

BORSA İSTANBUL'DA KURUMSAL YÖNETİM İLKELERİNE UYUM VE FİRMA DEĞERİ: OLAY ÇALIŞMASI

CORPORATE GOVERNANCE PRINCIPLES COMPLIANCE AND FIRM VALUE IN ISTANBUL STOCK EXCHANGE: CASE STUDY

Bariş KAVCAR

Abant İzzet Baysal Üniversitesi, İİBF, İşletme Bölümü, BOLU
(kavcar_b@ibu.edu.tr)

Ümit GÜMRAH

Abant İzzet Baysal Üniversitesi, İİBF, İşletme Bölümü, BOLU
(gumrah_u@ibu.edu.tr)

ÖZ

Kurumsal Yönetim İlkelerine uyum notu 7 ve üzerinde olan ve Borsa İstanbul Kurumsal Yönetim endeksine girmiş 55 firmanın ilk not aldıkları tarih olay günü kabul edilerek hisse senedi fiyatlarının olaya tepkisinin gözlemlenmesi amacıyla olay çalışması uygulanmıştır. İki aşamalı planlanan çalışmada ilk önce pazar modeli kullanılarak anormal getiriler hesaplanmış ve olay gününün 10 gün öncesi ve sonrası için parametrik t testi yardımıyla istatistiki olarak anlamlı anormal getiriler tespit edilmiştir. İkinci aşamada Wilcoxon İşaret Testi kullanılarak anormal getiriye sahip firmaların ortak özellikleri tespit edilmeye çalışılmıştır. Ortalama anormal getirilerde anlamlı bir durum tespit edilememiş, ancak bazı firmalarda anlamlı anormal getiriler tespit edilmiştir. Genel olarak, kurumsal yönetim ilkelerine uyum Türkiye'de beklenenin aksine firma değerini artırmamaktadır.

Anahtar Sözcükler: Kurumsal yönetim endeksi, Olay çalışması, Firma değeri

ABSTRACT

In this study, we employed an event study to observe the effect of corporate governance compliance announcement on stock prices for 55 firms which have a corporate governance grade above 7 and also are traded in Borsa İstanbul Corporate Governance Index. We applied a two step statistical analysis. First we calculated abnormal returns by using market model, then search for significant abnormal returns for ten days event window. For the second step we employed Wilcoxon Sign Test to detect factors that might be related with abnormal returns. We found significant abnormal returns for some individual firms. but results are not valid for mean observations. In general, results suggest that corporate governance rules do not increase firm value in Turkey.

Keywords: Corporate governance index, Event study, Firm value

1. Giriş

Kurumsal yönetim, sahiplik ve kontrol haklarının ayırımından kaynaklanan ve hissedarlar için yüksek maliyetler içeren temsil problemleri üzerine odaklanmaktadır. İşletmeye fon sağlayanların yatırımlarından elde edebilecekleri getiriden nasıl emin olabilecekleri, yöneticilerin yatırım yapılamaz projelerle koyulan sermayeyi nasıl eksiltmeyeceği ve yöneticilerin nasıl kontrol edileceği üzerinde durmaktadır (Shleifer and Vishny, 1997:773). Şirket yöneticileri yeni yatırımları değerlendirirken kendi faydalarını artıracak projeleri tercih etme eğilimindedirler. Ancak bu tercih hissedarların faydasını azaltabilir. Etkin bir kurumsal yönetim hissedarların ve borç verenlerin yöneticilere devrettiği kontrol haklarını azaltarak, yönetimin net bugünkü değeri pozitif olan projelere yatırım yapma ihtimalini artıracaktır (Shleifer and Vishny, 1997:737). Eğer iyi kurumsal yönetim iyi firma performansı ile ilişkili ise, iyi yönetilen firmaların performansının kötü yönetilen firmalardan yüksek olması gerekir (Brown ve Caylor, 2004).

Kurumsal yönetimin son 30 yılda önemli bir konu haline gelmesinin sebepleri olarak; tüm dünyada artan özelleştirmeler, yatırım fonlarının ve bireysel tasarrufların artması, 1980'lerde başlayan şirket satın almaları, sermaye piyasalarının entegre olması ve serbestleşmenin artması, 1998 Uzak Doğu Asya kriziyle birlikte gelişmekte olan ülkelerde de kurumsal yönetimin ön plana çıkması ve başta ABD olmak üzere Enron vb. skandallar ile işletme başarısızlıkları olarak gösterilebilir.

Kurumsal yönetim mekanizmaları politik süreçlere bağlı olarak değiştirilebilen iktisadi ve yasal kurumlardan oluşmaktadır. Türkiye'de SPK tarafından ilk olarak 2003 yılında yayımlanan ilkeler 2005 yılında güncellenmiş ve "uygula, uygulamıyorsan açıkla" ilkesi ile hayata geçirilmiştir. Bununla birlikte SPK'nın ilkelerinin yayımlanması öncesi ve sonrasında kurumsal yönetim ilkelerinin uygulanması için uluslararası finansal raporlama standartlarının uygulanması, bağımsız denetim ve danışmanlık faaliyetlerinin ayrılması, halka arzlarda açıklamaların düzenlenmesi, özel durumların kamuya açıklanması, Kamuyu Aydınlatma Platformu'nun kurulması gibi birçok adım atılmış ve Borsa İstanbul bünyesinde kurumsal yönetim endeksi oluşturulmuştur.

BIST Kurumsal Yönetim Endeksi, pay sahiplerinin haklarının korunması, kamuyu aydınlatma ve şeffaflık, çıkar grupları ve işletme arasındaki ilişkilerin düzenlenmesi ve yönetim kurulunun sorumlulukları olmak üzere dört başlıkta yapılan bir değerlendirme sonucunda, payları Borsa İstanbul pazarlarında işlem gören şirketlerden kurumsal yönetim ilkelerine uyum notu 10 üzerinden en az 7, her bir ana başlık itibarıyla 10 üzerinden en az 6,5 olanların fiyat ve getiri performansının ölçülmesi amacıyla oluşturulmuştur. Kurumsal Yönetim İlkelerine uyum notu, SPK tarafından belirlenmiş derecelendirme kuruluşları listesinde bulunan derecelendirme kuruluşlarınca, şirketin tüm kurumsal yönetim ilkelerine uyumuna ilişkin yapılan değerlendirme sonucunda verilmektedir. Kurumsal Yönetim Endeksi'nin hesaplanmasına 31.08.2007 tarihinde başlanmıştır. 2016 yılı sonu itibarıyla 50 şirket Borsa İstanbul Kurumsal Yönetim Endeksi'nde işlem görmektedir¹.

2. Literatür Taraması

Birçok çalışma kurumsal yönetim ilkelerine uyumun firma değerini olumlu etkilediğini göstermektedir. Beiner vd. (2006), Drobetz vd. (2004) Almanya'da, Ntim vd. (2009) Güney Afrika'da ve Ammann vd. (2011) 22 farklı ülkede firmalarda kurumsal yönetim uygulamaları ile

1 <http://www.borsaistanbul.com/endeksler/bist-pay-endeksleri/kurumsal-yonetim-endeksi>

firma değeri arasında gcl pozitif ilişki olduğunu belirlemişlerdir. Drobetz vd. (2004) kurumsal yönetim ilkelerinin iyi uygulandığı firmalarda yıllık bazda yaklaşık % 12 anormal getiri elde edildiğini vurgulamıştır. Dharmapala ve Khanna (2012) ise yaptırımlarla birlikte kurumsal yönetim reformlarının önemli pozitif etkisinin firma değerini ez az %6 etkilediğini göstermiştir. Chhaochharia ve Grinstein (2007) ise kurumsal yönetim kurallarının ilan edilmesinden sonra daha az uyumlu olan firmaların daha fazla uyumlu olan firmalara göre pozitif anormal getiri elde ettiklerini belirlemişlerdir.

Black vd. (2007) Hindistan'da büyük firmaların kk firmalara göre kurumsal yönetim duyurusundan sonraki üç işlem gününde ortalama yüzde 4,5 daha fazla kazanç elde ettiklerini belirlemişlerdir. Ayrıca hızlı büyüyen firmalar ve farklı borsalarda da işlem gören firmalar diğer firmalardan daha fazla kazanç sağlamaktadır. Cai vd. (2006) ise özellikle aileden yöneticilerin olması (yüksek asimetrik bilgi) ve kurullardaki kadın yöneticilerin varlığı (dşuk asimetrik bilgi) gibi kurumsal yönetim karakteristiklerinin firmaya ilişkin haberlere piyasanın tepkisini etkilediğini belirlemişlerdir. Gonzalez ve Munoz (2016), yatırımcıların kurumsal yönetime ilişkin haberlere içeriğine göre farklı tepkiler verdiklerini gözlemiştir. Balasubramanian vd. (2010) ise kurumsal yönetim derecelendirme raporlarının alt başlıkları olan yönetim endeksi ve hissedar haklarının korunması alt başlıklarında, firma değeri ile pozitif bir ilişki tespit etmişlerdir.

Picou ve Rubach (2006)'a göre kurumsal yönetim kurallarına uyum sağladığını açıklayan firmalar, hisse senedi fiyatlarının yükselmesiyle ödüllendirilmekte ve kuralların tümüne uyum sağlayan firmalarda bunun açıklanması fiyatlara 1 ila 4 gün gibi kısa sürede yansımaktadır. Klock vd. (2005) göre kurumsal yönetim endeksi ve borçlanma maliyeti arasında negatif anlamlı bir ilişki söz konusudur.

Finansal kriz dönemlerinde kurumsal yönetim ilkelerine uyum sağlayan firmaların kriz öncesi ve sonrası performanslarının değerlendirildiği çalışmalar incelendiğinde, Bae vd. (2012) ekonomideki kötü (iyi) haberlerin zayıf kurumsal yönetime sahip firmaları, gcl kurumsal yönetime sahip firmalara göre daha olumsuz (olumlu) etkilediğini ayrıca, 1997 Asya finansal krizinde zayıf kurumsal yönetime sahip Asya firmalarının hisse senedi değerlerinde daha fazla düşüş olmakla birlikte kriz sonrası dönemde bu firmaların hisse senedi değerlerindeki artışın daha fazla olduğunu belirlemişlerdir. Baek vd. (2004) daha yüksek açıklama kalitesine ve dış kaynaklardan finansmanda alternatif kaynaklara sahip firmaların 1997 Kore finansal krizi boyunca firma değerinde daha az azalma olduğunu ancak, mülkiyette sahip-yönetici yoğunlaşması olan firmaların ve/veya bağlı firmaların hisse değerinde büyük düşüşlere işaret etmektedir. Erkens vd. (2012) ise benzer şekilde yüksek kurumsal sahipliği ve daha bağımsız kurulları olan finansal firmaların diğer finansal firmalara göre 2007-08 finansal krizi süresince daha kötü hisse senedi getirileri olduğunu belirlemişlerdir. Buldukları sonuçlar firmaların risk alma ve finansman politikaları açısından kurumsal yönetimin kriz süresince firma performansına önemli etkisi olduğunu göstermektedir. Liu vd. (2012) daha iyi kamuya açıklama daha yüksek bir firma performansı ile ilişkilidir düşüncesine uygun olarak, saygın muhasebe denetçileri ile çalışan firmaların küresel kriz sürecinde firma değerinde daha az düşüş yaşadıklarını belirlemişlerdir. Ancak Alves ve Mendes (2004)'e göre kurumsal yönetim uygulamalarına farklı gruplar farklı tepkiler göstermekte ve bu nedenle ilgili uygulamaların toplam etkisi ihmal edilebilir düzeydedir.

Türkiye zerine gerçekleştirilen çalışmada Bozcuk (2010), Türkiye'de işletmelerin kurumsal yönetim notunun ilan edildiği olay gününde % 0,5'lik bir anormal getiri tespit etmiştir, Kurumsal yönetim notunun büyüklüğünün anlamlı olmadığı ve büyük yönetim kurulu ve kk denetim

komitesine sahip firmalarda fiyat hareketinin daha yüksek olduğunu ifade etmiştir. Karamustafa vd. (2009) ve Yenice ve Dölen (2013) ise Türkiye’de İMKB’de işlem gören şirketlerin kurumsal yönetim endeksine girmeden önce ve sonra performans göstergelerinde anlamlı bir değişim olduğunu göstermişlerdir.

3. Veri ve Metodoloji

Etkin Piyasa Hipotezi, menkul fiyatlarının mevcut tüm bilgiyi yansıttığını ifade etmektedir ve geleneksel olarak zayıf, yarı güçlü ve güçlü form olmak üzere üç kategoride değerlendirilmektedir. Çalışmada kamuya açık bir bilgi olan ilk defa kurumsal yönetim notu alım duyurusunun hisse senedi fiyatlarında olay günü sonrasında anlamlı bir farka neden olup olmadığı incelendiğinden yarı güçlü formda etkinlik testi olan olay çalışması uygulanmıştır.

Olay çalışması, kamuya açık bir bilginin yatırımcılara duyurulması öncesinde meydana gelen anormal getiriler ile sonrasında meydana gelen anormal getirilerin gözlemlenmesi esasına dayanmakta, kamuya açık bilginin tam ve zamanında fiyatlara yansımaları gerekliliğini test etmektedir.

Çalışmaya Borsa İstanbul’da işlem görmekte olan ve kurumsal yönetim endeksine dahil olabilmek için gerekli 7 ve üzerinde not olan 55 hisse senedine ilişkin veriler dahil edilmiştir. Olay çalışması metodolojisi çerçevesinde ilk kurumsal yönetim notu alma tarihleri olay günü olarak kabul edilmiş ve olay gününün 10 gün öncesi ve sonrası anormal getiriler incelenmiştir.



Anormal getiriler hesaplanırken piyasa modeli kullanılmıştır. Piyasa getirisi ile varlık getirisi arasındaki farkın anormal getiri olarak kullanılması Beta’nın “1” olduğu varsayımına dayanır ve söz konusu varsayımı aşmak için anormal getiriler piyasa modeli kullanılarak hesaplanmıştır. Olay günü öncesi 265. günden başlayarak yine olay günü öncesi 11. gün (255 işlem günü – bir yıl) verileri kullanılarak piyasa modelleri tahmin edilmiştir. Beta tahmininde BIST 100 endeksi pazar portföyü olarak ele alınmıştır. Olay günü öncesi ve sonrası anormal getiriler, gerçekleşen getiriler ile piyasa modeliyle hesaplanan beklenen getirilerin farklarının alınmasıyla hesaplanmıştır.

$$AR_{t,i} = R_{t,i} - (\alpha + \beta_i R_{t,m})$$

$AR_{t,i}$ i hisse senedinin t gününde anormal getirisini, $R_{t,i}$ i hisse senedinin t gününde gerçekleşen getirisini, β_i i hisse senedinin betasını ve $R_{t,m}$ t gününde BIST100 getirisini ifade etmektedir. Aşağıda Tablo 1’de hesaplanan anormal getiriler sunulmuştur.

Anormal getirilerin kurumsal yönetim notuna bağlı olarak 0’dan farklı olup olmadığı parametrik t- testi ile gösterilmiştir.

$$t_{AR_{i,t}} = \frac{AR_{i,t}}{\sigma_{AR_i}}$$

σ_{AR_i} anormal getirilerin standart sapmasını göstermektedir ve standart sapmalar aşağıdaki denklem kullanılarak hesaplanmıştır.

$$\sigma_{AR_i} = \left(\frac{1}{M_i - 2} \sum_{t=T}^T AR_{i,t}^2 \right)^{1/2}$$

Aşağıda Tablo 1 'de "****" ile işaretlenen Anormal getiri değerleri % 5 g#ven aralığında anlamlı t değerlerini g#stermektedir.

Tablo 1. Olay G#n#n#n 10 G#n #ncesi Anormal Getiriler

		Olay G#n#	AR(-10)	AR(-9)	AR(-8)	AR(-7)	AR(-6)	AR(-5)	AR(-4)	AR(-3)	AR(-2)	AR(-1)
1	AEFES	6/11/2008	-2.4	0.622	1.169	1.921	3.887	-3.546	1.029	0.728	0.754	-1.477
2	AKBNK	11/1/2013	-0.307	-0.04	1.126	1.151	-0.459	-1.468	-0.62	1.085	0.089	-0.126
3	AKSA	8/5/2014	0.64	-0.513	0.249	-0.531	-0.586	-1.015	-0.126	0.837	0.785	-0.257
4	ALBRK	21/10/2010	-2.104	0.961	-1.859	2.167	2.962	-1.868	-0.207	1.003	1.272	4.471*
5	ANSGR	11/6/2015	-0.19	-0.03	-2.403*	0.094	-0.682	0.359	0.138	1.404	-0.89	-0.521
6	ARCLK	30/07/2009	-1.746	2.411	3.125	-0.574	-0.303	-1.091	-0.576	-0.045	2.2	0.493
7	ASELS	13/12/2012	-0.909	0.159	-0.691	0.785	-0.915	0.319	0.851	4.370*	3.969*	2.121
8	ASYAB	7/2/2008	-1.653	-0.499	0.908	3.622	0.659	-2.914	-2.253	-2.991	-5.787	0.251
9	AYGAZ	30/06/2010	0.77	1.647	1.306	-0.453	0.305	2.35	-0.108	-0.016	1.403	-0.604
10	BOYNR	12/10/2012	0.866	-0.774	0.891	-1.164	-0.575	-0.788	0.694	3.296	0.838	-0.169
11	CCOLA	7/1/2009	-2.31	-0.54	1.553	-0.182	-0.575	-0.54	-2.207	1.487	-0.644	-1.259
12	CEMAS	28/05/2014	-3.532	-0.141	0.712	-2.321	-1.43	1.733	-2.436	-1.25	-0.339	0.882
13	CRDFA	24/06/2013	-0.374	1.561	-0.003	1.665	-1.564	-0.838	2.955*	-1.984	1.14	-0.552
14	DOAS	1/2/2011	0.308	-2.771	-4.882*	-0.269	-0.505	0.115	-3.155	-4.030*	-6.661*	-1.942
15	DOHOL	11/3/2009	-0.839	-2.26	-0.386	0.513	-0.592	2.216	0.514	0.742	1.21	8.146*
16	DYHOL	19/04/2006	2.359	1.669	-2.144	0.378	0.492	0.105	-1.912	-1.578	-0.005	0.936
17	EGCYH	12/2/2011	-1.049	-3.623	2.255	1.411	1.277	-2.197	0.325	-0.709	-1.419	2.105
18	ENKAI	26/11/2012	-0.271	0.043	0.443	0.095	0.811	0.24	0.185	0.232	1.757	0.314
19	EREGL	29/07/2015	1.811	0.361	-0.923	-0.081	-0.606	-0.733	-7.344*	-0.673	4.928*	-1.184
20	GARAN	12/11/2014	0.329	2.296*	0.321	-2.618*	0.831	0.666	-1.552	0.133	-0.712	0.409
21	GARFA	23/08/2012	-0.526	-0.692	0.483	-0.871	-0.936	1.206	-1.536	0.44	-1.679	-0.415
22	GLYHO	28/12/2011	-5.631*	0.816	0.272	-0.379	4.989*	-2.274	2.054	0.119	0.64	-1.149
23	GRNYO	21/01/2013	3.865*	0.088	-0.689	0.271	-0.103	-2.077	1.157	-1.16	-0.508	-1.478
24	HALKB	19/12/2011	-0.563	-0.164	-0.638	-1.247	0.128	-0.014	-0.28	1.506	0.095	-1.939
25	HURGZ	9/1/2007	1.144	-1.404	0.247	0.977	2.238	0.286	1.3	-0.447	-0.823	2.615
26	IHEVA	28/12/2010	-0.977	1.448	2.426	-0.411	0.984	-1.777	1.811	12.57*	5.804*	8.062*
27	IHLAS	28/12/2010	1.81	1.504	3.746	-0.031	3.256	1.004	3.007	4.552	5.022*	4.149
28	ISFIN	28/12/2009	0.715	-0.539	-0.701	-2.081	-0.432	2.332	-1.546	0.334	-0.598	-0.46
29	ISGYO	27/12/2012	0.338	0.55	1.507	-0.559	1.033	-0.715	-1.922	2.002	-0.313	-1.065
30	ISMEN	23/12/2011	-0.914	-0.871	-0.741	-0.317	1.811	1.733	-1.263	1.024	-0.298	0.225
31	ISYHO	28/05/2014	0.162	-2.182	0.781	2.161	-4.141	2.814	-3.387	-0.003	-0.478	-0.996
32	IZOCM	30/12/2014	0.659	-1.218	-1.323	-2.204	1.111	-3.245	-4.692	-0.418	3.203	-0.304
33	LOGO	22/12/2009	-2.436	-0.913	0.523	-1.053	-0.257	0.633	-0.945	1.391	-0.812	0.013
34	OTKAR	20/03/2008	-2.702	-2.772	-0.067	1.626	1.974	-0.334	-0.926	-3.982*	-1.141	2.441

Tablo 1 devamı

35	PETKM	11/5/2009	-0.446	-0.936	1.301	-0.481	-0.737	-1.04	1.373	-1.208	-1.71	-0.236
36	PETUN	12/7/2012	0.6	-0.699	-0.081	-1.066	0.837	0.778	-0.139	0.552	1.462	3.966*
37	PGSUS	31/12/2013	0.072	-3.075	-3.69	-2.383	0.989	5.708*	-1.312	3.177	-2.66	0.556
38	PINSU	12/4/2013	-0.287	-0.313	1.213	-0.647	-0.393	0.758	0.775	1.561	-2.11	-1.102
39	PNSUT	24/11/2011	-0.621	-1.045	-0.566	0.426	-0.187	-0.143	0.653	0.305	0.156	-0.05
40	PRKAB	29/12/2009	-0.357	0.53	5.376*	-3.137	-0.156	-0.352	-0.787	1.512	-0.309	-0.106
41	PRKME	6/9/2010	0.456	-0.162	-0.356	-1.973	1.21	0.024	0.194	-2.51	1.078	2.482
42	SISE	29/12/2014	-0.489	-3.259*	-4.046*	3.417*	0.724	3.946*	0.873	-2.933	1.035	-0.769
43	SKBNK	27/12/2009	0.433	1.649	1.015	-1.631	-0.572	0.179	-0.74	-1.098	-1.505	1.303
44	TAVHL	9/4/2009	-5.752	-1.554	-1.889	3.437	0.237	0.277	0.853	-0.641	1.217	-1.142
45	TOASO	28/05/2007	-1.413	-0.424	3.584	0.815	0.218	2.822	-4.568*	4.635*	4.209	0.743
46	TRCAS	3/12/2010	0.551	0.124	0.345	0.031	-0.462	-0.241	0.16	-0.334	-0.963	0.986
47	TSKB	20/10/2009	0.281	-2.512	0.266	1.132	0.334	1.468	-0.587	-2.534	0.139	0.842
48	TTKOM	28/12/2009	0.387	0.614	0.911	1.057	0.246	-0.483	-2.043	0.904	-0.337	-0.219
49	TTRAK	23/08/2007	0.876	1.629	-0.941	-0.155	1.08	2.164	-5.829*	-1.45	1.244	-2.458
50	TUPRS	10/8/2007	1.117	-2.839	-2.769	-1.039	0.433	0.503	-3.165	-0.052	-1.918	-1.038
51	VESTL	3/1/2007	2.211	-0.037	1.003	-2.089	-0.754	0.423	0.603	-1.219	-2.015	0.845
52	VKFYO	28/01/2009	0.311	0.108	-1.758	2.147	-0.407	0.091	-1.303	-0.328	-2.12	2.515
53	YAZIC	11/8/2010	-0.586	1.01	3.663*	-2.651	-1.046	1.887	0.248	2.116	-0.894	-1.946
54	YGYO	20/04/2007	1.924	-1.622	-0.506	0.725	-0.519	-0.969	0.943	-2.145	-1.237	0.96
55	YKBNK	29/12/2008	1.714	2.318	-0.458	-3.104	3.142	-3.925*	-0.089	-0.958	-0.147	1.21
ORT.			-0.141	-0.242	0.085	-0.093	0.271	0.104	-0.754*	0.363	0.123	0.583

Tablo 1 (devam): Olay Günü ve 10 Gün Sonrası Anormal Getiriler

		Olay Günü	AR(0)	AR(1)	AR(2)	AR(3)	AR(4)	AR(5)	AR(6)	AR(7)	AR(8)	AR(9)	AR(10)
1	AEFES	6/11/2008	0.542	-0.295	0.4	-0.65	1.102	-1.545	-5.672*	2.409	1.266	-0.864	0.511
2	AKBNK	11/1/2013	-1.754	-0.835	-1.287	1.364	0.256	-0.331	0.285	-0.108	1.324	0.019	-0.174
3	AKSA	8/5/2014	0.676	-0.791	-2.735	-2.024	0.755	-0.283	0.427	-0.141	1.054	-1.354	0.528
4	ALBRK	21/10/2010	-0.46	0.718	0.693	-2.455	-3.276	-0.207	4.727*	-2.147	1.565	-1.669	-0.906
5	ANSGR	11/6/2015	-1.096	0.553	-0.488	-0.202	-0.171	0.003	0.148	1.839*	1.366	0.582	0.498
6	ARCLK	30/07/2009	3.173	14.26*	8.135*	-1.185	-4.797	3.245	-0.555	-0.311	-1.478	2.695	-0.476
7	ASELS	13/12/2012	0.938	-1.886	-0.669	-0.298	-1.053	1.346	0.179	1.04	-0.92	0.48	-0.323
8	ASYAB	7/2/2008	-0.973	-4.185*	-3.868	0.574	-1.19	0.584	2.329	-0.972	-0.651	-1.468	-2.269
9	AYGAZ	30/06/2010	2.058	-2.797	-1.785	0.589	1.445	-0.11	-0.132	-0.579	0.061	1.153	-1.642
10	BOYNR	12/10/2012	-0.433	-0.667	-1.447	-1.037	-0.804	0.011	0.055	-0.299	-2.021	1.906	0.127
11	COLLA	7/1/2009	1.19	1.053	-1.117	1.287	-1.373	0.197	0.419	1.058	1.851	1.234	-1.216
12	CEMAS	28/05/2014	2.317	-0.911	-1.212	0.551	-1.364	1.704	-0.99	-1.676	1.117	0.692	-3.241
13	CRDFA	24/06/2013	-2.278	-0.667	0.207	-0.493	-1.071	-1.483	1.218	0.528	-1.977	2.143	-2.765
14	DOAS	1/2/2011	0.034	3.803*	1.397	-0.894	4.877*	3.868*	1.499	-0.809	-1.744	0.944	-2.957
15	DOHOL	11/3/2009	-1.6	-1.746	2.82	1.569	-3.314	-2.515	-3.213	1.213	3.429	-1.509	0.939

16	DYHOL	19/04/2006	1.204	-0.339	-0.408	4.145	2.053	-0.101	2.306	-0.311	-1.11	6.347*	-1.253
17	EGCYH	12/2/2011	-0.318	1.448	3.715	-0.601	-3.529	-0.436	2.1	0.908	-1.198	-0.776	0.387
18	ENKAI	26/11/2012	-0.248	-1.615	0.666	0.04	-2.205	-1.086	-0.213	-0.192	2.142	2.453	0.599
19	EREGL	29/07/2015	2.084	0.233	-0.812	0.263	1.306	-1.196	-1.9	-1.98	-2.561	2.5	-1.984
20	GARAN	12/11/2014	0.728	-2.024*	0.684	-1.716	2.668*	1.571	-0.92	-0.141	-0.651	0.076	-0.238
21	GARFA	23/08/2012	-0.487	0.484	-0.771	0.545	2.316	-2.381	-1.184	0.171	3.336	-1.425	9.562*
22	GLYHO	28/12/2011	3.585	5.078*	-6.658*	0.634	-4.85*	0.456	-0.477	-1.099	1.516	0.915	-2.307
23	GRNYO	21/01/2013	-0.153	-1.652	-0.44	-1.487	5.531*	-0.234	0.74	0.969	0.192	-2.499	1.131
24	HALKB	19/12/2011	-0.13	-0.645	1.021	-1.133	0.103	-0.618	0.074	0.973	-1.157	1.335	-0.001
25	HURGZ	9/1/2007	-1.919	-1.802	1.857	-0.146	0.233	0.878	-1.38	-0.945	1.371	-0.675	3.519*
26	IHEVA	28/12/2010	-2.012	-12.99*	2.163	-0.303	1.575	-0.025	-4.363*	-0.557	-0.717	-3.366	4.96*
27	IHLAS	28/12/2010	4.488	-11.18*	4.749*	2.219	-0.342	-0.933	-0.92	0.286	-1.918	-8.537*	-4.372
28	ISFIN	28/12/2009	0.89	3.549	0.947	-1.765	0.042	0.712	0.18	-1.669	0.977	0.041	-0.796
29	ISGYO	27/12/2012	-1.128	0.485	-1.71	-0.661	-0.401	1.01	1.961	-0.005	0.362	0.839	-0.859
30	ISMEN	23/12/2011	-0.233	0.305	0.764	-1.186	-0.36	2.24	1.447	-0.554	-1.596	1.103	-1.165
31	ISYHO	28/05/2014	-0.408	-1.163	0.022	0.588	-0.14	-1.616	0.762	-0.513	-2.321	-0.789	2.352
32	IZOCM	30/12/2014	-1.674	5.274*	3.518	0.537	3.238	4.677	4.296	-4.259	-3.431	1.525	5.45*
33	LOGO	22/12/2009	0.128	6.234*	-2.727	-0.802	-0.641	-1.263	0.365	0.462	0.856	4.313	-0.029
34	OTKAR	20/03/2008	-0.018	-2.692	1.505	2.832	-2.33	-1.418	-0.642	-0.112	1.183	-0.483	-1.766
35	PETKM	11/5/2009	1.991	0.473	-0.714	0.022	-1.248	0.795	-0.26	-2.671	-1.109	2.021	-0.994
36	PETUN	12/7/2012	0.445	1.995*	-0.996	-0.55	0.121	-0.113	-0.439	0.968	0.449	-0.033	0.013
37	PGSUS	31/12/2013	-2.741	0.359	-0.159	0.523	0.469	-0.046	2.905	0.074	0.985	-4.386	-0.39
38	PINSU	12/4/2013	0.832	0.272	-0.494	-0.085	-0.193	1.483	1.75	-0.743	-0.846	-2.338	-1.512
39	PNSUT	24/11/2011	2.133	-2.152	-0.924	0.311	-0.316	0.415	-0.035	-0.537	-0.392	-0.885	-0.749
40	PRKAB	29/12/2009	0.659	1.808	-2.017	-0.582	0.181	1.333	1.31	-0.893	-0.344	-0.85	1.793
41	PRKME	6/9/2010	-1.803	-0.43	-0.332	0.386	-0.311	-0.631	-0.685	-0.105	0.528	-0.213	-0.033
42	SISE	29/12/2014	0.517	0.857	-0.479	1.822	3.382*	-1.837	-0.473	0.563	0.733	-1.074	-0.273
43	SKBNK	27/12/2009	0.964	-0.381	-0.024	0.434	1.444	-0.729	2.298	0.042	0.417	0.06	-1.306
44	TAVHL	9/4/2009	1.313	0.902	-0.371	-1.763	-0.577	-0.895	1.35	2.378	-0.5	-0.912	-0.725
45	TOASO	28/05/2007	-3.327	-1.059	-2.399	-0.364	-0.364	-1.69	1.546	0.443	1.466	1.111	-1.461
46	TRCAS	3/12/2010	0.197	-0.882	-0.342	0.38	-2.177	-0.305	-0.314	0.105	-1.647	-1.608	0.605
47	TSKB	20/10/2009	-0.239	1.237	-2.059	-0.154	-0.486	-0.551	-2.581	-0.989	-1.315	-2.221	0.203
48	TTKOM	28/12/2009	0.51	-0.178	0.158	-0.897	-0.17	1.754	3.699*	-0.049	3.808*	2.948	-3.624*
49	TTRAK	23/08/2007	-0.129	-1.29	-0.276	-0.516	3.459	4.55*	0.284	-0.809	-2.962	0.312	1.938
50	TUPRS	10/8/2007	-0.959	4.00*	-1.7	0.636	-2.609	-1.839	-0.25	0.568	0.201	1.249	-0.913
51	VESTL	3/1/2007	-2.446	-0.715	0.681	0.871	0.952	1.523	-1.201	-2.017	-2.19	-0.487	-0.088
52	VKFYO	28/01/2009	0.597	0.249	-0.807	-1.143	0.634	-1.456	1.4	0.48	-0.825	0.196	2.096
53	YAZIC	11/8/2010	1.145	1.055	-1.393	0.585	1.081	0.384	0.738	0.201	0.278	-0.729	2.977*
54	YGYO	20/04/2007	-2.774	-0.191	-1.93	-1.229	-0.645	-9.263*	0.055	3.063	-1.666	1.338	1.966
55	YKBNK	29/12/2008	-1.221	-0.555	0.18	-1.254	-2.183	-1.418	-0.298	0.152	0.685	-0.099	2.046
ORT.			0.097	-0.097	-0.302	-0.129	-0.109	-0.009	0.209	-0.13	-0.056	0.088	0.15

* % 5 güvenilirlik seviyesinde anlamlı t istatistiğini göstermektedir.

Parametrik t testi ile yapılan ilk aşama analizde olay günü öncesi ve sonrasında istatistiki olarak anlamlı anormal getiriler tespit edilmiştir. Ancak beklenenin aksine olay gününde hiçbir anlamlı anormal getiri gözlemlenmemiştir.

Tablo 2'de pozitif anlamlı, pozitif anlamsız, negatif anlamlı ve negatif anlamsız anormal getirilerin dağılımı özetlenmiştir. Genelde toplam 55 firma için elde edilen sonuçlarda istatistiki olarak anlamsız sonuçlar elde edilmiş olsa da istatistiki olarak anlamlı negatif ve pozitif anormal getirilerin olay gününün hemen öncesi ve sonrasında yoğunlaştığı görülmektedir. Olay gününde gözlemlenen anormal getirilerin hiçbiri istatistiki olarak anlamlı değildir. Buna karşın, olay gününün 3 gün öncesinde 3 adet anlamlı pozitif, 2 adet anlamlı negatif, 2 gün öncesinde 4 adet anlamlı pozitif ve 2 adet anlamlı negatif ve 1 gün öncesinde 4 adet anlamlı pozitif anormal getiri belirlenmiştir. Olay gününün 1 gün sonrasında ise 7 adet anlamlı pozitif ve 4 adet anlamlı negatif anormal getiri söz konusudur. Kısaca toplam 55 firmadan 7'si için olay gününün bir gün sonrasında pozitif anormal getiri söz konusudur. Tüm firmaların ortalama anormal getirileri hesaplandığında ise istatistiki olarak anlamlı anormal getiriler gözlemlenmemektedir.

Tablo 2. Olay Gününün 10 Gün Öncesi ve Sonrası İçin İstatistiki Olarak Anlamlı ve Anlamsız Pozitif Anormal Getiri ve Anlamlı Ve Anlamsız Negatif Anormal Getiri Sayıları

Gün	Pozitif Anlamlı	Pozitif Anlamsız	Negatif Anlamlı	Negatif Anlamsız
G(-10)	1	26	1	27
G(-9)	1	22	1	31
G(-8)	2	28	3	22
G(-7)	1	23	1	30
G(-6)	1	27	-	27
G(-5)	2	28	1	24
G(-4)	1	22	3	29
G(-3)	3	25	2	25
G(-2)	4	21	2	28
G(-1)	4	23	-	28
G(0)	-	27	-	28
G(1)	7	18	4	26
G(2)	2	19	1	33
G(3)	-	25	-	30
G(4)	4	20	1	30
G(5)	2	21	1	31
G(6)	2	29	2	22
G(7)	1	23	-	31
G(8)	1	27	-	27
G(9)	1	29	1	25
G(10)	5	18	1	32

Pozitif anlamlı ve negatif anlamlı anormal getirilerin sebeplerinin ortaya koyulabilmesi için çalışmaya dahil edilen firma sayısının kısıtlı olmasına bağlı olarak parametrik testlerin uygulanmasında karşılaşılabilecek problemleri aşmak amacıyla parametrik olmayan Wilcoxon İşaret Testi uygulanmıştır. Farklılıkları ortaya koymak amacıyla bazı faktörler belirlenmiştir. Bu faktörler, şirketin ilk kurumsal yönetim notu, ilk kurumsal notunu aldığı yıl, borç-özsermaye oranı, firmanın yaşı, mali, sınai ve hizmet olmak üzere faaliyet konusudur. Ayrıca Wilcoxon İşaret Testi olay öncesi ve sonrası 10 günlük birikimli anormal getiriler ve olay öncesi ve sonrası 5 günlük birikimli getiriler olmak üzere iki şekilde yapılmış ve sonuçlar Tablo 3’de sunulmuştur.

Firmanın ilk kurumsal yönetim notu tarihini esas olarak oluşturulan gruplar 2007 yılından başlayarak 2015 yılına kadar sıralanmıştır. Sadece 2010 yılında % 5 güven aralığında -2,197 z değeriyle anlamlı fark gözlemlenmiştir. % 10 güven aralığında ise olay öncesi ve sonrası 5 gün için yapılan analizde 2012 yılında fark tespit edilmiştir. Bu farkın özellikle iki firmada ortaya çıkan yüksek anormal getirilerden ortaya çıktığı söylenebilir.

Alınan ilk kurumsal yönetim notuna göre yapılan sınıflandırmada notu 100 üzerinden 75 ve üzeri olanlar, 80’in altında ve üstünde olanlar, 90’ın altında ve üstünde olanlar şeklinde ve hiçbir grupta anlamlı bir fark tespit edilememiştir.

Kullanılan borcun miktarına göre borç-özsermaye oranı ele alınarak yapılan gruplandırma 0,2’nin altında ve üstünde olanlardan başlayarak 0,8’in altında ve üstünde olanlar şeklinde yapılmış ve yine istatistiki olarak önemli bir sonuca ulaşılamamıştır.

Firmanın yaşı ele alınarak yapılan gruplandırmada 10 yaşından 50 yaş ve üstü şeklinde 10’ar yıllık basamaklar şeklinde değerlendirme yapılmış ve istatistiki olarak anlamlı bir fark gözlemlenmemiştir. Mali, Sınai ve Hizmet olarak yapılan gruplandırmada da yine aynı şekilde anlamlı bir farka ulaşılamamıştır.

Tablo 3. Wilcoxon İşaret Testi Sonuçları

	Olay Öncesi ve Sonrası 10 gün				Olay Öncesi ve Sonrası 5 gün			
	Pozitif	Negatif	z	p	Pozitif	Negatif	z	p
2007	2	4	-0.943	0.3454	3	3	-0.105	0.9165
2008	2	2	-0.73	0.4652	3	1	1.461	0.1441
2009	9	3	1.49	0.1361	9	3	1.647	0.0995
2010	1	6	-2.197	0.028	1	6	-2.197	0.028
2011	4	2	1.572	0.1159	2	4	0.105	0.9165
2012	1	5	-1.363	0.173	1	5	-1.782	0.0747
2013	3	2	-0.135	0.8927	2	3	-0.674	0.5002
2014	4	2	1.153	0.2489	5	1	1.153	0.2489
2015	2	0	1.342	0.1797	1	1	0.447	0.6547
NOT>90	4	2	0.734	0.4631	3	3	-0.314	0.7532
NOT≤90	25	24	-0.134	0.8932	25	24	-0.254	0.7998
NOT≤80	8	9	-0.781	0.4348	11	6	0.166	0.8684
NOT>80	21	17	0.558	0.5766	17	21	-0.297	0.7662

Tablo 3 devamı

NOT>75	29	25	0.228	0.8195	28	26	-0.108	0.9143
BOOZ>0.8	18	15	0.116	0.9075	16	17	-0.313	0.7545
BOOZ<0.8	11	11	-0.276	0.7826	12	10	-0.016	0.987
BOOZ>0.7	19	15	0.231	0.8175	17	17	-0.162	0.871
BOOZ<0.7	10	11	-0.504	0.6143	11	10	-0.226	0.8213
BOOZ<0.6	10	11	-0.504	0.6143	11	10	-0.226	0.8213
BOOZ>0.6	19	15	0.231	0.8175	17	17	-0.162	0.871
BOOZ>0.5	21	17	0.225	0.8221	20	18	-0.123	0.9019
BOOZ<0.5	8	9	-0.45	0.6529	8	9	-0.402	0.6874
BOOZ<0.4	7	7	-0.408	0.6832	7	7	-0.471	0.6378
BOOZ>0.4	22	19	0.24	0.8105	21	20	-0.214	0.8307
BOOZ>0.3	24	21	0.186	0.8523	23	22	-0.107	0.9146
BOOZ<0.3	5	5	-0.459	0.6465	5	5	-0.561	0.5751
BOOZ<0.2	4	3	-0.338	0.7353	4	3	0	1
BOOZ>0.2	25	23	0.113	0.9102	24	24	-0.39	0.6967
YAS>50	7	6	-0.105	0.9165	5	8	0.105	0.9165
YAS<=50	22	20	-0.069	0.9452	23	19	-0.481	0.6302
YAS>40	12	9	0.504	0.6143	11	10	0.956	0.3392
YAS<=40	17	17	-0.453	0.6505	17	17	-1.12	0.2628
YAS>30	15	17	-0.654	0.5128	16	16	-0.337	0.7364
YAS<=30	14	9	0.73	0.4654	12	11	-0.122	0.9032
YAS>20	21	20	-0.434	0.6642	21	20	-0.499	0.6179
YAS<=20	8	6	0.722	0.4703	7	7	0.094	0.925
YAS<=10	2	2	0.365	0.715	2	2	0.365	0.715
YAS>10	27	24	-0.066	0.9477	26	25	-0.422	0.6732
MALİ=0	14	15	0.076	0.9397	16	13	-0.205	0.8372
MALİ=1	15	11	0.14	0.8889	12	14	-0.292	0.7702
SINAI=0	19	13	0.561	0.5748	15	17	-0.43	0.6671
SINAI=1	10	13	-0.487	0.6265	13	10	0.061	0.9515
HİZMET=0	25	24	-0.393	0.6944	25	24	-0.0184	0.854
HİZMET=1	4	2	1.153	0.2489	3	3	-0.314	0.7532

4. Sonuç

Türkiye'de Borsa İstanbul bünyesinde işlem gören ve 2015 yıl sonu itibariyle kurumsal yönetim endeksine dahil olmuş 55 şirketin ilk kurumsal yönetim notunu aldıkları ve duyurusunun yapıldığı tarih olay günü olarak belirlenmiş ve olay çalışması yapılmıştır. Parametrik bir test olan t testi kullanılarak her bir firma için olay gününün 10 gün öncesi ve sonrası için anormal getiriler incelenmiş ve kurumsal yönetim ilkelerine uyumun firma değerine etkisi incelenmiştir.

Çalışmada Türkiye’de yapılan çalışmalardan farklı olarak (Bozcuk (2010), Karamustafa vd. (2009), Yenice ve Dölen (2013)) betanın 1’e eşit olmayabileceğinden hareketle anormal getirilerin hesaplanması için Piyasa Model’i uygulanmıştır. Çalışmamızın sonuçları ise yukarıda bahsi geçen çalışmaların aksine sonuçlar göstermektedir.

Parametrik t testi sonuçlarına göre firma bazında anlamlı pozitif ve negatif farklılıklar tespit edilmekle birlikte bu durumun genele yansımadağı sonucuna ulaşılmıştır. Az sayıda tespit edilen anlamlı farklar ise beklenenin aksine olay gününde değil de olay gününün birkaç gün öncesi ve sonrasında ortaya çıkmaktadır.

Anlamlı farkların tespit edildiği firmaların ortak özelliklerinin tespiti için Wilcoxon İşaret Testi kullanılmıştır. Firmalar, kurumsal yönetim notunun alındığı yıl, sermaye yapısı, yaş ve faaliyet alanı esas alınarak gruplandırılmış ve ortak özellikleri tespit edilmeye çalışılmıştır.

Borsa’da yatırımcı iştahının yüksek olduğu dönemlere göre yapılan değerlendirmede sadece 2010 yılı için bir fark tespit edilmiştir. Ancak, bu durum tek tek firma bazında ele alındığında farklılığın aynı grup bünyesinde faaliyet gösteren iki firmanın olay günü öncesinde sergiledikleri yüksek anormal getiriden kaynaklandığı görölmektedir. Diğer 3 faktör ele alındığında ise istatistiki olarak anlamlı farklılara ulaşılamamıştır. Özetle, iki firmada meydana gelen değişim 2010 yılı için tüm firmaların sonucunu etkileyebilmekte ve 2010 yılında hisse senedi getirilerinde anormal getiri olduğuna dair genelleme yapılmasını engellemektedir.

Yukarıdaki elde edilen bulgular sonucunda böyle bir durumun temel sebebi olarak Türkiye gibi gelişmekte olan bir ekonomide bu konuyla ilgili yasal mevzuatın yatırımcılar tarafından tam algılanmadığı ifade edilebilir. Ayrıca çalışmaya dahil edilen firmaların büyük kısmının 20 yaş üzerinde olması nedeniyle bu firmalar büyük oranda kurumsallaşma gösterdiklerinden kurumsal yönetim endeksine dahil olma firma değerini olumlu etkileyebilir. Etkin piyasanın olduğu varsayımıyla firma yönetiminin risk tercihleri zaten fiyatlara yansımış olacağından kurumsal yönetim ilkelerine uyum notuna sahip olmak ve bunu halka duyurmak yatırımcıların algısını etkileyebilir.

Firmalar tek tek incelendiğinde bazı firmalarda anormal getiriler tespit edilmiş ancak bu getirilerin olay gününde değil de öncesinde ve sonrasında meydana geldiği gözlemlenmiştir. Bu durum yarı güçlü formda etkinliğin olmadığının dair bir kanıt olabilir. Diğer taraftan gözlemlenen anormal getirilerdeki firma bazlı açıklanamayan farklılıklarda yatırımcı algısının (investor sentiment) etkisinin sonucu olabilir.

Kaynakça

- Alves, C., ve Mendes, V. (2004). Corporate governance policy and company performance: The Portuguese case. *Corporate Governance*, 12(3), 290-301.
- Ammann M., Oesch, D., ve Schmid M. M. (2011) Corporate governance and firm value: International evidence. *Journal of Empirical Finance*, (18), 36-55.
- Bae, K, Baek, J., ve Kang, J. L. (2012). Do controlling shareholders’ expropriation incentives imply a link between corporate governance and firm value? Theory and evidence. *Journal of Financial Economics*, (105), 412-435.
- Baek, J., Kang, J., ve Park, K. (2004). Corporate governance and firm value: evidence from the Korean financial crisis. *Journal of Financial Economics*. (71), 265–313.

- Balasubramanian, N., Black, B., ve Khanna, V. (2010). The relation between firm-level corporate governance and market value: A case study of India. *Emerging Markets Review*, (11), 319–340.
- Beiner, S., Drobetz, W., Schmid M., ve Zimmermann, H. (2006). An integrated framework of corporate governance and firm valuation. *European Financial Management*, 12(2), 249–283.
- Black, B. S., ve Khanna, V. S. (2007). Can corporate governance reforms increase firm market values? Event study evidence from India. *Journal Of Empirical Legal Studies*, 4(4), 749 – 796.
- Bozcuk, A. (2010). Price reaction to corporate governance rating announcements at the Istanbul Stock Exchange. *International Journal of Economics and Finance Studies*, 2(1).
- Brown, L.,D. ve Caylor, M. L. (2004). Corporate governance and firm performance Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=586423>
- Cai, C., X., Keasey K., ve Short, H. (2006). Corporate governance and information efficiency in security markets. *European Financial Management*, 12(5), 763–787.
- Carter, D., A., Simkins, B. J., ve Simpson, W. G. (2003). Corporate governance, board diversity, and firm value. *The Financial Review*, (38), 33-53.
- Chhaochharia, V., ve Yaniv G. (2007). Corporate governance and firm value: The impact of the 2002 governance rules. *The Journal of Finance*, LXII(4).
- Dharmapala, D., ve Khanna, V. (2012). Corporate governance, enforcement, and firm value: Evidence from India. *The Journal of Law, Economics, and Organization*, 29(5), 1056-1084.
- Drobetz, W., Schillhofer, A., ve Zimmermann H. (2004). Corporate governance and expected stock returns: Evidence from Germany. *European Financial Management*, 10(2), 267-293.
- Erkens, D., H., Hung, M., ve Matos, P. (2012). Corporate governance in the 2007–2008 financial crisis: Evidence from financial institutions worldwide. *Journal of Corporate Finance*, (18), 389–411.
- Gonzalez N. U., ve Munoz F. J. C. (2016). Do investors react to corporate governance news? An empirical analysis for the Spanish Market. *BRQ Business Research Quarterly*, 19(1), 13–25.
- Karamustafa, O., Varıcı İ., ve Er, B. (2009). Kurumsal yönetim ve firma performans: İMKB kurumsal yönetim endeksi kapsamındaki firmalar üzerinde bir uygulama. *Kocaeli Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 17(1), 100-119.
- Klock, M. S., Mansi, S. A., ve Maxwell, M. F. (2005). Does corporate governance matter to bondholders?. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 40(4).
- Liu, C., Uchida, K., ve Yang, Y. (2012). Corporate governance and firm value during the global financial crisis: Evidence from China, *International Review of Financial Analysis*, (21), 70–80.
- Ntim, C. G., Kwaku K. O., ve Jo, D. (2009). Corporate governance and firm value: evidence from South African (SA) listed firms. Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=1884291> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1884291>
- Picou A., ve Rubach M. J. (2006). Does good governance matter to institutional investors? Evidence from the enactment of corporate governance guidelines?. *Journal of Business Ethics*, (65), 55- 67.
- Shleiffer, A., ve Vishny, R. W.(1997). A survey of corporate governance. *The Journal of Finance*, LII(2).
- Yenice, S. ve Dölen, T. (2013). İMKB’de işlem gören firmaların kurumsal yönetim ilkelerine uyumunun firma değeri üzerindeki etkisi. *Uluslararası Yönetim İktisat ve İşletme Dergisi*, (9), 19.