

Kurumsal Yönetim Derecelendirmesinin Hisse Senedi Performansına Etkisi: BİST Kurumsal Yönetim Endeksi Üzerine Bir İnceleme

Şakir SAKARYA ¹, Kemal Faruk YAZGAN ², Hasan Hüseyin YILDIRIM ³

Öz

Kurumsal yönetim, bir işletmenin beşeri ve finansal sermayeyi çekmesine, etkin çalışmasına ve uzun dönemde ortaklarına ekonomik katkı sağlamasına imkân tanıyan kanun, yönetmelik, yazılı olan ve olmayan tüm kurallar ve uygulamalar olarak tanımlanmaktadır. Bu çalışmada, 2011-2015 yılları arasında hisse senetleri Borsa İstanbul'da işlem gören ve kurumsal yönetim endeksinde bulunan 58 firma verisi kullanılmıştır. Çalışmanın analiz kısmında, firmaların kurumsal yönetim derecelendirmelerine ait not duyuruları ile hisse senedi getirileri arasında bir ilişkinin olup olmadığı incelenmiştir. Çalışmanın analiz kısmında olay çalışması (event-study) yönteminden yararlanılmıştır. Yapılan analiz sonucunda, kurumsal yönetim derecelendirme notunun duyurusu ile hisse senedi getirileri arasında pozitif bir ilişkinin olmadığı tespit edilmiştir. Duyurunun gerçekleştiği tarihten 10 gün öncesi ve 10 gün sonrasında endeks kapsamında yer alan firmaların hisse senetlerinden anormal getirilerin elde edilemeyeceği, dolayısıyla piyasanın yarı güçlü formda etkin olduğu sonucuna erişilmiştir.

Anahtar Kelimeler: Kurumsal Yönetim, Olay Çalışması, Finansal Performans

Jel Kodu: G14, G34, L25

The Effect of Corporate Governance Ratings on The Share Performance: An Investigation from BIST Corporate Governance Index

Abstract

Corporate governance is defined as laws, regulations, written and non-written rules and practices that enable an operator to attract and retain human capital and financial resources, and to enable them to make effective contributions to their partners in the long run. In this study, data of 58 companies, which are traded in the stock exchanges Istanbul between 2011-2015 and which are in the corporate governance index, are used. In the analysis of the study, it was examined whether there is a relationship between the announcement of the companies' corporate governance rating notes and the return of the stocks. Event-study method was used in the analysis of the study. As a result of the analysis, it was determined that there is no positive relationship between the announcement of the corporate governance rating notes and the return of the stocks. Abnormal returns can't be obtained from the companies stocks 10 days ago and after 10 days from the date of the announcement. According to the obtained results, it has been reached that the market is semi-strong form.

Key Words: Corporate Governance, Event Study, Financial Performance

Jel Code: G14, G34, L25

Makale Bilgileri / Article Info

Alındığı Tarih / Received 14.08.2017

Kabul tarihi / Accepted 01.11.2017

1 Prof. Dr., Balıkesir Üniversitesi, İİBF, İşletme, sakirsakarya@balikesir.edu.tr

2 Vergi Müfettiş Yrd., Haliç Küçük ve Orta Ölçekli Mükellefler Grup Başk., kemal.faruk.yazgan@vdk.gov.tr

3 Öğr. Gör. Dr., Balıkesir Üniversitesi, BUBYO, Bankacılık ve Finans, hhildirim@balikesir.edu.tr

Giriş

Günümüzde küreselleşmenin hızla artması firmaların uluslararası piyasalardaki faaliyetlerini de arttırmıştır. Ulusal piyasalara ek olarak uluslararası piyasalardan da kaynak sağlayan firmaların sermaye yapıları çeşitlenmiştir. Küreselleşmedeki artış ile birlikte, tasarruflarını kaynak açığı bulunan birimlere ödünç vererek değerlendirmek isteyen yatırımcılar için alternatifler yatırım seçenekleri çoğalmıştır. Tasarrufları değerlendirmek isteyen yatırımcılar için ulusal ve uluslararası piyasalarda yatırım yapmanın avantajlarının yanında bir takım dezavantajlarda vardır. Yatırımcılar farklı yatırım alternatiflerinden oluşturdukları portföy ile daha fazla getiriye sağlamayı amaçlarken yatırımın güvencesini de göz önünde bulundurmaktadırlar. Bu noktada, ulusal ve uluslararası alanda ortaya çıkan ve tüm dünyada takip edilen kurumsal yönetim düzenlemeleri ön plana çıkmaktadır (Özsoy, 2011:48).

Küresel boyutta yaşanan önemli finansal krizler ve şirket skandalları nedeniyle kurumsal yönetim olgusu ortaya çıkmış ve gelişim göstermiştir. Farklı ülkelerde ve yıllarda yaşanan Maxell Corporation (1991), Barings Bank (1995), Enron (2001), Worldcom (2002), Parmalat (2003) gibi büyük şirket skandallarının sonucunda bu şirketlere yatırım yapan yatırımcıların büyük finansal kayıplar yaşamışlardır. Ayrıca bu durumdan finansal piyasalar olumsuz olarak etkilenmiştir. Şirket skandallarına benzer şekilde (2008) ABD Mortgage krizinde de yatırımcıların finansal varlıkları aşırı değer kaybına uğramıştır. Yaşanan bu olayların ardından yatırımcıların şirketlere ve piyasalara duydukları güven azalmıştır. Yaşanan bu olumsuzluklar yüksek kalitede kurumsal yönetim standartlarının oluşturulması gereğini ortaya çıkarmıştır (İskenderoğlu vd.: 2014:64). Ayrıca, gelişmekte olan ülkeler yabancı yatırımcıya güvence sağlayarak ülkelerine sermaye çekme noktasında kurumsal yönetime her geçen gün daha fazla dikkat etmektedirler (Akdoğan, 2009:19). Yaşanan krizler ve şirket skandallarının dışında, uluslararası sermaye hareketlerinin hız kazanması, hisse senedi sahiplik oranının artması ve sermaye piyasaları arasındaki rekabetin artması gibi faktörler de kurumsal yönetime duyulan ihtiyacı ortaya koymaktadır. Ulusal ve uluslararası yatırımcılar yatırım kararları verirken iyi kurumsal yönetim uygulamaların var olduğu firmalar tercih ederek yatırımlarını güvence altına almaktadırlar.

1992 yılında yayınlanan Cadbury Committee raporu, 1995 yılında yayınlanan Greenbury Committee raporu ve 1998'de yayınlanan Hampel raporu; kurumsal yönetim kavramının kanuni açıdan kendisine yer bulduğu önemli çalışmalardır. Kurumsal yönetim uygulaması açısından birçok ülkede düzenlemeler yapılmış ve uygulama birliği sağlanması içinde ortak çıkış noktaları esas alınmıştır. Yapılan düzenlemelerin çıkış noktasını 1999 yılında OECD tarafından yayınlanan ve tavsiye niteliği taşıyan kurumsal yönetim ilkeleri oluşturmaktadır. Tavsiye niteliğindeki bu ilkeler hemen hemen tüm ülkeler için rehber niteliğini taşımış ve yapılan düzenlemeler için yol gösterici olmuştur. Ülkemizde ise 2003 yılında SPK

tarafından yapılan çalışmada kurumsal yönetim ilkelerine yer verilmiş olup, yüksek oranda uluslararası alanda yapılan düzenlemelere benzemektedir.

Bu çalışmada, 2011-2015 yılları arasında BİST kurumsal yönetim endeksinde yer alan toplam 58 firmanın verileri baz alınarak kurumsal yönetim derecelendirmesinin hisse senedi performansı üzerindeki etkisi olay çalışması yöntemi ile araştırılmıştır. Çalışmanın zaman aralığının 5 yıl oluşu ve 58 firmanın verisinin analize dahil edilmiş olması, çalışmayı literatürde yapılmış diğer farklılaştırmaktadır.

1. Kurumsal Yönetim

Kurumsal Yönetimin uluslararası alanda kabul görmüş tek bir tanımı olmamakla birlikte, kurumsal yönetimin gelişmesine en büyük katkı sağlayan organizasyon olan OECD kurumsal yönetimin tanımını şu şekilde yapmıştır; kurumsal yönetim, bir firmanın yönetimi, yönetim kurulu, hissedarları ve diğer menfaat sahipleri arasındaki karşılıklı ilişkilerini içermektedir. Kurumsal yönetim bu guruplar arasındaki sorumlulukları, hak dağıtımını ve firmanın ileriye yönelik belirlemiş olduğu amaçları için karar alıcılar ile ilgili kuralları belirlemektedir. Bu anlamda kurumsal yönetim firmanın ileriye yönelik belirlemiş olduğu amaçların nasıl gerçekleşeceğini de açıklamaktadır (OECD, 2004).

Ülgen ve Mirze (2004), kurumsal yönetim kavramını, işletmenin yöneticilerinin görevlerini yerine getirirken, işletmenin pay sahipleri, çalışanları, tedarikçileri, müşterileri ve diğer toplumsal aktörleri ile olan ilişkilerinin bütünü olarak tanımlamaktadır.

Şehirli (2004), kurumsal yönetim kavramını, halka açık şirketlerin idare edilmesinde, kar dağıtım amacı güden geleneksel yapıların yanında, pay sahipleri de dahil olmak üzere tüm menfaat sahiplerinin haklarının korunmasını ve söz konusu menfaat sahipleri arasındaki bu ilişkilerin kurallarının belirlenmesini hedefleyen bir kavram olarak tanımlamaktadır.

Şirketlerin hisselerini alarak şirkete yatırım yapan hisse sahiplerinin, şirket yönetimi ve denetimi üzerinde söz sahibi olamamaları kurumsal yönetimin çıkış noktasını oluşturmuştur. Kurumsal yönetim ile ilgili yapılan çalışmalarda özellikle şirketlerde baş gösteren mülkiyet ve kontrol ayrımı sorununun ortadan kaldırılması amaçlanmaktadır (Güçlü, 2010: 7-8).

Yukarıda yer alan tanımlardan hareketle kurumsal yönetim, dar anlamda firma yöneticileri ile hissedarları arasındaki ilişkileri belirlemek olarak tanımlanabilir. Geniş anlamda ise kurumsal yönetimi, firma yöneticileri ile kredi verenler, hissedarlar, personel, tedarikçiler, müşteriler, sendikalar, toplum ve devlet arasındaki ilişkilerin ekonomideki uygulamalara ve yasalara göre belirlenmesi olarak tanımlanabilir.

1.1. Kurumsal Yönetim Endeksi

BİST Kurumsal Yönetim Endeksi (XKURY), Borsa İstanbul'un pay endekslerinden birisi olup, kurumsal yönetim ilkelerini uygulayan şirketlerin dâhil edildiği endekstir. BİST Kurumsal Yönetim Endeksi, payları Borsa İstanbul pazarlarında (Yakın İzleme Pazarı ve C ve D listeleri hariç) işlem gören ve uyum notu 10 üzerinden en az 7 olan, her bir ana başlık için en az 6,5 olan halka açık şirketlerin fiyat ve getiri performanslarının ölçülmesi amacıyla oluşturulmuştur.

Kurumsal yönetim ilkelerine uyum notu, SPK tarafından belirlenmiş derecelendirme kuruluşları tarafından, şirketlerin kurumsal yönetim ilkelerine uyumuna ilişkin değerlendirilmesi sonunda verilmektedir. Kurumsal Yönetim Endeksi'nin hesaplanmasına 31.08.2007 tarihinde başlanmış olup, başlangıç değeri 48.082,17'dir (Borsa İstanbul, 2016).

Kurumsal yönetim ilkelerine uyum derecelendirilmesi, işletmelerin Sermaye Piyasası Kurulu'na yayımlanan kurumsal yönetim ilkelerine uyumlarının, derecelendirme kuruluşları tarafından bağımsız, tarafsız ve adil olarak değerlendirilmesi ve tasniflendirilmesi faaliyetidir. Kurumsal yönetim ilkelerine uyum derecelendirilmesinde bütün ilkelere uyum ile pay sahipleri, kamuyu aydınlatma ve şeffaflık, menfaat sahipleri ve yönetim kurulu ana bölümlerine, 1 ile 10 arasında not verilir. Bu değerler arasında kalan (iki haneye kadar) küsuratlı notlar, tama iblağ edilmeden kamuya açıklanmaktadır (SPK, 2016).

Toplam derecelendirme notunu belirlemede her bir ana bölüm için SPK kurumsal yönetim ilkelerine paralel olarak %25 pay sahipleri, %25 kamuyu aydınlatma ve şeffaflık, %15 menfaat sahipleri, %35 yönetim kurulu şeklinde ağırlıklar kullanılır.

Seri: VIII, No: 51 Tebliği'nin "Derecelendirme Faaliyetinde Bulunabilecek Kuruluşlar" başlıklı 7.maddesinde derecelendirme faaliyetinin, Türkiye'de kurulan ve derecelendirme faaliyetinde bulunmak üzere SPK tarafından yetki verilen derecelendirme kuruluşları ile derecelendirme faaliyetinde bulunması kabul edilen uluslararası derecelendirme kuruluşları tarafından yapılacağı hüküm altına alınmıştır. Derecelendirme notu derecelendirme yaptırmak isteyen şirketin talep etmesi halinde verilmesi ve her yıl yenilenmesi şarttır. Asgari derecelendirme notu şartını yerine getiren şirketlerin payları, derecelendirme notunun KAP'ta yayımlandığı günü takip eden ilk iş gününde endekste yer alır (KAP'ta yarım günlerde saat 12:00 diğer günlerde ise saat 16:30'dan sonra yayımlanan bildirimler bir sonraki gün yayımlandığı kabul edilmektedir) (Saha Rating, 2016). SPK tarafından sermaye piyasasında kurumsal yönetim ilkelerine uyum derecelendirmesi faaliyetinde bulunabilecek kuruluşlar Tablo 1'de gösterilmiştir (SPK, 2016).

Tablo 1: Türkiye'de Kurulan ve SPK Tarafından Yetkilendirilen Derecelendirme Kuruluşları

1-	Saha Kurumsal Yönetim ve Kredi Derecelendirme Hizmetleri A.Ş. (http://www.saharating.com/)
2-	Kobirate Uluslararası Kredi Derecelendirme ve Kurumsal Yönetim Hizmetleri A.Ş. (http://www.kobirate.com.tr/)
3-	JCR Avrasya Derecelendirme A.Ş. (http://www.jcravasyarating.com/)

Kaynak: SPK, <http://www.spk.gov.tr> (12.08.2016)

2. Literatür Araştırması

Literatürde kurumsal yönetim uygulamalarının firma performansları üzerine etkisinin araştırıldığı birçok çalışma bulunmaktadır. Bu çalışmaların bir kısmında kurumsal yönetim uygulamalarının firmaların hisse senedi performansları üzerinde olumlu etkisinin olduğunu tespit edilmişken bir kısmında ise olumlu etkisinin olmadığı tespit edilmiştir. Konuyla ilgili olarak yapılmış literatürdeki çalışmalardan bir kısmına aşağıda yer verilmiştir.

Karamustafa vd. (2009) yaptıkları çalışmada Türkiye'de 2008 itibari ile hesaplanmaya başlanan kurumsal yönetim endeksinde işlem gören firmaların, endekse girmeden önceki dönemlerde performanslarında bir değişiklik olup olmadığını t testi ile analiz etmişlerdir. Araştırmada özsermaye karlılığı, aktif karlılığı ve aktif devir hızı performans göstergelerinde endeks kapsamı öncesi ve sonrası için anlamlı farklılıkların olduğu sonucuna ulaşmışlardır.

Çarıkçı vd. (2009) BIST Kurumsal Yönetim Endeksi ile BIST100 Endeksinin getiri ve getiri volatiliteleri karşılaştırılarak, kurumsal yönetim ilkelerine uyum gösteren şirketler ile BIST100 endeksinde yer alan şirketlerin performansları karşılaştırılmıştır. Kurumsal Yönetim Endeksi volatilitelerinin BIST100 endeksi volatilitelerine göre daha büyük negatif getiriye sahip olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Kurumsal yönetim ilkelerine uyum ile şirketlerin performansı arasında bir ilişkinin olmadığını tespit etmişlerdir.

Karayel ve Gök (2009) çalışmalarında kurumsal yönetim uygulamalarının şirket performansına olan etkisi ölçmek için BIST Kurumsal Yönetim Endeksi'ne kayıtlı şirketler üzerinde bir incelemede bulunmuşlardır. Sonuç olarak kurumsal yönetim uygulamalarıyla performans arasında yüksek dereceli bir ilişkiye rastlamamışlardır.

Sakarya (2011), BİST'te işlem gören ve 2009 yılında kurumsal yönetim derecelendirme notuna sahip olan şirketlerin BİST kurumsal yönetim endeksinde giren şirketlerin hisse senedi getirileri arasındaki ilişkiyi irdelemiştir. Yapmış olduğu analizinde olay çalışması yöntemini kullanmış olup, kurumsal yönetim

derecelendirme notu ilan edilmesi sonrasında şirket getirileri arasında olumlu bir ilişki olduğunu tespit etmiştir.

Kılıç (2011) çalışmasında BIST Kurumsal Yönetimin Endeksinde yer alan 28 şirketin Kurumsal Yönetim Endeksine dahil olduklarını kamuya açıkladıkları tarih ve hemen sonrasında hisse senetlerinin fiyatının etkilenip etkilenmediğini araştırmıştır. Yaptıkları analiz sonuçlarına göre kurumsal yönetim endeksine dahil olan şirketlerin %60'ının ilk birkaç gün için yatırımcısına pozitif getiri sağladığı daha sonraki günlerde söz konusu şirketlerin kurumsal yönetim endeksine dahil olma etkisinin önemli ölçüde azaldığı anlaşılmıştır. Yatırımcılar kurumsal yönetim endeksine giren şirketlere esas itibarıyla ilgi göstermediği kanaatine ulaşılmıştır.

Büyükşalvarcı ve Abdioğlu (2012) çalışmalarında BIST şirketlerinin kurumsal yönetim uygulamalarının hisse senedi getirileri üzerine etkisini araştırmışlardır. Yaptıkları araştırmada, kurumsal yönetim uygulamaları öncesi ve sonrası şirket hisse senedi getirilerinin farklılık gösterip göstermediğini t testi ve parametrik olmayan testler ile test etmişlerdir. Analiz sonuçlarına göre imalat sektörü, toptan ve perakende ticaret sektörü, otel ve lokantalar sektörü için yapılan analizde kurumsal yönetim uygulamaları hisse senedi getirileri üzerinde istatistiksel açıdan anlamlı bir farklılık oluşturmaktadır. Bununla birlikte spor ve diğer sosyal hizmetler sektörü, eğitim sektörü, sağlık sektörü, elektrik, inşaat ve bayındırlık sektörü ile ulaştırma, haberleşme ve depolama sektörleri için ilgili dönemlerde kurumsal yönetim uygulamaları hisse senedi getirileri üzerinde istatistiksel açıdan anlamlı bir farklılık oluşturmadığı tespit edilmiştir.

Ege vd. (2013) 2009-2011 dönemi arasında BIST'te faaliyet gösteren ve Kurumsal Yönetim Endeksi'nde yer alan 18 firmanın finansal performansı çok kriterli karar verme yöntemlerinden biri olan TOPSIS yöntemi ile ölçülmüş ve elde edilen skorlar kurumsal yönetim notları ile karşılaştırılmıştır. Elde edilen sonuçlara göre TOPSIS skorlarında iyi performansa sahip firmaların kurumsal yönetim notları arasında aynı yönde hareketin olmadığı tespit edilmiştir. Şirketlerin kurumsal yönetim kalitelerinin finansal performanslarına tam olarak yansımadağı sonucuna ulaşmışlardır.

Yenice ve Dölen (2013) çalışmalarında 2007-2011 dönemlerinde BIST Kurumsal Yönetim Endeksi'nde yer alan firmaların borsa değerlerinin, kurumsal yönetim derecelendirme notundan etkilenip etkilenmediğini araştırmışlardır. Kurumsal yönetim notlarının açıklandığı tarihin 30 gün öncesi ve 30 gün sonrası borsa değerleri karşılaştırılmıştır. Karşılaştırmada Wilcoxon İşaretli Sıra Sayıları Testi ve t-testi uygulanmıştır. Sonuç olarak derecelendirme notu ile borsa değerleri arasında anlamlı ve pozitif yönlü bir ilişkinin varlığını tespit etmişlerdir.

Krafft vd. (2014), yapmış oldukları çalışmada kurumsal yönetim, firma değeri ve firma performansı arasındaki ilişkiyi araştırmışlar ve ABD dışındaki şirketlerin kurumsal yönetim uygulamaları bakımından ABD'deki en iyi

uygulamalara uyumu ve bunun etkileri araştırılmıştır. Teorik olarak çalışma amacına ulaşamamış fakat ABD'nin kurumsal yönetim uygulamaları bakımından en iyi sisteme sahip olduğu düşünülse de, uygulama yapılan ülkelerin ve firmaların gelişmişlik düzeylerinin de göz önünde tutulması gerektiği savunulmuştur. ABD'deki kurumsal yönetim uygulamalarını benimseyen firmalar ile şirket performansları arasında pozitif ilişkinin olduğunu tespit etmişlerdir.

Amba (2014), Bahreyn Borsası'nda kayıtlı şirketler üzerinde çalışma yaparak, şirketlerin performansı üzerinde kurumsal yönetim uygulamalarının etkisini araştırmıştır. Kurumsal yönetim değişkenleri olarak ortaklık yapısı, CEO ikiliği, denetim kurullarının varlığı, pasif yöneticilerin oranı, kurumsal yatırımcılar, özkaynakların borçlara oranı kullanılmıştır. CEO ikiliğinin olması, pasif yönetici sayısının fazlalığı, denetim kurulunda bulunanların yönetici sıfatlarını taşımaları şirket performansı üzerinde olumsuz etki yaratırken, kurumsal sahipliğin artması şirket performansı üzerinde olumlu etkide bulunmaktadır.

Kula ve Baykut (2014), BIST bünyesinde yer alan ticari bankaların performansları ile kurumsal yönetim uygulamaları arasındaki ilişki üzerine bir çalışma yapmıştır. Yapılan çalışma 2007-2012 dönemleri arasında beş tanesinin BIST XKURY endeksinde yer alan olmak üzere toplam 14 adet bankanın verileri kullanılarak gerçekleştirilmiştir. Yapılan çalışma sonucunda kurumsal yönetim endeksinde yer almanın banka performansı üzerinde pozitif bir ilişkinin olduğu tespit edilememiştir. Aktif karlılığı ve özsermaye büyüklüğü, bankaların piyasa değerini olumlu etkilerken, bankaların mevduat büyüklüğü ise bankaların piyasa değerini olumsuz yönde etkilemektedir.

Aghabaki (2014), çalışmasında kurumsal yönetim uygulamalarının firma değeri ve hisse senedi getirileri üzerindeki etkilerini araştırmıştır. 2008-2012 dönemleri arasında BIST'te işlem gören şirketlere ait veriler kullanılmış olup, şirketlerin kurumsal yönetim endeksi ile şirketlerin özkaynak net karlılık oranları arasında pozitif yönlü bir ilişkinin olduğunu tespit etmiştir. Regresyon modelinde kullanılan şirketlerin büyüklüğü ve firma kaldıraç oranlarının ise firma değeri üzerinde olumlu etkisinin olmadığı sonucuna erişmiştir.

Yavuz vd. (2015), çalışmada kurumsal yönetim endeksi ile hisse senedi getirileri arasındaki ilişkiyi incelenmiştir. 2012-2013 dönemlerinde ilk defa kurumsal yönetim derecelendirme notu alan ve BIST kurumsal yönetim endeksine alınan 11 şirketin endekse alınma tarihi ile bu tarihten 10 gün öncesi ve 10 gün sonrası oluşan normal olmayan getiriler incelenmiştir. Anormal getiri elde edildiğini test etmek amacıyla çeşitli hipotezler oluşturulmuştur. Yapılan olay çalışması yoluyla elde edilen verilere göre, endekse alınma tarihinden önceki 10 gün ile sonraki 10 gün içinde meydana gelen anormal getiriler karışık seyir izlemiştir. Bazı günler pozitif anormal getiri gözlemlenmişken, bazı günler negatif anormal getiri elde edilmiştir.

3. Araştırma Yöntemi ve Analiz

3.1. Çalışmanın Amacı ve Kapsamı

Bu çalışmanın amacı, hisse senetleri BİST’de işlem gören ve Kurumsal Yönetim Derecelendirme Endeksi’nde bulunan firmalar için yapılan kurumsal yönetim derecelendirme not duyurusunun hisse senedi getirilerini etkileyip etkilemediği “olay çalışması” yöntemiyle analiz etmektir. Diğer bir ifadeyle Kurumsal Yönetim Endeksinde bulunan firmaların derecelendirme notunun açıklanması sürecinde işletmelerin hisse senetlerinden anormal getirilerin elde edilip edilemeyeceği araştırılacaktır.

Bu çalışmanın kapsamını, hisse senetleri BİST’de işlem gören firmaların 2011 yılı ile 2015 yılları arasındaki kurumsal yönetim derecelendirme notlarına ait duyurusu yapılan XKRUY’da yer alan firmalar oluşturmaktadır. Bilindiği gibi Türkiye’de borsaya kayıtlı tüm firmalar, kendileri ile ilgili ve sonuçları kamuyu ilgilendiren olumlu ya da olumsuz her türlü bilgiyi BİST ve KAP aracılığı ile duyurmak zorundadır. Etkin Piyasalar Hipotezi’ne göre bir piyasanın “yarı-güçlü formda” etkin olması halinde, o piyasada kamuya açıklanan firmalara özel bilgiler yardımıyla anormal getiri elde edilemeyeceğini savunmaktadır (Hirt ve Stanley, 2006: 259; Karan, 2004: 267-273). Piyasaların etkin olmaması durumunda ise kamuya açıklanan bu tür bilgiler sayesinde yatırımcılar anormal getiriler elde edebileceklerdir. Bu nedenle, firmaların kurumsal yönetim derecelendirme notuna ait açıklamalar piyasanın etkinlik derecesine bağlı olarak olumlu veya olumsuz etki oluşturabilecektir.

Çalışma kapsamında yer alan firmaların kurumsal yönetim derecelerine ait notlar ve tarihler KAP’dan, hisse senetlerine ait getiriler BİST’den temin edilmiştir. Çalışma kapsamında yer alan firmalar ve firma kodları Tablo 2’de gösterilmiştir. Tablo 2’de 2011-2015 yılları arasında endekse dahil olan firmaların toplam sayısı, firma isimleri ve firma kod’ları yer almaktadır. Analiz yapılan 5 yıl içinde toplam 58 firma kurumsal yönetim derecelendirme notu olarak endekse dahil olmuştur.

Tablo 2: 2011-2015 Yılları Arasında Kurumsal Yönetim Endeksinde Bulunan Şirketlere Ait Bilgiler

Sıra	Kod	Şirket Adı	Sıra	Kod	Şirket Adı
1	AEFES	Anadolu Efes Biracılık ve Malt Sanayi AS	30	ISFIN	İş Finansal Kiralama A.Ş.
2	AKSA	Aksa Akrilik Kimya Sanayii A.Ş.	31	ISGYO	İş Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.
3	AKSGY	Akiş Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.	32	ISMEN	İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş.
4	ANSGR	Anadolu Anonim Türk Sigorta Şirketi	33	IZOCM	İzocam Ticaret ve Sanayi A.Ş.
5	ALBRK	Albaraka Türk Katılım Bankası A.Ş.	34	LOGO	Logo Yazılım Sanayi ve Ticaret A.Ş.

6	ARCLK	Arçelik A.Ş.	35	MEMSA	Mensa Sınai Ticari ve Mali Yatırımlar A.Ş.
7	ASELS	Aselsan Elektronik Sanayi ve Ticaret A.Ş.	36	MGROS	Migros Ticaret A.Ş.
8	ASYAB	Asya Katılım Bankası A.Ş.	37	OTKAR	Otokar Otomotiv ve Savunma Sanayi A.Ş.
9	AYGAZ	Aygaz A.Ş.	38	PETKM	Petkim Petrokimya Holding A.Ş.
10	BOYNR	Boyner Büyük Mağazacılık A.Ş.	39	PETUN	Pınar Entegre Et ve Un Sanayii A.Ş.
11	CCOLA	Coca-Cola İçecek A.Ş.	40	PGSUS	Pegasus Hava Taşımacılığı A.Ş.
12	CEMAS	Çemaş Döküm Sanayi A.Ş.	41	PINSU	Pınar Su Sanayi ve Ticaret A.Ş.
13	CRDFA	Creditwest Faktoring A.Ş.	42	PNSUT	Pınar Süt Mamülleri Sanayii A.Ş.
14	DENTA	Dentaş Ambalaj ve Kağıt Sanayi A.Ş.	43	PRKAB	Türk Prysmian Kablo ve Sistemleri A.Ş.
15	DOAS	Doğuş Otomotiv Servis ve Ticaret A.Ş.	44	PRKME	Park Elektrik Üretim Madencilik Ticaret ve Sanayi A.Ş.
16	DOHOL	Doğan Şirketler Grubu Holding A.Ş.	45	SKBNK	Sekerbank T.A.Ş.
17	DGGYO	Doğuş Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.	46	SISE	Türkiye Sise ve Cam Fabrikaları A.Ş.
18	DYHOL	Doğan Yayın Holding A.Ş.	47	TAVHL	Tav Havalimanları Holding A.Ş.
19	EGCYH	Ereğli & Co Trim Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş.	48	TOASO	Tofaş Türk Otomobil Fabrikası A.Ş.
20	ENKAI	Enka İnşaat ve Sanayi A.Ş.	49	TRCAS	Turcas Petrol A.Ş.
21	EREGL	Ereğli Demir ve Çelik Fabrikaları T.A.Ş.	50	TSKB	Türkiye Sınai Kalkınma Bankası A.Ş.
22	GARAN	T.Garanti Bankası A.Ş.	51	TTKOM	Türk Telekomünikasyon A.Ş.
23	GARFA	Garanti Faktoring A.Ş.	52	TTRAK	Türk Traktor ve Ziraat Makineleri AS
24	GLYHO	Global Yatırım Holding A.Ş.	53	TUPRS	Türkiye Petrol Rafinerileri A.Ş.
25	GRNYO	Garanti Yatırım Ortaklığı A.Ş.	54	VESTL	Vestel Elektronik Sanayi ve Ticaret AS
26	HALKB	T. Halk Bankası A.Ş.	55	VKFYO	Vakıf Menkul Kıymet Yatırım Ortaklığı AS
27	HURGZ	Hürriyet Gazetecilik ve Matbaacılık A.Ş.	56	YAZIC	Yazıcılar Holding AS
28	IHEVA	İhlas Ev Aletleri İmalat Sanayi ve Ticaret A.Ş.	57	YGYO	Yeşil Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı AS
29	IHLAS	İhlas Holding A.Ş.	58	YKBNK	Yapı ve Kredi Bankası A.Ş.

Kaynak: KAP, [https://www.kap.org.tr/tr/Endeksler] (13.08.2016)

Çalışma kapsamında yer alan firmaların KAP'dan alınan kurumsal yönetim derecelerine ait notları ve not açıklama tarihleri Tablo 3'de gösterilmiştir.

Tablo 3: Kurumsal Yönetim Endeksinde Bulunan Şirketlerin Duyuru Tarihleri ve Bilgileri

Şirket/Dönem	2011			2012			2013			2014			2015		
	Sıra	Kod	Not	Açıklanma Tarihi	Not	Açıklanma Tarihi	Not	Açıklanma Tarihi	Not	Açıklanma Tarihi	Not	Açıklanma Tarihi	Not	Açıklanma Tarihi	
1	AEFES	8,55	01.06.2011	8,94	01.06.2012	9,33	24.05.2013	9,42	23.05.2014	9,55	22.05.2015				
2	AKSA							9,22	05.08.2014	9,50	23.07.2015				
3	AKSGY							9,16	21.11.2014	9,28	20.11.2015				
4	ANSGR									9,16	06.11.2015				
5	ALBRK	8,28	21.10.2011	8,22	18.10.2012	8,62	19.07.2013	8,44	10.07.2014	8,59	10.07.2015				
6	ARCLK	8,59	01.08.2011	9,10	30.07.2012	9,28	29.07.2013	9,41	23.07.2014	9,48	22.07.2015				
7	ASELS			8,77	13.12.2012	9,07	13.12.2013	9,09	12.12.2014	9,13	11.12.2015				
8	ASYAB	8,26	01.07.2011	8,61	02.07.2012	8,92	28.06.2013	8,42	03.03.2014						
9	AYGAZ	8,49	30.06.2011	8,96	29.06.2012	9,27	01.07.2013	9,29	02.07.2014	9,36	01.07.2015				
10	BOYNR			8,64	10.12.2012	8,61	10.12.2013	8,20	03.03.2014						
11	COLLA	8,50	01.07.2011	8,88	02.07.2012	9,20	01.07.2013	9,25	01.07.2014	9,40	01.07.2015				
12	CEMAS							7,62	28.05.2014						
13	CRDFA					8,03	24.06.2013	7,79	03.03.2014	8,22	12.06.2015				
14	DENTA	8,06	11.05.2011	8,69	11.05.2012	8,97	10.05.2013								
15	DOAS	7,70	01.02.2011	8,63	31.12.2012	9,00	27.12.2013	9,25	15.12.2014	9,42	15.12.2015				
16	DOHOL	8,59	03.11.2011	9,03	05.11.2012	9,18	05.11.2013	9,35	05.11.2014	9,36	05.11.2015				
17	DGGYO									8,01	07.07.2015				
18	DYHOL	8,88	01.08.2011	9,00	31.07.2012	9,03	30.07.2013								
19	EGCYH	8,20	01.12.2011	8,60	30.11.2012	9,08	29.11.2013	8,58	03.03.2014						
20	ENKAI			9,16	26.11.2012	9,20	21.11.2013	9,02	21.11.2014	9,16	03.11.2015				
21	EREGL									8,83	29.07.2015				
22	GARAN							9,14	11.12.2014	9,20	10.12.2015				
23	GARFA			8,36	23.08.2012	8,76	21.08.2013	8,90	21.08.2014	9,15	20.08.2015				
24	GLYHO	8,36	28.12.2011	8,80	26.11.2012	8,86	26.11.2013	8,88	26.11.2014	8,79	26.11.2015				
25	GRNYO					9,01	31.12.2013	9,21	26.12.2014	9,32	25.12.2015				
26	HALKB	8,74	19.12.2011	8,77	19.12.2012	9,20	19.12.2013	9,19	19.12.2014	9,26	18.12.2015				
27	HURGZ	8,55	23.09.2011	9,09	24.09.2012	9,09	24.09.2013	9,30	24.09.2014	9,36	18.09.2015				
28	HEVA	7,39	20.12.2011	7,67	27.09.2012	8,05	01.08.2013	7,79	25.07.2014	8,06	27.07.2015				
29	IHLAS	7,91	20.12.2011	8,09	28.09.2012	8,15	02.08.2013	7,84	25.07.2014	8,04	27.07.2015				
30	ISFIN	8,58	28.12.2011	9,03	28.12.2012	9,11	27.12.2013	9,07	26.12.2014	9,20	25.12.2015				
31	ISGYO			8,53	27.12.2012	8,80	26.12.2013	9,09	04.12.2014	9,27	04.12.2015				
32	ISMEN	8,63	23.12.2011	8,87	11.09.2012	9,06	10.09.2013	8,91	05.09.2014	9,05	04.09.2015				
33	IZOCM							8,76	30.12.2014	9,16	29.12.2015				
34	LOGO	8,26	19.12.2011	8,60	14.12.2012	8,91	13.12.2013	9,03	15.12.2014	9,08	15.12.2015				
35	MEMSA	7,59	28.06.2011	7,75	25.06.2012										
36	MGROS									9,46	30.12.2015				
37	OTKAR	8,47	18.03.2011	8,68	19.03.2012	9,01	19.03.2013	9,20	19.03.2014	9,28	19.03.2015				
38	PETKM	8,52	24.08.2011	8,72	24.08.2012	8,91	20.08.2013	8,97	04.03.2014						
39	PETUN			8,77	07.12.2012	9,16	20.11.2013	9,11	21.11.2014	9,20	20.11.2015				
40	PGSUS					8,13	31.12.2013	8,77	24.10.2014	9,03	29.09.2015				
41	PINSU					9,34	04.12.2013	9,28	05.12.2014	9,37	04.12.2015				
42	PNSUT	8,34	24.11.2011	8,87	23.11.2012	9,15	20.11.2013	9,09	20.11.2014	9,18	20.11.2015				
43	PRKAB	8,15	22.12.2011	8,44	14.12.2012	8,65	16.12.2013	9,06	05.12.2014	9,09	04.12.2015				
44	PRKME	8,67	08.06.2011	8,82	06.06.2012	8,98	06.06.2013	8,95	06.06.2014	9,03	05.06.2015				
45	SKBNK	8,76	07.02.2011	8,82	07.02.2012	9,09	06.02.2013	9,07	03.03.2014	9,11	06.02.2015				
46	SISE							9,28	29.12.2014	9,35	18.12.2015				
47	TAVHL	9,09	26.08.2011	9,24	24.08.2012	9,40	23.08.2013	9,18	03.03.2014	9,52	21.08.2015				
48	TOASO	8,58	23.11.2011	9,02	09.11.2012	9,14	11.11.2013	9,01	05.11.2014	9,06	05.11.2015				
49	TRCAS	8,12	08.03.2011	8,40	08.03.2012	8,75	08.03.2013	9,09	15.12.2014	9,27	03.03.2015				
50	TSKB	9,10	18.10.2011	9,10	18.10.2012	9,40	21.10.2013	9,44	20.10.2014	9,52	20.10.2015				
51	TTKOM	8,37	28.12.2011	8,80	12.12.2012	8,80	12.12.2013	8,72	12.12.2014	8,91	11.12.2015				
52	TTRAK	8,50	18.08.2011	8,90	17.08.2012	9,10	16.08.2013	9,05	15.08.2014	9,09	17.08.2015				

53	TUPRS	8,62	05.10.2011	9,10	05.10.2012	9,34	04.10.2013	9,31	09.10.2014	9,44	02.10.2015
54	VESTL	8,59	25.02.2011	8,83	24.02.2012	9,09	22.02.2013	8,94	03.03.2014	9,12	23.02.2015
55	VKFYO	8,41	19.01.2011	8,73	18.01.2012			9,31	04.03.2014		
56	YAZIC	8,30	03.11.2011	8,77	18.10.2012	9,07	11.10.2013	9,13	09.10.2014	9,17	08.10.2015
57	YGYO	8,56	18.04.2011	8,66	18.04.2012	9,02	17.04.2013	9,04	17.04.2014	9,18	17.04.2015
58	YKBNK	8,80	28.12.2011	8,80	28.12.2012	9,32	27.12.2013	9,25	29.12.2014	9,34	28.12.2015

Çalışmanın uygulama kısmında öncelikle, her bir firma için örnek olay olarak belirlenen Kurumsal Yönetim Derecelendirme Notu'nun açıklandığı günün 10 gün öncesi ve 10 gün sonrasını kapsayan günlük getiri oranları elde edilmiştir. Elde edilen bu getirilerden yararlanarak olay çalışması için gerekli hesaplamalar yapılmış ve şirketlerin aldıkları kurumsal yönetim derecelendirme notlarının, ilgili şirketlerin hisse senetlerinde anormal bir getiri sağlayıp sağlamadığı ortaya konulmaya çalışılmıştır. Literatürde kısa dönem performans üzerine yapılan çalışmalarda kullanılan zaman periyodu bir iki gün ile altı ay arasında değişmektedir (Ünlü ve Ersoy, 2008: 243-258). Olay penceresinin uzun seçilmesi istatistiksel olarak çalışmanın gücünü azaltabilmekte ve olayın anlamlılığı hakkında yanlış değerlendirmelere neden olabilmektedir. Buna karşın olay penceresinin kısa olması, olayın önemli etkilerini net olarak yansıtabilir. Bu çalışmada kurumsal yönetim derecelendirme notunun ilanının kısa dönem performansları (notun ilan tarihinden 10 gün öncesi, olay günü ve olay sonrası 10 gün getirilerini kapsayacak şekilde) toplam 21 günlük getirileri kapsayacak şekilde incelenmiştir. Olay çalışmasından bugün aralığının seçilmesiyle getirilerin olaya duyarlılığını daha sağlıklı bir biçimde ölçülebilmektedir.

3.2. Çalışmanın Yöntemi

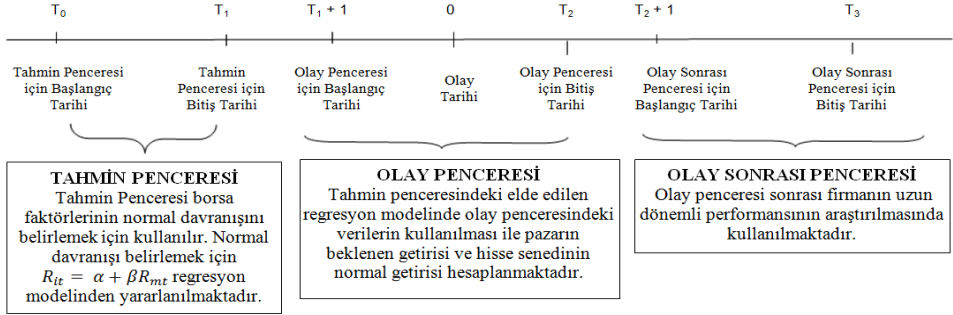
Çalışmada, Olay Çalışması (Event-Study) yönteminden yararlanılmıştır. Olay çalışması finans literatüründe sayısal olarak ifade edilemeyen şirketlere özgü veya tüm piyasayı etkileyebilecek çeşitli olayların piyasalar üzerindeki etkisini görmek için sıklıkla tercih edilen bir yöntemdir. Olay çalışmasında herhangi bir olay veya ilanın sermaye piyasasında anormal hareketlere yol açıp açmadığı araştırılmaktadır (Beninga, 2008: 371). Diğer bir ifade ile olay çalışması, herhangi bir firma ile ilgili belirli bir olayın, o firmanın hisse senedi fiyatları üzerindeki etkisini ölçen bir yöntem olarak kullanılmaktadır. Bu bağlamda olay çalışması, gerçekleşen olaya veya yapılan duyuruya hisse senedi fiyatlarının hangi hızda fiilen tepki verdiğini ölçmek için kullanılmaktadır. Bir piyasanın etkinliği konusundaki en açık deliller, günlük getiriler kullanılarak yapılan olay çalışmalarından sağlanmaktadır.

Olay çalışmasının yürütülmesi için temel varsayım; kamuya açıklanan tüm bilgilerin hisse senedi fiyatlarına yansıdığını iddia eden yarı güçte etkin olma durumudur. Yarı güçte etkin bir piyasa kamuya açıklanan tüm bilgileri anında fiyatlara yansıtaacağı için böyle bir piyasada bu tür bilgilere dayalı anormal getiri elde edilebilmesi beklenmeyecektir. Olay çalışması, ilgili olayın herhangi bir

anormal getiriye yol açıp açmadığını ölçmeye çalışmaktadır. Anormal getiri ise, "bir menkul kıymetin gerçekleşen getirisi ile beklenen getirisi arasındaki fark" şeklinde ifade edilmektedir. Olay çalışması için beklenen getiriler, piyasa modeli, ortalama ayarlı getiri modeli veya sıfır-bir modelleri olmakla birlikte, bunlar arasında en çok tercih edilen piyasa modelidir. Piyasa modelinde işletmenin hisse senetlerinin fiyatı ile hisse senedi piyasa endeksi arasında doğrusal bir ilişki olduğu varsayılmaktadır. Bu yöntemde bir menkul kıymetin getirisi sadece piyasa portföyüne değil, işletmeye özgü sistematik riske de bağlı bulunmaktadır (Tong, 2010). Dolayısıyla bu çalışmada öncelikle basit doğrusal regresyon modeli ile her bir hisse senedinin her bir gözlem günü için piyasa getirisine dayalı beklenen getirisi hesaplanacaktır. Sonraki aşamada anormal getiriler ve kümülatif anormal getiriler hesaplanarak, olayın şirket üzerindeki olumsuz veya olumsuz etkileri t-testi ile incelenecektir.

Olay çalışması üç ana zaman bölümünü kapsamaktadır. "Olay günü", ilgili olayın gerçekleştiği tarihi, "olay penceresi" (event window), olaydan sonraki aralık (pozitif test dönemi), ilgili olay olduktan sonra kaç gün daha şirketin varlık fiyatları üzerinde etkisini sürdüreceğini, "önceki aralık" ise (negatif test dönemi), işlemcilerin söz konusu olayı önceden haber alabilmesi durumuna karşın olay olmadan kaç gün önce olayın fiyatları etkilemeye başladığını göstermektedir. Olay penceresi için genellikle olaydan önce ve sonra 3, 5 veya 10'ar gün incelenmektedir. Böylece olay günü öncesinde olası bilgi sızıntılarını ve olay sonrası döneme de olası yansımalarını ölçmeye yetecek uzunlukta bir zaman aralığı elde edilmektedir. Olay penceresinin daha uzun seçilmesi ise, istatistiksel olarak çalışmanın gücünü azaltabilmesi ve olayın anlamlılığı hakkında yanlış değerlendirmelere neden olabilmesi bakımından tercih edilmemektedir. Kontrol dönemi olarak da tanımlanabilen "tahmin penceresi" (estimation window) olay söz konusu değilken, varlık getirilerinin piyasa getirisine kıyasla gerçekleşen normal davranışını belirlemeye çalışmaktadır. Gerçek fiyat hareketlerini tanımlayabilmek için, tahmin penceresinde çoğunlukla bir takvim yılı (yaklaşık 250 işlem günü) veya en az 126 olay öncesi gözlem kullanılmaktadır (Eyüboğlu ve Bulut, 2015: 113-138; Beninga, 2008: 371-373; Sakarya, 2011: 147-162). Şekil 1 'de Olay Çalışması zaman çizelgesi gösterilmiştir. Ancak bu yöntemin bir dezavantajı, yazılımlar geliştirilmekle birlikte, analizin yürütülmesi için yaygın olarak Microsoft Office Excel üzerinde aynı sürecin kullanılan her hisse için ayrı ayrı tekrarlanması ve bu yüzden analiz sürecinin oldukça uzamasıdır. Dolayısıyla bu araştırmanın da kapsamını belirleyen önemli bir kısıt olmuştur.

Şekil 1 : Olay Çalışması Zaman Çizelgesi



Kaynak: Benninga, S. (2008). Financial Modelling, (Third Edition), London: The MIT Press. s:372.

Bu doğrultuda olay çalışmasının gerçekleştirilmesi için en sık tercih edilen yaklaşım piyasa modeli olup gerçekleştirilecek adımlar aşağıda gösterilmektedir (Brown ve Warner, 1985: 1-31; Benninga, 373-374; Mazgit, 2013: 225-264).

1. Adımda: Hisse senedi getirisi hesaplanmaktadır.

$$R_{it} = [D + (P_{it} - P_{it-1})] / P_{it-1} \quad (1)$$

Öncelikle R_{it} hisse “i” senedinin t günündeki fiili getirisini; P_{it} firmanın hisse senedinin t günü kapanış fiyatını, P_{it-1} “i” hisse senedinin (t-1) günü kapanış fiyatını ve “D” ise hisse senedinin (t) gününde ödenen kar payını göstermektedir.

2. Adımda: Pazar getirisi hesaplanmaktadır.

$$R_{mt} = (I_t - I_{t-1}) / I_{t-1} \quad (2)$$

Pazar getiri oranı ise yukarıdaki gibi hesaplanır. Eşitlikteki, R_{mt} pazara ilişkin günlük getiriyi, “ I_t ” BİST100 endeksinin (t) günündeki kapanış değerini, “ I_{t-1} ” BİST-100 endeksinin (t-1) günündeki kapanış değerini göstermektedir.

3. Adımda: Piyasa modeli hesaplanmaktadır.

Tahmin penceresindeki ilgili hisse senedi/varlık ve piyasa endeksi üzerinden hesaplanan günlük getiri verileri kullanılarak en küçük kareler yöntemi (EKK) ile α (sabit terim) ve β katsayıları (eğim) hesaplanır. Kullanılacak piyasa modeli (denklem 3)'de gösterilmektedir:

$$R_t = \alpha_t + \beta_t * R_{m,t} \quad (3)$$

Denklem (1)'de R_t , t gününde gerçekleşen getiriyi, $R_{m,t}$ gününde gerçekleşen piyasa getirisini, hesaplanan α değeri sabit terimi, β ise sistematik riski

göstermektedir. Getiriler (R_t) ise cari ve önceki dönem kapanış fiyat farkının önceki dönem kapanış fiyatına oranlanması ile elde edilmektedir.

Hesaplamalar yapıldıktan sonra olay penceresinde gerçekleşen getiriler ve piyasa modeli ile elde edilen katsayılar kullanılarak olay penceresindeki her bir gün için beklenen getiriler denklem (4), anormal getiriler denklem (5) ve kümülatif anormal getiriler denklem (7) hesaplanmaktadır:

4. Adımda: Beklenen getiriler hesaplanmaktadır.

$$E(R)_t = \alpha_t + \beta_t * R_{m,t} \quad (4)$$

Burada;

$E(R)_t$: t günündeki beklenen getiri

α_t : Tahmin penceresinde hesaplanan sabit terim

β_t : Tahmin penceresinde hesaplanan eğim (beta katsayısı)

$R_{m,t}$: t günündeki piyasa getirisi

5. Adımda: Anormal getiriler hesaplanmaktadır.

Anormal getiri (AR) olay penceresindeki her bir gün için cari getiri (R) ile denklem (4)'de hesaplanan beklenen getiri (E(R)) arasındaki farktır:

$$AR_t = R_t - E(R)_t \quad (5)$$

6. Adımda: Anormal getirilerin ortalaması hesaplanmaktadır.

Anormal getirilerin ortalaması (AAR_t) denklem (6)'da ki gibi olay penceresi aralığındaki anormal getirilerin aritmetik ortalaması alınarak hesaplanmaktadır. Ayrıca (AAR_t) olay penceresindeki her bir gün için firmaların (AR_t) değerlerinin ortalaması olarak da ifade edilmektedir.

$$AAR_t = \frac{1}{N} \sum_{j=1}^N AR_t \quad (6)$$

7. Adımda: Kümülatif Anormal getiriler hesaplanmaktadır.

Kümülatif anormal getiri (CAR), bir olayın olay penceresi olarak da ifade edilen belirli bir zaman aralığındaki toplam etkisini göstermektedir. CAR, cari dönemdeki anormal getiri ile bir önceki dönemde hesaplanan CAR toplamına eşittir denklem (7). CAR piyasanın şokları nasıl tanımladığını belirlemek ve endekste dalgalanmaya yol açan belirsizliğin seyrini görmek açısından da değerlendirilmektedir. Bununla birlikte ($CAAR_t$)'te de olay penceresindeki her bir gün için firmaların (AR_t) değerlerinin kümülatif toplamı olarak ifade etmektedir. İlk gün için CAR için aynı günün anormal getirisi olarak alınmaktadır.

$$CAR_t = AR_t + CAR_{t-1} \quad (7)$$

Bu çalışmada olay penceresi için, olay günü ile olaydan önceki ve sonraki 10'ar gün olmak üzere toplam 21 gün alınmıştır, tahmin penceresi ise 126 günü kapsamaktadır. İstatistiklerin hesaplanması ve test edilmesi Microsoft Office Excel ile gerçekleştirilmiştir. Analizde, tüm duyuru tarihleri için tutarlı değerlendirmeler yapılabilmesi için istatistikler hesaplanmış ve piyasayı temsilen BIST100 endeksi kullanılmıştır. Her bir duyuru için yukarıda sayılan adımlar her firma için tekrarlanarak karşılaştırmalar yapılmıştır.

Eğer kümülatif anormal getiriler (CAR_t) 0'dan farklılıklar gösteriyorsa, kurumsal derecelendirme notunun duyurulması firma hisse senetlerini etkileyerek, o hisse senetlerinden anormal bir getiri elde edilmesini mümkün kılmaktadır. Dolayısıyla, böyle bir piyasa yarı güçlü formda etkin değildir. Ancak, elde edilen kümülatif anormal getirilerin (CAR_t) 0'a eşit, ya da 0'a çok yakın olması, ilgili duyurunun firmanın hisse senetlerini etkilemediği ve dolayısıyla da o piyasanın yarı güçlü formda etkin olduğu anlamına gelir (Kaderli, 2007: 144-154). Böyle bir durumda ise yatırımcılar kamuya açıklanan duyurulardan yararlanarak anormal getiriler elde edebilirler. Etkin piyasalar hipotezine göre, piyasaların yarı güçlü formda etkin olabilmesi için, firmaların iyi kurumsal yönetim derecelendirme notunun açıklanması ile o firmaların hisse senetlerinden anormal bir getiri elde edilememesi gerekir.

Buna göre çalışmadaki hipotezler aşağıdaki gibi belirlenebilir:

H_0 : Firmaların kurumsal yönetim derecelendirme notuna ait duyuruların, ilgili firmanın hisse senedi getirisine hiçbir etkisi yoktur.

Yani, $H_0 = (CAR_t) = 0$ şeklinde ifade edilebilir. Duyurunun yapılması ile firmaların hisse senetlerinden anormal bir getiri sağlanamaz ve böyle bir durumda da piyasa “yarı güçlü formda etkin” olmaktadır.

H_1 : Firmaların kurumsal yönetim derecelendirme notuna ait duyuruların, ilgili firmanın hisse senedi getirisine etkisi vardır.

$H_0 = (CAR_t) > 0$ şeklinde ifade edilebilir. Duyurunun yapılması ile firmaların hisse senetlerinden anormal bir getiri sağlanabilir ve böyle bir durumda da piyasa “yarı güçlü formda etkin” değildir.

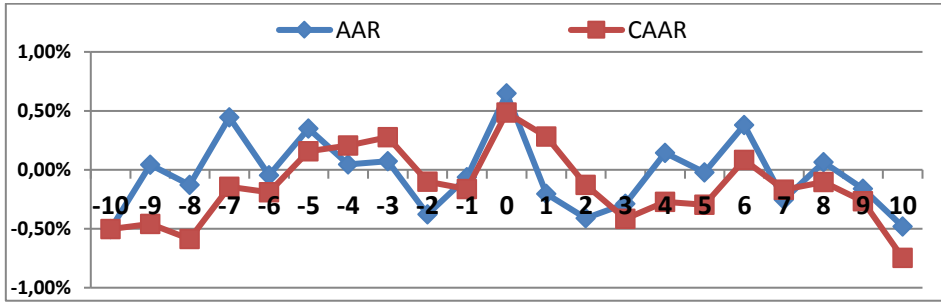
3.3. Bulgular ve Değerlendirme

Şekil 2'den Şekil 6'ya kadar 2011 yılından 2015 yılına kadar kurumsal yönetim endeksinde bulunan şirketlerin olay penceresindeki her bir gün için anormal getirilerin ortalaması alınarak ortalama anormal getirileri (AAR) ve ortalama anormal getirilerinin olay penceresinde kümülatif toplamı olan kümülatif ortalama anormal getiri değerleri (CAAR) gösterilmiştir. Şekil 2, Şekil 3, Şekil 4, Şekil 5 ve Şekil 6'nın dikey ekseninde getiriler yatay ekseninde ise olaydan önceki

“-10”dan başlayan günler ve olaydan sonraki “+10” güne kadar olan günler gösterilmektedir.

Şekil 2.’de 2011 Yılında Kurumsal Yönetim Endeksinde Bulunan Şirketlerin Olay Penceresindeki her bir gün için Anormal Getirilerin ortalaması alınarak Ortalama Anormal Getirileri (AAR) ve Ortalama Anormal Getirilerinin olay penceresinde kümülatif toplamı ile Kümülatif Ortalama Anormal Getiri Değerleri (CAAR) gösterilmiştir. Şekil 2.’ye göre AAR’de sadece olay günü %6 pozitif bir aşmanın olduğu görülmektedir. Olay günü dışında olay penceresinde AAR’nin aşağı ve yukarı yönde artış ve azalış gösterdiği görülmektedir. Genel değerlendirmeyi AAR’nin sonucunda CAAR’da yapabiliriz. CAAR’da olay penceresi içerisinde aşağı ve yukarı yönde değişim göstermektedir. Bu durumda olay günü öncesi ile olay günü sonrasında bir kesin ayrılık veya ayırıcı bir değişiklik söz konusu olmadığı görülmektedir. Bu durumda genel anlamda bütün şirketler için ortak bir yorumlama yapılmak istendiğinde kurumsal yönetime ait duyurular AAR ve CAAR’da radikal bir değişime yol açmadığı görülmektedir.

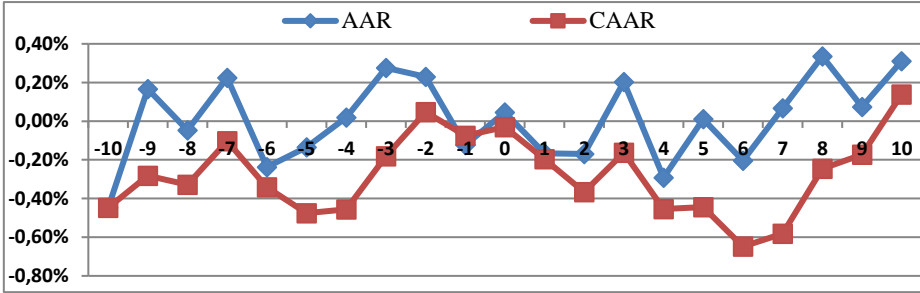
Şekil 2: 2011 Yılında Kurumsal Yönetim Endeksinde Bulunan Şirketlerin Olay Penceresinde Ortalama Anormal Getirileri (AAR) ve Ortalama Anormal Getirilerinin Kümülatif Değerleri (CAAR)



Şekil 3.’te 2012 Yılında Kurumsal Yönetim Endeksinde Bulunan Şirketlerin Olay Penceresindeki her bir gün için Anormal Getirilerin ortalaması alınarak Ortalama Anormal Getirileri (AAR) ve Ortalama Anormal Getirilerinin olay penceresinde kümülatif toplamı ile Kümülatif Ortalama Anormal Getiri Değerleri (CAAR) gösterilmiştir. Şekil 3.’e göre AAR’de olay günü %0 ‘a yakın değer aldığı görülmektedir. Olay günü dışında olay penceresinde AAR’nin +/- %4 bandı içerisinde aşağı ve yukarı yönde artış ve azalış gösterdiği görülmektedir. Genel değerlendirmeyi AAR’nin sonucunda CAAR’da yapabiliriz. CAAR’da olay penceresi içerisinde aşağı ve yukarı yönde değişim göstermektedir. Bu durumda olay günü öncesi ile olay günü sonrasında CAAR’da kısmi olarak aşağı yönlü bir değişiklik söz konusudur. Bu durumda genel anlamda bütün şirketler için ortak bir yorumlama yapılmak istendiğinde kurumsal yönetime ait duyurular AAR’da radikal

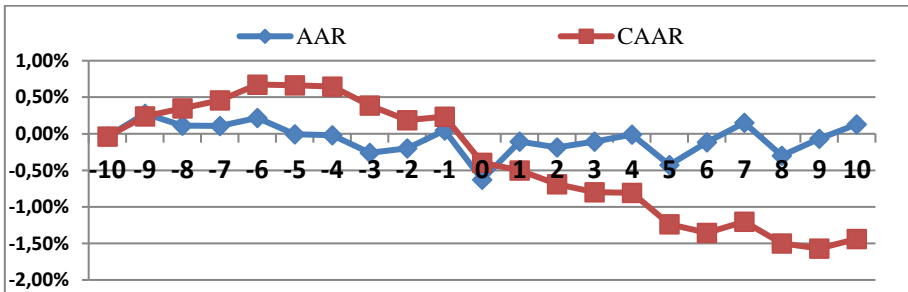
bir değişime yol açmayıp CAAR'da kısmi bir aşağı yönlü hareket olduğu görülmektedir.

Şekil 3: 2012 Yılında Kurumsal Yönetim Endeksinde Bulunan Şirketlerin Olay Penceresinde Ortalama Anormal Getirileri (AAR) ve Ortalama Anormal Getirilerinin Kümülatif Değerleri (CAAR)



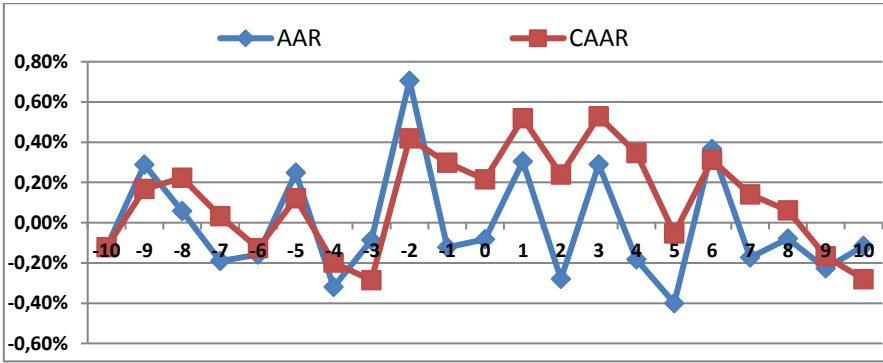
Şekil 4.'te 2013 Yılında Kurumsal Yönetim Endeksinde Bulunan Şirketlerin Olay Penceresindeki her bir gün için Anormal Getirilerin ortalaması alınarak Ortalama Anormal Getirileri (AAR) ve Ortalama Anormal Getirilerinin olay penceresinde kümülatif toplamı ile Kümülatif Ortalama Anormal Getiri Değerleri (CAAR) gösterilmiştir. Şekil 4.'e göre AAR'de sadece olay günü %5 negatif bir aşmanın olduğu görülmektedir. Olay günü dışında olay penceresinde AAR'nin +/- %5 aralığında aşağı ve yukarı yönde artış ve azalış gösterdiği görülmektedir. Genel değerlendirmeyi AAR'nin sonucunda CAAR'da yapabiliriz. CAAR'da olay penceresi içerisinde aşağı yönde değişim göstermektedir. Bu durumda olaydan önceki 5. güne kadar artış göstermiş olsa da, 5. gün sonrasında ve olay günü sonrasında da azalış göstermiştir. Bu durumda genel anlamda bütün şirketler için ortak bir yorum yapılmak istendiğinde, kurumsal yönetime ait duyurular AAR'da radikal bir değişikliğe neden olmamakta ancak CAAR'da özellikle olay günü ve sonrasında negatif yönlü değişime yol açtığı görülmektedir.

Şekil 4: 2013 Yılında Kurumsal Yönetim Endeksinde Bulunan Şirketlerin Olay Penceresinde Ortalama Anormal Getirileri (AAR) ve Ortalama Anormal Getirilerinin Kümülatif Değerleri (CAAR)



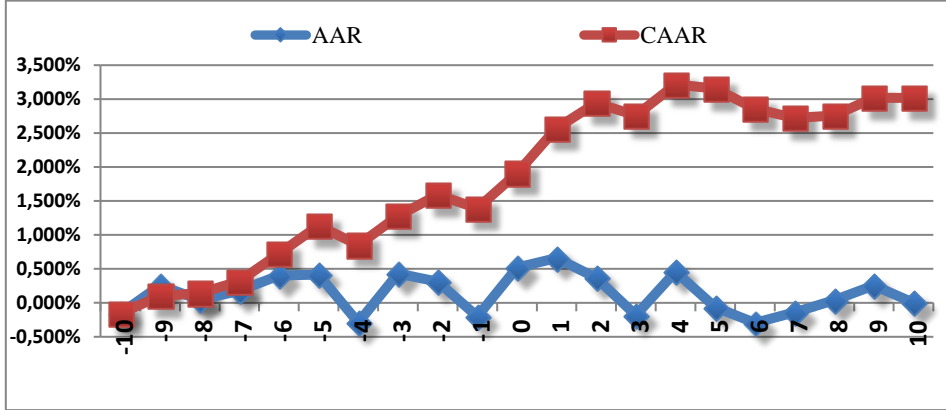
Şekil 5.'de 2014 Yılında Kurumsal Yönetim Endeksinde Bulunan Şirketlerin Olay Penceresindeki her bir gün için Anormal Getirilerin ortalaması alınarak Ortalama Anormal Getirileri (AAR) ve Ortalama Anormal Getirilerinin olay penceresinde kümülatif toplamı ile Kümülatif Ortalama Anormal Getiri Değerleri (CAAR) gösterilmiştir. Şekil 5.'e göre AAR'de sadece olay gününden önceki 2. gün %6 pozitif bir aşmanın olduğu görülmektedir. Olay günü dışında olay penceresinde AAR'nin +/- %4 aralığında aşağı ve yukarı yönde artış ve azalış gösterdiği görülmektedir. CAAR'da olay penceresi içerisinde aşağı ve yukarı yönde değişim göstermektedir. Bu durumda olay günü öncesi ile olay günü sonrasında bir kesin ayrılık veya ayırıcı bir değişiklik söz konusu olmadığı görülmektedir. Bu durumda genel anlamda bütün şirketler için ortak bir yorumla yapılmak istendiğinde kurumsal yönetime ait duyurular AAR ve CAAR'da radikal bir değişime yol açmadığı görülmektedir.

Şekil 5: 2014 Yılında Kurumsal Yönetim Endeksinde Bulunan Şirketlerin Olay Penceresinde Ortalama Anormal Getirileri (AAR) ve Ortalama Anormal Getirilerinin Kümülatif Değerleri (CAAR)



Şekil 6.'da 2015 Yılında Kurumsal Yönetim Endeksinde Bulunan Şirketlerin Olay Penceresindeki her bir gün için Anormal Getirilerin ortalaması alınarak Ortalama Anormal Getirileri (AAR) ve Ortalama Anormal Getirilerinin olay penceresinde kümülatif toplamı ile Kümülatif Ortalama Anormal Getiri Değerleri (CAAR) gösterilmiştir. Şekil 6.'ya göre AAR'de sadece olay gününden sonraki 1. gün %5 pozitif bir aşmanın olduğu görülmektedir. Olay günü dışında olay penceresinde AAR'nin +/- %5 aralığında aşağı ve yukarı yönde artış ve azalış gösterdiği görülmektedir. Bu artış durumu olay günü öncesi 10. gün başlayıp olay günü sonrasında artan bir şekilde devam etmiştir. Bu durumda genel anlamda bütün şirketler için ortak bir yorum yapılmak istendiğinde, kurumsal yönetime ait duyurular AAR'da radikal bir değişikliğe neden olmamakta ancak CAAR'da kısmi olarak pozitif yönlü değişime yol açtığı görülmektedir.

Şekil 6: 2015 Yılında Kurumsal Yönetim Endeksinde Bulunan Şirketlerin Olay Penceresinde Ortalama Anormal Getirileri (AAR) ve Ortalama Anormal Getirilerinin Kümülatif Değerleri (CAAR)



Sonuç

Kurumsal yönetim, bir firmanın hem yerli hem de yabancı yatırımcıyı çekmesine, firmanın daha yüksek performans sağlamasına, uzun dönemde firma içindeki ve dışındaki paydaşlarına ekonomik değer sağlayan ve firma faaliyetlerini gerçekleştirirken kamuya bilgi vermeyi amaçlamaktadır.

Bu çalışmada öncelikle kurumsal yönetimin teorik boyutuyla ilgili genel bilgilere yer verilmiş. Kurumsal yönetimin Türkiye’de ve uluslararası alanda gelişme sürecinden bahsedilmiştir. Çalışmanın literatür kısmında kurumsal yönetimin firma performansı üzerine etkilerini inceleyen çalışmalara yer verilmiştir. Daha sonrada kurumsal yönetim derecelendirmesinin hisse senedi performansına etkisinin BIST kurumsal yönetim endeksinde yer alan firmalar üzerinde etkisi araştırılmıştır.

Araştırmanın amacı Borsa İstanbul’da yer alan kurumsal yönetim endeksine tabi olan firmaların her yıl Sermaye Piyasası Kurulu lisansına sahip bağımsız derecelendirme firmaları tarafından açıklanan kurumsal yönetim notlarıyla hisse senedi getirileri arasındaki ilişki araştırılmıştır. Bu amacı gerçekleştirmek için BIST kurumsal yönetim endeksinde yer alan 58 adet firmanın 2011-2015 yıllarını kapsayan verilerinden yararlanılmıştır. Çalışmada, olay çalışması (event study) yönteminden yararlanılmıştır.

Bu çalışmada olay penceresi için, olay günü ile olay öncesi ve sonrası 10’ar gün olmak üzere toplam 21 gün alınmıştır. Tahmin penceresi ise 126 günü kapsamaktadır. İstatistiklerin hesaplanması ve test edilmesi Microsoft Office Excel ile gerçekleştirilmiştir.

Kümülatif anormal getiri (CAR), bir olayın olay penceresi olarak da ifade edilen belirli bir zaman aralığındaki toplam etkisini göstermektedir. CAR, cari dönemdeki anormal getiri ile bir önceki dönemde hesaplanan CAR toplamına eşittir. CAR piyasanın şokları nasıl tanımladığını belirlemek ve endekste dalgalanmaya yol açan belirsizliğin seyrini görmek açısından da değerlendirilmektedir.

Kümülatif anormal getiriler (CAR_t) 0'dan farklılıklar gösteriyorsa, kurumsal derecelendirme notunun duyurulması firma hisse senetlerini etkileyerek, o hisse senetlerinden anormal bir getiri elde edilmesini mümkün kılmaktadır. Dolayısıyla, böyle bir piyasa yarı güçlü formda etkin değildir. Ancak, elde edilen kümülatif anormal getirilerin (CAR_t) 0'a eşit, ya da 0'a çok yakın olması, ilgili duyurunun firmanın hisse senetlerini etkilemediği ve dolayısıyla da o piyasanın yarı güçlü formda etkin olduğu anlamına gelmektedir.

Kümülatif anormal getirilerde (CAR) olay günü sonrasında kısmı olarak en belirgin değişikliğin 2013 yılı ve 2015 yılında olduğu tespit edilmiştir. 2013 yılında olay günü ve sonrasında negatif yönlü bir değişimin olduğu, 2015 yılında ise olay günü öncesinden başlayan ve pozitif yönlü artarak devam eden bir değişimin olduğu görülmüştür. Bir diğer ifade ile 2013 yılında ve 2015 yılında olay günleri dikkate alındığında yapılan kurumsal yönetim açıklaması her iki yılda kurumsal yönetim endeksinde bulunan firmaların kümülatif anormal getirilerinde kısmı değişime yol açtığı gözlemlenmiştir. 2014, 2012 ve 2011 yıllarında ise kurumsal yönetim endeksinde bulunan firmaların kümülatif anormal getirilerinde değişiklik olmadığı tespit edilmiştir.

Çalışma sonucunda kurumsal yönetim derecelendirme notunun duyurulmasının, hisse senedi getirileri üzerinde pozitif etkisinin olmadığı sonucuna varılmıştır. Etkin piyasalar hipotezine göre ise piyasalar yarı güçlü formda etkin olduğu, kurumsal yönetim derecelendirme notunun açıklanması ile firmaların hisse senetlerinden anormal getiriler elde edilemeyeceği sonucuna ulaşılmıştır.

Kaynakça

- Aghabaki, M. (2014) Kurumsal Yönetim İlkeleri İle Firma Değeri ve Hisse Senedi Getiri Oranı Arasındaki İlişkisi: İMKB'de Bir Uygulama, Atatürk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Doktora Tezi, Erzurum.
- Akdoğan, Y.E. (2009), "Kurumsal Yönetim ve İMKB 100 Endeksi Üzerine Bir Uygulama", (Yayınlanmış Yüksek Lisans Tezi) Konya: Selçuk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Amba, S. M. (2014), "Corporate Governance and Firms' Financial Performance", Journal of Academic and Business Ethics, Vol:4 Issue:2
- Benninga, S. (2008), Financial Modeling, (Third Edition), London: The MIT Press.

- Borsa İstanbul, http://www.borsaistanbul.com/endeksler/bist-pay_endeksleri/kurumsal-yonetim-endeksi , (12.08.2016)
- Brown, S.J. ve Warner, J.B. (1985), “Using Daily Stock Returns: The Case of Event Studies”, *Journal of Financial Economics*, 14
- Büyükşalvarcı, A. ve Abdioğlu, H. (2012), “Kurumsal Yönetim Uygulamalarının Hisse Senedi Getirileri Üzerine Etkisi: İMKB Şirketleri Üzerine Ampirik Bir Uygulama”, *World of Accounting Science*, 14(1).
- Çarıkcı, İ. H., Kalaycı, Ş. ve Gök, İ. Y. (2009), “Kurumsal Yönetim-Şirket Performansı İlişkisi: İMKB Kurumsal Yönetim Endeksi Üzerine Ampirik Bir Çalışma”, *Uluslararası Alanya İşletme Fakültesi Dergisi*, 1(1).
- Ege, İ., Topaloğlu, E. E. ve Özyamanoğlu, M. (2013), “Finansal performans ile kurumsal yönetim notları arasındaki ilişki: BIST üzerine bir uygulama”, *Akademik Araştırmalar ve Çalışmalar Dergisi (AKAD)*, 5(9).
- Eyüpoğlu, K. ve Bulut, H. (2015), “Şirketlere Özgü Haberlerin Hisse Performansına Etkisi: BIST-30 Şirketleri Örneği”, *Uluslararası İktisadi ve İdari İncelemeler Dergisi*, 16.
- Güçlü, H. (2010), *Kurumsal Yönetim Uyum Derecelendirmesi*, İMKB Yayınları.
- Hirt, G. A. ve B. Block, S. (2003), *Fundamentals of Investment Management*, McGraw-Hill/Irwin Publishing, New York.s.259 *International Federation of Accountants*.
- Karamustafa, O., Varıcı, İ. ve Er, B. (2009), “Kurumsal Yönetim ve Firma Performansı: İMKB Kurumsal Yönetim Endeksi Kapsamındaki Firmalar Üzerinde Bir Uygulama”, *Kocaeli Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 17/1, 100-119.
- Karan, M. B. (2004), *Yatırım Analizi ve Portföy Yönetimi*, Gazi Kitabevi, Ankara.
- Karayel, M. ve Gök, İ. Y. (2009), “Kurumsal Yönetim-Performans İlişkisi: İMKB Kurumsal Yönetim Endeksine Kayıtlı Halka Açık Şirketlerde Bir Araştırma”, *Yönetim ve Ekonomi Araştırmaları Dergisi*, 7(12), 9-28.
- Kılıç, S. (2011), “İMKB Kurumsal Yönetim Endeksine Dâhil Olan Şirketlerin Getiri Performanslarının Ölçülmesi”, *Finans Politik & Ekonomik Yorumlar*, Cilt:48, Sayı: 552.
- Kraftt, J., Qu, Y., Quatraro, F. ve Ravix, J.L. (2014), “Corporate Governance, Value and Performance of Firms: New Empirical Results on Convergence from a Large International Database”, *Industrial and Corporate Change*, Oxford University Press (OUP): Policy E - Oxford Open Option D, 23 (2).

- Kula, V. ve Baykut, E. (2014), “Kurumsal Yönetim Derecelendirme Notu ile Piyasa Değeri Arasındaki İlişki: BIST XKURY Şirketleri Üzerine Bir Araştırma”, U.Ü. Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi, 7(3).
- Mazgit, İ. (2013), “Endeks Kapsamında Olmanın Hisse Senedi Getirilerine Etkisi: BIST Temettü 25 Endeksi Üzerine Bir Uygulama”, Sosyo Ekonomi.
- OECD (2004), Corporate Governance-A Survey Of OECD Countries, OECD yayınları, Paris.
- Özsoy, Z. (2011), Kurumsal Yönetim ve Yönetim Kurulları, İmge Yayınları.
- Sakarya, Ş. (2011), “İMKB Kurumsal Yönetim Endeksi Kapsamındaki Şirketlerin Kurumsal Yönetim Derecelendirme Notu ve Hisse Senedi Getirileri Arasındaki İlişkinin Olay Çalışması (Event Study) Yöntemi İle Analizi”, Bülent Ecevit Üniversitesi Uluslararası Yönetim İktisat ve İşletme Dergisi; Cilt:7 Sayı:13.
- SPK (2016), SPK Faaliyet Raporu 2015, Ankara.
- Şehirli, K. (2004), Kurumsal Yönetim, SPK Yeterlilik Etüdleri, Ankara.
- Tong, L. (2010), Event Study Analysis of Share Price and Stock Market Index Data, Master’s Thesis, United Kingdom: University of Stirling, Department of Computing Science and Mathematics.
- Ülgen, H. ve Kadri S. M. (2004), İşletmelerde Stratejik Yönetim, Literatür Yayıncılık, İstanbul.
- Ünlü, U. ve Ersan, E. (2008), “İlk Halka Arzlarda Düşük Fiyatlama Ve Kısa Dönem Performansın Belirleyicileri: 1995–2008 İMKB Örneği”, Dokuz Eylül Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi, Cilt 23 Sayı 2.
- Yavuz, S., Yıldırım, S. ve Elmas, B. (2015), “Kurumsal Yönetim Endeksi İle Şirket Hisse Senedi Getiri İlişkisi: BIST de Bir Uygulama”, Erzincan Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi (ERZSOSDER) VIII-II: 73-82.
- Yenice, S. ve Dölen, T. (2013), “İMKB’de İşlem Gören Firmaların Kurumsal Yönetim İlkelerine Uyumunun Firma Değeri Üzerindeki Etkisi”. Uluslararası Yönetim İktisat ve İşletme Dergisi, 9(19), 199-213.