

İMKB KURUMSAL YÖNETİM ENDEKSİ KAPSAMINDAKİ ŞİRKETLERİN KURUMSAL YÖNETİM DERECELENDİRME NOTU VE HİSSE SENEDİ GETİRİLERİ ARASINDAKİ İLİŞKİNİN OLAY ÇALIŞMASI (EVENT STUDY) YÖNTEMİ İLE ANALİZİ

Doç.Dr. Şakir SAKARYA
Balıkesir Üniversitesi
İİBF, İşletme Bölümü
sakirsakarya@gmail.com

ÖZET

Bu 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 incelenmektedir. 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 olmadığına önemli bir göstergesidir.

Anahtar Kelimeler: Kurumsal Yönetim, Derecelendirme, Olay Çalışması, İMKB.

THE RATING SCORES OF THE ENTERPRISES IN SCOPE OF THE ISE CORPORATE GOVERNANCE INDEX AND THE ANALYSIS OF RELATIONS BETWEEN THE STOCK RETURNS WITH THE EVENT STUDY METHOD

ABSTRACT

This study, it analyzes the relations between the rating score announcement of the companies whose stocks are trading at ISE and were incorporated into the ISE Corporate Governance Index (ISE-XKURY) in 2009 after receiving the sufficient corporate governance rating scores for the first time and the return on their stocks. In this context, 11 companies that were granted sufficient corporate governance rating scores were included into the ISE Corporate Governance Index in 2009. As a result of the analysis conducted by using the event study approach, it has been determined that a positive correlation exists between the announcement of a favorable corporate governance rating score and the associated stock returns, and that abnormal returns can be achieved on the stocks of the companies included in the index before and after the event. This situation is a significant indicator of the non-effectiveness of the market even in a semi- strong condition.

Keywords: Corporate Governance, Rating, Event Study, ISE.

1. GİRİŞ

Son yıllarda küresel bazda yaşanan krizlerin ve şirket skandallarının arkasında yatan önemli nedenlerden birinin kötü yönetim olduğu görüşü, iyi kurumsal yönetim kavramının ne kadar önemli olduğunu ortaya çıkarmış ve kurumsal platformda oluşan farkındalığı da büyük ölçüde artırmıştır. Yapılan ampirik çalışmalar, iyi kurumsal yönetim uygulamalarının şirketler ve yatırımcılar açısından önemli yararları bulunduğunu ortaya çıkarmış ve uluslararası yatırımcıların, şirketlerdeki kurumsal yönetim uygulamalarını en az finansal performansları kadar önemli bulduklarını; yatırım kararlarının alınmasında, bu konunun reform ihtiyacı olan ülkeler için daha önemli olduğunu düşündüklerini ve iyi kurumsal yönetim uygulamalarına sahip şirketler için daha fazla ödemeye hazır olduklarını göstermektedir (SPK, 2005:2).

Uluslararası alanda OECD'nin 1999 yılında, ulusal alanda ise Sermaye Piyasası Kurulu (SPKur.)'nin 2003 yılında yayımlamış olduğu "Kurumsal Yönetim İlkeleri (KYİ)", şirketlerin paydaşlarıyla olan ilişkilerini çerçeve olarak kabul ederek toplumsal faydanın azamileştirilmesi hususuna odaklanmıştır (Kayacan, 2006:1). SPKur. tarafından 2003 yılında yayımlanan ve daha sonra 2005 yılında revize edilen KYİ şimdiki haline ulaşmış ve kurumsal yönetim anlayışının Türkiye'de tanınmasına ve gelişimine katkıda bulunmuştur. Şirketlerin ihtiyarilikten uzak, belirli kurallar çerçevesinde yönetildiği ve denetlendiği bir yönetim felsefesi olan kurumsal yönetimin hem şirketlere hem de ülkelere sağlayacağı avantajlardan azami ölçüde yararlanabilmek için kurumsal yönetim ilkelerinin tam anlamıyla uygulama bulması büyük önem taşımaktadır.

Kurumsal yönetim, işletme yönetiminde, iş süreçlerinde ve paydaşlarla ilişkilerde; eşitlik, şeffaflık, hesap verebilirlik ve sorumluluk yaklaşımıyla işletme faaliyetlerinin etkinlik ve verimliliği, raporlama güvenilirliği, yatırımcılarının hak ve çıkarlarının korunması için düzenlemelere uygunluk, paydaşlara güvence sağlayan yaklaşım ve ilkeleri ifade eder (Uzun, 2006:8). Diğer bir ifadeyle iyi kurumsal yönetim, daha iyi faaliyet yönetimi, daha iyi piyasa değeri ve daha fazla geri dönüşüm ile yakından ilişkili olmakla birlikte aynı zamanda işletmenin performansını da olumlu yönde etkilemektedir (Drobotz vd., 2003:7). Yüksek performans gösteren işletmelere yatırımcıların daha fazla ilgi duymaya başlamasıyla hisse senetlerinin piyasa değeri de artmaktadır. Hisse senetlerinin piyasa değeri arttıkça işletmelere olan yatırım artar ve geri dönüşüm oranı işletme açısından olumlu bir seyir izler. Ayrıca, kurumsal yönetim ilkelerine uyumu başaran şirketlerin risk düzeyleri azalmakta, sermaye maliyetleri düşmekte ve bu şirketler uluslararası alanda rekabet avantajına sahip olabilmektedir.

2004 yılında SPKur.'nin Uyum Beyanı düzenlemesi ile halka açık şirketler, bu ilkelere ne ölçüde uymakta olduklarını ve uymadıkları hususlar ile ilgili gerekçelerin neler olduğunu faaliyet raporlarında açıklamakla yükümlü tutulmuştur. "Uy ya da açıkla" olarak adlandırılan bu yaklaşım, halka açık şirketlerin kurumsal yönetim ilkelerini uygulama konusunda teşviki açısından oldukça önemli bir gelişmedir. Bu nedenle iyi kurumsal yönetim, son birkaç yıldır Türkiye'de de şirketlerin gündemine girmiş ve birçok büyük şirket bu konuya profesyonelce yaklaşmaya başlamıştır. Bu şirketler yönetim anlayışını ve işleyişini kurumsal yönetim ilkelerine uygun hale getirmeye çalışmaktadır. Çünkü günümüzde gerek bireysel yatırımcılar gerekse büyük

kurumsal yatırımcılar ve fonlar bu ilkeleri benimseyen şirketlere yatırım yapmayı tercih etmektedirler (Büyük, 2006:52). Kurumsal yönetim kavramının gerek şirketler, gerekse yatırımcılar tarafından benimsenmesi, tarafları, şirketlerin kurumsal yönetim uygulamalarını standart, karşılaştırılabilir ve kolay anlaşılabilir şekilde tespit etmek için bir yol aramaya sevk etmiş, böylece kurumsal yönetim uyum derecelendirmesi faaliyeti gündeme gelmiştir.

Türkiye’de, kurumsal yönetimi teşvik edici nitelikte önemli bir gelişme de İMKB Kurumsal Yönetim Endeksi (İMKB XKURY)’nin oluşturulması olmuştur. İMKB, kurumsal yönetim uygulamalarının gelişmesine katkıda bulunmak, şirketleri kurumsal yönetim uygulamaları ve diğer şirketlere referans olmaları konusunda teşvik etmek amacıyla 31 Ağustos 2007 tarihinde Kurumsal Yönetim Endeksi (KYE)’ni oluşturmuştur. Kurumsal Yönetim Endeksi, kurumsal yönetim ilkelerini başarıyla uygulayan şirketlerin yatırımcılar tarafından tanınması ve takdir edilmesini kolaylaştıracak bir mekanizma oluşturacaktır.

Bu bağlamda küreselleşmenin kaçınılmaz bir sonucu olarak artan rekabet, daha fazla yatırım çekmek isteyen ekonomiler için kurumsal yönetim derecelendirmesini yeni bir araç haline getirmiştir (Toraman ve Abdioğlu, 2008:108). KYİ’ne uyum derecelendirmesi SPKur.’nun Seri: VIII, No:40 sayılı tebliğinde, “ortaklıklar ve sermaye piyasası kurumlarının Kurulca yayımlanan Kurumsal Yönetim İlkelerine uyumun derecelendirme kuruluşları tarafından bağımsız, tarafsız ve adil olarak değerlendirilmesi ve sınıflandırılması faaliyeti” olarak tanımlanmıştır.

Kurumsal yönetim derecelendirme notu, kurumların hissedar haklarına verdikleri önemin, kamuyu aydınlatma faaliyetlerinin, menfaat sahipleri ile ilişkilerinin ve yönetim kurullarının genel kredibilitesi hakkındaki bir görüştür (Standard & Poor’s, 2002; Sandıkçioğlu, 2005:9). Bu görüş, şirketin kendi çıkarları ve mal varlığına, hissedarlarına, menfaat sahiplerine, kamuya ve çevresine karşı taşıdığı riskleri tartar (SAHA, 2009; 23). Dolayısıyla KYİ temelinde faaliyet gösteren kurumların bu yöndeki değerlendirme sonuçları, kurum içi ve dışı tüm paydaşların güvenini güçlendirmek için önemli bir araçtır (Argüden vd., 2007:36). Kurumsal yönetim derecelendirmesinin doğal bir sonucu olan “not” (Kurumsal Yönetim Notu /Skoru – Corporate Governance Score) bir anlamda şirketin yönetişiminin pay sahiplerinin çıkarlarına ne derecede hizmet ettiğinin bir değerlendirmesidir. Genelde, notların 1’den 10’ a kadar verildiği sistemde 10 puan OECD’nin - ya da Türkiye konseptinde SPKur.’nun yayınladığı – KYİ’ne uyumun mükemmel derecede olduğunu gösterir (Dural, 2008). Diğer bir ifadeyle, 1’e yakın notlar, şirketin SPKur. KYİ’ne uymada daha zayıf olduğunu, 10’a yakın olması ise uyumun daha güçlü olduğunu ifade etmektedir.

SPKur.’nun kararına paralel olarak, İMKB tarafından KYİ uyumuna ilişkin derecelendirme notuna sahip Şirketlerin İMKB bünyesinde oluşturulan İMKB Kurumsal Yönetim Endeksi (İMKB-XKURY)’ne alınması amaçlanmıştır. Borsa Yönetim Kurulu’nun 23.02.2005 tarihli toplantısında bir bütün olarak KYİ uyum notu en az 6 olan ve İMKB pazarlarında (Gözaltı Pazarı hariç) işlem gören şirketlerin endeks kapsamına alınmasına karar verilmiş, 5 şirketin notunu kamuya açıklamasıyla birlikte endeks 27.09.2007 tarih ve 269 sayılı Genelge uyarınca 31.08.2007 tarihinden

itibaren hesaplanmaya başlanmıştır. Halihazırda endeks kapsamında 24 şirket bulunmaktadır.

Bu çalışmanın amacını, 2009 yılı içinde ilk defa kurumsal yönetim derecelendirme notu olarak kurumsal yönetim endeksine alınan şirketlerin, bu duyurularının, ilgili firmaların hisse senedi getirileri üzerinde herhangi bir etkiye sahip olup olmadığının, olay çalışması yöntemiyle ortaya konulması oluşturmaktadır. Ayrıca, bu yolla İMKB'nin yarı-güçlü formda etkinliği de test edilecektir.

2. LİTERATÜR

Olay çalışması aslında çok uzun bir geçmişe sahiptir. Konu ile ilgili ilk yayınlanmış çalışma 1933 yılında Dolley tarafından yapılmıştır. Dolley çalışmasında, firmaların hisse senetlerinin bölüneceği zamandaki nominal fiyat değişimleri üzerinde çalışmak suretiyle, hisse senedi bölünmelerinin fiyata etkilerini incelemiştir. 1930'lu yılların başından 1960'lı yılların sonuna kadar yapılan çalışmalarda olay çalışmalarının karmaşıklık düzeyi artmıştır. Bu zaman diliminde, Myers ve Bukey 1958 yılında; Barker 1956, 1957 ve 1958 yıllarında, Ashley 1962 yılında çeşitli olay çalışmaları yapmışlardır. Ancak günümüzde kullanılan olay çalışması metodolojisini ortaya koyan ve konu ile ilgili yeni ufuklar açan ilk çalışma 1968 yılında Ball ve Brown tarafından, bir diğer çalışma ise 1969 yılında Fama, Fisher, Jensen ve Roll tarafından gerçekleştirilmiştir. Bu öncü çalışmalardan sonra, temel metodoloji ile ilgili bazı değişiklikler öne süren çalışmalar da yapılmıştır. Brown ve Waner, 1980 ve 1985 yıllarında yapmış oldukları çalışmalarda, bu değişikliklerin birçoğunun önemini tartışmışlardır (Campbell vd., 1997:150; Kaderli ve Demir; 2009:48). Gerek yurtdışında, gerekse Türkiye'de yapılan olay çalışmalarından bazıları aşağıda özetlenmiştir.

Chi ve Tang (2007) yaptıkları çalışmada Tayvan'da iflasın eşliğine gelmiş şirketlerin, yeniden örgütlenme duyurularının ilgili hisse senetlerine etkilerini incelemişlerdir. Sonuçta, anormal getirilerin elde edilebileceğini ve bulunan sonuçların anlamlı olarak sıfırdan farklı olduğunu gözlemlemiştir. Shah vd. (2007), tüketici fiyat endeksinin, Pakistan hisse senedi piyasasına etkisini incelemişlerdir. Buna göre, enflasyonun ilan edildiği tarihteki günler etrafında kümülatif anormal getirilerin anlamlı olarak sıfırdan farklı olmadığı sonucunu elde etmişlerdir. Nittayagasetwat ve Nittayagasetwat (2007) yapmış oldukları çalışmada Tayland'da yeterli kurumsal yönetim derecesinin ilan edilmesi ile hisse sendi getirisi arasındaki ilişkiyi olay çalışması yöntemi ile analiz etmişler ve çalışma sonucunda iyi kurumsal yönetim derecelendirme notunun ilanı ile hisse senedi getirisi arasında bir ilişkinin olmadığını tespit etmişlerdir.

Türkiye'de de farklı uygulama alanlarında olmak üzere yapılan birçok olay çalışması bulunmaktadır. Söz konusu çalışmalardan bazıları şunlardır;

Kıymaz (1996), İMKB İmalat sektöründe yaptığı bir çalışmada, olay çalışması ile halka ilk arz edilen hisse senetlerinin performanslarını ölçmüştür. Özer ve Yücel (2001), yaptıkları çalışmada, hisse senedi ihraç tarihi etrafındaki günlerde, özellikle ihraç gününde istatistiki ve ekonomik olarak yeterli büyüklükte anormal hisse getirisi bulunmakta olduğu sonucuna elde etmişlerdir. Mandacı (2003), İMKB'nin

kuruluşundan buyana gerçekleşen genel seçimlerin bazılarının yapıldığı tarihten sonraki birkaç günde ve yine seçimlerden sonraki dönemlerde anormal getiriler elde ettikleri görülmüştür. Bekçioğlu, Öztürk ve Kaderli (2004), kurulan işbirliklerinin İMKB'ye kayıtlı bazı firmaların hisse senetleri üzerindeki etkilerini olay çalışması ile ölçen ve hisse senetlerinin olayın duyurulmasına olumlu tepki gösterdiğine dair bulgular elde edilen bir çalışma yapmışlardır. Yörük ve Ban (2006), gıda sektörü üzerinde yaptıkları çalışmada, birleşme öncesi kısa vadede (5 gün) yatırım yapılırsa anormal getirinin elde edilebileceği sonucuna varmışlardır. Çukur ve Eryiğit (2006), banka birleşme ve devralma olaylarının borsadaki etkisini olay çalışması ile ölçen ve bu olayların duyurulmasıyla hisse senetlerinden pozitif anormal getiri elde edildiğini ortaya koyan bir başka önemli çalışma yapmışlardır. Yine Kaderli (2007) tarafından yapılan bir çalışmada, yapılan ihracat bağlantılarının ilgili firmaların hisse senedi getirileri üzerindeki etkisi incelenmiş ve yapılan çalışma sonucunda, inceleme kapsamındaki şirketlerin hisse senetlerinin fiyatları söz konusu haberden olumlu yönde etkilenmiş ve çok kısa bir sürede hisse senetleri anormal getiriler sağlamıştır. Ayrıca bu anormal getiriler zaman içinde gittikçe artmaya da devam etmiştir. Aygören ve Uyar (2007) yaptıkları çalışmada, İMKB'de denetim görüşlerinin hisse senedi getirileri üzerindeki etkisini araştırmışlardır. Elde edilen bulgulara göre, anormal getirilerin elde edileceği sonucuna ulaşılmıştır. Bayazıtlı, Kaderli ve Gürel (2008) tarafından yapılan çalışmada ise firmaların ödeyeceği kar payı duyurularının, ilgili firmaların hisse senedi getirilerine etkisini olay çalışması ile incelemiş ve bu duyurulardan yararlanarak anormal getirilerin elde edilebileceğini tespit etmişlerdir. Kaderli ve Demir (2009) tarafından yapılan çalışmada ise firmaların yatırım kararlarına ilişkin duyurulara istinaden bu firmaların hisse senetlerinden yüksek oranda getiri sağlanabileceği tespit edilmiştir.

3. UYGULAMA

3.1. Çalışmanın Amacı ve Kapsamı

Çalışmada temel olarak, hisse senetleri İMKB'de işlem gören ve Kurumsal Yönetim Derecelendirme Notu olarak İMKB Kurumsal Yönetim Endeksi'ne alınan işletmelerin almış oldukları iyi derecelendirme notunun hisse senedi getirilerini ne yönde etkilediğinin “**olay çalışması**” yöntemiyle analiz edilmesi amaçlanmıştır. Diğer bir ifadeyle, söz konusu derecelendirme notunun açıklanması sürecinde bu işletmelerin hisse senetlerinden anormal getirilerin elde edilip edilemeyeceği araştırılacaktır. Böylece önceki yapılan çalışmalara farklı bir alanda katkı sağlanmış olacaktır.

Bu çalışmanın kapsamını, hisse senetleri İMKB'de işlem gören firmalardan 2009 yılı içinde ilk defa iyi kurumsal yönetim derecelendirme notu olarak İMKB XKURY'ne alınan firmalar oluşturmaktadır. Bilindiği gibi Türkiye'de borsaya kayıtlı tüm firmalar, kendileri ile ilgili ve sonuçları kamuyu ilgilendiren olumlu ya da olumsuz her türlü bilgiyi İMKB aracılığı ile herkese duyurmak zorundadır. Çünkü “Etkin Piyasalar Hipotezi”ne göre bir piyasanın “yarı-güçlü formda” etkin olması halinde, o piyasada kamuya açıklanan firmalara özel bilgiler yardımıyla anormal bir getiri elde edilemeyeceğini savunmaktadır (Hirt ve Block, 2006:259; Karan, 2004; 267-273). Ancak piyasaların etkin olmaması durumunda ise kamuya açıklanacak bu tür bilgiler sayesinde yatırımcılar anormal getiriler elde edebileceklerdir. Bu nedenle, bir firmanın

iyi kurumsal yönetim derecelendirme notu olarak kurumsal yönetim endeksine girmesine dair açıklamada bulunması, piyasanın etkinlik derecesine bağlı olarak olumlu veya olumsuz etki oluşturabilecektir.

Çalışma kapsamında yer alan şirketlerin hisse senetlerine ait getiriler Garanti Bankası'nın resmi internet sitesi olan www.paragaranti.com adresinden, kurumsal yönetim derecelendirme notları ise Türkiye Kurumsal Yönetim Derneği'nin www.tkyd.org adresinden temin edilmiştir. Söz konusu çalışma kapsamında yer alan firmalara ait bilgiler aşağıdaki tabloda yer almaktadır.

Tablo 1: 2009 Yılında İMKB Kurumsal Yönetim Endeksine Alınan Şirketlere İlişkin Bilgiler ve Olay Tarihleri

Şirketler	İlan Edilen Derecelendirme Notu	Olay Tarihi
Arçelik	8,21	30 Temmuz 2009
Coca Cola İçecek	8,30	1 Temmuz 2009
Doğan Şirketler Grb.Holding(DOHOL)	8,26	3 Kasım 2009
İş Leasing	8,02	28 Aralık 2009
Logo	8,05	22 Aralık 2009
Petkim	7,71	5 Kasım 2009
TAV	8,5	4 Eylül 2009
TSKB	8,77	20 Ekim 2009
Türk Pyrisman Kablo	7,76	29 Aralık 2009
Türk Telekom	8,01	29 Aralık 2009
Vakıf Yat.Ortaklığı	7,81	28 Ocak 2009

Kaynak:<http://www.tkyd.org/tr/content.asp?PID={A1F2B135-4F80-49FA-85C5-01FB00593720}>, Erişim Tarihi: (20.01. 2010).

Çalışmanın uygulama kısmında öncelikle, her bir şirket için örnek olay olarak belirlenen Kurumsal Yönetim Derecelendirme Notu'nun açıklandığı günün 10 gün öncesi ve 10 gün sonrasını kapsayan günlük getiri oranları elde edilmiştir. Bu günlük getirilerden yararlanılarak da olay çalışması için gerekli hesaplamalar yapılmış ve şirketlerin aldıkları /alacakları kurumsal yönetim derecelendirme notlarının, ilgili şirketlerin hisse senetlerinde anormal bir getiri sağlayıp sağlamadığı ortaya konulmaya çalışılmıştır. Literatürde kısa dönem performans üzerine yapılan çalışmalarda kullanılan zaman periyodu bir iki gün ile altı ay arasında değişmektedir (Ünlü ve Ersoy, 2008:248). Olay penceresinin uzun seçilmesi istatistiksel olarak çalışmanın gücünü azaltabilmekte ve olayın anlamlılığı hakkında yanlış değerlendirmelere neden olabilmektedir. Buna karşın olay penceresinin kısa olması, olayın önemli etkilerini net olarak yansıtabilir. Bu çalışmada kurumsal yönetim derecelendirme notunun ilanının kısa dönem performansları (notun ilan tarihten 10 gün öncesi ve 10 gün sonrası getirilerini kapsayacak şekilde) toplam 21 günlük getirileri kapsayacak şekilde incelenmiştir. Bu sürenin olay tarihinden 10 gün önce ve 10 gün sonraki dönemini kapsamasının nedeni, getirilerin olaya duyarlılığını daha sağlıklı bir biçimde

ölçebilmektir. Çünkü dönem uzadıkça borsayı etkileyebilecek diğer haberlerin de ilgili hisse senetlerinin getirileri üzerinde etki yaratabileceği varsayılmaktadır.

3.2. Çalışmanın Yöntemi

Çalışmada, Olay Çalışması (Event Study) yönteminden yararlanılmıştır. Kısaca olay çalışması belirli bir periyot veya birkaç periyotta bir olayın etkisi hakkında sonuç çıkarma ve tahminde bulunmaya imkan tanıyan ekonometrik bir yaklaşımdır (Serra, 2002:5). Olay çalışması, bir olay gerçekleştiğinde piyasanın buna verdiği olağandışı tepkiyi ölçmede kullanılan bir yaklaşımdır. Olağandışı getiriler (Abnormal Return-AR) olay çalışmalarının çıkış noktasını oluşturmaktadır. Olay çalışmaları belirli bir olayın bir şirketin değeri üzerindeki etkilerine odaklanmaktadır. Şirket değerinde yaşanan bu olay kaynaklı değişimlerin olağandışı getiriler olarak ortaya çıkması beklenmektedir (Mutan ve Topcu, 2009:1). Diğer bir ifadeyle olay çalışması, herhangi bir şirket ile ilgili belirli bir olayın, o şirketin hisse senedi fiyatları üzerindeki etkisini ölçen bir tekniktir. Olayın etkileri, hisse senedi fiyatlarına hemen yansıdığından kullanışlı bir yöntem olarak kabul görmüştür. Olay çalışması, herhangi bir olayın hissedarların servetini arttırdığı ve artırmadığı konusunda sonuçlar çıkarılmasını sağlayan bir teknik, ya da araç olarak da ifade edilmektedir. Bu kapsamda olay çalışması, yayınlanan haberlere hisse senedi fiyatlarının hangi hızda fiilen tepki verdiğini ölçmek için kullanılabilir. Fiyatlar haberlere hızlı mı, yoksa yavaş mı tepki vermektedirler? Haberlerin duyurulmasından sonraki hisse senedi fiyatları anormal olarak yüksek mi, yoksa düşük müdür? Bu ve benzeri soruların cevapları olay çalışması analizleri ile verilebilmektedir. Bir olaya örnek olarak, bir şirketin yeniden yapılandırılmasına ilişkin bir duyuru, pazarlama planlarında yapılan bir değişikliğin beyanı veya kurumsal yönetim derecelendirme notunun ilanı vb. verilebilir (Bekçioğlu vd., 2004:44).

Olay çalışması, herhangi bir olayın hisse senedinin piyasa değerini arttırdığı veya artırmadığı konusunda sonuçlar çıkarılmasını sağlayan bir yöntemdir. Olay çalışmaları, yayınlanan haberlere hisse senedi fiyatlarının hangi hızda fiilen tepki verdiğini ölçmek için kullanılır (Kaderli, 2007:147). Bu nedenle olay çalışması yöntemi olayların geniş bir alanda ekonomik etkilerinin ölçülmesinde kabul edilen bir yöntem olmuştur (Bodie vd., 2002:351-354). Olay çalışması ile ilgili olarak tek bir model olmamakla birlikte çoğu finansal olay çalışmasında birbirini izleyen dört adım bulunmaktadır (Eppli ve Tu, 2005:120; Tuominen, 2005:51-59). Bunlar; (1) Olayın tanımlanması, (2) Olay penceresinin tanımlanması (event window), (3) Olayın etkilerinin değerlendirilmesi ve (4) Modelin kurulup test edilerek sonuçların değerlendirilmesi.

Görüldüğü gibi olay çalışması yönteminin kullanılabilmesi için olayın, olay zamanının ve olay penceresinin tanımlanması gerekmektedir. Bu çalışmada da incelemeye konu olan olay “kurumsal yönetim derecelendirme notu”, olayın gerçekleşme zamanı ise derecelendirme notunun ilan edildiği tarih olarak belirlenmiştir. Olay penceresi olarak da, olayın duyurulduğu tarihin 10 gün öncesi ile 10 gün sonrası olarak belirlenmiştir.

Bir piyasanın etkinliği konusundaki en açık deliller, günlük getiriler kullanılarak yapılan olay çalışmalarından sağlanmaktadır. Olay çalışmalarının yararı, fiyatların bilgilere göre ayarlanma hızına bir çerçeve sunmasıdır. Çünkü, fiyatları önemli ölçüde

etkileyecek olan bir olayın tarihi tam olarak biliniyorsa, beklenen getirilerden anormal günlük getirileri belirlemeye çalışmak anlamsız olacaktır (Başoğlu vd., 2001:186). Bu çerçevede olay çalışmasının amacı, bir olayın piyasaya ilk duyurulduğu tarih etrafında fazla bir getirinin sağlanıp sağlanmadığının tespit edilmesidir. Fazla getiriler, ilgili haberlerin piyasaya duyurulmaması halinde elde edilecek olan normal getirilerden yüksek veya düşük olan getirilerdir. Bu getiriler genellikle, olay tarihindeki toplam pazar endeksi getirisinin performansı ile ilişkilendirilir ve “Anormal Getiriler” (Abnormal Return – AR) olarak adlandırılır (Seans ve Sandoval, 2005:310–315). Anormal getiriler matematiksel olarak aşağıdaki gibi formüle edilebilir (Bartholdy vd., Peare, 2006:3; Tuominen, 2005:50; Chan - Lau, 2001:8–9);

Anormal Getiri (AR_{it}) = Fiili Getiri Oranı – Pazar Getiri Oranı

$$AR_{it} = R_{it} - R_{mt} \quad (1)$$

Eşitlikteki, AR_{it} i hisse senedi için t günündeki anormal getiriyi, R_{it} i hisse senedinin t günündeki fiili getirisini, R_{mt} i hisse senedinin t günündeki pazar getirisini (Normal beklenen getiriyi) göstermektedir.

Yukarıda ifade edilen Fiili Getiri (R_{it} Hisse Senedi Getirisi) ise aşağıdaki eşitlik (2) yardımıyla hesaplanabilir;

$$R_{it} = (D + P_{it} - P_{it-1}) / P_{it-1} \quad (2)$$

Eşitlikteki, R_{it} i hisse senedinin t günündeki fiili getirisini, P_{it} i hisse senedinin t günü kapanış fiyatını, P_{it-1} i hisse senedinin t - 1 günü kapanış fiyatını ve D ise i hisse senedinin t gününde ödenen kar payını göstermektedir. Pazar getiri oranı ise aşağıdaki gibi hesaplanabilir;

$$R_{mt} = (I_t - I_{t-1}) / I_{t-1} \quad (3)$$

Eşitlikteki, R_{mt} pazara ilişkin günlük getiriyi, I_t İMKB 100 Endeksinin t günündeki kapanış değerini, I_{t-1} İMKB 100 Endeksinin t - 1 günündeki kapanış değerini göstermektedir.

Eşitlik 1’deki pazar getiri oranı, diğer bir ifadeyle anormal getiri tanımlanmadan önce, bir normal getiri modeli belirlenmelidir. Olay çalışmalarında, piyasa modeli, sabit beklenen getiri modeli, sermaye varlıklarını fiyatlandırma modeli, arbitraj fiyatlandırma modeli gibi çeşitli modeller kullanılmaktadır (Kaderli, 2007:147). Bu çalışmada, daha önceki bazı çalışmalarda da yapıldığı gibi (Kıymaz, 1996: 127; Bekçioğlu vd, 2004:45–47; Kaderli, 2007:147–153) Pazar Getiri Oranı’nın hesaplanmasında İMKB 100 Endeksi günlük kapanış değerleri kullanılmış ve pazar getirileri yukarıdaki eşitlik 3 yardımı ile hesaplanmıştır.

Olay çalışmalarında amaç, olayın olduğu tarihten önceki ve sonraki günlerde, Ortalama Anormal Getiri (Average Abnormal Return - AAR) ve Kümülatif Anormal Getiri (Cumulative Abnormal Return - CAR) hesaplanmasıdır. Bu noktada AAR ve CAR üç aşamalı bir çalışma ile hesaplanabilmektedir (Tuominen, 2005:50–55; Sponholtz, 2005:7; Serra, 2002:5). Bunlar kısaca aşağıdaki gibi açıklanabilir:

1. Aşama: Uygulamaya konu olan her bir “i” şirketinin her bir “t” günü için, fiili getiri oranları ile pazar getiri oranı arasındaki fark alınmak suretiyle, anormal getiri hesaplanır. Bu durum yukarıdaki eşitlik (1) de gösterilmiştir.

2. Aşama: Elde edilen her bir anormal getiri, uygulamaya konu olan şirket sayısına bölünerek, Ortalama Anormal Getiri (AAR) hesaplanır.

$$AAR_{it} = \sum_{i=1}^N (1/N) AR_{it} \quad (4)$$

3. Aşama: Hesaplanan ortalama anormal getiriler, sırasıyla birbirleriyle toplanarak, Kümülatif Anormal Getiri (CAR)ler elde edilir.

$$CAR_{it} = \sum_{i=1}^N AAR_{it} \quad (5)$$

Eğer, istatistiki olarak gerçek ve tahmin edilen sonuçlar sıfırdan farklılık gösteriyorsa, söz konusu olayın hisse senedi getirilerini etkilediği ve olayın yatırımcıların tepkisini yansıttığı sonucuna ulaşılabilir (Tuominen, 2005:50). Diğer bir ifadeyle bu aşamalar sonucunda elde edilen kümülatif anormal getiriler 0’dan farklılıklar gösteriyorsa, ilgili olayın duyurulması şirket hisse senetlerini etkileyerek, o hisse senetlerinden anormal bir getiri elde edilmesini mümkün kılıyor demektir. Dolayısıyla, böyle bir piyasa yarı güçlü formda etkin değildir. Ancak, elde edilen kümülatif anormal getirilerin 0’a eşit, ya da 0’a çok yakın olması, ilgili olayın duyurulmasının firmanın hisse senetlerini etkilemediği ve dolayısıyla da o piyasanın yarı güçlü formda etkin olduğu anlamına gelir (Kaderli, 2007:148). Böyle bir durumda ise yatırımcılar kamuya açıklanan duyurulardan yararlanarak anormal getiriler elde edebilirler. Etkin piyasalar hipotezine göre, piyasaların yarı güçlü formda etkin olabilmesi için, şirketlerin iyi kurumsal yönetim derecelendirme notunun açıklanması ile o şirketlerin hisse senetlerinden anormal bir getiri elde edilememesi gerekir.

Buna göre çalışmadaki hipotezler aşağıdaki gibi belirlenebilir:

H_0 Hipotezi, “Şirketlerin iyi kurumsal yönetim derecelendirme notu alarak kurumsal yönetim endeksine alınmalarına ilişkin duyuruların, ilgili şirketlerin hisse senedi getirisine hiçbir etkisi yoktur”. Yani, $H_0 = CAR = 0$ şeklinde ifade edilebilir. Böyle bir olayın gerçekleşmesi ile o şirketlerin hisse senetlerinden anormal bir getiri sağlanamaz ve böyle bir durumda da piyasa “yarı güçlü formda etkin” olmaktadır.

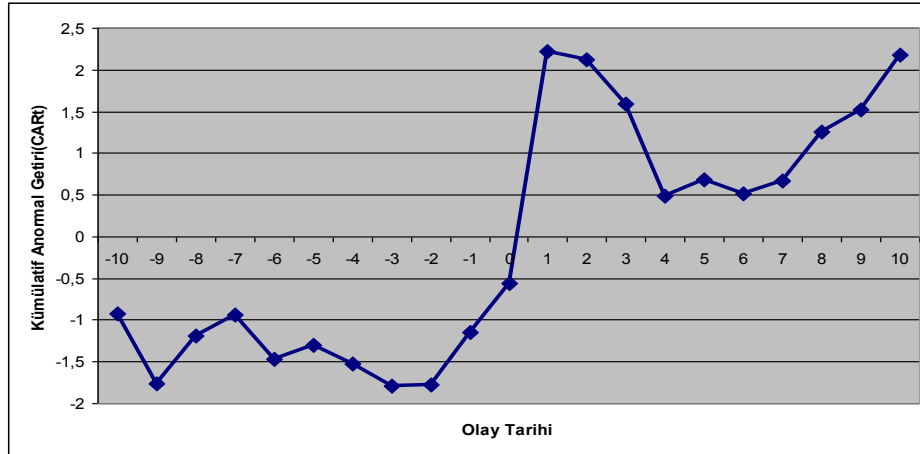
Alternatif hipotez olan **H_1 Hipotezi** ise, “Şirketlerin iyi kurumsal yönetim derecelendirme notu alarak kurumsal yönetim endeksine alınmalarına ilişkin duyuruların, ilgili şirketlerinin hisse senedi getirisine etkisi vardır” şeklinde belirlenmektedir ve $H_1 = CAR > 0$ şeklinde ifade edilebilir. Yani, böyle bir derecelendirme notunun alınması ile, o şirketlerin hisse senetlerinden anormal bir getiri sağlanabilir ve böyle bir durumda piyasa “yarı güçlü formda etkin değildir”. Böylece çalışmada, H_0 hipotezi sınanmak suretiyle İMKB’nin yarı güçlü formda etkinliği de test edilmiştir.

3.3. Bulgular ve Değerlendirme

2009 yılı içinde ilk defa iyi kurumsal yönetim derecelendirme notu alarak İMKB XKURY'ne alınan şirketlerin, almış oldukları derecelendirme notlarını kamuya duyurdukları tarihlerden (olay tarihi) itibaren 10 gün önce ve 10 gün sonraki zaman dilimi için günlük fiili getiri oranları hesaplanmış ve bu getiri oranları kullanılarak şirketlere ilişkin ortalama anormal getiriler (ARit) ve kümülatif anormal getiriler (CARit) bulunmuştur. Çalışma sonucunda elde edilen bulgular aşağıdaki Tablo 2'de özetlenmiştir.

Tablo 2'den de görüleceği gibi 2009 yılı içinde ilk defa kurumsal derecelendirme notu alarak İMKB Kurumsal Yönetim Endeksinde yer alan 11 şirketin kümülatif ortalama getirilerinin, olay tarihinden 10 gün önce ve 10 gün sonraki zaman dilimi içinde sıfırdan farklılıklar gösterdiği görülmektedir. Sonuçlara göre olay tarihinden önceki kümülatif ortalama getirilerin (götürülerin) sıfırdan negatif yönlü farklı olduğu, olay tarihinden sonraki kümülatif ortalama getirilerin ise sıfırdan pozitif yönlü farklı olduğu görülmektedir. Buna göre, endeks kapsamında yer alan veya yer alacak şirketlerin iyi kurumsal yönetim derecelendirme notlarının kamuya duyurulmasıyla şirketlere ait hisse senetlerinden anormal getirilerin elde edilebileceği tespit edilmiştir. Diğer bir ifadeyle, elde edilen sonuçlar şirketlerle ilgili açıklanan kurumsal yönetim derecelendirme notlarına yatırımcıların olumlu tepki verdiğini göstermektedir. Böylece, şirketlere ait hisse senetlerinden elde edilen getirilerin bu şirketlerle ilgili açıklanan derecelendirme notlarına (olaya) karşı duyarlı olduğu ve bu duyarlılığın zaman içinde de devam ettiği görülmektedir. Özellikle olay tarihini izleyen ilk günlerde elde edilen getirilerin daha yüksek olduğu görülmektedir. Bu durum aşağıdaki Şekil-1'de gösterilmiştir.

Şekil - 1: Kümülatif Anormal Getirilerinin Olay Tarihine Duyarlılığı



Tablo 2: 2009 Yılında İlk Defa Kurumsal Yönetim Derecelendirme Notu Alan ve İMKB Kurumsal Yönetim Endeksine Alınan Şirketlerin Ortalama Anormal Getirileri İle Kümülatif Anormal Getirileri

Olay Zamani (Günü)	ARCLK	COLA	DOHOL	ISFIN	LOGO	PETKM	TAVHL	TSKB	PRKAB	TTKOM	VKFYTO	Ort.Anor. Get.	Küm.Ort. Anor.Get.	
	ARit(%)	ARit(%)	ARit(%)	ARit(%)	ARit(%)	ARit(%)	ARit(%)	ARit(%)	ARit(%)	ARit(%)	ARit(%)	AArit(%)	CARit(%)	
t - 10	-1,93	-0,11	-1	0,44	-1,79	-0,49	-5,84	0,02	-0,5	0,4	0,64	-0,92	-0,92	
t - 9	2,43	-2,42	-2,48	-0,5	-0,18	-0,74	-1,75	-2,22	0,26	0,62	-2,23	-0,84	-1,76	
t - 8	2,92	-1,52	-0,49	-0,73	0,78	1,23	-2,1	0,19	-0,73	6,58	1,68	-2,23	0,57	-1,19
t - 7	-0,61	1,4	0,54	-1,38	-0,58	-0,34	3,28	1,2	-3,15	0,09	2,24	0,24	-0,94	
t - 6	-0,48	0,04	-0,71	-0,35	-1,14	-0,3	0,05	0,28	-1,32	-1,4	-0,39	-0,52	-1,46	
t - 5	-1,45	-0,28	2,24	1,93	0,5	-0,3	0,1	1,83	-0,49	-2,24	-0,09	0,16	-1,30	
t - 4	-0,85	-1,29	0,67	-1,5	-1,23	2,17	0,71	-0,7	-0,23	1,16	-1,41	-0,23	-1,53	
t - 3	-0,3	-2,72	1,04	0,72	2,68	-1,26	-0,83	-2,37	1,34	-0,58	-0,57	-0,26	-1,79	
t - 2	2,07	1,11	1,56	-0,58	-0,85	-1,09	1,07	0,58	-0,39	-0,39	-2,98	0,01	-1,78	
t - 1	0,37	-2,2	8,43	-0,39	-1,28	-0,61	-1,33	0,87	0,08	0,52	2,45	0,63	-1,15	
t = 0	2,57	0,9	-1,31	1,1	-0,04	2,08	1,16	-0,3	0,62	-0,32	-0,01	0,59	-0,57	
t + 1	15,21	1,12	-2,04	3,72	7,13	0,69	0,74	1,33	2,1	0,23	0,34	2,78	2,21	
t + 2	8,11	-1,02	2,82	1,2	-2,89	-1,02	-0,52	-1,82	-3,17	-1,8	-0,85	-0,09	2,13	
t + 3	-1,32	1,24	2	-2,24	-0,86	-0,07	-1,89	-0,11	-1,03	-0,59	-0,95	-0,53	1,60	
t + 4	-4,5	-1,79	-3,94	-0,07	-0,39	-1,51	-0,76	-0,31	-0,47	1,22	0,28	-1,11	0,48	
t + 5	3,19	0,15	-2,62	0,51	-1,28	0,92	-1,16	-0,2	1,04	3,46	-1,87	0,19	0,68	
t + 6	-0,94	0,45	-3,42	0,14	0,71	-0,05	1,19	-1,97	1,02	-0,37	1,4	-0,17	0,51	
t + 7	-0,4	1,12	1,21	-1,71	-0,8	-2,73	2,23	-0,38	-0,57	3,98	-0,16	0,16	0,67	
t + 8	-1,28	1,62	3,51	1,25	0,39	-0,33	-0,71	-1,25	0,71	3,56	-1,14	0,58	1,25	
t + 9	2,57	1,37	-1,62	0,67	3,72	2,46	-1,09	-1,72	-0,45	-3,39	0,52	0,28	1,53	
t + 10	-0,76	-2,22	1,25	-0,48	-0,36	-0,77	-0,9	0,09	0,96	8,23	2,19	0,66	2,18	

ARCLK; Arçelik A.Ş., COLA: Coca Cola A.Ş., DOHOL: Doğan Şirketler Grubu Holding, ISFIN: İş Finansal Kiralama, LOGO: Logo Yazılım, PETKM: Pektim A.Ş., TAVHL: Tav Hava Limanları, TSKB: Türkiye Sanayi Kalkınma Bankası, PRKAB: Türk Prysmian Kablo, TTKOM: Türk Telekom, VKFYTO: Vakıf Yatırım Ortaklığı.

Söz konusu bu durum, piyasanın yarı güçlü formda bile etkin olmadığını önemli bir göstergesidir. Çünkü etkin piyasalar hipotezine göre, bir piyasanın etkin, ya da yarı güçlü formda etkin olabilmesi için, şirketlerle ilgili kamuya açıklanan bilgilerin, o şirketlerin hisse senedi getirilerini etkilememesi, yani açıklanan bilgilerle, o şirketlerin hisse senetlerinden anormal bir getiri elde edilememesi gerekir. Dolayısıyla bir şirket ile ilgili özel bir bilginin kamuya açıklanması ile birlikte, o şirketin hisse senetlerinin getirilerinde, bilginin niteliğine bağlı olarak anormal bir yükseliş veya düşüş gerçekleşiyorsa o piyasa yarı güçlü formda etkin değildir (Karan, 2004:267–273).

5. SONUÇ

Türkiye’de kurumsal yönetim uygulamaları 2003 yılı itibari ile başlamış ve 2007 Ağustos ayında yeterli kurumsal yönetim derecesini alan firma sayısının 5’e ulaşması ile İMKB bünyesinde kurumsal yönetim endeksi hesaplanmaya başlanmıştır. 2009 yılı itibari ile yeterli kurumsal derecelendirme notu alan ve böylece endeks kapsamına alınan 24 şirket bulunmaktadır. Bu çalışmada, 2009 yılı içinde ilk defa iyi kurumsal yönetim derecelendirme notu alarak İMKB XKURY’nde yer alan şirketlerin(11 şirket) kurumsal yönetim derecelendirme notlarının kamuya açıklanmasının bu şirketlerin hisse senedi getirilerine olan etkileri, Olay Çalışması Yöntemi ile incelenmiştir. Çalışmada, yeterli kurumsal yönetim derecelendirme notu alarak İMKB XKURY’ne alınan şirketlerin hisse senedi kapanış fiyatları ile İMKB 100 Endeksi kapanış fiyatları kullanılarak anormal getiri elde edilip edilemeyeceği ölçülmüştür.

Yapılan analiz sonucunda olay öncesinde negatif anormal getir, olay sonrasında ise pozitif anormal getirilerin elde edilebileceği görülmüştür. Diğer bir ifadeyle şirketlerle ilgili kurumsal yönetim derecelendirme notlarının kamuya açıklanması ile birlikte bu şirketlerin hisse senetlerinden normalin üstünde bir getirinin elde edilebileceği görülmüştür. Çünkü yapılan analizde olayın 10 gün öncesi ve 10 gün sonrası içerisinde elde edilen kümülatif anormal getirilerin 0’dan farklı olarak değiştiği gözlenmiştir. Bu durum, piyasanın yarı güçlü formda etkin olmadığını önemli bir göstergesidir. Çünkü etkin piyasalar hipotezine göre, bir piyasanın etkin, ya da yarı güçlü formda etkin olabilmesi için, kamuya açıklanan şirketlerle ilgili bilgilerin, o şirketlerin hisse senedi getirilerini etkilememesi, yani açıklanan bilgilerle, o şirketlerin hisse senetlerinden anormal bir getiri elde edilememesi gerekir. Dolayısıyla bir şirket ile ilgili özel bir bilginin kamuya açıklanması ile birlikte, o şirketin hisse senetlerinin getirilerinde, bilginin niteliğine bağlı olarak anormal bir yükseliş veya düşüş gerçekleşiyorsa o piyasa yarı güçlü formda bile etkin değildir.

Elde edilen sonuçlar genel olarak değerlendirildiğinde ise, elde edilen kümülatif anormal getiriler (CAR_{it}) sıfırdan pozitif ve negatif (olay öncesi) yönde farklılıklar gösterdiği için, piyasanın yarı güçlü formda etkin olduğunu ifade eden H_0 hipotezi reddedilmiş, onun yerine alternatif hipotez olan ve piyasanın yarı güçlü formda etkin olmadığını ifade eden H_1 hipotezi kabul edilmiştir. Yani, ülkemiz piyasası henüz yarı güçlü formda dahi etkin değildir ve yatırımcıların bu piyasada kamuya açıklanan özel bilgilerden yararlanılarak anormal getiriler elde etmesi mümkün olabilmektedir.

Sonuç olarak, kurumsal yönetim kavramının öneminin artmasıyla birlikte, yatırımcıların birçoğunun yatırım kararlarını alırken şirketlerin sadece finansal performansına değil aynı zamanda kurumsal yönetim uygulamalarına da dikkat etmeye başladığı bilinmektedir. Ayrıca yatırımcıların bazı piyasalarda yatırım yapmamayı tercih etmelerinin nedenleri arasında zayıf kurumsal yönetim uygulamalarının varlığı da bulunmaktadır. Şirketlerin bu durumu göz önünde bulundurarak durumlarını gözden geçirmeleri ve iyi kurumsal yönetim uygulamaları yönünde olumlu adımlar atmaları şirket ve hisse senedi performansları açısından da olumlu gelişmeler sağlayacaktır. Diğer taraftan da gerek bireysel gerekse kurumsal yatırımcılar iyi kurumsal yönetim derecesi alan şirketlerin hisse senetlerine yatırım yaparak daha güvenli gelirler elde edebileceklerdir.

KAYNAKÇA

- Argüden, Yılmaz, Pınar Ilgaz ve Burak Erşahin (2007), *ARGE Kurumsal Yönetişim Modeli*, ARGE Danışmanlık Yayınları No:9, İstanbul.
- 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.
- Bartholdy, Jan, Dennis Olson and Paula Peare (2006), “Conducting Event Studies on a Small Stock Exchange”, *Working Paper FRG-2006-03*, http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=710982, (Erişim Tarihi: 10.01.2010).
- Başoğlu, Ufuk, Ali Ceylan ve İlker Parasız (2001), *Finans-Teori, Kurum ve Uygulama*, Ekin Kitabevi, Bursa.
- Bayazıtlı, Ercan, Yusuf Kaderli ve Eymen Gürel (2008), “Kar Payı Dağıtma Duyurularının Firmaların Hisse Senedi Getirilerine Etkisi: İMKB’ye Kayıtlı Taş Toprağa Dayalı Sanayide Faaliyet Gösteren Bazı Firmalar Üzerinde Bir Olay Etüdü Çalışması”, *Muhasebe ve Denetim Bakış Dergisi*, Sayı 26, ss. 1-16.
- Bekçioğlu, Selim, Mustafa Öztürk ve Yusuf Kaderli (2004), “Kurulan İşbirliklerinin İMKB’ye Kayıtlı İzocam, Çelebi ve Netaş Firmalarının Hisse Senetleri Üzerindeki Etkisinin Ölçülmesi: Bir Olay Etüdü Denemesi”, *MUFAD Muhasebe ve Finansman Dergisi*, Sayı 21, ss. 43-48.
- Bodie, Zvi, Alex Kane and Alan J. Marcus (2002), *Investments*, McGraw-Hill/Irwin, New York.
- Büyük, S. Seçkin (2006), “Kurumsal Yönetim Araştırması - 2006”, *Capital*, Şubat-2006:52.
- Campbell, John.Y., Andrew W. Lo and A. Craig MacKinlay (1997), *The Econometrics of Financial Markets*, Princeton University Press, New Jersey.
- Chan-Lau, J. A. (2001), Corporate Restructuring in Japan: An Event-Study Analysis, *IMF Working Paper*, WP/01/202. <http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2001/wp01202.pdf>, (Erişim Tarihi: 15.12.2009).

- Chi, Li-Chiu and Tseng-Chung Tang (2007), "Impact of Reorganization Announcements on Distressed-Stock Returns", *Economic Modelling*, Vol. 24, No. 5, pp. 749-767, <http://EconPapers.repec.org/RePEc:eee:ecmode:v:24:y:2007:i:5:p:749-767>, (Erişim Tarihi: 18.05.2009).
- Çukur, Sadık ve Resul Eryiğit (2006), "Banka Birleşme ve Devralma Olaylarının Borsa'daki Etkisi", *İktisat-İşletme ve Finans Dergisi*, Sayı 243, ss. 96-107.
- Drobetz, Wolfgang, Andreas Schillhofer and Heinz Zimmermann (2003), "Corporate Governance and Firm Performance: Evidence from Germany", <http://www.cofar.uni-mainz.de/dgf2003/paper/paper146.pdf>, (Erişim Tarihi: 01.03.2008).
- Dural, Özgür (2008), "Kurumsal Yönetim Derecelendirmesi", http://www.tkyd.org/e-bulten/ocak_2008/bulten.html#15, (Erişim Tarihi: 16.03.2009).
- Eppli, Marke J. and Charles C. Tu (2005), "An Event Study Analysis of Mall Renovation and Expansion", *Journal of Shopping Center Research*, Vol. 12, No. 2, pp. 117-130.
- Hirt, Geoffrey A. and Stanley B. Block (2006), *Fundamentals of Investment Management*, McGraw-Hill/Irwin Publishing, New York.
- Kaderli, Yusuf ve Sezgin Demir (2009), "Yatırım Kararı Duyurularının Hisse Senedi Getirileri Üzerindeki Etkisinin Ölçülmesi: Olay Etüdü Yöntemi", *İSMMMÖ Mali Çözüm Dergisi*, Sayı 91, ss. 45-65.
- Kaderli, Yusuf (2007), "Yapılan İhracat Bağlantılarının İlgili Firmaların Hisse Senedi Getirileri Üzerindeki Etkisinin Olay Etüdü İle İncelenmesi: İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'ndaki Bazı Firmalar Üzerine Bir Uygulama", *MUFAD Muhasebe ve Finansman Dergisi*, Sayı 36, Ekim, ss. 144-154.
- Karan, Mehmet B. (2004), *Yatırım Analizi ve Portföy Yönetimi*, Gazi Kitabevi, Ankara.
- Kayacan, Murad (2006), "Küresel Mali Piyasalarda Kurumsal Yönetim Kavramının Gelişimi Ve Ülkemize Yansımaları", *Kurumsal Şirket Yönetimi: İyi Şirket Yönetimi için Kurallar ve Kurumlar*, Sermaye Piyasası Kurulu Yayınları No 196, Ankara. <http://tavsanci.com/dokuman/kurumsalyonetim1.doc>, (Erişim Tarihi : 16.03.2009).
- Kıymaz, Halil (1996), "Halka İlk Arzedilen Hisse Senetlerinin Performansları: İMKB İmalat Sektörü Uygulaması", *Sermaye Piyasası ve İMKB Üzerine Çalışmalar İşletme ve Finans Yayınları*, No 4, Ankara, ss. 119-143.
- Mandacı, Pınar E. (2003), "İMKB'de Genel Seçimler Öncesi ve Sonrasında Anormal Fiyat Hareketleri", *İMKB Dergisi*, Cilt 7, Sayı 27, Temmuz-Eylül, ss. 1-16.
- Mutan, Oya C. ve Ayhan Topcu (2009), *Türkiye Hisse Senedi Piyasasının 1990-2009 Tarihleri Arasında Yaşanan Beklenmedik Olaylara Tepkisi*, SPK Araştırma Raporu, Ankara.
- Nittayagasetwat, Aekkachai and Wiyada Nittayagasetwat (2007), An Analysis of The Price Reaction to Corporate Governance Rating Announcements: The Case of

- Thai Listed Companies, <http://journal.nida.ac.th/nidajournal/submissions/a413.pdf>, (Erişim Tarihi:15.06.2009).
- Özer, Gökhan ve Rahmi Yücel (2001), “İMKB’de Hisse Senedi İhraç Tarihi Etrafındaki Anormal Fiyat Hareketleri”, *Active, Bankacılık ve Finans Dergisi*, Yıl 3, Sayı 16, Ocak-Şubat, ss. 60-68.
- SAHA Kurumsal Yönetim ve Kredi Derecelendirme Hizmetleri A.Ş.(2009), *Dünyada ve Türkiye’de Derecelendirme*, <http://www.saha.com.tr>. (Erişim Tarihi: 09.06.2009).
- Sandıkciöğlü, A. (2005), Kurumsal Yönetim Uyum Derecelendirmesi, Sermaye Piyasası Kurulu Ortaklıklar Finansmanı Dairesi, Yeterlik Etüdü, Ankara.
- Seans, Rodrigo and Eduardo Sandoval (2005), “Measuring Security Price Performance Using Chilean Daily Stock Returns: The Event Study Method”, *Cuadernos De Economia*, Vol. 42, pp. 307-328.
- Sermaye Piyasası Kurulu (2005), *Kurumsal Yönetim İlkeleri*, Temmuz, <http://www.spk.gov.tr/displayfile.aspx?action=displayfile&pageid=66&fn=66.pdf&submenuheader=null>, (Erişim: 10.01.2010).
- Serra, A.Paula (2002), Event Study Tests – A Brief Survey, *Working Papers Da FEP*, No 117, May, <http://www.fep.up.pt>, (Erişim Tarihi:10.05.2009).
- Shah, S.Z.Ali., Hasan Mujtaba and Muhammad S. Abdullah (2007), Impact of Macroeconomic Announcement on the Stock Prices: An Empirical Study on the Pakistani Stock Market, *The Business Review*, Cambridge, Vol. 9, No. 1, December, <http://www.jaabc.com/brcv9n1preview.html>, (Erişim Tarihi: 12.11.2009).
- Sponholtz, Carina (2005), “Separating the Stock Market’s Reaction to Simultaneous Dividend and Earnings Announcements”, Centre for Analytical Finance, University of Aarhus, *Working Paper Series No 212*, September, http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=850070, (Erişim Tarihi: 12.11.2009).
- Standard & Poor’s (S@P) (2002), *Standard & Poor’s Corporate Governance Scores – Criteria, Methodology and Definitions*, The McGraw-Hill, May 20th.
- Toraman, Cengiz ve Hasan Abdioğlü (2008), “İMKB Kurumsal Yönetim Endeksinde Yer Alan Şirketlerin Kurumsal Yönetim Uygulamalarında Zayıf ve Güçlü Yanları: Derecelendirme Raporlarının İncelenmesi”, *MUFAD Muhasebe ve Finansman Dergisi*, Sayı 40, ss. 96-109.
- Tuominen, Tero (2005), *Corporate Layoff Announcements and Shareholder Value: Empirical Evidence from Finland*, Master’s Thesis, Department of Business Administration, Lappeenranta University of Technology, Kuala Lumpur.
- Uzun, A.Kamil (2006), Kurumsal Yönetim ve İç Denetimin Etkinliğinde Başarı Faktörleri, <http://www.tkgm.gov.tr/turkce/dosyalar/diger%5Cicerikdetaydh231.pdf>, (Erişim Tarihi:18.11.2009).

Ünlü, Ulaş ve Ersan Ersoy (2008), “İlk Halka Arzlarda Düşük Fiyatlama Ve Kısa Dönem Performansın Belirleyicileri: 1995–2008 İMKB Örneği”, *Dokuz Eylül Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, Cilt 23 Sayı 2, ss. 243–258.

http://www.paragaranti.com/gonline/customer/start;jsessionid=0000qhFLaH103d_ImSWFrILbqC7:vhs18cak, (Erişim Tarihi: 25.02.2010).

www.tkyd.org, (Erişim Tarihi : 25.02.2010).

Yörük, Nevin ve Ünsal Ban(2006), “Şirket Birleşmelerinin Hisse Senedi Fiyatlarına Etkisi: İMKB’de İşlem Gören Gıda Sektörü Şirketlerinde Birleşme Etkisinin Analizi”, *MUFAD Muhasebe ve Finansman Dergisi*, Sayı 30, Nisan, ss. 88–101.