Ekonomik ve Sosyal Araştırmalar Dergisi, Cilt:8, Yıl:8, Özel Sayı, 8:137-154

KURUMSAL YÖNETİM ENDEKS PERFORMANSININ ANALİZİ

Arif SALDANLI*

ANALYSE OF CORPORATE GOVERNANCE INDEX PERFORMANCE

Öz

Bu çalışma kapsamında Kurumsal Yönetim kavramı ve gelişimi incelenerek, Kurumsal Yönetim endeksinin performansı araştırılmıştır. Veri seti olarak son 3 yıla ait günlük bazda İstanbul Menkul Kıymetler Borsasında hesaplanmış olan endeksler dikkate alınmıştır. İstanbul Menkul Kıymetler Borsasında yer alan Ulusal 100, Ulusal 50, Ulusal 30 ve Kurumsal Yönetim Endeksinin performansları arasındaki farklılıklar araştırılmıştır.

Anahtar Kelimeler: Kurumsal Yönetim, Endeks Performansı, Kurumsal Yönetim Endeksi

Abstract

In this study the concept and development of Corporate Governance has been investigated and the performance of Corporate Governance Indexes has been analysed. Corporate Governance Indexes and General Indexes from Istanbul Stock Exchange, has been taken on daily basis for the last 3 years as data set. Differences between the performances of the Corporate Governance Index and IMKB National 100, IMKB National 50, IMKB National 30 has been investigated.

Keywords: Corporate Governance, Index Performance, Corporate Governance Index

1. Giriş

Kurumsal Yönetim anlayışı temel olarak firmaların ilişkili tarafları ile yönetimi arasındaki ilişkilere yönelik düzenlemeleri içermektedir. Farklı çıkar ve hedeflere sahip gruplar arasında ortak bir yönetim yapısını hedeflemektedir. Hızla küreselleşen dünyada yaşanan gelişmeler Kurumsal Yönetim anlayışının gelişmesine katkıda bulunmaktadır.

* İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Para Sermaye Piyasaları ve Finansal Kurumlar Bölümü, saldanli@istanbul.edu.tr

Yaşanan finansal krizlerin ve şirket iflaslarının sıklaşması yönetim anlayışı üzerinde bir takım tartışmaların doğmasına yol açmıştır. Özellikle son çeyrek yüzyılda artan finansal krizler yönetim anlayışında bir takım değişikliklerin gerekliliğini ortaya çıkarmıştır.(Bebchuk ve Wisbach,2009:941)

Şirket yöneticileri ve idarecileri genellikle niceliksel faktörler üzerinde durarak şirketlerin uzun dönem performanslarını göz önüne almamaktadırlar. Ancak Kurumsal Yönetim anlayışı niteliksel faktörlerin önemini vurgulayarak niceliksel faktörlerin ancak niteliksel faktörlerin gelişmesi ile uzun dönemde süreklilik kazanabileceğini aksi takdirde elde edilen sonuçların sadece geçici olacağını savunmaktadır. Artan sosyal sorumluluk bilinci, firma itibarını arttırmaya yönelik çalışmalar, fon sağlamada yaşanan rekabet gibi koşullarda iyi yönetimin öneminin artmasına neden olmuştur.

Bu noktada Kurumsal Yönetim anlayışı pay sahipleri ile ilişkilerin düzenlenmesi, kamuyu aydınlatma ve şeffaflığın sağlanması, menfaat sahiplerinin çıkarlarının gözetilmesi ve yönetim yapısının iyileştirilmesine yönelik olmak üzere dört grupta düzenlemeler içermektedir.

2. Metodoloji

Çalışma kapsamında Türkiye- İstanbul Menkul Kıymetler Borsasında hesaplanmakta olan Ulusal 100, Ulusal 50, Ulusal 30 ve Kurumsal Yönetim Endekslerinin yıllar itibari ile göstermiş olduğu performanslar incelenmektedir. Çalışmanın amacı Kurumsal Yönetim gelişmekte olduğu piyasalarda Kurumsal Yönetim endeksi performanslarının genel borsa endeks performansına göre farklılığının bulunup bulunmadığının tespit edilebilmesidir

Bu noktadan hareketle İstanbul Menkul Kıymetler Borsasında hesaplanmakta olan ilgili endekslere ait veriler son 3 yıla ait olarak elde edilmiş ve Kurumsal yönetim Endeksi ile diğer endeksler arasında portföy performansı arasında farklılığının ölçülebilmesi çeşitli performans göstergeleri kullanılmıştır. Bunlar sırası ile Sharpe oranı, Sortino Oranı, Treynor Endeksi, Jensen endeksidir.

3. Kurumsal Yönetim Kavramı

Kurumsal Yönetim kavramının ekonomi literatürüne dâhil oluşu ilk kez 1990' lı yıllarda gerçekleşmiştir. Ancak Kurumsal Yönetime benzer şekilde günümüz şirketlerinin nasıl yönetilmesi gerektiği konusundaki tanımlamalar çok daha önceki yıllarda yapılmıştır. Özellikle 1929' da yaşanan büyük ekonomik buhranı izleyen yıllarda günümüzde kurumsal yönetim olarak tanımlanan ilkelere benzer görüşlerin ortaya çıktığı görülmektedir.

Kurumsal yönetim ile ilgili olarak ilk çalışma İngiltere'de 1992 yılında oluşturulan Cadbury Komitesi tarafından "Kurumsal Yönetimin Finansal Yönü" adlı raporun yayımlanması kabul edilmektedir. Tavsiye niteliğini taşıyan bu raporda belirlenen esaslar, kurumsal yönetim ile ilgili olarak yapılacak çalışmalar için de temel oluşturmuştur. (Cadbury Committee,1992:53)

Dünya üzerindeki gelişmekte olan farklı kurumsal yönetim uygulamalarına temel teşkil etmesi amacı ile en kapsamlı çalışma 1999 yılında Dünya Bankası ve Ekonomik İşbirliği ve Kalkınma Örgütü tarafından yapılmıştır. Çalışma neticesinde kurumsal yönetim ilkeleri belirlenmiştir. Daha sonra yapılacak olan çalışmalara temel olan bu ilkeler 2004 yılında revize edilmişlerdir. (Darman,2006:69-82) Ülkemizde ise Kurumsal yönetim konusundaki çalışmaların temelini Sermaye Piyasası Kurulu tarafından 2003 yılında yayımlanan ve 2005 yılında düzeltilerek tekrar yayımlanan "Kurumsal Yönetim İlkeleri" oluşturmaktadır. 2011 yılında ise uygulamaya ilişkin bir takım değişiklikler getirilmiştir.

TÜSİAD tarafından 2002 yılında hazırlanan raporda kurumsal yönetim kavramı, en geniş anlamıyla modern yaşamda insanların bir amaca ulaşmak için oluşturduğu herhangi bir kurumun yönetiminin düzenlenmesidir. Dar anlamda bir kurumun beşeri ve mali sermayeyi çekmesine, etkin çalışmasına ve böylece ait olduğu toplumun değerlerine saygı gösterirken uzun dönemde ortaklarına ekonomik değer oluşturmasına olanak tanıyan her türlü kanun, yönetmelik, kod vb. uygulamaları ifade etmektedir.(TÜSİAD,2002)

Ülgen ve Mirze kurumsal yönetim kavramını "işletmenin stratejik yönetimi ile sorumlu üst yönetimin (söz sahipleri), bu görevlerini ve sorumluluklarını yerine getirirken, işletme üzerinde kendilerini belirli nedenlerle "hak sahibi" gören pay sahipleri, çalışanları, tedarikçi, müşteri ve diğer toplumsal kurumlarla olan ilişkiler bütünü olarak tanımlamaktadır. (Ülgen ve Mirze, 2004:46)

Şehirli, kurumsal yönetim kavramını, anonim ortaklıkların yönetilmesinde, kar dağıtım amacını taşıyan geleneksel yapıların yanında, pay sahipleri dâhil tüm paydaş gruplarının haklarının korunmasını ve bu çerçevede söz konusu paydaş grupları arasındaki ilişkilerin kurallarının düzenlenmesinin hedefleyen bir kavram olarak tanımlamaktadır. (Şehirli,2004:12)

Tüm bu tanımlamalardan hareketle kurumsal yönetim kavramını dar anlamda şirket yönetim odakları ile hissedarlar arasındaki ilişkiler bütünü olarak tanımlanmaktadır. Geniş anlamda ise şirket yönetimi ile paydaşlar olarak ifade edilen hissedarlar, kredi verenler, çalışanlar, müşteriler, tedarikçiler, rakipler, sendikalar, toplum ve devlet arasındaki ilişkilerin toplam çıkarların gözetilerek yasalara, ekonomideki uygulamalara ve geleneklere göre tanımlanması veya belirlenmesi olarak ifade etmek mümkündür.

3.1. Kurumsal Yönetimin Tarihsel Gelişimi

Kurumsal Yönetim Kavramı özellikle son çeyrek yüzyılda iş dünyasının gündemine oturmuş kavramlardan biri olmuştur. Ancak bu kavram bu kadar popüler olmadan çok önce tarihsel süreç içerisinde genel olarak çerçevesi oluşturulmuştu. Ekonomi biliminin kurucusu olarak kabul edilen Adam Smith 1776 yılında yayımlamış olduğu ünlü eseri "Ulusların Serveti" nde yeni oluşan borsa şirketlerinin karşısında ortaya çıkan bir konu olarak kurumsal yönetim kavramından ilk kez bahsedilmiştir. Burada Adam Smith şirket sahiplerinin ayrılması ve anonim şirketlerde yöneticilik konularını ele almış ve çalışmada şirket sahipleri ve yönetim arasında çıkan çıkar çatışmalarının çözümü için etkin mekanizmaların oluşturulması gerekliliğini vurgulamıştır. Adam Smith' in kitabındaki ifadede "Yöneticilerin, başkalarının paralarını harcarlarken kendi paralarını harcarken gösterdikleri özeni göstermeleri beklenemez. Yöneticilerin ihmalkârlıkları ve israfları, şirket yönetiminde kaçınılmazdır." denilmektedir. (Smith,1776:261)

Amerika Birleşik Devletleri ve İngiltere gibi sermaye piyasalarının gelişmiş olduğu ülkelerde kurumsal yatırımcılara verilen önemin giderek artması, kurumsal yönetim kavramının doğmasına ve hızla gelişmesine önemli katkılarda bulunmuştur. Özellikle 1980'li yıllardan itibaren, firma yönetimi ile ilişkili suiistimallerin giderek artmasıyla birlikte, 1990'lı yılların başlarından itibaren kurumsal yatırımcılar, öncü bir grup kurumsal yönetim ilkeleri hazırlama sürecine girmiştir. Bu noktada, kurumsal yatırımcılar, firmalar ile daha yakın ilişkiler kurarak, firma

yönetimindeki etkinliklerini artırmaya başlamışlardır. Özellikle Anglosakson ülkelerde kurumsal yatırımcıların fon toplanması bağlamındaki önem derecelerine ve piyasalar üzerindeki egemenliklerinin daha fazla olmasına bağlı olarak, kurumsal yönetim kavramının da ilk olarak bu ülkelerde ortaya çıkması oldukça doğaldır.

Günümüz anlamında kurumsal yönetim ilkelerinin ortaya çıkışına bakıldığında ise, ilk hazırlık çalışmalarının 1991 yılında İngiltere'de 20, Londra Menkul Kıymetler Borsası tarafından oluşturulan ve Adrian Cadbury başkanlığında yürütülen komite çalışmaları ile başladığı görülmektedir. Komite çalışmaları sonucunda, şu anda dünya genelinde genel geçerlilik kazanmış OECD Kurumsal Yönetim İlkelerinin belirlenmesine kaynak teşkil eden "Kurumsal Yönetimin Mali Görünümü" isimli bir rapor hazırlanmıştır. Bu rapor daha sonra çalışma grubu başkanının ismiyle, "Cadbury Raporu" olarak anılmaya başlanmıştır.(Gregory ve Simms, 1999:3)

Komite, Yönetim Kurulu üyelerinin hissedarlara ve topluma olan sorumluluklarını araştırarak, kurumsal yönetim standartlarını iyileştirmeye ve finansal raporlama ile denetime duyulan güveni artırmaya yönelik öneriler geliştirmiştir. Yönetim Kurulunun yapılanması ile yetki ve sorumlulukları arasındaki dengeyi sağlamada ihtiyaç duyulan kurumsal yönetim metotlarını içeren rapor, 1992 senesinde yayımlanmıştır.

"Cadbury Raporu" ile getirilen önerilerin uygulanması yönünde bir zorunluluk getirilmemiştir. Ancak, Londra Menkul Kıymetler Borsasına kayıtlı şirketler, kodda yer alan önerileri yerine getirip getirmediklerini, getirmedilerse bunun gerekçelerini beyan etmekle sorumlu tutulmuşlardır. Anılan kodda, Yönetim Kurulu üyeleri, yönetici olmayan üyeler, yönetici olan üyeler ile raporlama ve denetime ilişkin toplam 19 adet öneri yer almaktadır. Cadbury Raporu'nu takiben, 1995 yılında anonim şirket tepe yöneticilerinin ücretlendirilmesine ilişkin "Greenbury Raporu" ve 1998 yılında da, Yönetim Kurulu üyelerinin sorumluluklarını genişleten, "Hampel Raporu" yayımlanmıştır. Hampel Raporu, esas itibariyle, Cadbury Raporu'nun tüm ana hatlarını daha da kuvvetlendirmiştir.(Pulaşlı,2003:19) 1998 yılında, daha önce yayımlanış bu üç raporu esas alan yeni bir kod (Combined Code) hazırlanmıştır. 2003 yılında, bu kod gözden geçirilmiş ve burada yer alan önerilere uyum sağlanması, Londra Menkul Kıymetler Borsasına kote şirketler için zorunlu hale getirilmiştir.

27-28 Nisan 1998'de bakanlar düzeyinde toplanan OECD Konseyi, hükümetler, diğer ilgili uluslararası örgütler ve özel sektör ile birlikte OECD'yi kurumsal yönetim standartlarını ve buna ilişkin çerçeve ilkeleri dizisini geliştirmeye çalışmıştır. Gerçekleştirilen incelemeler neticesinde kurumsal yönetim ilkeleri, 26-27 Mayıs 1999'da bakanlar düzeyinde toplanan OECD Konseyi Toplantısı'nda onaylanmıştır. OECD Kurumsal Yönetim İlkeleri; hissedarların hakları ve hissedarlara hakkaniyet ölçüsünde davranılması, şirketteki çıkar gruplarının rolü, açıklama ve şeffaflık ile yönetim kurulunun sorumluluklarıyla ilgili dört ana bölümden oluşmaktadır

2002 yılında ABD'de çıkarılan Sarbanes - Oxley Kanunu ve bu kanun çerçevesinde SEC ve borsalar tarafından yapılan düzenlemeler buna örnek olarak gösterilebilir. ABD'de faaliyet gösteren firmalar, kurumsal yönetim ilkelerini uygulama açısından önemli mesafeler kat ederek, uluslararası karşılaştırmada ilk defa İngiltere ve Kanada'da faaliyet gösteren firmaların önüne geçmişlerdir. Benzer şekilde, kurumsal yönetim ilkeleri Almanya'da da yasal bir zorunluluk haline getirilmiştir. Japonya ise, şirketler hukuku tamamen revize edilmiş ve yeni şekliyle uygulamaya konulmuştur. Benzer olarak, Rusya kurumsal yönetim ilkelerini kamuya açıklamıştır. Bunlara ilaveten, Yunanistan dâhil pek çok Avrupa Birliği ülkesi kurumsal yönetim düzenlemeleri yayınlamış; Brezilya, Güney Kore ve Güney Afrika gibi gelişmekte olan ülkeler de kurumsal yönetim ilkelerini belirlemeye başlamışlardır.(Küçüksözen ve Küçükkocaoğlu,2005:83)

Özellikle yaşanan firma iflasları ve sıklaşan ekonomik krizler yönetim kavramının öneminin artmasına neden olmuştur. Dünyanın sayılı firmaları arasında yer alan Enron, Parmalat, Xerox, Wordcom gibi firmaların iflasında önemli yer tutan yanlış ve kötü yönetim süreçleri Kurumsal yönetim anlayışının yayılmasına katkıda bulunmuştur.

3.2. Kurumsal Yönetimin Türkiye'deki Gelişimi

Türkiye'de var olan firma yapılanması gelişmiş piyasalarda ki örneklere bakıldığından önemli farklılıklar arz etmektedir. Bu durumda önemli olan faktörlerden başlıcaları:

- Firmaların genellikle aile şirketi olarak kurulmaları
- Büyük grupların faklı sektörlerde yatay bütünleşme ile piyasaya hâkim olmaları

- Halka açıklık oranının birçok firma için çok düşük düzeylerde olması
- Firmaların finansman ihtiyaçlarını karşılayabilmek için genellikle aralarında sahiplik ya da çıkar ilişkisi bulunan bankaları tercih etmesi
- Özsermaye oranlarının oldukça düşük olması olarak sıralanabilir.

Bu veriler ışığında Kurumsal Yönetim uygulamalarının gelişme hızı gelişmiş olan diğer piyasalara nazaran daha yavaş seyretmektedir. Ancak günümüzde yabancı yatırım ihtiyacında meydana gelen artış paralel olarak kurumsal yönetim uygulamalarına da olumlu etkide bulunmaktadır.

Mc Kinsey danışmanlık şirketi tarafından yapılmış olan "Gelişmekte olan piyasalarda Yatırımcı Anketi" ne göre uluslararası yatırımcıların Türkiye gibi gelişmekte olan ülkeler için yatırım yapma kriteri olarak

- Kurumsal Yönetim İlkelerine uyum düzeyi
- Raporlamanın şeffaflığı
- Aile yönetimi ile Şirket yönetimi arasındaki farkın belirgin olması kriterlerini kullandığı görülmüştür.(Cuhruk ve Özkan,2004:3-15)

Türkiye'de Kurumsal Yönetim alanında yapılan ilk çalışma 2002 yılında Türk Sanayicileri ve İşadamları Derneği (TÜSİAD) tarafından hazırlanan "Kurumsal Yönetim En İyi Uygulama Kodu: Yönetim Kurullarının Yapısı ve İşleyişi" adlı çalışma ile olmuştur. Bu çalışmada özellikle Yönetim Kurulunun yapısı sorumlulukları ve işleyişi 15 alt madde altında incelenerek Kurumsal yönetimin uygulanması hususunda önerilerde bulunulmuştur.

Temmuz 2003 te Sermaye Piyasası Kurulu Sermaye Piyasası Kurumsal Yönetim İlkelerini yayımlamıştır. Pay Sahipleri, Kamuyu aydınlatma ve şeffaflık, Menfaat sahipleri, Yönetim kurulu olma üzere dört bölümden oluşan çalışma 1999 yılında yayımlanan OECD Kurumsal Yönetim ilkeleri başta olmak üzere dünyada benimsenmiş ve tavsiye edilen genel esaslar ile ülke koşulları göz önünde bulundurularak hazırlanmıştır.

Çalışma Şubat 2005 yılında güncellenerek tekrar yayımlanmıştır. Çalışmada kurumsal yönetim ilkelerinde ana prensipler " uygula, uygulayamıyorsan açıkla" prensipleridir. Ancak bazı prensipler ise sadece tavsiye niteliği taşımakta olup uygulanmaması durumunda herhangi bir açıklama talep edilmemiştir.

3.3. Kurumsal Yönetim Uygulamalarının Amaçları

Doğru kurumsal yönetim uygulamalarının şirketler ve ülke açısından önemli yararları bulunmaktadır. Konuya şirketler açısından bakıldığında, kurumsal yönetim kalitesinin yüksek olması, düşük sermaye maliyeti, finansman imkânlarının ve likiditenin artması, krizlerin daha kolay atlatılması ve iyi yönetilen şirketlerin sermaye piyasalarının dışında kalmaması anlamına gelmektedir. Konuya ülke açısından baktığımızda ise, iyi kurumsal yönetim, ülkenin imajının yükselmesi, sermayenin yurt dışına kaçmasının önlenmesi, ekonominin ve sermaye piyasalarının rekabet gücünün artması, krizlerin daha az zararla atlatılması, kaynakların daha etkin bir şeklide dağılması, yüksek refahın sağlanması ve sürdürülmesi anlamına gelmektedir.

Kurumsal yönetim uygulamaları ile firmaların sağlayacağı başlıca yararlar şunlardır (Aktan, 2008):

- Şirketin finans piyasalarından daha kolay finansman teminine imkân sağlar; bir şirket ne kadar iyi yönetilirse sermaye maliyeti o ölçüde azalır. Bu bakımdan kurumsal yönetimin şirkete sağlayacağı en önemli yarar sermaye maliyetini azaltmasıdır
- Yerli ve yabancı yatırımcıların güveni tesis edilir ve böylece uzun vadeli sermaye girişi hızlanır
- Finansal krizlerin daha kolay atlatılmasına imkân sağlar,
- Şirket varlıklarının değeri yükselir. Bir şirket ne kadar iyi yönetilirse şirket varlıklarının getirisi o kadar yüksek olur. Dolayısıyla, kurumsal yönetim, şirketin değerini arttırır,
- Şirket yönetiminde şeffaflık ve hesap verme sorumluluğu dolayısıyla yolsuzluklar azalır,
- Şirkette güç ve yetki istismarını engeller ve keyfi yönetimi ortadan kaldırır.
- Tüm menfaat sahiplerinin çıkarlarına hizmet edeceği için şirket ile menfaat sahipleri arasındaki ilişkilerin ve diyalogun artmasına katkı sağlar,
- Şirket faaliyetlerinde uzun dönemli istikrar sağlar,
- Şirketin rekabet gücünü arttırır,
- Şirket karlılığında artışlar sağlar.
- Likidite sıkıntısı içerisinde bulunan şirkete nakit para girişi sağlar,
- Kurumsal yönetimin uygulanmasının birçok nedenleri ve gerekçeleri bulunmaktadır. Kurumsal yönetimin başlıca amaçlarını maddeler halinde şu şekilde açıklayabiliriz

- Şirket üst yönetiminin sahip olduğu güç ve yetkilerin keyfi kullanımının engellenmesi; bir başka ifadeyle yönetimin güç ve yetkilerini kötüye kullanarak kendilerine özel menfaatler sağlamalarının ortadan kaldırılması,
- Yatırımcı haklarının korunması,
- Şirket hissedarlarının adil ve eşit muameleye tabi tutulmasının sağlanması,
- Şirketle doğrudan ilişki içerisinde bulunan menfaat sahiplerinin haklarının korunması ve güvence altına alınması, bu çerçevede örneğin, azınlık haklarının korunması,
- Şirket faaliyetleri ve finansal durumu ile ilgili olarak kamuoyunun aydınlatılması ve şeffaflığın sağlanması, bu çerçevede hisse senetleri borsada işlem gören şirketlerin şeffaf olmaları ve kurumsal yatırımcılar ve diğer menfaat sahipleri için önem taşıyan bilgiyi zamanında ve eksiksiz kamuoyuna açıklamaları,
- Yönetim kurulunun sorumluluklarının açık olarak belirlenmesi,
- Şirket üst yönetiminin karar ve eylemleri dolayısıyla hissedarlara ve diğer menfaat sahiplerine hesap verme yükümlülüğünün temin edilmesi,
- Vekâlet maliyetlerinin azaltılması,
- Şirket kazancının pay sahiplerine ve daha genel olarak tüm menfaat sahiplerine hakları oranında geri dönüşümünün sağlanması,
- Büyük hissedarların azınlık hisselerine el koyma tehlikesinin önüne geçilmesi,
- Uzun vadeli yatırım yapan kurumsal yatırımcılar açısından güven tesis edilmesi ve sermaye maliyetinin düşürülmesi, şirketin hisse senedi ihracı yoluyla finansman kaynaklarına kolay erişim imkânlarının arttırılması.

4. İMKB Kurumsal Yönetim Endeksi

Küresel bazda yaşanan krizlerin ve şirket iflaslarının altınca yatan en önemli nedenlerin şirketlerin iyi yönetilmemesinin yattığının anlaşılması üzerine Sermaye Piyasası Kurulu'nun yanında İMKB de ülkemizde en iyi kurumsal yönetim uygulamalarının yerleşmesine katkıda bulunmak, konu hakkında inisiyatifli davranan şirketleri teşvik etmek, diğerlerine referans oluşturmak ve özellikle yabancı yatırımcıları cezbetmek amacıyla bünyesinde bir Kurumsal Yönetim Endeksi oluşturulmuştur.

Kurumsal Yönetim derecelendirme notuna sahip şirketlerin dâhil olacağı İMKB Kurumsal Yönetim Endeksi 31 Ağustos 2007 tarihi itibariyle, İMKB -100 endeksinin ilan edilen en son değeri başlangıç değeri alınarak hesaplanmaya başlandı. İMKB Yönetim Kurulu 23 Şubat 2005 tarihinde, Kurumsal Yönetim Endeksinin, kurumsal yönetim derecelendirme notu 10 üzerinden en az 6 olan 5 şirketin Borsa'ya bildirilmesi halinde Borsa Günlük Bülteni'nde yapılan duyurudan 1 hafta sonra hesaplanmaya başlanmasına karar vermişti. 23 Ağustos 2007 tarihi itibariyle kurumsal yönetim derecelendirme notu en az 6 olan şirket sayısı 5'e ulaştı. Çalışmanın hazırlandığı tarih itibari ile endekste yer alan işletme sayısı 38 adet olmuştur. Endeksin kodu XKURY olarak belirlenmiştir.

Kurumsal Yönetim Endeksi dâhil olan şirketlerin marka değerine ve saygınlığına önemli bir katkıda bulunmakta ayrıca yabancı yatırımcıların tercihinde önem arz ederek borçlanma maliyetlerinin düşmesinde rol oynamaktadır.

Ayrıca İMKB tarafından yayımlanan Kotasyon Ücret tarifesinin 2/A maddesine göre "Ortaklık haklarını temsil eden menkul kıymetler için kotta kalma ücreti, kota alma ücretinin dörtte biri tutarındadır. Kayıtta kalma ücreti de, kotta kalma Ücreti ile aynı esas ve usuller çerçevesinde hesaplanarak ilgili ortaklıklara tahakkuk ettirilir.

Temel kuralları İMKB internet sitesinin "Endeksler" bölümünde belirtilen Kurumsal Yönetim İlkelerini uygulayan Borsa şirketlerinin teşvik edilmesi amacıyla, kotta / kayıtta kalma ücretinin tahakkuk ettirildiği tarih itibariyle hisse senetleri Borsa'da işlem gören şirketlerden "İMKB Kurumsal Yönetim Endeksi" kapsamında yer alacak şirketlere "kotta kalma" veya "kayıtta kalma" ücretleri İMKB Kurumsal Yönetim Endeksi'ne girdikleri tarihten itibaren; tahakkuk tarihleri itibariyle ilk iki yıl %50, sonraki iki yıl %25 ve izleyen yıllarda %10 indirimli uygulanır. Hâlihazırda İMKB Kurumsal Yönetim Endeksi'nde yer alan şirketler için aynı esaslar geçerlidir (IMKB,2011).

Ortaklık haklarını temsil eden menkul kıymetler için kotta kalma ücretleri kota alma ücreti olan menkul kıymetleri nominal tutarı üzerinden % 0,1 in dörtte biri olan %0,025 tutarındadır. Bu durumda Kurumsal Yönetim Endeksine dahil olan bir firmanın sağlayacak olduğu indirim tutarı nominal bedel üzerinden ilk iki yıl % 0,0125 sonraki iki yıl % 0,00625 ve sonraki yıllar içinse % 0,0025 olarak gerçekleşecektir.

5. Kurumsal Yönetim Performans Analizi

5.1. Literatür

Dünyada Kurumsal Yönetimin firma performansına olan etkisinin incelendiği birçok ampirik çalışma yapılmıştır. Genel olarak elde edilen sonuç aralarındaki korelasyonun pozitif olduğu yönündedir (Brown ve Caylor, 2004: 46).

Hiraki, Inoue, Ito, Kuroki ve Masuda (2003), kurumsal yönetimle ilgili yaptıkları çalışmada, sermaye yapısı ve banka kredilerinin alternatif kurumsal yapılar üzerindeki etkilerini incelemişlerdir. Sonuç olarak araştırmacılar, yönetimsel sahipliğin (managerial ownership) şirket değeriyle monotonik ve pozitif yönde bir ilişkisi bulunduğunu ortaya koymuşlardır (Hiraki vd,2003:75).

Gompers, Ishii ve Metrick (2003), tarafından 1500 şirket üzerinde yapılan çalışmada 24 kurumsal yönetim kriteri üzerinden kurumsal yönetim endeksi oluşturulmuştur. Bu çalışmanın sonucunda, kurumsal yönetim endeksi düşük şirketlerden, kurumsal yönetim kalitesi yüksek şirketlere yönelen yatırımcıların yılda %8.5 oranında daha fazla getiri elde ettiği sonucuna ulaşılmıştır. Bunun yanında hissedar hakları güçlü şirketlerde yüksek firma değeri, yüksek kar, yüksek satış ve düşük sermaye maliyeti elde ettiği sonuçlarına ulaşılmıştır (Gompers vd,2003:145).

Renneboog (2000), 1989-1994 yıllarını kapsayan çalışmada, Brüksel Borsası'na kote olmuş şirketlerde kurumsal yönetimin nasıl uygulandığını araştırmıştır. Blok sahiplik yapısı, parçalı kontrol, borçlanma politikası ve yönetim kurulu yapıları gibi çeşitli kurumsal yapı mekanizmalarının düşük performanslı şirketleri disipline etmede kullanılabileceği belirtilmiştir (Gürbüz ve Yakupcan, 2004:111).

La Porta, Silanes, Shleifer ve Vishny (1997)'nin 49 ülke de yaptığı çalışmada yatırımcıların korunmasına yönelik hukuki düzenlemelerin kalitesi ile sermaye piyasalarının gelişmişlik düzeyi arasındaki ilişki incelenmiştir. Çalışmada elde edilen bulgularda zayıf yatırımcı koruma haklarının bulunduğu ülkelerde daha az gelişmiş sermaye piyasalarına sahip olduğu gözlenmiştir (Gürbüz ve Yakupcan, 2004:107).

La Porta, Silanes, Shleifer ve Vishny (2001), 27 gelişmiş ülkede 539 büyük şirketi baz aldıkları çalışmalarında, azınlık hissedarlarının korunmasının firma değeri üzerindeki etkileri incelemiştir. Çalışmada elde edilen bulgularda azınlık hissedar haklarının yüksek düzeyde korunduğu ülkelerde firma değerlerinde ve nakit akım girişinde artışlar olduğu gözlenmiştir (Gürbüz ve Yakupcan,2004:108).

Yapılan çalışmalar genel olarak incelendiğinde Kurumsal yönetim uygulamalarının firma performans ve değerine olumlu yönde katkıda bulunduğu gözlemlenmiştir. Dolayısı ile kurumsal yönetim endeks performansının diğer endekslere göre daha yüksek gerçekleşmesi beklenmektedir. Sonuçlarda meydana gelen performans farklılığın sonuçları çeşitli etmenlerle açıklanmakla birlikte genellikle birbirleri ile paralel sonuçlar elde edilmiştir.

5.2. Portföy Performans Kriterleri

5.2.1. Sharpe Oranı

Sharpe, tüm menkul kıymetlerle piyasa arasında doğrusal bir ilişki olduğunu ve bu ilişkinin basit doğrusal regresyon doğrusu ile ifade edilebileceğini öne sürmüştür William sharpe'ın geliştirdiği bu performans ölçütü, portföyün toplam riski standart sapma ile tanımlanmıştır ve portföyün artık getirisi standart sapma ile karşılaştırmaktadır. Portföyün artık getirisi olarak kastedilen, dönemin ortalama portföy getirisinden risksiz faiz oranının çıkarılması ile bulunmaktadır. Sharpe oranı, yatırımcının portföyü taşırken aldığı toplam riske karşılık olarak, risksiz faiz oranı üzerinden talep ettiği ekstra getiriyi göstermektedir. Bu oranın yüksek olması yatırımın performansının riske dayalı getiri esasına göre iyi olduğunu, düşük oran ise başarısız bir performansa sahip olduğunu göstermektedir. Sharpe oranının hesaplanmasında kullanılan formül şu şekildedir.(Investopedia,2011)

$$S = \frac{E[R - R_f]}{\sigma} = \frac{E[R - R_f]}{\sqrt{\mathrm{var}[R - R_f]}},$$

5.2.2. Sortino Oranı

Sortino oranında sistematik riskin ölçütü olan standart sapmanın yerine kabul edilebilir minimum getiriye esas teşkil edecek risksiz getiri oranının altında kalma riskinin, yani kayıp riskin ölçütü olarak yarı varyans kullanılmaktadır. Buna göre Sortino oranı, bir birim kayıp riskine karşılık elde edilen artık getiriyi göstermektedir. Formülü şu şekildedir;(Sortino,2011)

$$S = \frac{R - T}{DR} \qquad DR = \left(\int_{-\infty}^{T} (T - x)^2 f(x)\, dx \right)^{1/2},$$

Formüldeki R portföyün gerçekleşen getirisini, T portföyün beklenen getirisini, DR ise yarı varyansı temsil etmektedir.

5.2.3. Treynor Oranı

Treynor çeşitlendirilebilen bir portföyün yatırım riskini iki kısma ayırmıştır: genel pazar dalgalanmaları ve portföyde tutulan belirli menkul kıymetlerde görülen dalgalanmalar.

Treynor, birinci riskin tüm hisse senetleri için geçerli ve ortadan kaldırılamazken; ikinci riskin portföyün uygun şekilde çeşitlendirilebilmesiyle ortadan kaldırılabileceğini ileri sürmüştür. Dolayısıyla Treynor, Sharpe oranında olduğu gibi portföyün karşı karşıya olduğu tüm riski değil çeşitlendirmeyle ortadan kaldırılamayan ve pazarın riskini yansıtan sistematik riskin dikkate almıştır.

Bu nedenle Treynor'a göre tatmin edici bir performans ölçütü elde edebilmek için ilk yapılması gereken, portföyün beklenen getirisiyle uygun bir pazar getiri oranı arasında ilişki kurmaktır. Treynor, bu ilişkinin seklinin karakteristik doğru olarak tanımladığı doğrular tarafından belirlenebileceğini belirtmiştir. (Yıldız,2005:188) Treynor oranının hesaplanmasında kullanılan formül aşağıdaki gibidir.

$$T = \frac{r_i - r_f}{\beta_i}$$

Formülde yer alan r_i i portföyünün getirisini, r_f risksiz faiz oranını, β_i portföyün betasını temsil etmektedir.

5.2.4. Jensen Performans Endeksi

1960'ların ortalarında geliştirilen sermaye varlıkları fiyatlama modeli finansal ekonomistler tarafından riske göre düzeltilmiş getirinin hesaplanmasında bir araç olmuştur. Bu modelden hareketle portföy performansını ölçmek için kullanılan önemli bir yöntem de 1968 yılında Jensen tarafından geliştirilmiştir. Jensen endeksi, portföy performansını tek bir değerle ölçmektedir. Bu endeks fon getirileri ile pazar getirileri

arasında kurulan regresyon denkleminin sabit terimi olan alfa katsayısıdır. Pozitif alfa katsayısı, portföy yöneticisinin başarılı olduğunu, negatif alfa katsayısı ise yöneticinin başarısız olduğunu ifade etmektedir. Başka bir ifadeyle, negatif alfa katsayısı riske göre düzeltilmiş düşük performansı gösterirken, pozitif alfa katsayısı riske göre düzeltilmiş üstün performansı ifade etmektedir. (Korkmaz ve Uygurtürk,2007:729)

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

$$\alpha i = R_i - (R_F + \beta_i (R_m - R_F)$$

Bu eşitlikte, α_i, i portföyünün Jensen performans endeksini, Ri, i portföyünün gerçekleşen getiri oranını, R_F, risksiz faiz oranını, β_i, i portföyünün sistematik riskini, R_m, piyasa portföyünün beklenen getiri oranını göstermektedir. Buradaki alfa değeri, portföy yöneticisinin menkul kıymet seçiminde ve piyasaya giriş ve çıkış zamanlamasında ne ölçüde başarılı olduğunu gösterir. İstatistiksel olarak anlamlı (+) bir α varsa, portföy yöneticisi piyasa portföyü getirisi üzerinde ek getiri elde etmiştir. Bir başka ifade ile portföy yöneticisi başarılıdır. α'nın (-) olması portföy yöneticisinin kötü performans gösterdiğini ifade eder.

5.3. Kurumsal Yönetim Endeksinin Performans Analizi

5.3.1. Veri ve Yöntem

Çalışmada 2007 Eylül – 2010 Eylül dönemi içerisinde İstanbul Menkul Kıymetler Borsasındaki Ulusal 100, Ulusal 50, Ulusal 30 ve Kurumsal Yönetim Endekslerinin performanslarının değerlendirilmesi amaçlanmaktadır. Değerlendirmede veriler günlük bazda alınmıştır. Hisse senedi getirileri İMKB resmi internet sitesinden, faiz oranlarına ilişkin bilgiler Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası resmi internet sitesinden sağlanmıştır.

İlgili endekslerin ilgili dönemdeki performansları Sharpe oranı, Sortino oranı, Jensen performans endeksi ve Treynor oranı açısından değerlendirilmeye tabi tutularak; her bir kriter için endekslerin performans sıralaması elde edilmiştir.

Çalışmada risksiz faiz oranı olarak 6 aylık hazine bonosunun günlük ortalama faiz oranı kullanılmıştır. Piyasa portföyü olarak ise İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Ulusal Tüm endeksi kabul edilmiştir.

Endekslerin günlük getiri oranları ilgili endeksin bir önceki güne göre kapanış değerinde meydana gelen farkın, önceki günkü kapanış değerine bölünmesi ile elde edilmiştir.

5.3.2. Bulgular ve Sonuçlar

Tablo 1 de araştırmaya konu dönem içerisinde ilgili endeksle ait istatistiki bilgiler yer almaktadır. Elde edilen bulgulara göre İMKB 100, IMKB 50, IMKB 30, IMKB Tüm ve Kurumsal yönetim endeksi için risk primleri negatif değerler almaktadır. Bu duruma göre ilgili endekslerin ilgili dönem içerinde yatırımcılara risksiz faiz oranının üzerinde bir getiri sağlayamadıklarını belirtmek mümkündür.

Beta katsayıları açısından değerlendirildiğinde Kurumsal yönetim endeksinin Beta değeri 1 den küçük diğer endekslerinin Beta değeri ise 1 den büyük olarak hesaplanmıştır. Buna göre Kurumsal yönetim endeksinin riskinin diğer endekslere oranla küçük bir farkla düşük olduğu söylenebilir. Belirlilik katsayılarına bakıldığında ise hisse senedi çeşitlendirmesinin en iyi şekilde IMKB 100 endeksinde yapıldığını, çeşitlendirmenin en zayıf olduğu endeksin ise Kurumsal Yönetim Endeksi olduğu sonucu göze çarpmaktadır.

Tablo 1. Endekslere ait istatistiki bilgiler

Endeks Adı	R_i	σ_i	R^2	β_i	(R_i-R_F)
İMKB -100	0,00067	0,02619	0,99798	1,07557	-0,00108
İMKB - 50	0,00069	0,02697	0,99551	1,09811	-0,00106
İMKB - 30	0,00072	0,02722	0,98702	1,14717	-0,00077
Kurumsal Yönetim Endeksi	0,00024	0,02081	0,76758	0,96344	-0,00123
İMKB - Tüm	0,00046	0,02017	1	1	-0,00098

Tablo 2 de analize konu endekslerin ilgili dönem içerisinde Sharpe oranı, Sortino oranı, Jensen Performans Endeksi ve Treynor oranına göre hesaplanan performans değerleri ve sıralamaları yer almaktadır.

Tablo 2. Endeks Performans Ölçütleri

Endeks Adı	Sharpe	Sıra	Treynor	Sıra	Jensen	Sıra	Sortino	Sıra
İMKB -100	-0,052120	3	-0,001021	3	0,000030	3	1,453450	3
İMKB - 50	-0,051481	2	-0,000995	2	0,000069	2	1,873598	2
İMKB - 30	-0,044514	1	-0,000852	1	0,000120	1	2,455992	1
Kurumsal Yönetim Endeksi	-0,057449	4	-0,001344	4	-0,000400	4	1,258119	4

Elde edilen sonuçlara göre kullanılan 4 kritere göre paralel sonuçlar elde edilmiştir. Buna göre en yüksek performansı IMKB 30 endeksi gösterirken sırası ile IMKB 50 ve IMKB 100 endeksleri yer almıştır. Kurumsal yönetim endeksi ise en son sırada yer almıştır.

Bu noktada kurumsal yönetim endeks performansının diğer endekslerin gerisinde kalmasında en önemli unsur henüz Kurumsal Yönetim anlayışının tam olarak yerleşmediği ülkemizde; gelenekçi yönetim anlayışının izlerinin özelliklede lokomotif niteliği taşıyan ve IMKB 30, IMKB 50 ve IMKB 100 endeksi içerisinde büyük pay sahibi olan bazı büyük firmaların Kurumsal yönetim anlayışına henüz adapte olmamaları dolayısı ile endeks kapsamında incelenmemeleridir. Zaten elde edilen sonuçlara göre Kurumsal Yönetim endeksinin riskinin diğer endekslere göre daha düşük ancak çeşitlendirmenin daha zayıf olduğu tespit edilmiştir.

Sonuç olarak Kurumsal Yönetim anlayışında gerçekleşecek gelişmeler ve uygulamadaki yasal düzenlemeler yıllar itibari ile Kurumsal Yönetim endeksinin performansına olumlu yönde etkiler yapacağı beklenmelidir.

KAYNAKÇA

Bebchuk, L.A., Weisbach, M. S., (2009), The State of Corporate Governance Research, Fisher College of Business Working Paper No. 2009-03-20 ; Review of Financial Studies, Vol. 23. No. 3, s. 939-961,

Brown, L. D., Caylor, M. L., (2004) Corporate Governance and Firm Performance, Quarterly Journal of Economics, Vol. 123,s.75-89

Cadbury Committee,(1992) Report of the Committee on the Financial Aspects of Corporate Governance, London, s.53

Cuhruk, H., Özkan,A. (2004)," Equity Research Turkey Special Report" Equity. Vol 9, s. 3-15

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

Darman, G.M, (2006) Kurumsal Yönetim, "Yönetim Kurulunun Sorumlulukları ve Şirket Değeri" Kurumsal Şirket Yönetimi, SPK Yayınları, Ankara, s.69-82

Gregory, H. J. Simms, M.E. (1999) "Corporate Governance: What It Is and Why It Matters,9'th International Anti-Corruption Conference.October, Durban, South Africa, s.3

Gompers,P.A., Ishii, J. L., Metrick, A.,(2003) Corporate Governance and Equity Prices, Quarterly Journal of Economics, Vol. 118, No. 1, s. 107-155,

Gürbüz, A.O., Ergincan, Y. (2004) Kurumsal Yönetim: Türkiye'deki Durumu ve Geliştirilmesine Yönelik Öneriler, 1.Basım, Literatür Yayıncılık, İstanbul, s:107-111

Hiraki,T., Inoue, H., Ito, A., Kuroki, F., Masuda, H., (2003)Corporate Governance and Firm Value in Japan: Evidence from 1985 to 1998, Pacific-Basin Finance Journal, Forthcoming, No:97, s.61-79

Investopedia, http://www.investopedia.com, 09.06.2011 itibari ile

İstanbul Menkul Kıymetler Borsası, www.imkb.gov.tr , 20.01.2011 tarihi itibariyle

Kamuyu Aydınlatma Platformu, www.kap.gov.tr, 24.01.2011 tarihi itibariyle

Küçüksözen, C., Küçükkocaoğlu, G. (2005) "Kurumsal Şirket Yönetiminde Finansal Bilginin Rolü", Muhasebe ve Denetime Bakış,16,s.83

Korkmaz, T., Uygurtürk,H.. (2007), "Türkiye'deki Emeklilik Fonlarının Performans Ölçümü ve Fon Yöneticilerinin Zamanlama Yeteneği", Akdeniz İ.İ.B.F Dergisi (14), 66-93.

Pulaşlı, H., (2003) Corporate Governance Anonim Şirket Yönetiminde Yeni Model, Ankara: Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü, Ankara, 2003, s.19

Sosyal Bilimler Akademisi, http://www.sobiadacademy.net, Coşkun Can Aktan, 09.01.2011 tarihi itibariyle

Smith, A. (1776) An Inquiry into the Nature and Causes of the Wealth of Nations, s.261

Şehirli, K. (2004) "Kurumsal Yönetim" SPK Yeterlilik Etüdleri, Ankara, s.12

TÜSİAD, (2002)Türk Sanayicileri ve İşadamları Derneği, Kurumsal Yönetim En İyi Uygulama Kodu: Yönetim Kurulunun Yapısı ve İşleyişi, TÜSİAD, İstanbul

Ülgen, H., Mirze, K.S.(2004) İşletmelerde Stratejik Yönetim, Literatür Yayıncılık, İstanbul, s.46

Yorulmaz, Ö.,Ekici, O,.(2010) İMKB'nin Latin Amerika Borsalarıyka İlişkisi Üzerine Çok Değişkenli Garch Modellemesi, İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi, 2010,4, s.25-32

Yıldız,A., (2005) A Tipi Yatırım Fonları Performanslarının IMKB ve Fon Endeksi Bazında Değerlendirimlesi, Muğla Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi, Bahar 2005, Sayı: 14