

KURUMSAL YÖNETİM İLKELERİNE UYUM NOTU İLE HİSSE SENEDİ GETİRİSİ İLİŞKİSİ: BIST KURUMSAL YÖNETİM ENDEKSİ (XKURY) ÜZERİNE BİR UYGULAMA

Melek AKSU¹

Sinan AYTEKİN²

ÖZ

Bu çalışmada Borsa İstanbul (BIST) Kurumsal Yönetim Endeksinde (XKURY) 2009-2014 yılları arasında işlem gören 50 şirketin kurumsal yönetim ilkelerine uyum notu ile hisse senedi getirileri arasındaki ilişkinin belirlenmesi hedeflenmiştir. Bu amaçla şirketlerin öncelikle kurumsal yönetim notunun ilan edildiği tarihten (t) 10 gün öncesi ve 10 gün sonrası (t-10, t+10), daha sonra 5 gün öncesi ve 5 gün sonrası (t-5, t+5) hisse senedi 2. seans kapanış fiyatlarının logaritmik getiri ortalamaları hesaplanmıştır. Elde edilen ortalamalar için Kolmogorov Smirnov testi uygulanmış, normal dağılım gösteren veriler eşleştirilmiş t-testi ile normal dağılım göstermeyen veriler ise Wilcoxon işaret testi ile analiz edilmiştir. Yapılan analizler sonucunda şirketlerin kurumsal yönetim ilkelerine uyum notlarının açıklanması öncesindeki hisse senedi getirileri ile açıklanması sonrasındaki hisse senedi getirileri arasında 2009 ve 2014 yıllarında istatistik olarak anlamlı farklılıklar olduğu tespit edilmiştir. Tespit edilen bu farklılıkların kurumsal yönetim ilkelerine uyum notlarından kaynaklanıp kaynaklanmadığını belirlemek için ise bu yıllar için aynı gün aralıklarında Olay Çalışması (Event Study) yönteminden yararlanılmıştır.

Anahtar Kelimeler: Kurumsal Yönetim Notu, Kurumsal Yönetim Endeksi, Hisse Senedi Getirisi, Olay Çalışması

RELATIONSHIP BETWEEN CORPORATE GOVERNANCE RATING AND STOCK RETURN: AN APPLICATION ON BIST XKURY INDEX

ABSTRACT

Aim of this study is identifying whether there is a relationship between corporate governance ratings and stock returns of 50 firms listed on BIST Corporate Governance Index (XKURY) throughout 2009 and 2014. For this purpose, initially logarithmic return averages of second seans closing prices of stocks were calculated within 10 days before and after announcement of corporate governance ratings. Then, the same calculation was made within 5 days period (5 days before and after announcement of corporate governance ratings). Kolmogorov Smirnov test was used for the procured averages, normally distributed data were analysed with paired t-test and abnormally distributed data were analyzed with the Wilcoxon Signed rank test. As a result of this analysis, it was found that there are statistically significant differences between firms' stock returns before and after corporate governance ratings announcements in 2009 and 2014. Event Study Method was used within the same period (5 and 10 days before and after) to decide whether these stock returns differences are based on corporate governance ratings.

Keywords: Corporate Governance Rating, Corporate Governance Index, Stock Return, Event Study

DOI: 10.17823/gusb.193

¹ Arş. Gör., Balıkesir Üniversitesi, İİBF-İşletme Bölümü, melekgecer1990@gmail.com
² Yrd. Doç. Dr., Balıkesir Üniversitesi, İİBF-İşletme Bölümü, saytekin@balikesir.edu.tr

GİRİŞ

Günümüz global ekonomisinde ulusal ekonomilerin başarısı, ekonomik değer yaratan kurumlar olmaları nedeniyle işletmelerin faaliyet gösterdikleri alandaki rekabet, şeffaflık, ve yönetim yapılarına bağlıdır (ICAN, 2009: 25). Küreselleşmenin artmasıyla birlikte işletmeler kendilerini yoğun bir rekabet içinde bulmuşlardır. Bu yoğun rekabet yarışında bazı işletmeler, diğerlerinden bir adım önde olabilmek için şeffaflığını yitirerek muhasebe skandallarına neden olmuşlardır. 1990’larda büyük şirketlerin (Enron, Worldcom, Tyco, Parmalat, Satyam vb.) adlarının skandallarla birlikte anılması hesap verebilir bir yönetimin ne kadar önemli olduğunu ortaya koymuştur. Kurumsal yönetim, şirket skandalları üzerine kaybolan kamuoyu güvenini tekrar kazanabilmek için firmalar tarafından amaç edinilmiştir.

Kurumsal yönetimin üzerinde anlaşmaya varılmış belirli bir tanımı yoktur. Shleifer ve Vishny (1997)’ye göre kurumsal yönetim, şirketlere fon sağlayan yatırımcıların getiri elde edebilmeleri için şirketlerin uyması gereken kurallar ve yöntemlerdir. Kurumsal yönetim, işletmenin yönetim ve finans alanları arasındaki ayrılıkların ortaya çıkardığı performans düşüren problemleri çözen bir mekanizmadır (Sloan, 2001: 341-342). Dolayısıyla kurumsal yönetim, işletmelerin ulaşmak istedikleri hedeflerini ve performanslarını kontrol etme açısından temel bir yapıtaş konumundadır (Ege vd., 2013: 101). Böylelikle kurumsal yönetim, yönetimi kontrol etme ve firmaların karlılığını en üst seviyede gerçekleştirme yöntemi olmaktadır (Baskıcı, 2012: 49). TÜSİAD’ın tanımına göre ise kurumsal yönetim, bir işletmenin ortaklarına ekonomik değer yaratmasına imkan tanıyan her türlü kanun, yönetmelik, kod ve uygulamaları ifade etmektedir (TÜSİAD, 2005: 31).

Kurumsal yönetimin işletmeler için giderek öneminin artması ve muhasebe skandallarını önleyecek önemli bir araç olması kurumsal yönetimin belirli kriterler halinde düzenlenmesini zorunlu kılmıştır. Bu amaçla, kurumsal yönetim ilkeleri 1999’da OECD, 2003’te Sermaye Piyasası Kurulu (SPK) tarafından yayınlanmıştır. Belirlenen kriterlere göre kurumsal yönetim ilkelerine uyum gösteren şirketlerin fiyat ve getiri performanslarını ölçmek için Türkiye’de 31 Ağustos 2007’de BIST Kurumsal Yönetim Endeksi (XKURY) hesaplanmaya başlanmıştır. BIST Kurumsal Yönetim Endeksi (XKURY), Kurumsal Yönetim İlkeleri’ni uygulayan ve kurumsal yönetim notu alan halka açık şirketlerin hisse senetlerinin işlem gördüğü bir endekstir. BIST Kurumsal Yönetim Endeksi’nin amacı, hisse senetleri BIST pazarlarında (Gözaltı Pazarı ve C Listesi hariç) işlem gören ve kurumsal yönetim ilkelerine uyum notu 10 üzerinden en az 7 ve her bir ana başlık için 6,5 olan şirketlerin fiyat ve getiri performansının ölçülmesidir. Kurumsal Yönetim İlkelerine uyum notu, SPK tarafından belirlenmiş derecelendirme kuruluşları listesinde bulunan derecelendirme kuruluşlarınca, şirketin tüm kurumsal yönetim ilkelerine bir bütün olarak uyumuna ilişkin yapılan değerlendirme sonucunda verilmektedir. Kurumsal Yönetim Endeksi’nde işlem görmek isteyen şirketler SPK tarafından lisanslandırılan derecelendirme kuruluşları tarafından Kurumsal Yönetim Derecelendirmesi olarak BIST’e

bildirilmektedirler. Derecelendirme işlemleri, pay sahipleri (%25 ağırlık), kamuyu aydınlatma ve şeffaflık (%25 ağırlık), menfaat sahipleri (%15 ağırlık) ve yönetim kurulu (%35 ağırlık) olarak 4 ana başlık altında yapılmaktadır (TKYD, 2014).

Kurumsal Yönetim İlkelerine uyum gösteren firmalar daha şeffaf bir yapıya kavuşacak, muhasebe skandallarıyla adının anılması söz konusu olmayacaktır. Böylece kamuoyunda kurumsal yönetime verilen önem sayesinde bir güven ortamı oluşturulmuş olacaktır. Kurumsal yönetim uygulamalarının global standartlarla uyumlaştırılması işletmelerin başarısının önemli bir parçası olmuştur. Bu nedenle iyi kurumsal yönetim uygulamaları işletmelerin global pazarda etkin bir şekilde yönetilebilmelerinin bir ön koşulu haline gelmiştir (Bocean vd., 2007: 125). Kurumsal yönetimin işletmeler açısından kamuoyunda güven ortamı oluşturulmasından daha fazla avantajı vardır. İyi kurumsal yönetim daha iyi piyasa değeri ve daha fazla hisse senedi getirisi ile yakından ilişkili olmakla birlikte aynı zamanda işletmenin performansını da olumlu yönde etkilemektedir (Drobetz vd., 2003: 7). Kurumsal yönetimin şirketler üzerindeki olumlu katkılarına, düşük sermaye maliyeti avantajı, finansman imkanlarının ve likiditenin artması, krizlerin daha kolay atlatılması ve iyi yönetilen şirketlerin sermaye piyasalarından dışlanmamaları tersine sisteme daha çok entegre olmaları örnek olarak gösterilebilir (SPK, 2005: 2).

Yapılan kurumsal yönetim tanımlarından hareketle, kurumsal yönetimin işletmeler için performans artırıcı, ekonomik kazanç ve istikrar sağlayıcı olduğu ön plana çıkmaktadır. Şirketler kurumsal yönetimin kontrol sistemine iyi bir şekilde uyduğu sürece performansları artarak, iyi yönetilen ve paydaşlarına maksimum faydayı sağlayan şirketlere dönüşeceklerdir.

Şirketlerin kurumsal yönetim kaliteleri ekonomik faaliyetlerini olumlu yönde etkilemekte ve bu olumlu gelişmeler etkin piyasa koşullarıyla bir araya geldiğinde hisse senetleri fiyatlarına yansımaktadır (Karamustafa vd., 2009: 102). Kurumsal yönetim uygulamalarının yaygınlaşmasıyla birlikte işletmeler yüksek performanslı, rekabetçi, iyi yönetilen ve paydaşlarına en fazla değeri yaratan kurumlar haline gelecektir (Karan vd., 2013: 130).

Yatırımcılar fonlarını belirli bir şirkete yatırmadan önce bu şirketin finansal açıdan sağlam ve öngörülebilir bir gelecekte faaliyetine devam edeceğinden emin olmak ister (Mallin, 2004: 1). Yatırımcılar yatırım kararları alırken güven unsurunun etkisiyle kurumsal yönetim uygulamalarını finansal performans kadar dikkate almaktadırlar. Dolayısıyla kurumsal yönetim ilkelerine uyumu başaran şirketlerin risk düzeyleri azalacak ve bu şirketler uluslararası alanda rekabet avantajına sahip olacaklarından yatırımcıların bu şirketlere olan ilgileri artacak ve bunun sonucu olarak şirketlerin hisse senetleri değerlendirilecektir (Sakarya, 2011: 148).

Çalışmanın alanyazın taraması kısmında incelenen çalışmalardan Dizkırıcı vd. (2014), Kula ve Baykut (2014), Yenice ve Dölen (2013), Bubbico vd. (2012), Sakarya (2011), Al-Haddad, Alzurqan ve Al-Sufy (2011), Bendjünié (2010)'in farklı yöntemler kullanarak yaptıkları analizler sonucunda

firmaların kurumsal yönetim notları ile hisse senedi getirileri arasında pozitif ilişki olduğu tespit edilmiştir. Buradan hareketle bu çalışmada Borsa İstanbul (BIST) Kurumsal Yönetim Endeksinde (XKURY) 2009-2014 yılları arasında işlem gören şirketlerin kurumsal yönetim ilkelerine uyum notu ile hisse senedi getirileri arasındaki ilişkinin belirlenmesi hedeflenmiştir. Çalışmada, alanyazın taraması bölümünde özetlenen ulusal ve uluslararası çalışmalardan farklı olarak öncelikle şirketlerin kurumsal yönetim notunun ilan edildiği tarihten (t) 10 gün öncesi ve 10 sonrası (t-10, t+10) ile 5 gün öncesi ve 5 gün sonrası (t-5, t+5) hisse senedi 2. seans kapanış fiyatlarının logaritmik getiri ortalamaları karşılaştırılmıştır. Daha sonra istatistiki olarak anlamlı olan yıllar ve zaman aralıklarına ise olay çalışması (event study) yöntemi uygulanarak farklılığın kurumsal yönetim ilkelerine uyum notundan kaynaklanıp kaynaklanmadığı tespit edilmeye çalışılmıştır. Bahsi geçen metotlara çalışmanın veri seti ve yöntem kısmında değinilmiştir.

I. ALANYAZIN TARAMASI

Kurumsal Yönetim Endeksinin şirketlerin başarı kriteri olarak kabul edilmeye başlanmasıyla beraber finans alanyazınında şirketlerin kurumsal yönetim ilkelerine uyum notları ile finansal performansları arasındaki ilişkiyi belirlemeye yönelik birçok çalışma yapılmaya başlanmıştır. Özellikle bu notların şirketlerin hisse senedi getirileri üzerindeki etkisi panel veri analizi, zaman serisi analizlerinden yatay kesit regresyon analizi, olay çalışması, çok kriterli karar verme yöntemleri ve şirketlerin etkinliklerinin ölçülerek birbirlerine göre üstünlüklerinin belirlenebilmesine olanak sağlayan parametrik olmayan yöntemlerden Veri Zarflama Analizi gibi yöntemlerle ölçülmüştür. Çalışmamızın kapsadığı dönem açısından incelenen çalışmalardan bazıları aşağıda özetlenmiştir.

Dizkırıcı vd. (2014) yaptıkları çalışmada 2012-2013 yıllarında Borsa İstanbul Kurumsal Yönetim Endeksinde (XKURY) ve Borsa İstanbul Sınai Endeksinde (XUSIN) işlem gören şirketlerin Veri Zarflama Analizi, Malmquist toplam faktör verimlilik endeksi ile etkinliklerini ölçmüşlerdir. Ölçeğe göre değişken getiri (VRS) ve ölçeğe göre sabit getiri (CRS) varsayımı altında yapılan analizler sonucunda şirketlerin kurumsal yönetim notları ile finansal performansları arasında pozitif bir ilişkinin olduğunu ortaya koymuşlardır.

Kula ve Baykut (2014), BIST XKURY’de yer alan 47 şirketin 2013 yılı 3. çeyrek sonu verilerini kullanarak ve kurumsal yönetim derecelendirme notu değişkenine karlılık, özsermaye büyüklüğü ve sektörel ayırım değişkenlerini de dahil ederek yaptıkları çalışmalarında en küçük kareler yöntemine dayalı yatay-kesit regresyon yöntemini kullanmışlardır. Çalışmalarının sonucuna göre, kurumsal yönetim derecelendirme notları ile şirketlerin piyasa değerleri arasında pozitif ilişki tespit edilmiştir.

Kandır (2013), olay çalışması (Event Study) yöntemini kullandığı çalışmasında BIST XKURY’de yer alan beş banka ve bir katılım bankasına ilişkin 2011 yılı kurumsal yönetim

derecelendirme notu açıklamalarının hisse senedi getirileri üzerindeki etkisini 5 günlük olay penceresinde (t-5, t+5) araştırmıştır. Sonuç olarak kurumsal yönetim derecelendirme notu açıklamalarının hisse senedi getirileri üzerinde önemli bir etkiye sahip olmadığını tespit etmiştir.

Kula ve Baykut (2013), panel veri analizini kullandıkları çalışmalarında mevduat toplayan bankaların Kurumsal Yönetim Endeksi'nde yer almalarının finansal performanslarına olan etkisini araştırmışlardır. 2012 sonu itibarı ile BIST'te işlem gören ve beşi Kurumsal Yönetim Endeksinde yer alan mevduat toplayan toplam 14 ticari bankanın 2007-2012 verilerinin kullanıldığı çalışmanın sonucunda endekste yer almak ile piyasa değeri arasında istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki saptanamamıştır. Bankaların piyasa değeri ile aktif karlılığı ve özsermaye büyüklüğü arasında pozitif, piyasa değeri ile mevduat büyüklüğü arasında ise negatif ilişki olduğu çalışmanın sonuçları arasındadır.

Acar vd. (2013), BIST XKURY'de yer almanın şirketlere anormal getiri sağlayıp sağlamadığını olay çalışması (Event Study) yöntemiyle 10 günlük olay penceresinde (t-10, t+10) incelemişlerdir. 2008 krizinin etkisini görebilmek için endekste yer alan firmalar 2007-2009 ve 2010-2012 olmak üzere iki grupta incelenmiştir. Sonuç olarak, kurumsal yönetim endeksinde işlem görmeye başlayan şirketlerin hisse senedi fiyatlarında anormal getiriler gözlemlenmemiştir. Fakat endekse girdikten sonra piyasa değeri/defter değeri ve dönem net karı/toplam aktif oranlarında anlamlı pozitif değişimler olduğu gözlenmiştir.

Ege vd. (2013), TOPSIS yöntemini kullanarak 2009-2011 döneminde BIST Kurumsal Yönetim Endeksi'nde yer alan 18 şirketin kurumsal yönetim notlarının finansal performanslarına etkisinin olup olmadığını değerlendirdikleri çalışmalarının sonucunda kurumsal yönetim notları ile finansal performanslarının pozitif yönde hareket etmediğini ve şirketlerin kurumsal yönetim kalitelerinin finansal performanslarına tam olarak yansımadığını tespit etmişlerdir.

Yenice ve Dölen (2013), çalışmalarında 2007-2011 yılları arasında Kurumsal Yönetim Endeksinde yer alan 37 şirketin, kurumsal yönetim derecelendirme notlarının açıklanma tarihinden 30 gün önce ve 30 gün sonraki borsa değerlerini Wilcoxon İşaretli Sıra Sayıları Testi ve bağımlı örneklem t-testi kullanarak karşılaştırmışlardır. Araştırmanın sonucunda gözlem sayısının az olduğu 2007 ve 2008 yıllarında kurumsal yönetim ilkelerini uygulayan işletmelerin açıklanan derecelendirme notları ile hisse senetleri fiyatları arasında bir ilişkiye rastlanmazken diğer yıllarda kurumsal yönetim derecelendirme notu ile borsa değerleri arasında anlamlı bir ilişki olduğu gözlenmiştir.

Bubbico vd. (2012), 2010 yılında İtalya Menkul Kıymetler Borsası'na kote finansal kurumların piyasa değerleri üzerinde kurumsal yönetim kalitesinin etkili olup olmadığını inceledikleri çalışmalarında kurumsal yönetim ve performans arasında pozitif ve istatistiki olarak anlamlı bir ilişki saptamışlardır.

Memiş ve Çetenak (2012), 2004–2009 yılları arasında BIST’te işlem gören 118 adet sanayi şirketinin kazanç yönetimi uygulamalarının yönetim yapılarının kurumsallık derecelerinden etkilenip etkilenmediğini tespit etmek için Düzeltilmiş Jones Modelini kullandıkları çalışmalarının sonucunda BIST kurumsal yönetim endeksi, ortaklık konsantrasyonu ve CEO’ların yönetim kurulu başkanlarından bağımsız olmaları ile kazanç yönetimi uygulamaları arasında anlamlı bir ilişki tespit edilmemiştir. Üye sayısı çok olan yönetim kurulları ve 4 büyük denetim firması tarafından denetleniyor olmanın işletmelerdeki kazanç yönetimi uygulamalarını azalttığı tespit edilmiştir.

Kılıç (2011), kurumsal yönetim ilkelerini uygulayan şirketlerin getiri performansını araştırdığı çalışmada İMKB Kurumsal Yönetim Endeksi’nde yer alan 28 şirketin, geçer not alarak bu endekse dahil olacaklarını açıkladıkları tarih ve sonrasındaki beş günlük süreçte sağladıkları anormal getirileri CAPM modelini kullanarak tespit etmiştir. Araştırma sonucunda, Türkiye’de kurumsal yönetim endeksine dahil olan şirketlerin yalnızca %60’ının ilk bir kaç gün için yatırımcısına pozitif getiri sağladığı, %40’lık kısmının ise daha ilk günden itibaren yatırımcısına kaybettirdiği görülmüştür. Yatırımcıların kurumsal yönetim endeksine giren şirketlere esas itibarıyla ilgi göstermemesi de çalışmanın sonuçları arasındadır.

Sakarya (2011), çalışmada hisse senetleri İMKB’de işlem gören ve 2009 yılında ilk kez yeterli kurumsal yönetim derecelendirme notu alarak İMKB Kurumsal Yönetim Endeksi kapsamına alınan şirketlerin derecelendirme notunun ilanı ile hisse senedi getirileri arasındaki ilişkiyi incelemiştir. Olay çalışması (Event Study) yöntemini kullanarak yaptığı analizde iyi kurumsal yönetim derecelendirme notunun ilanı ile hisse senedi getirisi arasında pozitif bir ilişkinin olduğunu tespit etmiştir.

Al-Haddad, Alzurqan ve Al-Sufy (2011), Amman Menkul Kıymetler Borsası’nda yer alan 96 Ürdün sanayi firmasından tesadüfi olarak seçilen 46 şirketi inceledikleri çalışmalarında kurumsal yönetim ile kurumsal performans, likidite ve hisse başına getiri arasında pozitif bir ilişki olduğunu tespit etmişlerdir.

Dalğar ve Pekin (2011), işletmelerin kurumsal yönetim ilkelerine uyumu sonucunda finansal tablolarda manipülasyon riskinin ne yönde etkilendiğini araştırmışlardır. İMKB Kurumsal Yönetim Endeksi’nde 2007-2009 yılları arasında yer alan 11 şirkette, finansal tablo manipülasyonu tahmin modellerinden Düzeltilmiş Jones Modeli ile yaptıkları analiz sonucunda işletmelerin kurumsal yönetim yapılarının güçlendirilmesinin finansal tablolarda manipülasyon riskini azalttığını tespit etmişlerdir.

Eyüboğlu (2011), kurumsal yönetim uygulamalarının şirketlerin hisse senedi getirileri üzerindeki etkisini araştırdığı çalışmada öncelikle halka arz ve endekse giriş tarihi ile endekse giriş tarihi ve 2010 yılı aralık ayı arasındaki dönemlerde İMKB’deki 24 şirketin ortalama getirilerini daha sonra da endekste bulunan şirketlerin İMKB Kurumsal Yönetim Endeksi kapsamına girmeden önceki ve

girdikten sonraki TL bazlı hisse senedi aylık ortalama getirilerini hesaplamıştır. Yaptığı eşleştirilmiş iki grup t testi ile dönem getirileri açısından istatistiksel olarak anlamlı bir fark olmadığını tespit etmiştir.

Dağlı vd. (2010), yaptıkları çalışmalarında 2007 Eylül–2009 Kasım dönemi için Türkiye’deki Kurumsal Yönetim Endeksini risk-getiri açısından değerlendirmişlerdir. Günlük verilerle gerçekleştirilen değerlendirme sonucunda; Kurumsal Yönetim Endeksi, Sharpe, Treynor ve Jensen performans endeksleri kapsamında yer alan işletmelerin yatırımcılarına ek bir gelir sağlamadığı gibi yatırımcıların riske girmeyerek (hisse senedine yatırım yapmayarak) risksiz finansal araçlara yatırım yapmaları durumunda daha kazançlı çıkacaklarından dolayı potansiyel kar kaybına neden olacağı sonucuna varmışlardır.

Bendjüniené (2010), Baltık Menkul Kıymetler Borsası’nda kurumsal yönetimin finansal performans üzerindeki etkisini incelediği çalışmasında kurumsal yönetimin aktif karlılığı, özkaynak karlılığı ve hisse başına getiri üzerinde önemli bir etkisinin olduğunu, borç/öz sermaye oranı üzerinde ise önemli bir etkisinin olmadığını tespit etmiştir.

Karamustafa vd. (2009), çalışmalarında firmaların kurumsal yönetim endeksine girmeden önceki 5 çeyrek dönem ve kurumsal yönetim endeksine girdikten sonraki 2 çeyrek dönem için sekiz ayrı finansal oran açısından performans gerçekleştirmelerini hesaplamışlardır. Hesapladıkları bu performans gerçekleştirmeleri arasındaki farklılıklar t-testi ile ortaya konulmuştur. Araştırma sonucunda, aktif devir hızı, aktif karlılığı ve özsermaye karlılığı performans göstergelerinde endeks kapsamı öncesi ve sonrası için anlamlı farklılıklar ortaya çıktığı belirlenmiştir.

Gupta vd. (2009), yaptıkları çalışmada 2002-2005 yıllarını kapsayan dönem için 158 Kanada firmasının kurumsal yönetim skorları ile ölçülen farklı firma değerleri (ROA, Tobin’s Q, piyasa/defter değeri, kurumsal yönetim notunun ilanından 2 gün-11 gün olay penceresindeki piyasa reaksiyonu) arasında herhangi bir ilişkinin olmadığını saptamışlardır.

Kajola (2008), dört kurumsal yönetim mekanizması (yönetim kurulu yapısı ve büyüklüğü, üst yönetim statüsü ve denetim komitesi) ile iki firma performans ölçüsü (ROE ve kar marjı) arasındaki ilişkiyi araştırmıştır. Araştırmaya Nijerya Menkul Kıymetler Borsası’ndaki 20 firmanın 2000-2006 yılları arasındaki verileri dahil edilmiştir. Panel veri ve tahmin metodu olarak OLS’nin kullanıldığı çalışmada ROE ve kurumsal yönetimde önemli bir paya sahip olan Yönetim Kurulu yapısı arasında pozitif bir ilişki bulunmuştur.

Klein vd. (2005), Tobin’s Q ile ölçülen firma değeri ile kurumsal yönetim arasında bir ilişkinin var olup olmadığını 263 Kanada firmasını baz alarak incelemişlerdir. Kurumsal yönetimin bazı bileşenleri ile firma değeri arasında ilişki saptansa da toplam kurumsal yönetim endeksinin firma performansını etkilediğine dair bir sonuca ulaşamamışlardır.

II. VERİ SETİ VE YÖNTEM

Çalışmada, BIST Kurumsal Yönetim Endeksinde işlem gören şirketlerin kurumsal yönetim ilkelerine uyum notlarının hisse senedi getirilerine etkileri araştırılmıştır. Bu amaçla 2009-2014 dönemine ait 6 yılın herhangi birinde kurumsal yönetim ilkelerine uyum notu olarak BIST XKURY’de işlem gören şirketlerin öncelikle kurumsal yönetim notunun ilan edildiği tarihten (t) 10 gün öncesi ve 10 sonrası (t-10, t+10), daha sonra ise 5 gün öncesi ve 5 gün sonrası (t-5, t+5) hisse senedi 2. seans kapanış fiyatlarının logaritmik getiri ortalamaları hesaplanmıştır. Daha önce yapılan Acar vd. (2013), Yenice ve Dölen (2013), Sakarya (2011) vb. çalışmalarda genellikle 10 günlük ya da 30 günlük periyotların kullanılması nedeniyle gerek elde edilen sonuçların karşılaştırılabilir olması gerekse de zaman etkisinin ortaya konulabilmesi açısından çalışmamızda 5 ve 10 günlük periyotlarda ayrı logaritmik getiriler hesaplanmıştır. Logaritmik getirin hesaplanmasında aşağıdaki formül kullanılmıştır (Teker vd., 2008: 90);

$$r_L = \ln S_t - \ln S_{t-1} \text{ veya } r_L = \ln(S_t / S_{t-1})$$

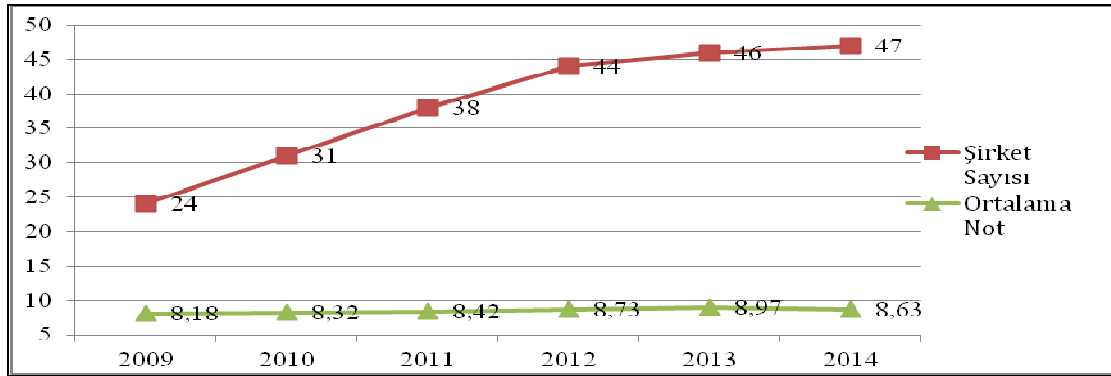
Buradaki;

r_L = Getiri Oranı,

S_t = t işlem günü ikinci seans kapanış fiyatı,

S_{t-1} = t-1 günü ikinci seans kapanış fiyatı,

ifade etmektedir.



Grafik 1: Çalışmada İncelenen XKURY Şirketlerinin Yıllar İtibariyle Ortalama Kurumsal Yönetim İlkelerine Uyum Notları ve Sayıları (2009-2014)

Çalışma kapsamında incelenen şirketlerin araştırılan dönem için işlem gördükleri günlere ilişkin 2. seans kapanış fiyatları Borsa İstanbul Pazarlama ve Satış Bölümü’nden akademik çalışma amaçlı talep edilen verilerden elde edilmiştir. Yukarıdaki grafikte de görüldüğü üzere çalışma kapsamında 2009 yılı için 24 şirket, 2010 yılı için 31 şirket, 2011 yılı için 38 şirket, 2012 yılı için 44 şirket, 2013 yılı için 46 şirket, 2014 yılı için ise 47 şirket yeterli puan olarak XKURY’de işlem gördüğünden analize dahil edilmiştir. Şirketlerin yıllar itibariyle ortalama kurumsal yönetim ilkelerine uyum notları 2014 yılı hariç bir önceki yıla göre artış göstermiştir. Çalışmada analize dahil edilen şirketler Tablo 1’de gösterilmiştir.

Tablo 1: Çalışmada İncelenen XKURY Şirketlerinin Kurumsal Yönetim İlkelerine Uyum Notları ve Açıklanma Tarihleri (2009-2014)

| Şirket/Dönem | Sıra | Kod | 2009 | | 2010 | | 2011 | | 2012 | | 2013 | | 2014 | |
|--------------|-------|------|------------|------------------|------------|------------------|------------|------------------|------------|------------------|------------|------------------|----------|------------------|
| | | | Not | Açıklanma Tarihi | Not | Açıklanma Tarihi | Not | Açıklanma Tarihi | Not | Açıklanma Tarihi | Not | Açıklanma Tarihi | Not | Açıklanma Tarihi |
| 1 | AEFES | | 8,27 | 5/6/2009 | 8,4 | 2/6/2010 | 8,55 | 1/6/2011 | 8,94 | 1/6/2012 | 9,33 | 24/5/2013 | 8,83 | 3/3/2014 |
| 2 | AKSA | | | | | | | | | | | | 9,22 | 5/8/2014 |
| 3 | ALBRK | | | | 8,14 | 21/10/2010 | 8,28 | 21/10/2011 | 8,22 | 18/10/2012 | 8,62 | 19/7/2013 | 8,34 | 4/3/2014 |
| 4 | ARCLK | 8,2 | 30/7/2009 | 8,55 | 30/7/2010 | 8,59 | 1/8/2011 | 9,1 | 30/7/2012 | 9,28 | 29/7/2013 | 8,79 | 3/3/2014 | |
| 5 | ASELS | | | | | | | 8,77 | 13/12/2012 | 9,07 | 13/12/2013 | 8,57 | 3/3/2014 | |
| 6 | ASYAB | 7,82 | 2/7/2009 | 8,17 | 1/7/2010 | 8,26 | 1/7/2011 | 8,61 | 2/7/2012 | 8,92 | 28/6/2013 | 8,42 | 3/3/2014 | |
| 7 | AYGAZ | | | 8,46 | 30/6/2010 | 8,49 | 30/6/2011 | 8,96 | 29/6/2012 | 9,27 | 1/7/2013 | 8,98 | 3/3/2014 | |
| 8 | BOYNR | | | | | | | 8,64 | 10/12/2012 | 8,61 | 10/12/2013 | 8,2 | 3/3/2014 | |
| 9 | CCOLA | 8,3 | 1/7/2009 | 8,43 | 1/7/2010 | 8,5 | 1/7/2011 | 8,88 | 2/7/2012 | 9,2 | 1/7/2013 | 8,79 | 3/3/2014 | |
| 10 | CEMAS | | | | | | | | | | | | 7,62 | 28/5/2014 |
| 11 | CRDFA | | | | | | | | | 8,03 | 24/6/2014 | 7,79 | 3/3/2014 | |
| 12 | DENTA | 7,82 | 11/5/2009 | 8,03 | 10/8/2010 | 8,06 | 11/5/2011 | 8,69 | 11/5/2012 | 8,97 | 10/5/2013 | | | |
| 13 | DOAS | | | | | 7,7 | 1/2/2011 | 8,63 | 31/12/2012 | 9 | 27/12/2013 | 9,04 | 4/3/2014 | |
| 14 | DOHOL | 8,26 | 3/11/2009 | 8,42 | 3/11/2010 | 8,59 | 3/11/2011 | 9,03 | 5/11/2012 | 9,18 | 5/11/2013 | 8,65 | 3/3/2014 | |
| 15 | DYHOL | 8,76 | 30/7/2009 | 8,78 | 30/7/2010 | 8,88 | 1/8/2011 | 9 | 31/7/2012 | 9,03 | 30/7/2013 | | | |
| 16 | EGCYH | | | | | 8,2 | 2/12/2011 | 8,6 | 30/11/2012 | 9,08 | 29/11/2013 | 8,58 | 3/3/2014 | |
| 17 | ENKAI | | | | | | | 9,16 | 26/11/2012 | 9,2 | 21/11/2013 | 8,72 | 3/3/2014 | |
| 18 | GARFA | | | | | | | 8,36 | 23/8/2012 | 8,76 | 21/8/2013 | 8,7 | 4/3/2014 | |
| 19 | GLYHO | | | | | 8,36 | 28/12/2011 | 8,8 | 26/11/2012 | 8,86 | 26/11/2013 | 8,84 | 4/3/2014 | |
| 20 | GRNYO | | | | | | | | | 9,01 | 31/12/2013 | 9,02 | 4/3/2014 | |
| 21 | HALKB | | | | | 8,74 | 19/12/2011 | 8,77 | 19/12/2012 | 9,2 | 19/12/2013 | 8,72 | 3/3/2014 | |
| 22 | HURGZ | 8,43 | 24/9/2009 | 8,47 | 23/9/2010 | 8,55 | 23/9/2011 | 9,09 | 24/9/2012 | 9,09 | 24/9/2013 | 8,87 | 1/3/2014 | |
| 23 | IHEVA | | | 7,12 | 28/12/2010 | 7,39 | 20/11/2011 | 7,67 | 27/9/2012 | 8,05 | 1/8/2013 | 7,8 | 3/3/2014 | |
| 24 | IHLAS | | | 7,71 | 28/12/2010 | 7,91 | 20/12/2011 | 8,09 | 28/9/2012 | 8,15 | 2/8/2013 | 7,87 | 3/3/2014 | |
| 25 | ISFIN | 8,02 | 28/12/2009 | 8,38 | 28/12/2010 | 8,58 | 28/12/2011 | 9,03 | 28/12/2012 | 9,11 | 27/12/2013 | 8,59 | 3/3/2014 | |
| 26 | ISGYO | | | | | | | 8,53 | 27/12/2012 | 8,8 | 26/12/2013 | 8,56 | 3/3/2014 | |
| 27 | ISMEN | | | | | 8,63 | 23/12/2011 | 8,87 | 11/9/2012 | 9,06 | 10/9/2013 | 8,8 | 3/3/2014 | |
| 28 | LOGO | 8,05 | 22/12/2009 | 8,17 | 20/12/2010 | 8,26 | 19/12/2011 | 8,6 | 14/12/2012 | 8,91 | 13/12/2013 | 8,06 | 3/3/2014 | |
| 29 | MEMSA | | | | | 7,59 | 28/6/2011 | 7,75 | 25/6/2012 | | | | | |
| 30 | OTKAR | 8,12 | 20/3/2009 | 8,31 | 19/3/2010 | 8,47 | 18/3/2011 | 8,68 | 19/3/2012 | 9,1 | 19/3/2013 | 8,64 | 3/3/2014 | |
| 31 | PETKM | 7,71 | 3/11/2009 | 8,19 | 2/9/2010 | 8,52 | 24/8/2011 | 8,72 | 24/8/2012 | 8,91 | 20/8/2013 | 8,97 | 4/3/2014 | |
| 32 | PETUN | | | | | | | 8,77 | 7/12/2012 | 9,16 | 20/11/2013 | 8,64 | 3/3/2014 | |
| 33 | PGSUS | | | | | | | | | 8,13 | 31/12/2013 | 8,07 | 4/3/2014 | |
| 34 | PINSU | | | | | | | | | 9,34 | 4/12/2013 | 8,78 | 3/3/2014 | |
| 35 | PNSUT | | | | | 8,34 | 24/11/2011 | 8,87 | 23/11/2012 | 9,15 | 20/11/2013 | 8,63 | 3/3/2014 | |
| 36 | PRKAB | 7,76 | 29/12/2009 | 8,08 | 29/12/2010 | 8,15 | 22/12/2011 | 8,44 | 14/12/2012 | 8,65 | 13/12/2013 | 8,26 | 3/3/2014 | |
| 37 | PRKME | | | 8,64 | 9/6/2010 | 8,67 | 8/6/2011 | 8,82 | 6/6/2012 | 8,98 | 6/6/2013 | 8,45 | 3/3/2014 | |

Tablo 1: Devamı

| Şirket/Dönem | | 2009 | | 2010 | | 2011 | | 2012 | | 2013 | | 2014 | |
|--------------|-------|------|------------------|------|------------------|------|------------------|------|------------------|------|------------------|------|------------------|
| Sıra | Kod | Not | Açıklanma Tarihi | Not | Açıklanma Tarihi | Not | Açıklanma Tarihi | Not | Açıklanma Tarihi | Not | Açıklanma Tarihi | Not | Açıklanma Tarihi |
| 38 | SKBNK | 8,14 | 27/2/2009 | 8,66 | 8/2/2010 | 8,76 | 7/2/2011 | 8,82 | 7/2/2012 | 9,09 | 6/2/2013 | 9,07 | 1/3/2014 |
| 39 | TAVHL | 8,33 | 4/9/2009 | 9,03 | 31/8/2010 | 9,09 | 26/8/2011 | 9,24 | 24/8/2012 | 9,4 | 23/8/2013 | 9,18 | 1/3/2014 |
| 40 | TOASO | 8,24 | 23/11/2009 | 8,42 | 23/11/2010 | 8,58 | 23/11/2011 | 9,02 | 9/11/2012 | 9,14 | 11/11/2013 | 8,58 | 3/3/2014 |
| 41 | TRCAS | | | 7,52 | 12/3/2010 | 8,12 | 8/3/2011 | 8,4 | 8/3/2012 | 8,75 | 8/3/2013 | 9,09 | 4/3/2014 |
| 42 | TSKB | 8,77 | 20/10/2009 | 8,91 | 19/10/2010 | 9,1 | 18/10/2011 | 9,1 | 18/10/2012 | 9,4 | 21/10/2013 | 9,06 | 3/3/2014 |
| 43 | TTKOM | 8,01 | 28/12/2009 | 8,27 | 28/12/2010 | 8,37 | 28/12/2011 | 8,8 | 12/12/2012 | 8,8 | 12/12/2013 | 8,32 | 3/3/2014 |
| 44 | TTRAK | 8,12 | 19/9/2009 | 8,3 | 19/8/2010 | 8,5 | 18/8/2011 | 8,9 | 17/8/2012 | 9,1 | 16/8/2013 | 8,72 | 3/3/2014 |
| 45 | TUPRS | 8,34 | 6/10/2009 | 8,56 | 6/10/2010 | 8,62 | 5/10/2011 | 9,1 | 5/10/2012 | 9,34 | 4/10/2013 | 8,67 | 3/3/2014 |
| 46 | VESTL | 8,34 | 26/2/2009 | 8,4 | 26/2/2010 | 8,59 | 25/2/2011 | 8,83 | 24/2/2012 | 9,09 | 22/2/2013 | 8,94 | 1/3/2014 |
| 47 | VKFYO | 7,81 | 28/1/2009 | 8,23 | 27/1/2010 | 8,41 | 19/1/2011 | 8,73 | 18/1/2012 | | | 9,31 | 4/3/2014 |
| 48 | YAZIC | | | 8,04 | 8/11/2010 | 8,3 | 3/11/2011 | 8,77 | 18/10/2012 | 9,07 | 11/10/2013 | 8,5 | 3/3/2014 |
| 49 | YGYO | 8,15 | 17/4/2009 | 8,27 | 16/4/2010 | 8,56 | 18/4/2011 | 8,66 | 18/4/2012 | 9,02 | 17/4/2013 | 8,45 | 3/3/2014 |
| 50 | YKBNK | 8,44 | 28/12/2009 | 8,77 | 28/12/2010 | 8,8 | 28/12/2011 | 8,8 | 28/12/2012 | 9,32 | 27/12/2013 | 8,81 | 3/3/2014 |

Öncelikle verilerin normal dağılım gösterip göstermediği örneklem sayısının 30’dan fazla olması nedeniyle Kolmogorov Smirnov testi ile analiz edilmiştir. Yapılan analiz sonucunda p değeri (sig.) 0,05’den büyük olan verilerin normal dağıldığı tersi durumda ise normal dağılmadığı kabul edilmiştir. Kurumsal yönetim ilkelerine uyum notlarının açıklanması öncesi ve sonrası hisse senetleri ortalama logaritmik getirileri için gerek 10 günlük periyot gerekse de 5 günlük periyotlarda yapılan normallik testi sonuçları Tablo 2’de de gösterilmiştir.

Tablo 2: Çalışmada İncelenen XKURY Şirketlerinin Hisse Senedi Getirilerine İlişkin Normallik Testi Sonuçları (2009-2014)

| Değişkenler | Yıl | N | Kolmogorov-Smirnov | Olasılık (p değeri) |
|---|------|----|--------------------|---------------------|
| Kurumsal Yönetim İlkelerine Uyum Notlarının Açıklanması Öncesi ve Sonrası Hisse Senetleri Ortalama Logaritmik Getirileri (10 Gün) | 2009 | 24 | 0,519 | 0,951 |
| | 2010 | 31 | 1,268 | 0,08 |
| | 2011 | 38 | 1,414 | 0,037* |
| | 2012 | 44 | 0,793 | 0,556 |
| | 2013 | 46 | 2,126 | 0,000* |
| | 2014 | 47 | 2,695 | 0,000* |
| Kurumsal Yönetim İlkelerine Uyum Notlarının Açıklanması Öncesi ve Sonrası Hisse Senetleri Ortalama Logaritmik Getirileri (5 Gün) | 2009 | 24 | 0,771 | 0,592 |
| | 2010 | 31 | 1,19 | 0,118 |
| | 2011 | 38 | 1,842 | 0,002* |
| | 2012 | 44 | 0,879 | 0,423 |
| | 2013 | 46 | 2,803 | 0,000* |
| | 2014 | 47 | 3,158 | 0,000* |

*:%5 anlamlılık düzeyi

Tabloda da görüldüğü üzere 2011, 2013 ve 2014 yılları getiri ortalamalarının normal dağılım göstermediği ($p < 0,05$), diğer taraftan 2009, 2010 ve 2012 yılları getiri ortalamalarının ise normal dağılım gösterdiği ($p > 0,05$) belirlenmiştir.

Normal dağılım gösteren değerler arasındaki farklılıklar parametrik testlerden eşleştirilmiş t-testi ile normal dağılım göstermeyen değerler ise parametrik olmayan testlerden Wilcoxon işaret testi ile %95 güven aralığında belirlenmiştir. Daha sonra ortalama getirilerin istatistiki olarak anlamlı olduğu yıllarda bu farkların kurumsal yönetim notundan kaynaklanıp kaynaklanmadığını tespit etmek için olay çalışması (event study) yönteminden faydalanılmıştır. Bunun için aşağıdaki H_0 ve H_1 hipotezleri oluşturulmuştur;

H_0 : Şirketlerin kurumsal yönetim ilkelerine uyum notlarının açıklanması öncesindeki hisse senedi getirileri ile açıklanması sonrası hisse senedi getirileri arasında fark yoktur.

H_1 : Şirketlerin kurumsal yönetim ilkelerine uyum notlarının açıklanması öncesindeki hisse senedi getirileri ile açıklanması sonrası hisse senedi getirileri arasında fark vardır.

Oluşturulan H_0 hipotezinin reddedilememesi durumunda elde edilecek sonuç “Kurumsal yönetim ilkelerine uyum notu, şirketlerin hisse senedi getirilerini etkilememektedir” şeklinde yorumlanırken H_1 hipotezinin kabul edilmesi durumunda ise elde edilen sonuç “Kurumsal yönetim ilkelerine uyum notu, şirketlerin hisse senedi getirilerini etkilemektedir” şeklinde yorumlanacaktır.

Olay çalışması yöntemi, belirli bir periyotta etkisi araştırılan olayın gerçekleşmesi durumunda piyasanın bu olaya verdiği tepkiyi test eden bir yöntemdir. Dolayısıyla bu çalışmada endeksin yarı güçlü formda etkinliğini test etmek ve istatistiki olarak anlamlı olan farklılıkların ilgili olaydan kaynaklanıp kaynaklanmadığını tespit etmek amacıyla kullanılmıştır. Yöntemde kullanılan formüller şu şekildedir (Sakarya ve Sezgin, 2015: 15);

$$\text{Anormal Getiri (AR}_{it}) = \text{Fiili Getiri Oranı (R}_{it}) - \text{Pazar Getiri Oranı (R}_{mt})$$

$$\text{Ortalama Anormal Getiri (AAR}_{it}) = \sum_{t=1}^n \left(\frac{1}{N}\right) \text{AR}_{it}$$

$$\text{Kümülatif Anormal Getiri (CAR}_{it}) = \sum_{t=1}^n \text{AAR}_{it}$$

Bunun için daha önce açıklandığı şekilde gerek endeksin gerekse de şirketlerin logaritmik getirileri hesaplanmıştır. Şirketlerin fiili getiri oranlarından (R_{it}) endeks getiri oranı (R_{mt}) çıkarılarak anormal getiriler (AR_{it}) elde edilmiştir. Elde edilen anormal getiriler toplamı o yıl endekste işlem gören şirket sayısına bölünerek ortalama anormal getiriler (AAR_{it}) bulunmuştur. Son olarak ise ortalama anormal getiriler sırasıyla birbirleriyle toplanmış ve kümülatif anormal getiriler (CAR_{it}) tespit edilmiştir.

III. BULGULAR

Çalışmada hisse senedi getirilerine ilişkin ortalama farklılık test sonuçları Tablo 3’te gösterilmiştir. Normal dağılım gösteren 2009, 2010 ve 2012 yılları logaritmik getiri ortalamaları %95 güven aralığında eşleştirilmiş t-testi ile analiz edilmiştir. Gerek notların açıklanmasının 10 gün öncesi ve sonrası gerekse de notların açıklanmasının 5 gün öncesi ve sonrası 2009 yılı logaritmik getiri ortalamaları arasındaki farklılık istatistiki olarak anlamlı iken 2010 ve 2012 yılları için bu farklılık istatistiki olarak anlamlı değildir. Normal dağılım göstermeyen 2011, 2013 ve 2014 yılları logaritmik getiri ortalamaları Wilcoxon işaret testi ile analiz edilmiştir. Aynı şekilde gerek notların açıklanmasının 10 gün öncesi ve sonrası gerekse de notların açıklanmasının 5 gün öncesi ve sonrası 2014 yılı logaritmik getiri ortalamaları arasındaki farklılık istatistiki olarak anlamlı iken 2011 ve 2013 yılları için bu farklılık istatistiki olarak anlamlı değildir.

Tablo 3: Çalışmada İncelenen XKURY Şirketlerinin Hisse Senedi Getirilerine İlişkin Ortalama Farklılık Test Sonuçları (2009-2014)

| Değişkenler | Yıl | t değeri | Anlamlılık (p değeri) | Wilcoxon İşaret Testi | Olasılık (p değeri) |
|---|------|----------|-----------------------|-----------------------|---------------------|
| Kurumsal Yönetim İlkelerine Uyum Notlarının Açıklanması Öncesi ve Sonrası Hisse Senetleri Ortalama Logaritmik Getirileri (10 Gün) | 2009 | -2,244 | 0,035* | | |
| | 2010 | 1,232 | 0,228 | | |
| | 2011 | | | -0,138 | 0,890 |
| | 2012 | -0,649 | 0,520 | | |
| | 2013 | | | -0,355 | 0,723 |
| | 2014 | | | -1,992 | 0,046* |
| Kurumsal Yönetim İlkelerine Uyum Notlarının Açıklanması Öncesi ve Sonrası Hisse Senetleri Ortalama Logaritmik Getirileri (5 Gün) | 2009 | -2,206 | 0,038* | | |
| | 2010 | 0,455 | 0,652 | | |
| | 2011 | | | -0,143 | 0,886 |
| | 2012 | 0,966 | 0,339 | | |
| | 2013 | | | -0,920 | 0,358 |
| | 2014 | | | -3,545 | 0,000* |

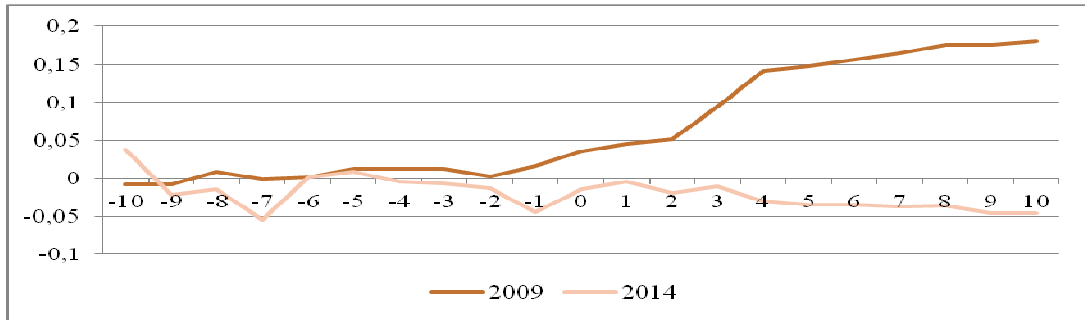
*: %5 anlamlılık düzeyi

Buradan hareketle 2009 ve 2014 yıllarında şirketlerin kurumsal yönetim ilkelerine uyum notlarının açıklanması öncesindeki hisse senedi getirileri ile açıklanması sonrası hisse senedi getirileri arasında fark varken 2010, 2011, 2012 ve 2013 yıllarında şirketlerin kurumsal yönetim ilkelerine uyum notlarının açıklanması öncesindeki hisse senedi getirileri ile açıklanması sonrası hisse senedi getirileri arasında fark olmadığı sonucuna ulaşılmıştır.

Tablo 4: Çalışmada İncelenen XKURY Şirketlerinin 2009 ve 2014 Yıllarına Ait Günlük Ortalama Anormal Getirileri ve Kümülatif Anormal Getirileri (10 Gün)

| Olay Tarihi Gün | 2009 | | 2014 | |
|-----------------|---------------------|---------------------|---------------------|---------------------|
| | AAR _{it} % | CAR _{it} % | AAR _{it} % | CAR _{it} % |
| -10 | -0,0083 | -0,0083 | 0,0384 | 0,0384 |
| -9 | 0,0001 | -0,0082 | -0,0595 | -0,0211 |
| -8 | 0,0176 | 0,0094 | 0,0066 | -0,0145 |
| -7 | -0,0096 | -0,0002 | -0,0399 | -0,0543 |
| -6 | 0,0024 | 0,0022 | 0,0567 | 0,0024 |
| -5 | 0,0108 | 0,0130 | 0,0072 | 0,0096 |
| -4 | -0,0007 | 0,0123 | -0,0139 | -0,0043 |
| -3 | 0,0006 | 0,0129 | -0,0021 | -0,0064 |
| -2 | -0,0095 | 0,0035 | -0,0065 | -0,0129 |
| -1 | 0,0125 | 0,0159 | -0,0314 | -0,0443 |
| 0 | 0,0200 | 0,0359 | 0,0299 | -0,0144 |
| 1 | 0,0093 | 0,0452 | 0,0101 | -0,0043 |
| 2 | 0,0061 | 0,0513 | -0,0149 | -0,0192 |
| 3 | 0,0428 | 0,0941 | 0,0089 | -0,0102 |
| 4 | 0,0476 | 0,1417 | -0,0197 | -0,0300 |
| 5 | 0,0062 | 0,1478 | -0,0047 | -0,0347 |
| 6 | 0,0087 | 0,1566 | -0,0004 | -0,0350 |
| 7 | 0,0082 | 0,1648 | -0,0019 | -0,0370 |
| 8 | 0,0106 | 0,1754 | 0,0009 | -0,0361 |
| 9 | 0,0005 | 0,1759 | -0,0094 | -0,0455 |
| 10 | 0,0043 | 0,1802 | -0,0003 | -0,0457 |

BIST XKURY şirketlerinin hisse senedi getirilerindeki farklılığın kurumsal yönetim ilkelerine uyum notundan kaynaklanıp kaynaklanmadığını test etmek için ise olay çalışması yönteminden faydalanılmıştır. Tablo 4'te endeksteki şirketlerin 2009 ve 2014 yıllarında olay tarihinden 10 gün öncesi ve 10 gün sonrası dönem için hesaplanmış ortalama anormal getirileri (AAR_{it}) ile kümülatif anormal getirileri (CAR_{it}) gösterilmektedir. Bu kümülatif anormal getirilerin her iki yılda ilgili olay penceresi için seyri Grafik 2'de gösterilmiştir.



Grafik 2: Çalışmada İncelenen XKURY Şirketlerinin 2009 ve 2014 Yılları Kümülatif Anormal Getirilerinin Olay Tarihine Duyarlılığı (10 Gün)

Grafik 2 incelendiğinde BIST XKURY şirketlerinin 2009 yılında hisse senetlerinin olay tarihinden itibaren anormal getiri sağladığı ve bu kümülatif getiri düzeyinin pozitif yönde çok yüksek

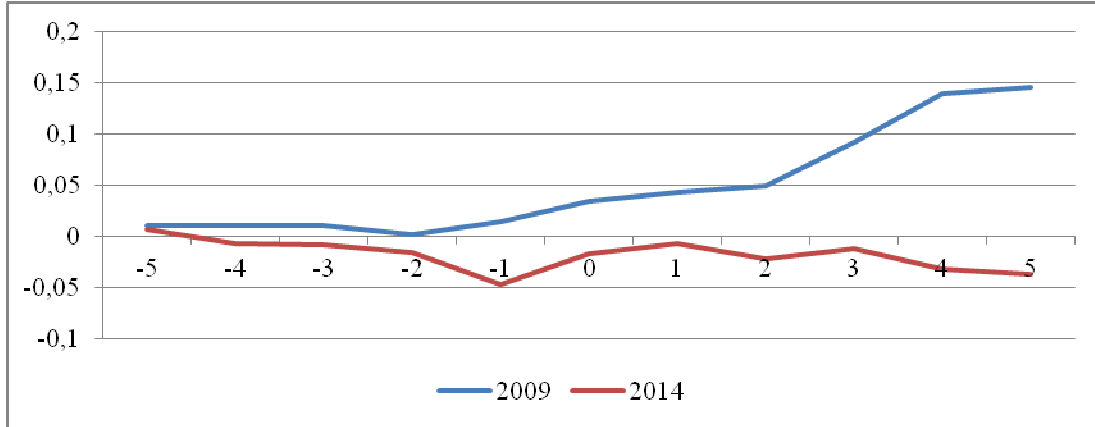
bir seviyede gerçekleştiği görülmektedir. Dolayısıyla 2009 yılında olay tarihinden 10 gün öncesi ve 10 gün sonrası dönem için H_0 hipotezi reddedilirken alternatif hipotez olan H_1 hipotezi kabul edilmiştir. Bu durum “kurumsal yönetim ilkelerine uyum notu, şirketlerin hisse senedi getirilerini etkilemektedir” şeklinde yorumlanmaktadır. Buradan hareketle 2009 yılında endeksin yarı güçlü formda etkin olmadığını söyleyebiliriz. Buna karşın BIST XKURY şirketlerinin 2014 yılında hisse senetlerinin olay tarihinden itibaren sürekli negatif anormal bir getiri sağladığı görülebilmektedir. Olay tarihinden öncede genel olarak kümülatif anormal getirilerin negatif yönde seyretmesinden dolayı 2014 yılında endeksin etkinliğe yaklaşmış olduğunu söyleyebiliriz. Dolayısıyla 2014 yılında olay tarihinden 10 gün öncesi ve 10 gün sonrası dönem için H_0 hipotezi reddedilememiştir. Bu durum “kurumsal yönetim ilkelerine uyum notu, şirketlerin hisse senedi getirilerini etkilememektedir” şeklinde yorumlanmaktadır.

Tablo 5: Çalışmada İncelenen XKURY Şirketlerinin 2009 ve 2014 Yıllarına Ait Günlük Ortalama Anormal Getirileri ve Kümülatif Anormal Getirileri (5 Gün)

| Olay Tarihi Gün | 2009 | | 2014 | |
|-----------------|---------------------|---------------------|---------------------|---------------------|
| | AAR _{it} % | CAR _{it} % | AAR _{it} % | CAR _{it} % |
| -5 | 0,0108 | 0,0108 | 0,0072 | 0,0072 |
| -4 | -0,0007 | 0,0101 | -0,0139 | -0,0066 |
| -3 | 0,0006 | 0,0108 | -0,0021 | -0,0088 |
| -2 | -0,0095 | 0,0013 | -0,0065 | -0,0153 |
| -1 | 0,0125 | 0,0137 | -0,0314 | -0,0467 |
| 0 | 0,0200 | 0,0338 | 0,0299 | -0,0168 |
| 1 | 0,0093 | 0,0431 | 0,0101 | -0,0066 |
| 2 | 0,0061 | 0,0491 | -0,0149 | -0,0216 |
| 3 | 0,0428 | 0,0919 | 0,0089 | -0,0126 |
| 4 | 0,0476 | 0,1395 | -0,0197 | -0,0323 |
| 5 | 0,0062 | 0,1456 | -0,0047 | -0,0370 |

Tablo 5’te endeksteeki şirketlerin 2009 ve 2014 yıllarında olay tarihinden 5 gün öncesi ve 5 gün sonrası dönem için hesaplanmış ortalama anormal getirileri (AAR_{it}) ile kümülatif anormal getirileri (CAR_{it}) gösterilmektedir. Bu kümülatif anormal getirilerin her iki yılda ilgili olay penceresi için seyri Grafik 3’te gösterilmiştir.

Grafik 3 incelendiğinde BIST XKURY şirketlerinin 2009 yılında hisse senetlerinin olay tarihinden itibaren anormal getiri sağladığı ve bu kümülatif getiri düzeyinin pozitif yönde çok yüksek bir seviyede gerçekleştiği görülmektedir. Dolayısıyla 2009 yılında olay tarihinden 5 gün öncesi ve 5 gün sonrası dönem için H_0 hipotezi reddedilirken alternatif hipotez olan H_1 hipotezi kabul edilmiştir. Bu durum “kurumsal yönetim ilkelerine uyum notu, şirketlerin hisse senedi getirilerini etkilemektedir” şeklinde yorumlanmaktadır. Buradan hareketle 2009 yılında endeksin yarı güçlü formda etkin olmadığını söyleyebiliriz.



Grafik 3: Çalışmada İncelenen XKURY Şirketlerinin 2009 ve 2014 Yılları Kümülatif Anormal Getirilerinin Olay Tarihine Duyarlılığı (5 Gün)

Diğer taraftan BIST XKURY şirketlerinin 2014 yılında hisse senetlerinin olay tarihinden itibaren sürekli negatif anormal bir getiri sağladığı görülebilmektedir. Olay tarihinden öncede genel olarak kümülatif anormal getirilerin negatif yönde seyretmesinden dolayı 2014 yılında endeksin etkinliğe yaklaşmış olduğunu söyleyebiliriz. Dolayısıyla 2014 yılında olay tarihinden 5 gün öncesi ve 5 gün sonrası dönem için H_0 hipotezi reddedilememiştir. Bu durum "kurumsal yönetim ilkelerine uyum notu, şirketlerin hisse senedi getirilerini etkilememektedir" şeklinde yorumlanmaktadır.

SONUÇ VE DEĞERLENDİRME

Şirketlere fon sağlayan yatırımcıların, yatırımlarını geri alabilmeleri için şirketlerin uyması gereken kurallar ve yöntemler şeklinde tanımlanan kurumsal yönetim Türkiye’de 2007 yılı Ağustos ayı itibariyle Kurumsal Yönetim Endeksi (XKURY) olarak hesaplanmaya başlanmıştır. Esas amacı tanımlanan kriterleri sağlayarak endekse girmeye hak kazanan şirketlerin fiyat ve getiri performansının ölçülmesi olan endeksin yatırımcı açısından yatırım kararlarına yol gösterici olması beklenmektedir. Dolayısıyla endekse giren şirketlerin getiri performanslarının artacağı düşünülmektedir.

Çalışmada, 2008 yılı finansal krizinden sonra BIST XKURY’de işlem görmeye başlayan şirketlerin 2009-2014 yılları arasında aldıkları kurumsal yönetim ilkelerine uyum notlarının hisse senedi getirilerine etkileri ölçümlenmiştir. Kurumsal yönetim notunun açıklanması öncesi ve sonrası ilgili hisse senedinin getiri performansının net olarak görülebilmesi için hem 10 günlük hem de 5 günlük periyotlarda hesaplamalar yapılmıştır. Kurumsal yönetim ilkelerine uyum notlarının açıklandığı gün olay günü olarak düşünüldüğünde bu tarihten 10 gün öncesi ve 10 gün sonrası hisse senedi logaritmik getirileri ile olay gününden 5 gün öncesi ve 5 gün sonrası hisse senedi logaritmik getirilerinin ortalamaları karşılaştırılmıştır. Her iki periyot içinde 2009 ve 2014 yılları getiri ortalamaları arasında istatistiki olarak anlamlı farklılıklar olduğu tespit edilmiştir. Buna karşın 2010,

2011, 2012 ve 2013 yılları getiri ortalamaları arasında istatistiki olarak anlamlı farklılık olduğuna dair bir kanıt ulaşılamamıştır.

Hisse senedi getirileri arasındaki farkların istatistiki olarak anlamlı bulunduğu 2009 ve 2014 yılları için bu farkın kurumsal yönetim ilkelerine uyum notundan kaynaklanıp kaynaklanmadığını tespit etmek amacıyla uygulanan olay çalışması sonrasında 2009 yılında gerek kurumsal yönetim ilkelerine uyum notunun açıklanmasının 10 gün öncesi ve 10 gün sonrası dönem gerekse de kurumsal yönetim ilkelerine uyum notunun açıklanmasının 5 gün öncesi ve 5 gün sonrası dönem açısından, olay gününden sonraki kümülatif getirilerin pozitif yönde arttığı gözlemlenmiştir. Buna karşın 2014 yılında gerek kurumsal yönetim ilkelerine uyum notunun açıklanmasının 10 gün öncesi ve 10 gün sonrası dönem gerekse de kurumsal yönetim ilkelerine uyum notunun açıklanmasının 5 gün öncesi ve 5 gün sonrası dönem açısından olay gününden sonraki kümülatif getirilerin olay öncesi dönemin genelinde olduğu gibi negatif yönde seyrettiği gözlemlenmiştir. Dolayısıyla 2014 yılında anormal getiriler elde edilememiştir. Elde edilen sonuçlar Yenice ve Dölen (2013)'in çalışmalarında 2009 yılı için elde ettikleri sonuçlarla benzerlik göstermektedir. Aynı şekilde Sakarya (2011) da çalışmasında 2009 yılı için olay gününden sonra pozitif anormal getiri tespit etmiştir.

Kurumsal yönetim ilkelerine uyum notunun açıklanması öncesinde ve sonrasında elde edilen getiri ortalamaları arasındaki farkların istatistiki olarak anlamlı olmadığı bulgusuna ulaşılan 2010, 2011, 2012 ve 2013 yılları için olay gününden sonraki getiri ortalamalarının azaldığı ya da negatif getirinin olay öncesi döneme göre arttığı gözlemlenmiştir. Benzer şekilde Acar, Temiz ve Karan (2013) çalışmalarında 2010-2012 dönemi için olay günü sonrasında negatif getiri tespit etmişlerdir. Yenice ve Dölen (2013)'in çalışmalarında 2010 ve 2011 yılları için elde ettikleri sonuçlar çalışmamızda elde edilen bulgularla örtüşmemektedir. İncelenen endeks ve yöntemin benzerlik göstermesine rağmen olay pencerelerinin (t-30, t+30) birbirinden farklı olması sonuçlarında farklı elde edilmesinin sebebi olarak düşünülmektedir.

Genel olarak değerlendirildiğinde BIST XKURY'de işlem gören şirketlere yatırım yapacak bireylerin kurumsal yönetim ilkelerine uyum notlarını dikkate aldığını, 2009 yılında notların açıklanması sonrasında istatistiki olarak anlamlı farkın anormal getiriler açısından pozitif yönde gerçekleştiği tespit edilmiştir. Buna karşın 2014 yılında notların açıklanması öncesi ve sonrasında gerçekleşen getiriler arasındaki istatistiki olarak anlamlı farkın kurumsal yönetim ilkelerine uyum notlarından kaynaklanmadığı, bu yılda endekste anormal getiriler elde edilemediği belirlenmiştir. İncelenen diğer yıllarda ise notun açıklanması sonrasında pozitif getirinin artmasına ya da negatif getirinin azalmasına rağmen bu durumun istatistiki olarak anlamlı olmadığı görülmüştür. Bu durum 2009 yılında endeksin yarı güçlü formda etkin olmadığını, 2014 yılında ise endeksin etkinliğe yaklaşmış olduğunu göstermektedir.

KAYNAKÇA

- ACAR, Merve; Hüseyin TEMİZ ve Mehmet Baha KARAN (2013), BIST (Borsa İstanbul) Kurumsal Yönetim Endeksinde (XKURY) Yer Alan Şirketlerin Getiri Ve Performans Analizi: Olay Çalışması Örneği, 17. Finans Sempozyumu, 23-26 Ekim 2013, Muğla.
- AL-HADDAD, Waseem; Saleh T. ALZURGAN and Fares J. Al-SUFY; (2011), "The Effect Of Corporate Governance on The Performance of Jordanian Industrial Companies: An Empirical Study on Amman Stock Exchange", International Journal Of Humanities And Social Science, 1(4), pp.55-69.
- BASKICI, Çiğdem (2012), İç Kontrol Sisteminin Kurumsal Yönetim Anlayışındaki Yeri: İMKB Şirketlerinde Bir Uygulama, Ankara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Ankara.
- BENDİTÜNİENÉ, Giedrė (2010), The Research Of Corporate Governance Impact on Performance in The Baltic Stock Exchange Markets, Vytautas Magnus University Faculty of Economics and Management Diploma Paper, Kaunas.
- BOCEAN, Claudiu G.; Catalin M. BARBU; (2007), "Corporate Governance and Firm Performance", Management and Marketing Journal 5(1), pp.125-131.
- BUBBICO, Rossana; Marco GIORGINO and Barbara MONDA; (2012), "The Impact of Corporate Governance on the Market Value of Financial Institutions: Empirical Evidence From Italy", Banks and Bank Systems, 7(2), pp.11-18.
- DAĞLI, Hüseyin; Hasan AYAYDIN ve Kemal EYÜBOĞLU; (2010), "Kurumsal Yönetim Endeksi Performans Değerlendirmesi: Türkiye Örneği", MUFAD Muhasebe ve Finansman Dergisi, 48, ss.18-31.
- DALĞAR, Hüseyin ve Sait PEKİN; (2011), "Kurumsal Yönetim İle Finansal Tablo Manipülasyonu Arasındaki İlişki: İMKB Kurumsal Yönetim Endeksi'nde Yer Alan Şirketlerde Bir Araştırma", Mali Çözüm Dergisi, 21, ss.19-44.
- DİZKIRICI, Ahmet S.; Filiz KONUK ve Bayram TOPAL (2014), Borsa İstanbul Kurumsal Yönetim Endeksi'nde Yer Alan İmalat İşletmelerinin Etkinlik Değerleri İle Kurumsal Yönetim Notlarının Karşılaştırılması, 18. Finans Sempozyumu, 15-18 Ekim 2014, Denizli.
- DROBETZ Wolfgang, SCHILLHOFER Andreas and ZIMMERMANN Heinz; (2003), Corporate Governance and Firm Performance: Evidence from Germany, <http://www.cofar.uni-mainz.de/dgf2003/paper/paper146.pdf>, Erişim Tarihi: 24.11.2014.
- EGE, İlhan; Emre Esat TOPALOĞLU ve Murat ÖZYAMANOĞLU; (2013), "Finansal Performans İle Kurumsal Yönetim Notları Arasındaki İlişki: BIST Üzerine Bir Uygulama", Akademik Araştırmalar ve Çalışmalar Dergisi, 5(9), ss.100-117.

-
- EYÜBOĞLU, Kemal; (2011), "Kurumsal Yönetimin Hisse Senedi Getirileri Üzerindeki Etkisi: İMKB Kurumsal Yönetim Endeksindeki Şirketler Açısından Bir Değerlendirme", Karadeniz Teknik Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi, 1, ss.55-69.
- GUPTA, Parveen; Duane KENNEDY and Samuel WEAVER; (2009), "Corporate Governance and Firm Value: Evidence from Canadian Capital Markets", Forthcoming Corporate Ownership and Control Journal, 6(3), pp.1-35.
- ICAN (Institute of Chartered Accountants of Nigeria) (2009), Strategic Financial Management Pack, <http://profaonline.org/Strategic%20Financial%20Management%20Pack%202009%20Chapters%201-10.pdf>, Erişim Tarihi: 10.04.2015.
- KAJOLA, Sunday O.; (2008), "Corporate Governance and Firm Performance: The Case of Nigerian Listed Firms", European Journal of Economics, Finance and Administrative Sciences, 14 (2008), pp.16-28.
- KANDIR, Serkan Y.; (2013), "Kurumsal Yönetim Derecelendirme Notu Açıklamalarının Hisse Senedi Getirileri Üzerindeki Etkisinin İncelenmesi", Bankacılar Dergisi, 85, ss.21-31.
- KARAMUSTAFA, Osman; İdris VARICI ve Bünyamin ER; (2009), "Kurumsal Yönetim ve Firma Performansı: İMKB Kurumsal Yönetim Endeksi Kapsamındaki Firmalar Üzerinde Bir Uygulama", Kocaeli Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi, 17(1), ss.100-119.
- KILIÇ, Saim; (2011), "İMKB Kurumsal Yönetim Endeksine Dahil Olan Şirketlerin Getiri Performanslarının Ölçülmesi", Finans Politik & Ekonomik Yorumlar, 48(552), ss.45-58.
- KLEIN, Peter; Daniel SHAPIRO and Jeffrey YOUNG; (2005), "Corporate Governance, Family Ownership and Firm Value: the Canadian Evidence", Corporate Governance: An International Review, 13(6), pp.769-784.
- KULA, Veysel ve Ender BAYKUT; (2014), "Kurumsal Yönetim Derecelendirme Notu ile Piyasa Değeri Arasındaki İlişki: BIST XKURY Şirketleri Üzerine Bir Araştırma", Uşak Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi, 7(3), ss.1-17.
- KULA, Veysel ve Ender BAYKUT; (2013), "Kurumsal Yönetim Endeksinde Yer Almanın Mevduat Bankalarının Performansına Etkisi: BIST Örneği", Sosyal Bilimler Dergisi, 15(2), ss.121-136.
- MALLIN, Christine A.; (2004), Corporate Governance, Oxford University Press, New York, 231p.
- MEMİŞ, Mehmet Ü. ve Emin H. ÇETENAK; (2012), "Kurumsal Yönetimin Kazanç Yönetimi Uygulamaları Üzerine Etkisi: İMKB'de İşlem Gören Şirketler Üzerine Uygulama", Çukurova Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi, 21(3), ss.205-224.
- SAKARYA, Şakir; (2011), "İMKB Kurumsal Yönetim Endeksi Kapsamındaki Şirketlerin Kurumsal Yönetim Derecelendirme Notu ve Hisse Senedi Getirileri Arasındaki İlişkinin Olay Çalışması (Event Study) Yöntemi İle Analizi", Zonguldak Karaelmas Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi, 13, ss.147-162.

-
- SAKARYA, Şakir ve Hasan SEZGİN; (2015), "Sendikasyon Kredisi Kullanımının Bankaların Hisse Senedi Getirilerine Etkisi: Olay Çalışması Yöntemiyle BİST'de Bir Uygulama", Bankacılar Dergisi, 92, ss.5-24.
- SERMAYE PİYASASI KURULU (SPK) (2005), Kurumsal Yönetim İlkeleri, <http://www.spk.gov.tr/displayfile.aspx?action=displayfile&pageid=66&fn=66.pdf&submenuheader=null>, Erişim Tarihi: 14.12.2014.
- SHLEIFER, Andrei and Robert W. VISHNY; (1997), "A Survey of Corporate Governance", The Journal of Finance, 52(2), pp.737-783.
- SLOAN, Richard G.; (2001), "Financial Accounting and Corporate Governance: A Discussion", Journal of Accounting and Economics, 32(2001), pp.335-347.
- TEKER, Suat; Emre KARAKUM ve Osman TAV; (2008), "Yatırım Fonlarının Risk Odaklı Performans Değerlemesi", Doğu Üniversitesi Dergisi, 9(1), ss.89-105.
- TÜRKİYE KURUMSAL YÖNETİM DERNEĞİ (TKYD), <http://www.tkyd.org.tr/content.asp?PID={FB59288A-5A83-4120-96F4-7ED3734A5320}>, Erişim Tarihi: 22.11.2014.
- TÜRKİYE SANAYİCİ VE İŞADAMLARI DERNEĞİ (TÜSİAD) (2005), Sermaye Piyasaları İçin Örnek Şirket Yapısı, http://www.tusiad.org.tr/_rsc/shared/file/sermaye.pdf, Erişim Tarihi: 29.11.2014.
- YENİCE, Sedat ve Tuğba DÖLEN; (2013), "İMKB'de İşlem Gören Firmaların Kurumsal Yönetim İlkelerine Uyumunun Firma Değeri Üzerindeki Etkisi", Uluslararası Yönetim İktisat ve İşletme Dergisi, 9(19), ss.199-214.