incelenmesi de Borsa İstanbul bünyesindeki Kurumsal Yönetim Endeksi üzerinden değerlendirilebilmektedir. BIST Kurumsal Yönetim Endeksi, payları Borsa İstanbul pazarlarında işlem gören ve kurumsal yönetim ilkelerine uyum notu 10 üzerinden en az 7, her bir ana başlık itibarıyla 10 üzerinden en az 6,5 olan şirketlerin fiyat ve getiri performansının ölçülmesi amacıyla oluşturulmuştur. İşte bu makalede tanımdan da anlaşılacağı üzere belirli kurumsal yönetim ilkelerine uygunluk sağlayan şirketlerin oluşturduğu bu endekste yer alan firmaların finansal performanslarında kurumsal yönetim uygulamalarının etkileri yapılacak olan kantitatif modelleme ile araştırılacaktır.

Anahtar Kelimeler: İşletme Yönetimi, Organizasyon, Kurumsal Yönetim Endeksi, Borsa İstanbul, Finansal Performans

The Effect of Corporate Governance Rating on Company Performance

Abstract

The concept of management is one of the most important areas that correspond to the last century. In fact, the management function may be the most common and important one of the other functions of business management. As in every field, there are different approaches and practices in the field of management. In particular, the concept of Corporate Governance, which has increased its influence in the last 25 years, is one of them. The examination of corporate governance practices through publicly traded companies can also be evaluated through the Corporate Governance Index within Borsa Istanbul. Borsa İstanbul Corporate Governance Index aims to measure the price and return performances of companies traded on Borsa İstanbul Markets (except companies in WatchList and Lists C and D) with a corporate governance rating of minimum 7 over 10 as

a whole and minimum of 6.5 for each main section. In this article, the effects of corporate governance practices in the financial performance of the firms in the corporate governance index will be investigated through quantitative modeling.

Key Words: Business Management, Organization, Corporate Governance Index, Borsa İstanbul, Financial Performance

1. Kurumsal Yönetim Derecelendirme Notu

Kurumsal yönetim kavramı özellikle son 25 yıldır işletmeler arasında gün geçtikçe önem kazanan bir kavramdır. Ülkemiz mevzuatında Kurumsal Yönetim İlkeleri ilk olarak 04.07.2003 tarihinde Sermaye Piyasası Kurulunda onaylanarak kamuoyuna duyurulmuştur. Kurumsal Yönetim İlkeleri günümüze kadar Sermaye Piyasası Kurulu tarafından yayımlanan çeşitli tebliğlerle içerik bakımından zenginleştirilmiş ve günün koşullarına uygun hale getirilmiştir.

Kurumsal yönetim ilkelerine şirketlerin uyum durumları Kurumsal Yönetim Derecelendirme Notu üzerinden ölçülmektedir. Günümüzde Kurumsal Yönetim İlkelerine uyum notu, Sermaye Piyasası Kurulu tarafından seçilmiş ve yetkilendirilmiş derecelendirme kuruluşları listesine girmeye hak kazanmış derecelendirme kuruluşları tarafından, işletmenin bütün kurumsal yönetim ilkelerine uyumuyla alakalı yapılan değerlendirmelerin sonucunda verilmektedir. (Bayraktaroğlu & Çelik, 2015)

Günümüzde yetkili kuruluşlar tarafından derecelendirme notları verilirken Sermaye Piyasası Kurulu'nun Ocak 2014 tarihinde yayınladığı "Kurumsal Yönetim İlkeleri"ni baz alınmaktadır. Bu ilkelerin her birisi Ekonomik İşbirliği ve Kalkınma Örgütü (OECD), Dünya Bankası ve özel sektör temsilcilerinin katılımı ile oluşturulan Global Kurumsal Yönetim Forumu(GCGF) çalışmaları temel alınarak, SPK ve Borsa İstanbul tarafından yine özel sektör temsilcileri ve akademisyenlerin katılımları ile yapılan geniş kapsamlı toplantılardan çıkan sonuçlara göre uyumlandırma sonucu belirlenmiştir. Kurumsal Yönetim Derecelendirme notları 1 (en zayıf) ve 10 (en güçlü) arasında verilir. En yüksek (10) dereceyi elde etmek için Şirketlerin Sermaye Piyasası Kurulu tarafından belirlenen Kurumsal Yönetim İlkeleri'ne tam manada bir uyum göstermiş olması gerekmektedir. Şirketlerin Kurumsal Yönetim Derecelendirme Notu hesaplanırken aşağıdaki ilkeler ve kriterler baz alınmaktadır. (Saha Kurumsal Yönetim ve Kredi Derecelendirme Hizmetleri A.Ş.)

Tablo 1. Kurumsal Yönetim Derecelendirme Notu Ağırlıkları

İlkeler	Ağırlık %
Pay Sahipleri	25%
Kamuyu Aydınlatma ve Şeffaflık	25%
Menfaat Sahipleri	15%
Yönetim Kurulu	35%

Kaynak: (Sermaye Piyasası Lisanslama Sicil ve Eğitim Kuruluşu, 2017)

Borsa İstanbul bünyesinde bulunan kurumsal yönetim endeksi de 31.08.2007 tarihi itibari ile hesaplanmaya başlanmıştır. İlgili tarihte endeksin başlangıç değeri 48.082,17'dir. (Borsa İstanbul)

Kurumsal Yönetim endeksinin oluşturulmasındaki en temel amaç, payları Borsa İstanbul bünyesindeki pazarlarda (Gözaltı Pazarı ve C Listesi hariç) işlem görmekte olan ve kurumsal yönetim ilkelerinin uygulamalarına uyum notu 10 üzerinden en az 7, ayrıca her bir ana başlık itibarıyla 10 üzerinden en az 6,5 olan işletmelerin fiyat ve getiri performansının ölçülmesidir.

2. Literatür Taraması

Literatür taraması yapıldığında kurumsal yönetim derecelendirme notlarının şirket performansları üzerindeki etkisinin incelenmesine yönelik olarak yerli ve yabancı kaynaklarda önemli eserlerle karşılaşılmaktadır.

Bu alandaki çalışmalara ilk örnek olarak Paul Gompers, Joy Ishii ve Andrew Metrick tarafından oluşturulan ve 1990'lı yıllarda Amerika Birleşik Devletleri'ndeki 1500 şirketin verilerini 24 farklı kurumsal yönetim kriterine göre inceleyen kurumsal yönetim endeksi verilebilir. Bu çalışmadan çıkarılabilecek nihai sonuç kurumsal yönetim skoru düşük olan bir şirketin hisselerinin satılıp kurumsal yönetim skoru yüksek olan bir şirketin hisse senedi satın alındığında ilgili yatırımcı daha fazla kar elde etmektedir. (Gompers, Ishii, & Metrick, February 2003)

2001 yılında Todd Mitton tarafından yapılan çalışmada 1997-1998 yılları arasında meydana gelen Doğu Asya krizi esnasında Malezya, Endonezya, Kore, Filipinler ve Tayland'da faaliyet gösteren toplam 398 şirketin verileri incelenmiştir. Çalışma sonucunda kurumsal yönetim uygulamalarının etkin bir biçimde uygulanmasının şirketlerin performanslarını olumlu yönde etkileyen bir durum olduğu kanıtlanmıştır. (Mitton, 2001)

Bir başka çalışma 2001 yılında Bernard S. Black, Hasung Jang ve Woochan Kim tarafından yapılan kurumsal yönetim derecelendirme notlarının şirketlerin piyasa değerleri üzerindeki etkisinin araştırılmasına yönelik analizdir. Çalışmanın sonucunda kurumsal yönetim derecelendirme notları ve şirketlerin piyasa değerleri arasında pozitif bir ilişkiye rastlanmıştır. (Black, Jang, & Kim, 2006)

McKinsey Danışmanlık şirketi 2002 yılında yaptığı 2000 yılının verilerini kullanarak yaptığı araştırmasında borsa yatırımcılarının kurumsal yönetim ilkelerine riayet eden şirketlerin hisse senetlerine yaklaşık olarak %28 düzeyinde daha fazla bir bedel ödemeyi kabul ettiklerini ortaya koymuştur. (McKinsey Company, 2002)

2009 yılında Panagiotis Dimitropoulos ve Dimitrios Asteriou tarafından Yunanistan sermaye piyasaları özelinde yapılan çalışmada şirketlerin net karları ile piyasa değerleri arasında bir pozitif ilişki olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

2009 yılında Rebecca Brown ve Tue Gorgens tarafından yapılan çalışmada Avustralya Borsasında işlem gören en iyi 300 işletmenin finansal performansları incelenmiştir. Bu çalışmaya göre Avustralya Borsasında kurumsal yönetim ilkelerini benimseyen şirketlerin derecesi arttıkça finansal performanslarının daha iyi olduğu sonucuna ulaşılmıştır. (Brown & Gorgens, 2009)

2010 yılında Aslıhan Bozcuk tarafından yapılan ve 2006-2009 yılları arasında kapsayan çalışmada Kurumsal Yönetim Endeksi'nde işlem gören şirketlerin kurumsal yönetim derecelendirme notları ile hisse senedi fiyatları arasındaki ilişki incelenmiş ve sonuç olarak anlamlı bir ilişki bulunamamıştır. (Bozcuk, 2010)

2012 yılında Erol Yener ve Rifat Karakuş tarafından yapılan çalışmada ise sermaye yapısı ve şirket değeri arasındaki ilişki incelenmiştir. Çalışma sonucunda sermaye

yapısının firma değeri üzerindeki etkisinin farklı aktif büyüklüklere göre farklılık gösterdiği sonucuna varılmıştır. (Yener & Karakuş, 2012)

Yine 2012 yılında Ficici ve Aybar tarafından yapılan çalışmada 9 farklı ülkeden 55 adet şirket kapsama alınmış ve bu şirketlerin regresyon modeli üzerinden kurumsal yönetim derecelendirme notları ile piyasa değerleri arasındaki ilişkileri incelenmiştir. İnceleme sonucunda şirketlerin kurumsal yönetim derecelendirme notları ile piyasa değerleri arasında pozitif bir ilişki tespit edilmiştir. (Ficici & Aybar, 2012)

Sakarya tarafından yapılan bir diğer çalışmada ise 2009 yılında gerekli kriterleri karşılayarak Kurumsal Yönetim Endeksi'nde işlem görmekte olan 11 şirketin kurumsal yönetim derecelendirme notları ile hisse senetlerinin getirileri arasındaki ilişki incelenmiştir. İnceleme kapsamında iki değişkenin arasındaki ilişki pozitif olarak bulunmuştur. (Sakarya, 2011)

İlgili alanda bir başka çalışma 2013 yılında Yenice ve Dölen tarafından yapılmıştır. Kurumsal Yönetim Endeksi'nde yer alan 37 şirketin 2007-2011 dönemlerinde derecelendirme notlarının ilanından 30 gün öncesi ve 30 gün sonrasındaki piyasa değerleri tespit edilmiş ve olay çalışması yöntemi kullanılarak analiz gerçekleştirilmiştir. Analiz sonucunda iyi düzeyde ilan edilen kurumsal yönetim derecelendirme notu ile piyasa değeri arasında pozitif ilişki bulunmuştur. (Yenice & Dölen, 2013)

2013 yılında Ege ve diğerleri tarafından yapılan ve 2009-2011 dönemini kapsayan çalışmada BİST Kurumsal Yönetim Endeksi kapsamında yer alan 18 adet şirketin, stok devir hızı, aktif devir hızı, aktif karlılığı, yatırım karlılığı, net kar marjı ve hisse başına kazanç değişkenleri TOPSİS yöntemi ile analiz edilmiştir. Çalışma sonucunda kurumsal yönetim süreci uygulamalarının şirketlerin finansal performansları üzerinde doğrudan bir etkisi olduğu sonucuna ulaşılmıştır. (Ege, Topaloğlu, & Özyamanoğlu, 2013)

2014 yılında Veysel Kula ve Ender Bozkurt tarafından yapılan çalışmada kurumsal yönetim endeksinde yer alan şirketlerin piyasa değerleri ile kurumsal yönetim derecelendirme notları, özkaynak/aktif oranları ve net dönem karları arasında anlamlı ve pozitif bir ilişki bulunmuştur. Ayrıca çalışmada sektörel ayırılarak analizde finans şirketleri ve finans dışı şirketler olarak ayrışmaya gidilmiştir. Analize göre finans dışı şirketler finans şirketlerine göre daha yüksek piyasa değerine sahip çıkmıştır. (Kula & Bozkurt, 2014)

2015 yılında Hakan Bayraktaroğlu ve İsmail Çelik tarafından kurumsal yönetim ilkelerinin getiri oynaklığı üzerine etkisi hakkında yapılan başka bir çalışmada da uygulanan kurumsal yönetim uygulamalarının BIST100 ve BIST30 endekslerindeki getiri oynaklığını azaltmada açıklayıcı bir faktör olarak kullanılabileceğinin uygun olduğu kanıtlanmıştır. (Bayraktaroğlu & Çelik, 2015)

3. XKURY Endeksi Üzerine Bir Uygulama: Metodoloji

3.1. Model Verileri

Çalışma kapsamında kurulacak model üzerinden Borsa İstanbul Kurumsal Yönetim Endeksi'nde işlem gören şirketlerin kurumsal yönetim derecelendirme notlarının şirketlerin finansal performansları üzerindeki etkisi incelenecek ve yorumlanacaktır

Çalışma kapsamında Borsa İstanbul bünyesinde faaliyet gösteren Kurumsal Yönetim Endeksi (XKURY)'nde işlem gören toplamda 48 adet şirketin **2017 yılı verileri** kullanılmıştır. Kullanılan veriler Borsa İstanbul ve Şeker Yatırım Menkul

Değerler A.Ş. üzerinden temin edilmiştir. Analiz kapsamında olan şirketler aşağıdaki tablodaki gibidir.

Tablo 2. Model Kapsamına Alınan Şirketler

Hisse Kodu	Şirket Adı	Hisse Kodu	Şirket Adı
AEFES	Anadolu Efes	IHEVA	İhlas Ev Aletleri
AGHOL	Anadolu Grubu Holding	IHLAS	İhlas Holding
AKMGY	Akmerkez	LIDFA	Lider Faktoring
AKSA	Aksa Akrilik	LOGO	Logo Yazılım
AKSGY	Akiş Gayrimenkul	MGROS	Migros
ALBRK	Albaraka Türk	OTKAR	Otokar
ANSGR	Anadolu Sigorta	PETUN	Pınar Entrgre Et Un
ARCLK	Arçelik	PGSUS	Pegasus
ASELS	Aselsan	PINSU	Pınar Su
AYGAZ	Aygaz	PNSUT	Pınar Süt
CCOLA	Coca Cola	PRKAB	Türk Prysmian Kablo
CRDFA	Creditwest Faktoring	PRKME	Park Elektrik Madencilik
DGGYO	Doğuş Gayrimenkul	SISE	Şişecam
DOAS	Doğuş Otomotiv	SKBNK	Şekerbank
DOHOL	Doğan Holding	TATGD	Tat Gıda
ENKAI	Enka İnşaat	TAVHL	Tav Havalimanları
EREGL	Erdemir	TOASO	Tofaş
GARAN	Garanti Bankası	TRCAS	Turcas Petrol
GARFA	Garanti Faktoring	TSKB	Türkiye Sınai Kalkınma Bankası
GLYHO	Global Yatırım Holding	TTKOM	Türk Telekom
GRNYO	Garanti Yatırım Ortaklığı	TTRAK	Türk Traktör
HALKB	Halkbank	TUPRS	Tüpraş
HLGYO	Halk Gayrimenkul	VESTL	Vestel
HURGZ	Hürriyet Gazetesi	YKBNK	Yapı ve Kredi

Kaynak: (Kamuyu Aydınlatma Platformu)

Tablo'dan da görüleceği üzere finans, sanayi, bankacılık, dayanıklı tüketim gibi farklı alanlarda faaliyet gösteren ve kurumsal yönetim kriterlerini sağlayarak Borsa

İstanbul Kurumsal Yönetim Endeksinde işlem gören toplamda 48 şirketin verileri modele dahil edilmiştir.

3.2. Modelin Değişkenleri

Çalışmanın temelinde kurumsal yönetim derecelendirme notlarının şirketlerin finansal performansları üzerine etkisi incelenirken kurulacak modelde kullanılan bağımlı değişken kurumsal yönetim endeksinde yer alan şirketlerin 29.12.2017 tarihli kapanış fiyatları üzerinden hesaplanan Türk Lirası cinsinden piyasa değerleridir. Ancak değişken modele, analize uygun olması açısından logaritması alınarak dahil edilmiştir. Piyasa değeri ilgili şirketin sermayesinin ilgili tarihteki Borsa İstanbul Pay Piyasasında kapanış fiyatı ile çarpılması sonucu bulunmaktadır.

Tablo 3. Modelde Kullanılan Değişkenler

Değişken	Değişken Adı	Ölçüm Türü
Bağımlı	Piyasa Değeri	TL/ Logaritmik
Bağımsız	Kurumsal Yönetim Derecelendirme Notu	Sayı
Bağımsız	Piyasa Değeri / Defter Değeri	Sayı
Bağımsız	Net Dönem Karı	TL/ Logaritmik

Modelde kullanılacak bağımsız değişkenlerden ilki kurumsal yönetim derecelendirme notlarıdır. Kurumsal Yönetim Derecelendirme Notları 0-10 arasında değer almaktadır. Ancak şirketlerin Borsa İstanbul Kurumsal Yönetim Endeksinde dahil olabilmesi için bu değer en az 7 olmalıdır. Model kapsamında şirketlerin, 2017 yılında açıklanan en son kurumsal yönetim derecelendirme notları kullanılmıştır.

Modelde kullanılan bir diğer bağımsız değişken ise Piyasa Değeri / Defter Değeri oranıdır. Piyasa değeri daha öncede bahsedildiği üzere şirketlerin sermayesinin ilgili tarihte Borsa İstanbul Pay Piyasası'ndaki kapanış fiyatı ile çarpılması sonucu bulunmaktadır. Formül yardımı ile gösterilecek olunursa;

$$Piyasa\ Değeri = Hisse\ Senedinin\ Fiyatı \times Şirketin\ Sermayesi$$

Ülkemiz mevzuatına göre borsada işlem gören şirketlerin payları lot cinsinden ifade edilmektedir. Sermaye Piyasası mevzuatımıza göre 1 Lot, 1 Türk Lirası nominal değerde hisse senedine eşit olduğundan piyasa değeri formülü yukarıdaki şekilde ifade edilebilir.

Şirketlerin bilançosuna göre özkaynakları ise şirketin defter değerini vermektedir. Defter değerleri özünde geçmişe dönük değerlerdir. (Brealey, Myers, & Marcus, 2007) Özkaynaklar, bilançoların eşitliği yaklaşımından hareket edilirse, toplam varlıklar ile toplam borçlar arasındaki fark olarak ifade edilebilir. (Arıkboğa, 2011, s. 220) Şirketlerin özkaynakları ödenmiş sermayelerine bölünürse de ilgili şirketin hisse başına defter değeri ortaya çıkmaktadır.

$$Defter\ Değeri = \frac{Şirketlerin\ Özkaynakları}{Ödenmiş\ Sermaye}$$

Bu iki tanımdan hareketle hesaplanan Piyasa Değeri / Defter Değeri oranı ise aşağıdaki şekilde formüle edilebilir;

$$PD/DD = \frac{\text{Hisse Senedi Fiyatı} \times \text{Ödenmiş Sermaye}}{\text{Özkaynaklar}}$$

Piyasa Değeri / Defter Değeri şirketlerin performansları açısından önemli bir göstergedir. Şayet PD/DD oranı düşük gerçekleşmiş ise bu ilgili şirketin olması gerekenden daha düşük bir değer ile borsada işlem gördüğü anlamına gelmektedir. Bir şirketin Piyasa Değeri / Defter Değeri oranının 1'in altında kalması, işletmenin tüm borçlarını ödese dahi kalan net varlıklarından daha düşük bir değerle işlem görmesi anlamına gelmektedir. (Piyasa Rehberi) Bu durum norma şartlar altında piyasa koşullarında gerçekleşmesi muhtemel bir olay değildir.

Modelde kullanılan son bağımsız değişken ise ilgili şirketlerin 2017 yılı 12 aylık net dönem karlarıdır. İlgili net dönem karları şirketlerin Türkiye Muhasebe Standartlarına göre hazırlanan finansal tabloları üzerinden elde edilmiştir. Yine analize uygun olması açısından logaritması alınarak analiz kapsamına dahil edilmiştir. Model değişkenlerine ait tanımlayıcı istatistikler tablodaki gibi oluşmuştur.

Tablo 4. Değişkenlere Ait Tanımlayıcı İstatistikler

Değişken	Ortalama	Standart Sapma	Minimum Değer	Maksimum Değer
kydnotu	9,256875	.3134717	8.15	9.63
piyasadegeri	9,337083	.789298	7.37	10.64
netdonemkar	7.3225	2.895596	0	9.8
pddd	1.928542	1.857115	.4	9.8

Değişkenlerin tanımlayıcı istatistiklerine bakıldığında Kurumsal Yönetim Derecelendirme Notu açısından şirketlerin ortalama değeri 9.25 olarak gerçekleşmiş, en düşük değer 8.15 olurken en yüksek kurumsal yönetim derecelendirme notu ise 9.63 olmuştur.

Logaritmik açıdan piyasa değeri değişkeni incelendiğinde ortalamanın 9.33, net kar değişkeni incelendiğinde ise ortalamanın 7.32 olduğu görülmektedir. Piyasa Değeri/Defter Değeri değişkeninde ise ortalama 1.92 olarak gerçekleşirken en düşük değer 0.4, en yüksek değer ise 9.8'dir.

3.3. Model Metodu

Ekonometrik çalışmalarda veriler Yatay Kesit, Zaman ve Panel olmak üzere üç temel başlıkta incelenmektedir. Sabit bir zaman diliminde farklı gözlemlere ait değişkenler incelenirken Yatay Kesit verileri kullanılmaktadır. Çalışma kapsamındaki veriler de 2017 yılına ait olmasından dolayı yatay kesit verileridir. Yatay kesit verileri üzerinden yapılan modellemelerde en çok başvurulan yöntem Regresyon Analizidir. Çalışma kapsamındaki modelde En Küçük Kareler (EKK) Çoklu Regresyon Analizi üzerinden gerçekleştirilmiştir. Regresyon analizi iki ya da

daha fazla değişkenlerin arasındaki ilişkinin doğrusal bir model kurularak incelenmesidir. Model, bünyesinde tek bir bağımsız değişken varsa basit doğrusal regresyon modeli, birden fazla bağımsız değişken varsa çoklu doğrusal regresyon modeli olarak ifade edilir. (Mert, 2016) Çalışma kapsamında tüm bu analizler ve modellemeler Stata 11.0 programı üzerinden gerçekleştirilmiştir.

3.4. Model Analiz Sonuçları

Regresyon analizi çeşitli varsayımları bünyesinde barındırmaktadır. Bu varsayımlardan bir tanesi de kurulan modellerde çoklu doğrusal bağlantının olmadığını kabul edilmesidir. Çoklu doğrusal bağlantı sorununun temelinde bağımsız değişkenler arasında ya doğrusal ya da doğrusala yakın bir ilişki olması yatmaktadır. Çoklu doğrusal bağlantı sorununun varlığı hakkında çıkarsama yapabilmek adına başvurulacak yöntemlerden bir tanesi de korelasyon analizidir. Şayet bağımsız değişkenler arasında yapılan korelasyon analizi sonucunda korelasyon katsayısı 0.80 ve üzerinden bir değer çıkarsa bu muhtemel bir çoklu doğrusal bağlantı sorununa işaret etmektedir. (Emeç) Bu kapsamda öncelikle bağımsız değişkenler arasında korelasyon analizi yapılmıştır.

Tablo 5. Korelasyon Analizi Sonuçları

	kydnotu	netdonemkar	Pddd
kydnotu	1.0000		
netdonemkar	0.2766	1.0000	
pddd	0.0806	0.1796	1.0000

Bağımsız değişkenler arasında yapılan korelasyon analizi sonucunda çoklu doğrusal bağlantıya neden olabilecek bir durum olmadığını göstermektedir. Model dahilinde regresyon analizi gerçekleştirildiğinde ise sonuçlar tablodaki gibi oluşmuştur.

Tablo 6. Regresyon Analizi Sonuçları

Source	SS	df	MS
Model	9.59934175	3	3.19978058
Residual	19.6812541	44	.44730123
Total	29.2805959	47	.622991402
Number of Obj.			
	48		
F(3,44)			
	7.15		
Prob>F			
	0.0005		
R-squared			
	0.3278		
Adj R-squared			
	0.2820		
Root MSE			
	.66881		

piyasadegeri	Katsayı	Standart Hata	t İstatistiği	Olasılık
kydnotu	.7181353	.3240165	2.22	0.032
netdonemkar	.0899287	.0355415	2.53	0.015
pddd	.0942126	.0534279	1.76	0.085
sabit	1.849199	2.938978	0.63	0.532

Modelin geneli, incelendiğinde f olasılık değeri $0.0005 < 0.10$ olduğundan dolayı anlamlı bir modeldir. Değişkenler bazında inceleme yapıldığında yine kurumsal yönetim derecelendirme notu değişkeni de t olasılık değeri $0.032 < 0.10$ olduğundan dolayı anlamlıdır ve piyasa değeri değişkeni ile arasında pozitif bir ilişki vardır. Net dönem karı değişkeni de t olasılık değeri $0.015 < 0.10$ olduğundan dolayı anlamlıdır ve piyasa değeri değişkeni ile arasında pozitif bir ilişki vardır. Son olarak piyasa değeri/defter değeri değişkeni de t olasılık değeri $0.085 < 0.10$ olduğundan anlamlıdır ve bağımlı değişken olan piyasa değeri değişkeni ile arasında pozitif bir ilişki vardır.

SONUÇ

İşletmelerin de belirli amaçları ve bu amaçlara ulaşmak için yerine getirmeleri gereken fonksiyonları vardır. Günümüzde farklı yaklaşımlar bulunmasına rağmen genel kabul gördüğü üzere işletmelerin temel fonksiyonları olarak Yönetim, Pazarlama, Üretim ve Finansman başlıkları sayılabilir. Ayrıca diğer bazı yaklaşımlara göre bu yaklaşımlara İnsan Kaynakları, Muhasebe, Araştırma-Geliştirme ve Halkla İlişkiler başlıklarının da eklenmesi muhtemeldir.

Ancak bu fonksiyonlardan en geneli ve önemlisi yönetim fonksiyonu olarak boy göstermektedir. Bu alanda yönetim teorilerinin tarihsel arka planı incelendiğinde 1880'li yıllardan öncesine kadar uzandığı görülecektir. Günümüzde yönetim teorileri klasik, neo-klasik modern ve modern sonrası dönem olmak üzere dört temel alanda incelenmekte ve kategorize edilmektedir.

Kurumsal yönetim terminoloji de Shleifer ve Vishny tarafından "*Kurumsal yönetim, şirketlere finansman sağlayanların uygun bir getiriye temin etmelerine ilişkin ilkeleri inceler.*" şeklinde ortaya konulmuştur. (Darman, 2011)

İşletmeler işletme fonksiyonlarının bütüncül bir yapı içerisinde ortaklaşa hareket etmesi sonucunda başarıya ulaşabilirler. Sistem içerisinde bir çarkın bozulması sistemin tümünü etkileyecektir. Dolayısı ile kurumsal yönetim ilkelerinin işletmeler kapsamında uygulanması işletmelere salt yönetimsel kolaylık sağlamayacak aynı zamanda finansal koşullarında da iyileşmeler sağlayacaktır. Bu çalışma bu iki temel olgu arasında bulunan köprünün kanıtlanması amacı ile gerçekleştirilmiştir.

Çalışma kapsamında elde edilen veriler üzerinden yatay-kesit en küçük kareler regresyonu ışığında kurulan modelleme sonucunda, çalışmanın literatür taraması kısmında bahsedilen gerek ulusal gerekse uluslar arası yayımların da ortaya çıkarttığı sonuçlar ile akredite bir şekilde kurumsal yönetim derecelendirme notları ile şirketlerin piyasa değerleri arasında hem pozitif hem de anlamlı bir ilişki ortaya çıkmıştır. Ayrıca yine şirketlerin net dönem karları ve piyasa değeri/defter değeri oranları da şirketlerin piyasa değerlerine etki pozitif ve anlamlı katkı sunan diğer değişkenler olmuştur. Aslında bu iki değişkenin temelinde de yine işletmeler bünyesinde uygulanan kurumsal yönetim ilkelerine uyum durumunun önemi yatmaktadır.

Ancak günümüzde endeks kapsamında bulunan şirket sayısının 48 düzeyinde kalması uygulamanın ülkemizde henüz tam manası ile istenilen düzeye ulaşmadığını göstermektedir. Bu makroekonomik istikrar açısından istenmeyen bir durumdur. Ülkeler içerisindeki ekonomik yapının sağlamlığının saç ayaklarından bir tanesi fiyat istikrarı diğeri de finansal istikrardır. (Önalın, 2018)

Ülkelerin ekonomik yaşamlarında en temel iki amaç fiyat istikrarı ve finansal istikrar başlıklarıdır. Fiyat istikrarı Merkez Bankaları üzerinden para politikası uygulamaları ile şekillendirilirken, finansal istikrar ise özel sektör boyutunu da barındırmaktadır. Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası tarafından hazırlanan Finansal Hesaplar Raporu'na göre 2018 yılı ikinci çeyreğinde Türkiye ekonomisinin toplam finansal varlıkları 11.645 milyar TL, yükümlülükleri ise 13.475 milyar TL düzeyine ulaşarak, dünyanın geri kalanına 1.830 milyar TL'lik net yükümlülük oluşturulmuştur. Hane halkı ve finansal olmayan kuruluşların borçluluk oranlarının ülke karşılaştırmalarına bakıldığında, Türkiye'nin bu dönemde de borçluluk düzeyi düşük ülkeler arasındaki konumunu koruduğu görülmüştür. (Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, 2018)

Bahsedilen bu finansal istikrarın sürdürülebilir olması adına da makalenin içeriği açısından atılması gereken başat adımlardan bir tanesi kurumsal yönetim ilkelerinde belirlenen kriterlere ulaşan şirket sayısının gerekli denetim ve kurallar aracılığı ile hızla artırılmasıdır. Finansal sistemin iyi işlemesi durumunda tasarruf sahibi olan kesim ellerindeki fonlarını en iyi şekilde değerlendirme imkanına sahip olurken, sistem işlemez ise ülkemizin temel makro göstergeleri zarar görebilir. Örneğin ekonomik büyüme azalabilir, işsizlik seviyesi yükselebilir ve para politikasını bu durumda uygulamak da zor bir hal alır.

KAYNAKLAR

Arıkboğa, D. (2011). *Finansal Muhasebe*. İstanbul: Der Yayınları.

Bayraktaroğlu, H., & Çelik, İ. (2015). Kurumsal Yönetim Uygulamalarının Getiri Oynaklığı Üzerine Etkisi: Borsa İstanbul'da Bir Araştırma. *Journal of Economics and Administrative Sciences-Volume: XVII Issue:1*, 97-108.

Black, B. S., Jang, H., & Kim, W. (2006). Does Corporate Governance Predict Firms' Market Values? Evidence from Korea. *Journal of Law, Economics, and Organization*, Vol. 22, No. 2, .

Borsa İstanbul. (tarih yok). 11 2, 2018 tarihinde <http://www.borsaistanbul.com/endeksler/bist-pay-endeksleri/kurumsal-yonetim-endeksi> adresinden alındı

Bozcuk, A. (2010). Price Reaction to Corporate Governance Rating Announcements at The İstanbul Stock Exchange. *International Journal of Economics and Finance Studies Vol 2, No 1*, 1-6.

Brealey, R. A., Myers, S. C., & Marcus, A. J. (2007). *İşletme Finansının Temelleri*. (Ü. Bozkurt, & H. D. Türkan Arıkan, Çev.) İstanbul: Literatür Yayıncılık.

Brown, R., & Gorgens, T. (2009). *Corporate Governance and Financial Performance In An Australian Context*. Treasury Working Paper.

Darman, G. M. (2011). *Kurumsal Yönetimde Şeffaflık ve Hesap Verebilirlik*. TÜRMÖB Yayınları.

Ege, İ., Topaloğlu, E. E., & Özyamanoğlu, M. (2013). Finansal Performans ile Kurumsal Yönetim Notları Arasındaki İlişki: BIST Üzerine Bir Uygulama. *Akademik Araştırmalar ve Çalışmalar Dergisi / Journal of Academic Researches and Studies*.

Emeç, H. (tarih yok). 11 14, 2018 tarihinde http://debis.deu.edu.tr/userweb//hamdi.emec/Yaz%20Okulu/Ekonometri1/6-Coklu_Dogrusal_Baglanti.pdf adresinden alındı

Ficici, A., & Aybar, C. (2012). Corporate Governance and Firm Value in Emerging Markets in Empirical Analysis of DR Issuing Emerging Market Firms. *Emerging Markets Journal*, 37-51.

Gompers, P., Ishii, J., & Metrick, A. (February 2003). Corporate Governance and Equity Prices. *Quarterly Journal of Economics*.

Kamuyu Aydınlatma Platformu. (tarih yok). 11 08, 2017 tarihinde www.kap.gov.tr: <https://www.kap.org.tr/tr/Endeksler> adresinden alındı

Kula, V., & Bozkurt, E. (2014). Kurumsal Yönetim Derecelendirme Notu ile Piyasa Değeri Arasındaki İlişki: Kurumsal Yönetim Derecelendirme Notu ile Piyasa Değeri Arasındaki İlişki. *Uşak Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*.

McKinsey Company. (2002). *Global Investor Opinion Survey: Key Findings*.

Mert, M. (2016). *SPSS STATA Yatay Kesit Veri Analizi Bilgisayar Uygulamaları*. 2016: Detay Yayıncılık.

Mitton, T. (2001). A Cross-Firm Analysis of Corporate Governance On East-Asian Crisis. *Journal Of Financial Economics*, 5-50.

Önalın, G. O. (2018). *Temel Makroekonomi*. İstanbul: Cinius Yayınları.

Piyasa Rehberi. (tarih yok). *PD/DD nasıl yorumlanır?* 11 17, 2018 tarihinde Piyasa Rehberi: <http://piyasarehberi.org/yatirim/temel-analiz/190-piyasa-degeri-defter-degeri-pd-dd-orani-nedir-nasil-hesaplanir> adresinden alındı

Saha Kurumsal Yönetim ve Kredi Derecelendirme Hizmetleri A.Ş. (tarih yok). 11 7, 2018 tarihinde <http://www.saharating.com/~saharati/kurumsal-yonetim-derecelendirmesi/kurumsal-yonetim-derecelendirme-metodolojisi/> adresinden alındı

Sakarya, Ş. (2011). MK' Kurumsal Yönetim Endeksi Kapsamındaki Şirketlerin Kurumsal Yönetim Derecelendirme Notu ve Hisse Senedi Getirileri Arasındaki İlişkinin Olay Çalışması Yöntemi ile Analizi. *ZKÜ Sosyal Bilimler Dergisi*, 147-162.

Sermaye Piyasası Lisanslama Sicil ve Eğitim Kuruluşu. (2017). *Kurumsal Yönetim*. SPL.

Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası. (2018). *Finansal Hesaplar Raporu 2018 - 2. Çeyrek*. Ankara: TCMB.

Yener, E., & Karakuş, R. (2012). Sermaye Yapısı ve Firma Değeri İlişkisinin Farklı Aktif Büyüklüklerde Karşılaştırmalı İncelenmesi: İMKB 100 Firmaları Üzerine Bir Uygulama. *Gazi Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 75-98.

Yenice, S., & Dölen, T. (2013). İMKB'de İşlem Gören Firmaların Kurumsal Yönetim İlkelerine Uyumunun Firma Değeri Üzerine Etkisi. *Uluslararası Yönetim İktisat ve İşletme Dergisi*, 199-214.

EK-1

ANALİZ KAPSAMINDA KULLANILAN VERİLER

Hisse	Açıklaması	KYDN NİHAİ	PD LOG NİHAİ	NET KAR LOG NİHAİ	PD/DD
AEFES	Anadolu Efes	9.58	10.15	8.17	1.64
AGHOL	Anadolu Grubu Holding	9.20	9.76	0	1.18
AKMGY	Akmerkez	9.37	8.84	7.89	3.17
AKSA	Aksa Akriklik	9.63	9.38	8.47	2.12
AKSGY	Akiş Gayrimenkul	9.49	9.13	8.69	0.58
ALBRK	Albaraka Türk	8.81	9.14	8.37	0.59
ANSGR	Anadolu Sigorta	9.30	9.19	8.27	1.22
ARCLK	Arçelik	9.52	10.16	8.93	1.87
ASELS	Aselsan	9.20	10.56	9.14	6.12
AYGAZ	Aygaz	9.36	9.68	8.76	1.56
CCOLA	Coca Cola	9.45	9.94	8.38	2.05
CRDFA	Creditwest Faktoring	8.53	8.04	7.36	0.75
DGGYO	Doğuş Gayrimenkul	9.17	9.03	7.73	1.22
DOAS	Doğuş Otomotiv	9.63	9.26	8.26	1.39
DOHOL	Doğan Holding	9.41	9.36	0.00	0.75
ENKAI	Enka İnşaat	9.18	10.48	9.41	1.05
EREGL	Erdemir	9.22	10.54	9.57	2.03
GARAN	Garanti Bankası	9.51	10.64	9.80	1.20
GARFA	Garanti Faktoring	9.32	8.41	7.44	1.07
GLYHO	Global Yatırım Holding	9.05	9.07	0.00	1.39
GRNYO	Garanti Yatırım Ortaklığı	9.43	7.37	6.33	0.69
HALKB	Halkbank	9.38	10.13	9.57	0.46
HLGYO	Halk Gayrimenkul	9.24	8.92	8.40	0.40
HURGZ	Hürriyet Gazetesi	9.13	8.87	0.00	1.85
IHEVA	İhlas Ev Aletleri	8.20	7.99	0.00	0.51
IHLAS	İhlas Holding	8.15	8.62	7.63	0.72
LIDFA	Lider Faktoring	9.10	8.12	7.35	1.05
LOGO	Logo Yazılım	9.08	9.17	7.71	6.43
MGROS	Migros	9.58	9.70	8.71	3.01
OTKAR	Otokar	9.33	9.47	8.00	9.80
PETUN	Pinar Entgre Et Un	9.29	8.62	7.77	0.85
PGSUS	Pegasus	9.25	9.54	8.70	1.45

Journal of Social Sciences and Humanities:

PINSU	Pınar Su	9.46	7.91	0.00	1.25
PNSUT	Pınar Süt	9.26	8.75	7.67	0.80
PRKAB	Türk Prysmian Kablo	9.11	8.56	6.91	1.39
PRKME	Park Elektrik Madencilik	9.08	8.79	8.69	1.33
SISE	Şişecam	9.48	10.02	9.09	1.16
SKBNK	Şekerbank	9.19	9.33	8.06	0.70
TATGD	Tat Gıda	9.08	8.86	7.79	1.63
TAVHL	Tav Havalimanları	9.62	9.91	8.86	2.20
TOASO	Tofaş	9.15	10.22	9.11	4.08
TRCAS	Turcas Petrol	9.49	8.78	7.82	0.99
TSKB	Türkiye Sınai Kalkınma Bankası	9.54	9.61	8.78	1.13
TTKOM	Türk Telekom	9.18	10.35	9.06	5.32
TTRAK	Türk Traktör	9.21	9.61	8.51	5.44
TUPRS	Tüpraş	9.47	10.43	9.58	2.79
VESTL	Vestel	9.49	9.40	7.18	1.49
YKBNK	Yapı ve Kredi	9.43	10.37	9.56	0.70