

## KURUMSAL YÖNETİM ENDEKSİ İLE ŞİRKET HİSSE SENEDİ GETİRİ İLİŞKİSİ: BIST'DE BİR UYGULAMA

### THE RELATION BETWEEN THE CORPORATE GOVERNANCE INDEX AND THE PROFIT OF COMPANIES' STOCKS: AN APPLICATION IN BIST

Selahattin YAVUZ<sup>1</sup>, Suat YILDIRIM<sup>2</sup>, Bekir ELMAS<sup>3</sup>

**ÖZET:** Çalışmanın amacı, kurumsal yönetim endeksine girişin şirket getirilerine etkisini incelemektir. BIST Kurumsal Yönetim Endeksi (XKURY), Kurumsal Yönetim İlkeleri'ni uygulayan şirketlerin dahil edildiği endekstir. Bu amaçla, 2012 ve 2013 yıllarında ilk defa BIST kurumsal yönetim endeksine alınan toplam 11 şirketin endekse girme tarihi ile bu tarihten 10 gün önce ve 10 gün sonra oluşan anormal getirileri hesaplanmıştır.

Çalışmada, anormal getiri elde edilip edilmeyeceğini test etmek için hipotezler oluşturulmuştur. Elde edilen sonuçlara göre, olay tarihten 10 gün önce ve 10 gün sonra oluşan anormal getiriler karışık bir seyir izlemiştir. Bazı günler pozitif anormal getiriler elde edilirken, bazı günler negatif anormal getiriler meydana gelmiştir.

**Anahtar sözcükler:** Kurumsal Yönetim, Kurumsal Yönetim Endeksi, Anormal getiri.

**Jel Sınıflaması:** G30,G39,M48

**ABSTRACT:** The aim of the study is to investigate the positive aspects of enrolling Corporate Governance Index. BIST corporate Governance Index (XKURY) is the index in which the companies that apply Corporate Governance Principles are included. For that purpose, the abnormal gains that accrued 10 days before and after the companies enrolling Corporate Governance Index are calculated. Those are totally eleven companies which are accepted firstly to the BIST Corporate Governance Index in 2012 and 2013.

Hypotyzes have been formed for testing whether abnormal gains are obtained or not. According to the results, the abnormal gains have shown irregular trend 10 days before and after the event. Somedays while positive gains are observed some other days the opposite is occurred.

**Keywords:** Corporate Governance , Corporate Governance Index, Abnormal Gains

**Jel Classification:** G30,G39,M48

## GİRİŞ

Günümüzde kurumsal yönetim olgusu, globalleşme, uluslararası ticaretin yaygınlaşması, rekabetin artması, borsaların uygulamaya koyduğu kurallar, satın alma ve devralmalar ve şirket değerlemeleri açısından ulusal ve uluslararası kuruluşların nezdinde önemi giderek artmış bulunmaktadır. Kurumsal yönetim çağdaş işletmecilik ve yöneticilik anlayışının temel öğelerinden birisidir. Keza kurumsal yönetim stratejik yönetimin ayrılmaz bir parçasıdır. İşletmelerde yönetim süreci finansal ve yatırım gibi karar alma davranışını belirleyen nitelikler taşır (Gürbüz ve Ergincan:2004:1). Özellikle potansiyel yatırımcılar işletmelerin yönetim

<sup>1</sup> Erzincan Üniversitesi. Yrd. Doç. Dr., İİBF İşletme Öğretim Üyesi, syavuz@erzincan.edu.tr

<sup>2</sup> Erzincan Üniversitesi, Doç. Dr. İİBF İşletme Öğretim Üyesi, syildirim@erzincan.edu.tr

<sup>3</sup> Atatürk Üniversitesi, Doç. Dr. İİBF İşletme Öğretim Üyesi, belmas@atauni.edu.tr

süreçlerini izlerler. Yatırımcılar, kurumsal yönetim ilkeleri ile yönetilen işletmeleri tercih edecekleri beklenen bir durumdur.

Teoride kurumsal yönetimle ilgili çok farklı tanımlamalar yapılmıştır. Aslında tek bir kurumsal yönetim tanımı yoktur. Bazı bilim adamları kurumsal yönetimi farklı olarak tanımlamışlardır. Shleifer ve Vishny'e göre (1997) kurumsal yönetim kavramı, firmalara fon sağlayanların, bu yatırımlardan elde edecekleri getiriye garanti altına almaları olarak anlaşılmalıdır. Salacuse (2002)' göre Avrupa, ve Kuzey Amerika bölgesinde bulunan halka açık şirketlerde üç adet kurumsal güç olduğunu ve bunlar yönetim kurulları, üst düzey yöneticiler ve hissedarlar olarak belirtilmiştir. Aslında halka açık şirketlerde yönetimin güçle ilgili olduğunu ve yönetim sistemlerinin amacının gücün nasıl dağıtılacağına belirlenmesidir (Darman,2009:6).

“Corporate Governance” kavramının Türkçe karşılığı “kurumsal yönetişim, “şirket yönetkisi” olarak bilinen daha çok kurumsal yönetim kullanılmaktadır. Kurumsal yönetim, genellikle şirketlerde yönetim kurulları, şirket üst yönetimi, çalışanlar, hakim ortak(lar), küçük hissedarlar ve diğer menfaat sahiplerinin çıkarlarını buluşturur, gerekli kontrol ve dengeyi sağlar. Kurumsal yönetim kavramının daha iyi anlaşılabilmesi için dört temel niteliğin belirgin özelliklerinin ortaya iyi konulması gerekebilir. Bunlar daha dünya çapında kurumsal yönetimin temel prensipleri olarak ifade bulunmuştur. Bu prensipler tek bir cümlede adillik, sorumluluk, hesap verebilirlik ve şeffaflık olarak sıralanır (Darman, 2009:1).

Şirkette yöneticiler ile hissedarlar arasındaki menfaat çatışmalarını azaltmak amacıyla kurumsal yönetim mekanizmaları yardımcı olmaktadır. Çağdaş anlamda kurumsal yönetim, şirketin fon sağlayıcılarının yatırımlarının korunmasına yönelik gerçekleştirilen uygulamalardır. Yatırımcılar, kurumsal yönetimin işlediği bir şirkette yöneticileri sürekli olarak kontrol edebilirler (Kula, 2006:12-13).

21. Yüzyılda şirketler dünyanın en güçlü kuruluşları haline gelmiştir. Faaliyetleri ve nasıl iş yaptıkları dikkatle izlenir olmuştur. Son yıllarda bütün dünyada meydana gelen, Enron ve WorldCom (ABD), Parmalat (İtalya), Ahold (Hollanda) ve Satyam (Hindistan) gibi şirket skandalları, “kurumsal yönetim” kavramını gerek iş dünyasının, gerekse devletlerin gündemine oturtmuştur (Darman,2009:5).

Kurumsal yönetim konusunun gündeme bu derece hızlı oturmasının ve gelecek yıllarda da bu konumunu koruyacağına sebep, son yıllarda ortaya çıkan şirket skandallarıdır. Dünyada önde gelen Enron, Worldcom vb.gibi şirketlerin bir gecede yok olmaları “iyi yönetim” adına bilinenleri bir kez daha düşünmek gerekir. Şirket skandallarının ardından Amerika Birleşik Devletleri, ülkedeki kurumsal yönetim uygulamalarını iyileştirmek amacıyla son derece radikal hükümler içeren ve “Sarbanes-Oxley Act” olarak anılan yeni bir kanunu yürürlüğe koymuştur. Almanya ise kurumsal yönetim ilkelerini yasalaştırarak uygulamayı zorunlu hale getirmiş, Japonya şirketler hukukunu tekrar gözden geçirmiştir. Buna göre birçok ülke, yürürlükte olan mevzuatını “Kurumsal Yönetim İlkeleri” çerçevesinde yeniden şekillendirmişlerdir. ( TKYD ve Deloitte, 2006:1)

Deloitte (2006:4) kurumsal yönetimi bir işletmenin hak sahipleri ve kamuoyunun çıkarına zarar vermeyecek şekilde, finansal ve insan kaynaklarını kendine çekmesini, verimli çalışmasını ve hissedarları için uzun dönemde ekonomik kazanç yaratarak istikrar sağlamasını mümkün kılan kanun, yönetmelik ve ilgili uygulamalar bütünü olarak tanımlamıştır. Bir başka açıdan kurumsal yönetim, şirketlerin sermayeyi ve insan kaynaklarını kendine çekmesi etkin başarı göstermesine, amaç ve hedeflerine ulaşmasına, yasal ve toplumsal beklentileri yerine getirmesine yönelik yasa, düzenleme sektör uygulamalarını kapsamaktadır.

### **Kurumsal Yönetim ile Şirket Hisse Senedi İlişkisi Literatür Araştırmaları**

Larcker vd. (2007:963) çalışmalarında, çeşitli muhasebe ve ekonomi çıktıları ile tipik kurumsal yönetim arasındaki ilişki incelenmiştir. Bu makale kurumsal yönetim unsurunun karmaşık yapısından dolayı geçerli ve güvenilir ölçülerin genellemesinde kısmi olarak zorluklarla karşılaşmıştır. Sonuç olarak, çalışmada incelenen indekslerin muhasebe tabloları ile

düşük seviyede ilişki saptanmasına rağmen, aşırı hisse senedi getirisi ve faaliyet performansını açıklama yeteneğine sahip olduğu ortaya çıkmıştır.

Bununla birlikte Gompers vd. (2003 :105) çalışmalarında 24 yönetim kuralını içeren hisse senedi sahipleri haklarının seviyesi belirlemek için yönetim endeksi geliştirmiştir. Çalışmanın sonucuna göre pay sahiplerine daha güçlü haklar tanıyan firmalar daha yüksek değere, daha yüksek karlara ve daha yüksek satış miktarlarına, daha düşük sermaye harcamalarına sahip bulunmaktadır. Bununla beraber 1990’lı yıllar boyunca kurumsal yönetim ile hisse senedi getirileriyle güçlü bir ilişki mevcuttur. Buradan demokratik haklara önem veren firmaların hisse sendi getirilerinin diktatör diye adlandırılan firmalara nazaran daha yüksek getiri sağladığı ortaya çıkmıştır.

Karamustafa vd. (2009) yaptıkları bir çalışmada, aktif devir hızı, aktif karlılığı ve öz sermaye karlılığı performans göstergelerinde kurumsal yönetim endeksi kapsam öncesi ve sonrası için anlamlı farklılıklar ortaya çıkmıştır. Drobotz vd. (2003: 30-31) yaptıkları çalışmada, kurumsal yönetim kalitesiyle firma değeri arasında pozitif yönde güçlü bir ilişki tespit edilmiştir. (Karamustafa vd, 2009:105). Klein vd. (2004: 15) ise yaptıkları çalışmada kurumsal yönetim ve firma performansı arasında kesin bir ilişki bulamamışlardır. (Karamustafa vd. 2009:105).

Gürbüz ve Ergincan’ın, şirketlerin kurumsal yönetim düzeyleri ile performansları arasındaki ilişkiyi sorgulayan çalışmasında, elde edilen kurumsal yönetim endeksleri, bir şirketin kurumsal yönetiminin borsa performansı, finansal yapısı, karlılığı ve başka etkenlerle ilişkisinin araştırılmasında kullanılmıştır. Kurumsal yönetimin finansal yapının üzerindeki etkisini ortaya koyabilmek için “borç/toplam sermaye” oranı kullanılmış; karlılık ile kurumsal yönetim arasındaki ilişkiyi incelemek için ise “net kâr marjı”, “brüt kâr marjı” ve “öz sermaye kârlılığı” gibi ölçülerden yararlanılmıştır”.

“Kurumsal yönetim ilkelerini daha iyi uygulayan şirketlerin borsa performanslarının, bu ilkeleri yeteri kadar uygulamayan şirketlere göre daha yüksek olduğu, kurumsal yönetim ilkelerini ileri derecede uygulayan şirketlerin öz sermaye kârlılığının daha yüksek olduğu”, yüksek halka açıklık oranlarına sahip şirketlerin ileri derecede kurumsal yönetim ilkeleri uyguladıkları, daha iyi yönetilen şirketlerin kreditoörlere güven duygusu verdikleri ve bu şekilde dış finansmandan daha fazla yararlanma olanağı buldukları sonucuna ulaşılmıştır” (Gürbüz 2005).

Ayrıca başka bir çalışmada, “Kurumsal yönetim ilke ve standartlarını görece daha fazla uygulayan şirketlerin gerek finansal, gerekse piyasa getirisi performansı daha az uygulayanlara göre daha yüksek” olduğu tespit edilmiştir (Varış vd. 2001 ve Gürbüz, 2005).

İMKB’de işlem gören sanayi şirketlerinin çevreye duyarlılık konusunda yaptıkları çalışmalar ve çevresel performansları konusunda bir durum tespiti çıkarmayı amaçlayan Tanç ve Cingöz (2011) çalışmalarının sonucunda, hisse senetleri İMKB’de işlem gören sanayi işletmelerinin çevresel farkındalıklarının değerlendirilmesinde “Kurumsal Yönetim İlkeleri Uyum Raporları” ve özellikle de “Faaliyet Raporları” en önemli raporlar olarak görmüşlerdir. Yapılan analiz sonucunda elde edilen temel bulgulara göre, işletmelerin çevreyi koruma, çevreye karşı duyarlı olma en önemlisi de çevreye karşı sorumlu olma bilinçlerinin son yıllarda daha da geliştiği belirlenmiştir. İşletmelerin faaliyet raporlarının yanı sıra, sosyal sorumluluk raporları, sürdürülebilirlik raporları gibi raporları da hazırlayarak çevre ile ilgili temel strateji ve politikaları, faaliyetlerini açıkladıkları ve paydaşlarını bilinçlendirme noktasında önemli çalışmalar yaptıkları da araştırmada tespit edilen bir diğer konudur.

Acar ve Mortaş (2011) yaptıkları araştırma sonucuna göre, İMKB–30 endeksinde yer alan işletmelerin 2009 yılı faaliyet raporları, işletmelerin internet sitelerinde yer alan bilgiler ve kamuyu aydınlatma platformu sitesinde yer alan verilerinden faydalanılmıştır. Oluşturulan soru seti formunun özellikle 2009 yılı faaliyet raporlarına uygulanarak hesap verebilirlik skor tablosu oluşturulmuştur. Oluşturulan skorlar, işletmelerin finansal performans ölçütü olarak ele alınan,

verimlilik oranları ile nedensellik analizine tabi tutulmuştur. “Tüm işletmeler açısından hesaplanan hesap verebilirlik skorları ile verimlilik oranları arasında bulunan nedensellik ilişkisi genellikle, yüksek hesap verebilirlik skoruna sahip işletmeler ile bu işletmelerin verimlilik oranları arasında yapılan analizlerde benzerlik göstermiştir. Sonuç olarak, işletmelerin hesap verebilirlik skoru arttıkça nedensellik bağının daha da arttığı görülmektedir. İşletmelerin zorunlu kamuya açıklamanın dışında gönüllü kamuya açıklamayı da artırmaları gerekmektedir. Bu analiz sonucunda, işletmelerin daha hesap verebilir nitelikte olması gerektiği sonucuna varılmıştır”(Acar ve Mortaş:2011).

Bir başka çalışmada, Çarıkçı vd. (2009) çalışması “ Kurumsal Yönetim-Şirket performansı İlişkisi: İMKB Kurumsal Yönetim Endeksi Ampirik Bir Çalışma” adlı makalede, Çalışmada kurumsal yönetim süreci-şirket performansı ilişkisinin ülkemizde izlediği seyir, İMKB Kurumsal Yönetim Endeksi ve İMKB 100 Endeksinin getiri ve getiri volatiliteleri karşılaştırılarak test edilmiş ve kurumsal yönetim ilkelerine uyum gösteren şirketler ile İMKB-100 Endeksinde yer alan şirketlerin performansları endeksler üzerinden karşılaştırılmıştır. Yapılan analiz sonucunda, Türkiye için İMKB’ye kote olan şirketler bağlamında, kurumsal yönetim ilkelerine uyum ile şirket performansı arasında bir ilişkinin bulunmadığı sonucuna varılmıştır”.

Kılıç (2011:45) “İMKB Kurumsal Yönetim Endeksine Dahil Olan Şirketlerin Getiri Performanslarının Ölçülmesi” konulu çalışmanın amacı, “İMKB Kurumsal Yönetim Endeksinde yer alan şirketlerin bu endekse dahil olmak için gerekli notu aldıklarını kamuya açıkladıkları tarih ve hemen sonrasında hisse senetlerinin fiyatının olumlu olarak etkilenip etkilenmediğini ampirik olarak test etmektir. Araştırma, 31.10.2010 tarihi itibarıyla İMKB Kurumsal Yönetim Endeksinde yer alan 28 şirketin, geçer not alarak bu endekse dâhil olacaklarını açıkladıkları tarih ve sonrasındaki beş günlük süreçte sağladıkları anormal getirilerin CAPM modeli kullanılmak suretiyle tahmin edilmesi suretiyle gerçekleştirilmiştir. Araştırma sonucunda, Türkiye’de kurumsal yönetim endeksine dâhil olan şirketlerin yalnızca % 60’ının ilk bir kaç gün için yatırımcısına pozitif getiri sağladığı, ancak sağlanan bu getirilerin iki hisse senedi dışında önemli boyutta bulunmadığı ve birkaç günden sonra söz konusu şirketlerin kurumsal yönetim endeksine dâhil olma etkisinin önemli ölçüde azaldığı anlaşılmıştır. Sonuç olarak, yatırımcıların kurumsal yönetim endeksine giren şirketlere esas itibarıyla ilgi göstermediği kanaatine ulaşılmıştır”.

“2007 Eylül – 2009 Kasım dönemi Türkiye’deki kurumsal yönetim endeksinin risk-getiri açısından değerlendirilmesini amaçlayan bir çalışmada, değerlendirmede günlük veriler kullanılmış olup hisse senedi getirisi ile ilgili veriler İMKB aylık bültenlerinden, faiz oranı ile ilgili veriler ise TCMB aylık istatistiklerinden sağlanmıştır” (Dağlı vd. 2010:28)

Nittayagasetwat ve Nittayagasetwat ortak olarak yaptıkları çalışmalarında (2007) Tayland’da yeterli kurumsal yönetim derecesinin ilan edilmesi ile hisse sendi getirisi arasındaki ilişkiyi olay çalışması yöntemi ile analiz etmişlerdir. Sonuç olarak, iyi kurumsal yönetim derecelendirme notunun ilanı ile hisse senedi getirisi arasında bir ilişkinin olmadığını tespit etmişlerdir (Nittayagasetwat ve Nittayagasetwat, 2007 ve Sakarya, 2011).

Yine bir çalışmada, hisse senetleri İMKB’de işlem gören ve 2009 yılında ilk defa yeterli kurumsal yönetim derecelendirme notu alarak İMKB Kurumsal Yönetim Endeksi (İMKB-XKURY) kapsamına alınan Şirketlerin derecelendirme notunun ilanı ile hisse senedi getirileri arasındaki ilişki incelenmiştir. Bu bağlamda 2009 yılında yeterli kurumsal yönetim derecelendirme notu alan 11 şirket İMKB Kurumsal Yönetim Endeksine dahil edilmiştir. Olay çalışması (Event Study) yöntemi kullanılarak yapılan analizde iyi kurumsal yönetim derecelendirme notunun ilanı ile hisse senedi getirisi arasında pozitif bir ilişkinin olduğu, olay öncesi ve sonrasında endeks kapsamındaki şirketlerin hisse senetlerinden anormal getirilerin elde edilebileceği tespit edilmiştir. Bu durum, piyasanın yarı güçlü formda bile etkin olmadığının önemli bir göstergesidir (Sakarya,2011:147).

Aygören ve Uyar (2007:32) yaptıkları çalışmada, İMKB'de denetim görüşlerinin hisse senedi getirileri üzerindeki etkisini araştırmışlardır. Elde edilen bulgulara göre, anormal getirilerin elde edileceği sonucuna ulaşılmıştır.

2003'den 2008'e kadar Hindistan'da 500 büyük işletmede yapılan bir çalışmada, regresyon sonuçları Kurumsal Yönetim Endeksi getiri açısından değerlendirilmiş ve şirketin piyasa performansı arasında güçlü bir korelasyon bulunmuştur (Sarkar vd.: 2012).

BIST Kurumsal Yönetim Endeksi'nin amacı, payları Borsa İstanbul pazarlarında (Gözümlü Pazarı ve C Listesi hariç) işlem gören ve kurumsal yönetim ilkelerine uyum notu 10 üzerinden en az 7, her bir ana başlık itibarıyla 10 üzerinden en az 6,5 olan şirketlerin fiyat ve getiri performansının ölçülmesidir (www.borsaistanbul.com).

### VERİ SETİ VE YÖNTEM

Çalışmada 2012 ve 2013 yıllarında ilk defa kurumsal yönetim derecelendirme notu alan ve BIST kurumsal yönetim endeksine alınan toplam 11 şirket için endekse girme tarihinde anormal getiri elde edilip edilmeyeceği olay çalışması ile test edilecektir. Analizlerde kullanılan veri seti BIST'den sağlanmıştır.

Çalışmada yer alan 11 şirketin isimleri, aldıkları kurumsal derecelendirme notları ve olay tarihleri Tablo 1'de sunulmuştur:

**Tablo 1: 2012 ve 2013 yıllarında BIST Kurumsal Yönetim Endeksine Alınan Şirketlere İlişkin Olay Tarihleri ve İlan Edilen Derecelendirme Notları**

Şirketler	Olay Tarihi	İlan Edilen Derecelendirme Notu
Garanti Faktoring Hizmetleri A.Ş. (GARFA)	23.08.2012	1,28
ENKA İnşaat ve Sanayi A.Ş.	26.11.2012	3,66
Pınar Entegre Et ve Un Sanayi A.Ş.	07.12.2012	5,38
Boyner Büyük mağazacılık A.Ş.	10.12.2012	4,41
Aselsan Elektronik Ticaret A.Ş.	13.12.2012	7,97
İş Gayrimenkul Yatırım ortaklığı A.Ş.	27.12.2012	1,24

Garanti yatırım Ortaklığı A.Ş.	221.01.2013	0,62
Creditwest Faktoring A.Ş.	24.06.2013	1,96
Akbank T.A.Ş.	01.11.2013	7,42
Pınarsu A.Ş.	04.12.2013	93,41
Pegasus A.Ş.	31.12.2013	3,63

(Kaynak: Kurumsal Yönetim Derneği WEB sayfası, [www.tkyd.org.tr](http://www.tkyd.org.tr))

Anormal getiri elde edilip edilmeyeceğini test etmek için aşağıdaki hipotezler oluşturulmuştur.

$H_0$ : Şirketlerin iyi kurumsal yönetim derecelendirme notu olarak kurumsal yönetim endeksine alınmalarına ilişkin duyuruların, ilgili şirketlerin hisse senedi getirisine hiçbir etkisi yoktur.

$H_1$ : Şirketlerin iyi kurumsal yönetim derecelendirme notu olarak kurumsal yönetim endeksine alınmalarına ilişkin duyuruların, ilgili şirketlerin hisse senedi getirisine etkisi vardır.

Hipotezler istatistiksel olarak aşağıdaki gibi ifade edilir:

$$H_0 : AR_t = 0$$

$$H_1 : AR_t \neq 0$$

Kurumsal yönetim endeksine giren şirketlerin hisse senetlerinin seans kapanış fiyatlarının getirileri aşağıdaki formül yardımıyla hesaplanmıştır.

$$R_{it} = \%100 * (P_{it} - P_{it-1} / P_{it-1})$$

Formülde:

$R_{it}$ ; t zamanındaki i hisse senedinin getirisini

$P_{it}$ ; t zamanındaki i hisse senedi fiyatını ifade etmektedir.

Piyasa (BIST) getirisi ise aşağıdaki formül yardımıyla hesaplanmıştır.

$$R_{mt} = \%100 * (P_{mt} - P_{mt-1} / P_{mt-1})$$

Formülde:

$R_{mt}$ ; t zamanındaki piyasa getirisi

$P_{mt}$ ; t zamanındaki piyasa endeksini (BIST-100)

ifade etmektedir.

Anormal getiri; bir hisse senedinin t gününde gerçekleşen getirisi ile t gününde piyasa getirisi arasındaki farktır.

$$AR_{it} = R_{it} - R_{mt}$$

Ortalama anormal getiriler için;

$$AAR_t = \left(\frac{1}{n}\right) \sum_{i=1}^n AR_{it}$$

ortalama anormal getirilerin sıfırdan farklı olup olmadığını yani  $H_0$  hipotezini test etmek için;

$$t(AAR_t) = \left( \frac{1}{\sqrt{n}} \right) \sum_{i=1}^n \frac{AR_{it}}{\sigma_i}$$

ortalama anormal getirilerden yararlanarak kümülatif anormal getirileri hesaplamak için;

$$CAR = \left( \frac{1}{n} \right) \sum_{t=T_1}^{T_2} \sum_{i=1}^n AR_{it}$$

kümülatif anormal getirilerin anlamlılığını test etmek için ise;

$$t(CAR) = \sqrt{\frac{1}{n \cdot k}} \sum_{t=T_1}^{T_2} \sum_{i=1}^n \frac{AR_{it}}{\sigma_i}$$

formülleri kullanılmıştır.

### BULGULAR VE DEĞERLENDİRME

2012 ve 2013 yıllarında ilk defa kurumsal yönetim derecelendirme notu alan ve BIST kurumsal yönetim endeksine alınan toplam 11 şirketin endekse girme tarihi ile bu tarihten 10 gün önce ve 10 gün sonra oluşan anormal getirileri hesaplanarak Tablo 1'de sunulmuştur.

Tablo 2'de görüldüğü gibi 2012 ve 2013 yıllarında ilk defa kurumsal derecelendirme notu alarak BIST Kurumsal Yönetim Endeksine giren 11 şirketin olay günü (Kurumsal Yönetim Endeksine girildiği gün) ortalama anormal getiriler tüm şirketler için %1,04'tür. Tüm şirketler için bulunan bu sonuca göre  $H_1$  hipotezi reddedilemez. Buna göre şirketlerin iyi kurumsal yönetim derecelendirme notu alarak kurumsal yönetim endeksine alınmalarına ilişkin duyuruların, ilgili şirketlerin hisse senedi getirisine etkisi vardır.

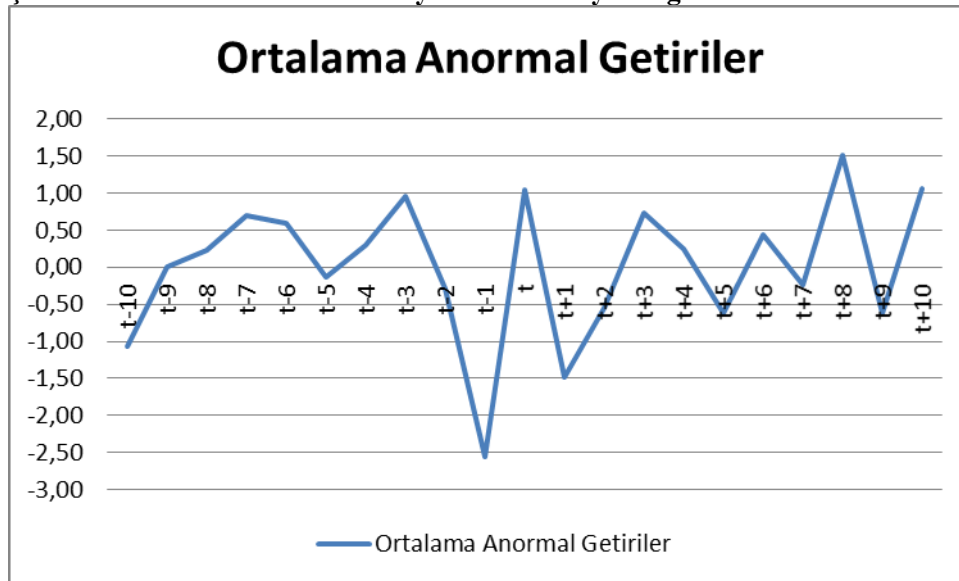
Şekil 1'de 2012 ve 2013 yıllarında ilk defa kurumsal derecelendirme notu alarak BIST Kurumsal Yönetim Endeksine giren 11 şirketin endekse girme tarihi ile bu tarihten 10 gün önce ve 10 gün sonra oluşan anormal getirileri sunulmuştur. Şekil 1'de görüldüğü gibi olay tarihten 10 gün önce ve 10 gün sonra oluşan anormal getiriler karışık bir seyir izlemektedir. Bazı günler pozitif anormal getiriler elde edilirken, bazı günler negatif anormal getiriler meydana gelmiştir.

**Tablo 2: 2012 ve 2013 Yıllarında İlk Defa Kurumsal Yönetim Derecelendirme Notu Alan ve BIST Kurumsal Yönetim Endeksine Alınan Şirketlerin Ortalama Anormal Getirileri İle Kümülatif Anormal Getirileri**

Olay Zamanı	GAR FA	ENKA	GR NY O	ISGYO	BOY NR	ASELS	CRDFA	AKBNK	PINSU	PGSUS	PETUN	Ort. Anormal getiriler	Küm. Ort. Anormal getiriler
ANORMAL GETİRİLER (AR)												AAR	CAAR
t-10	1,55	-0,28	3,33	0,00	-8,16	-0,30	-1,47	-0,27	5,49	-11,59	0,00	-1,06	-
t-9	-0,76	0,00	0,00	0,00	0,25	-0,30	1,00	2,05	-0,82	-1,14	-0,20	0,01	-1,06
t-8	0,00	-0,57	0,00	2,59	0,25	-0,30	0,99	0,54	1,93	-3,46	0,61	0,23	-0,82
t-7	0,00	0,57	0,00	0,00	-0,49	1,50	1,46	5,60	0,00	0,90	-1,81	0,70	-0,12
t-6	-0,77	-0,28	0,00	4,20	0,25	2,06	0,48	1,64	-1,08	-1,18	1,23	0,60	0,47
t-5	0,00	0,00	0,00	-	1,61	0,74	0,00	-1,44	-2,61	0,27	2,10	1,01	-0,14
t-4	-0,78	0,28	0,00	0,82	2,20	1,45	2,43	0,00	0,55	-3,81	0,20	0,30	0,64
t-3	0,78	0,00	0,00	-	4,07	5,13	-0,47	1,53	2,45	-3,35	1,20	0,96	1,59

				0,81									
t-2	-0,78	1,13	0,00	0,82	0,69	4,20	-2,38	-1,01	-2,65	-4,73	1,58	-0,28	6,46
t-1	0,00	-34,83	0,00	0,81	0,46	2,86	-0,49	-2,28	-2,45	5,30	4,09	-2,56	3,90
t	0,00	0,83	0,00	1,64	0,23	0,76	-3,92	-3,64	0,84	14,15	0,56	1,04	4,94
t+1	0,00	-0,82	1,61	0,81	-0,45	-2,26	0,00	-1,21	-0,55	-12,40	2,23	-1,48	3,23
t+2	-0,78	0,00	0,00	0,80	-0,68	0,51	-0,51	-3,82	0,56	0,31	-0,91	-0,56	2,90
t+3	0,79	0,55	1,64	0,81	-1,38	-1,53	3,08	3,12	0,55	4,08	-0,37	0,73	3,64
t+4	3,13	-1,37	3,33	0,80	-1,40	1,56	-0,50	0,28	-0,28	-1,20	0,00	0,25	3,89
t+5	-1,52	0,28	1,61	1,61	1,42	0,26	-1,50	-3,57	1,38	0,00	-0,37	-0,62	3,26
t+6	-1,54	1,39	1,64	2,46	0,00	1,78	1,52	-2,70	1,09	-0,91	0,00	0,43	3,69
t+7	0,00	0,27	1,61	0,00	-0,70	-0,50	-1,50	-0,58	0,00	0,92	1,11	-0,24	3,46
t+8	4,69	1,91	0,00	8,00	-1,87	1,01	-0,51	1,91	-0,27	1,52	0,18	1,51	4,96
t+9	-1,49	2,94	1,64	8,15	1,91	0,25	1,02	2,89	-5,14	0,60	0,00	-0,62	4,35
t+10	10,61	1,30	1,67	0,00	0,94	0,99	-3,54	0,28	-1,14	0,60	0,00	1,06	5,41

Şekil 1: Anormal Getirilerin Olay Tarihinin Duyarlılığı



## SONUÇLAR

Kurumsal yönetim, genellikle şirketlerde yönetim kurulları, şirket üst yönetimi, çalışanlar, hakim ortaklar, küçük hissedarlar ve diğer menfaat sahiplerinin çıkarlarını buluşturan, gerekli kontrol ve dengeyi sağlayan bir yapıdır.

Kurumsal yönetim, özellikle büyük ve orta ölçekli işletmelerin Dünyada ve Türkiye’de sürdürülebilir büyüme ve gelişmedeki yükselen stratejisi haline gelmiştir. Sürdürülebilir



ekonomik anlamda büyüme için mevcut şirketlerin istihdam sayılarını artırmaya, kısalan ömürlerini uzatmak için rekabet avantajı yaratacak yeni uygulamalara ihtiyaç vardır. Bunlardan biriside kurumsal yönetim stratejisidir. Gelecek yıllarda da şirketlerde yaşanan ortaklar ile yönetim kurulu arasındaki menfaat çatışmalarının sağlıklı bir şekilde önlenmesiyle birlikte yatırım anlamında hakların korunmasında kurumsal yönetim faydalı olacaktır.

Çalışmada, kurumsal yönetim endeksi ile hisse senedi getirileri arasındaki ilişkiyi tespit etmek amacıyla 2012 ve 2013 yıllarında ilk defa kurumsal yönetim derecelendirme notu alan ve BIST kurumsal yönetim endeksine alınan toplam 11 şirketin endekse girme tarihi ile bu tarihten 10 gün önce ve 10 gün sonra oluşan anormal getirileri incelenmiştir. Anormal getiri elde edilip edilmeyeceğini test etmek için ise hipotezler oluşturulmuştur.

Diğer çalışmalarda kurumsal yönetim endeksi ilanı ile hisse senedi getiri arasında salt pozitif ya da salt negatif ilişki hatta hiç ilişki bulunmadığı şeklinde bir sonuç bulunmamıştır. Yapılan olay çalışması yoluyla elde edilen bulgulara göre, olay tarihten 10 gün önce ve 10 gün sonra oluşan anormal getiriler karışık bir seyir izlemiştir. Bazı günler pozitif anormal getiriler elde edilmiş olup, bazı günler ise negatif anormal getiriler meydana gelmiştir. Çalışmadan elde edilen sonuçlar ile Sakarya’nın bulduğu sonuçlar arasında benzerlik taşıdığı görülmektedir.

## KAYNAKLAR

- Acar Durmuş, Mortaş Mustafa (2011) , “İşletmelerin Hesap Verebilirlikleri İle Performans Oranları İlişkisi: İMKB-30 Endeksinde Yer Alan İşletmeler Üzerine Bir Araştırma” KMÜ Sosyal ve Ekonomik Araştırmalar Dergisi 13 (21): 85-94, 2011.
- Aygören, Hakan ve Süleyman Uyar (2007), “İstanbul Menkul Kıymetler Borsası’nda (İMKB) Denetim Görüşlerinin Hisse Senedi Getirileri Üzerindeki Etkisi”, *İMKB Dergisi*, Yıl 9, Sayı 36, ss. 31–51.
- Cansızlar, Doğan, Kurumsal Yönetim ilkeleri, SPK Temmuz 2003. [http://www.ecgi.org/codes/documents/kyy\\_tr.pdf](http://www.ecgi.org/codes/documents/kyy_tr.pdf) Erişim tarihi 05/06/2014)
- Çarıkcı İlker H., Kalaycı Şeref, Gök İbrahim Yaşar (2009), “Kurumsal Yönetim-Şirket Performansı İlişkisi: İMKB Kurumsal Yönetim Endeksi Üzerine Ampirik Bir Çalışma” Alanya İşletme Fakültesi Dergisi 1/1(2009)51-72.
- Dağlı, Hüseyin, Ayaydın Hasan, Eyüboğlu Kemal (2010), “Kurumsal Yönetim Endeksi Performans Değerlendirmesi: Türkiye Örneği” Muhasebe ve Finansman Dergisi (Mufad) , ss.18-31, Ekim 2010.
- Darman, Güler Manisalı (2009), “Kurumsal Yönetim Uygulamalarında Yakınsamaya Hukuksal Düzenleme Ve Piyasa Dinamiklerine Etkisi, Doktora Tezi, Başkent Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü İşletme ABD, Ankara.
- Deloitte (2006), “Nedir Bu Kurumsal Yönetim”, Kurumsal Yönetim Serisi, Türkiye Kurumsal Yönetim Derneği ve Deloitte Ortak Yayını.
- Drobetz Wolfgang, Schillhofer Andreas, Zimmermann Heinz (2003), “Corporate Governance and Firm Performance: Evidence from Germany” <http://www.wuz.unibas.ch/cofi/publications/papers/2003/05-03.pdf> (Erişim Tarihi: 01.03.2008).
- Gompers Paul, Ishii Joy, Metrick Andrew (2003), “Corporate Governance And Equity Prices”, Oxford University Press, The Quarterly Journal of Economics, Volum:118, No:1,(Feb., 2003), pp.107-155.
- Gürbüz, Osman (2005), “Kurumsal Yönetim: Ülkemizdeki Düzeyine İlişkin Değerlendirmeler”, Antalya İstanbul Serbest Muhasebeci Mali Müşavirler Odası, 7. Muhasebe Denetimi Sempozyumu, 20-24 Nisan 2005, Antalya/Belek”te sunulan bildiri. [http://www.borsaistanbul.com/endeksler/bist-pay-endeksleri/kurumsal-yonetim-Endeksi,\(Erişim Tarihi:09/10/2014\).](http://www.borsaistanbul.com/endeksler/bist-pay-endeksleri/kurumsal-yonetim-Endeksi,(Erişim Tarihi:09/10/2014).)
- Gürbüz, A. Osman ve Ergincan (2004), Yakup, Kurumsal Yönetim Türkiye’deki Durumu ve Geliştirilmesine Yönelik Öneriler, Literatür Yayıncılık, Birinci basım, İstanbul.
- Karamustafa Osman, İdris Varıcı, Bünyamin Er (2009), “Kurumsal Yönetim ve Firma Performansı: İMKB Kurumsal Yönetim Endeksi” Kocaeli Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi (17) 2009 / 1 : 100 – 119.,

- Kılıç, Saim (2011), “İMKB Kurumsal Yönetim Endeksine Dahil Olan Şirketlerin Getiri Performanslarının Ölçülmesi” Finans Politik ve Ekonomik Yorumlar Dergisi, Cilt 48, Sayı:552.
- Klein, Peter, Shapiro, Daniel, Young, Jeff (2006), “Corporate Governance, Family Ownership and Firm Value: The Canadian Evidence”, CIBC Centre for Corporate Governance and Risk Management Working Paper Series, 2006-1, p. 1-35.
- Kula, Veysel (2006), Kurumsal yönetim Hissedarların Korunması Uygulamaları ve Türkiye Örneği, Papatya yayınevi, İstanbul.
- Larcker, David F, Scott A. Richardson and İrem Tuna (2007), “ Corporate Governance, Accounting Outcomes, and Organizational Performance”, The Accounting Review, Vol. 82, No. 4 (Jul., 2007), pp. 963-1008.
- Nittayagasetwat, Aekkachai and Wiyada Nittayagasetwat (2007), An Analysis of The Price Reaction to Corporate Governance Rating Announcements: The Case of *ZKÜ Sosyal Bilimler Dergisi, Cilt 7, Sayı 13, 2011, ss. 147–162* Thai Listed Companies, <http://journal.nida.ac.th/nidajournal/submissions/a413>.
- Sarkar, Jayati, Subrata sarkar, Kaustav Sen (2012), A Corporate Governance Index for Large Listed Companies in India, Indira Gandhi Institute of Development Research, Mumbai, <http://www.igidr.ac.in/pdf/publication/WP-2012-009.pdf>. Erişim tarihi:04/06/2014.
- Sakarya, Şakir (2011). “İMKB Kurumsal Yönetim Endeksi Kapsamındaki Şirketlerin Kurumsal Yönetim Derecelendirme Notu Ve Hisse Senedi Getirileri Arasındaki İlişkinin Olay Çalışması (Event Study) Yöntemi ile Analizi” *ZKÜ Sosyal Bilimler Dergisi*, ss. 147–162 Cilt 7, Sayı 13.
- Tanç, Şükran Güngör, Cingöz A. (2011), “Kurumsal Yönetim ve Çevresel Performans: İMKB’de İşlem Gören Şirketler Üzerine Bir Araştırma”, *Muhasebe Bilim Dünyası Dergisi* , Sayı:4, Sayfalar:203-219,
- Varış Meral, Küçükçolak Ali, Erdoğan Oral, Özer Levent, (2001), “Sermaye Piyasalarında Kurumsal Yönetim İlkeleri”, *İMKB Dergisi, Özel Sayı, Yıl: 5, Sayı: 19, ss. 129-168*.