

## KURUMSAL YÖNETİM DERECELENDİRME NOTU İLE HİSSE SENEDİ GETİRİLERİ ARASINDAKİ İLİŞKİ: BİST GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI ŞİRKETLERİ ÜZERİNE BİR İNCELEME

Hüseyin ÇETİN<sup>1</sup>

Mehmet Nuri SALUR<sup>2</sup>

Ahmet AKUSTA<sup>3</sup>

### Öz

Çalışmada hem BİST Kurumsal Yönetim Endeksinde hem de BIST Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı Endeksinde bulunan şirketlerin 2018 yılında kurumsal yönetim notlarını halka duyurması sonrası hisse senetlerin anormal bir getiriye sahip olup olmadıkları Kümülatif Anormal Getiri (Cumulative Abnormal Return) yöntemi ile araştırılmıştır. Olay çalışması (Case Study) yönteminden yararlanılan çalışmada yönetim notunun açıklanması olay günü ( $t_0$ ), olay gününden eşit uzaklıkta olan ve olay günü ile birlikte toplam 11 ( $t_{-5}, t_0, t_{+5}$ ) ve 6 ( $t_0, t_{+5}$ ) günlük 2 olay penceresi seçilmiştir. Seçilen olay pencereleri için kümülatif anormal getirisinin elde edildiği tespit edilmiştir. Olay gününden sonra hisse senedi değerleri daha stabil durumdadır. Kurumsal yönetim ilkelerine uyum notunu açıklanmasından sonra gerek anormal getirisinin elde edilmesi gerekse hisse senedi değerlerinin daha stabil durumda olması piyasanın yarı formda etkin olduğunu göstermektedir.

**Anahtar Kelimeler:** Kurumsal Yönetim, Hisse Senedi Getirisi, Kümülatif Anormal Getiri

**JEL Kodları:** G34, M40, M49


## THE RELATIONSHIP BETWEEN CORPORATE GOVERNANCE RATING AND RETURN OF THE STOCKS: AN INVESTIGATION ON COMPANIES OF BIST REAL ESTATE INVESTMENT TRUST

### Abstract


This paper, by using Cumulative Abnormal Returns method, investigates that whether the stocks have abnormal returns after the announcement of the corporate governance ratings of the companies in both BIST Corporate Governance Index and BIST Real Estate Investment Trust Index to the public in 2018, Event study method was used. Announcement of the corporate governance ratings is determined as event day ( $t_0$ ). Two event windows were selected, five days before and after the event day ( $t_{-5}, t_0, t_{+5}$ ), and five days following the event day ( $t_0, t_{+5}$ ). It was determined that cumulative abnormal return was obtained for selected event windows. The stock prices are also more stable after the event day. After the Announcement of the corporate governance ratings, both abnormal returns stability of stock values indicates that the market is semi-strong form efficient.

**Keywords:** Corporate Governance, Return of Stock, Cumulative Abnormal Returns

**JEL Codes:** G34, M40, M49

<sup>1</sup>Doç. Dr., Necmettin Erbakan Üniversitesi, Siyasal Bilgiler Fakültesi, İşletme Bölümü, cetin.hsyn@gmail.com, 

<sup>2</sup>Dr. Öğr. Üyesi, Necmettin Erbakan Üniversitesi, Siyasal Bilgiler Fakültesi, İşletme Bölümü, nsalur@erbakan.edu.tr, 

<sup>3</sup>Öğr. Gör., Konya Teknik Üniversitesi, Rektörlük, ahmetakusta@hotmail.com, 

**Makalenin Geliş Tarihi (Received Date):** 20.05.2020

**Yayına Kabul Tarihi (Acceptance Date):** 04.06.2020

**Atıf (Citation):** Çetin, H., Salur, M. N. & Akusta, A. (2020), "Kurumsal Yönetim Derecelendirme Notu ile Hisse Senedi Getirileri Arasındaki İlişki: Bist Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı Şirketleri Üzerine Bir İnceleme", Ekonomi Maliye İşletme Dergisi, 3(1):66-74

## Giriş

Şirketlerin hisse senetlerinin borsadaki volatilitesinin azalması ve değerlerinin artırılması için yatırımcıların güveninin kazanılması gerekmektedir. Bu noktada kurumsal yönetim uygulamaları önem kazanmaktadır. Kurumsal yönetim, şirketler için iş performanslarının beyanları ve gelecekteki beklentileri açısından da önemlidir (Parlakkaya vd., 2015). Kurumsal yönetim şirketlerin ilişkili olduğu diğer bütün taraflara karşı sosyal sorumluluğunu ne derece yerine getirdiğinin de göstergesidir. Pratikte şirketlerin sosyal sorumluluk faaliyetlerine odaklandıkları ve paydaşlarının beklentilerine cevap vermeye ve sürdürülebilirlik ve kârlılıklarını nihai hedef olarak gerçekleştirmeye çalıştıkları görülmektedir (Akmeşe vd., 2015).

Kurumsal yönetim derecelendirme notu kurumsal yönetim uygulamalarının etkinliğinin bir göstergesidir. BİST Kurumsal Yönetim Endeksinde bulunan şirketler her yılın aynı döneminde lisanslı derecelendirme kurumları tarafından tespit edilen kurumsal yönetim ilkelerine uyum notunu halka duyururlar. Halka duyurulan kurumsal yönetim derecelendirme notunun hisse senedinin değerini etkilemesi şirketin içinde bulunduğu piyasanın etkinliği ile ilgilidir. Piyasanın etkinliği kavramı ise finansal varlıkların piyasa fiyatının, varlığının bütün bilgilerini yansıtması ile ilgilidir (Bayraktar, 2012). Hipotezin üç temel varsayımı vardır (Çelik ve Taş, 2017):

- i) Yatırımcılar rasyoneldir.
- ii) Rasyonel olmayan yatırımcı davranışları birbirlerini nötrleştirir. Fiyat seviyeleri irrasyonellikten etkilenmez.
- iii) Rasyonel olmayan yatırımcılar aynı yönlü bir davranışta bulunsa bile bu kez piyasadaki arbitrajcılar devreye girip fiyatları dengeye getirir.

Etkin piyasa hipotezi iktisatçılar arasında genel kabul görmüş olan rekabetin kar ve getiri arasındaki ilişkiyi kuvvetlendirdiği görüş ile Fama'nın varlıklar hakkındaki bilgilerin fiyatlarını etkilediği görüşünü içinde barındırır (Zeren vd., 2013).

Piyasalar etkinliğinin derecelerine göre üç kısımda sınıflandırılır (Uçan, 2019):

**Zayıf Formda Etkin (Weak Form Efficiency):** Finansal varlıkların fiyatlarını etkileyen bilgi, sadece geçmiş bilgiler veya getirilerden oluşursa bu piyasalar zayıf formda etkindir. Bu tür piyasalarda yatırımcı sınırlı bilgi ile finansal araç talep edeceği için getirileri düşük kalacaktır.

**Yarı Formda Etkin (Semi-Strong Form Efficiency):** Finansal varlıkların fiyatını etkileyen bilgi geçmiş bilgiler veya getirilerin yanında kamuya açık bilgilerden (faiz oranı, enflasyon vb.) oluşuyorsa bu piyasalar yarı formda etkindir. Zayıf formda etkin piyasalara göre daha fazla getirinin edilmesi muhtemeldir. Piyasadaki bilgi kullanıcıları halka açık olan bilgileri kullanarak öngördükleri risklere göre karar alma imkanına sahip olacaktır (Yanık, 2010).

**Güçlü Formda Etkin (Strong Form Efficiency):** Finansal varlıkların fiyatlarına etkileyen bilgi geçmiş bilgiler ve kamusal anlamda kolay ulaşılabilen bilgilerin yanında şirket içi dinamiklerden elde edilen bilgilerden oluşuyorsa bu tür piyasalar güçlü formda etkindir. Olası getirinin en fazla olduğu piyasa formudur.

## 1. Literatür Taraması

Sakarya (2011), araştırmasında 2009 yılında ilk defa BİST kurumsal yönetim endeksinde alınan 11 şirketin hisse senedi getirilerini olay çalışması yöntemi ile incelenmiştir. Belirtilen şirketlerin kurumsal yönetim notu açıklandıktan sonra hisse senedi değerleri pozitif yönde etkilenmiş, anormal getiri sağlanmıştır. Araştırılan piyasa yarı formda etkindir.

Kandır (2013), olayı çalışması yöntemi ile bir adet katılım bankası ve beş adet bankanın 2011 yılına ait kurumsal yönetim notlarının hisse senedi getirilerine olan etkisini irdelemiştir. Olay penceresi olarak kurumsal yönetim notunun açıklanmasından beş gün öncesi beş gün sonrası seçilmiştir. Analiz sonuçlarına göre kurumsal yönetim notunun açıklanması hisse senedi getirisini önemli ölçüde etkilemektedir.

Yenice ve Dölen (2013), kurumsal yönetim notunu şirketlerin borsa değerine olan etkisini araştırmıştır. Araştırmada olay çalışması yöntemi kullanılmıştır. 2007-2011 yıllarında kurumsal yönetim endeksinde kayıtlı olan şirketler araştırmanın konusunu oluşturmaktadır. Kurumsal yönetim notunun açıklandığı günden önceki ve sonraki 30 gün olay penceresi olarak seçilmiştir. Yapılan Wilcoxon testi ve T testi sonuçları kurumsal yönetim notu ile borsa değeri arasında önemli bir ilişkinin olduğunu göstermektedir.

Çelik (2014), Borsa İstanbul'da işlem gören şirketler arasında yaptığı çalışmada kurumsal yönetim düzeyinin şirket hisselerinin likiditesine etkisini araştırmıştır. Panel regresyon analizi sonuçlarına göre kurumsal yönetim uygulamalarının iyi olmasının hisse senedine pozitif yönde etkisi olduğunu gösterse de bu ilişkinin anlamsız olduğu belirtilmiştir.

Aksu ve Aytekin (2015), yaptıkları çalışmada BİST kurumsal yönetim endeksinde bulunan şirketlerin kurumsal yönetim notunun açıklanmasının hisse senedi getirilerinin olan etkisini araştırmıştır. Olay çalışması yöntemi kullanılan araştırmada 2009-2014 yılları arasında kurumsal yönetim notu açıklanmasının hisse senedi getirilerinin etki ettiğini tespit etmiştir.

Esendemirli Saygılı ve Acar (2016), çalışmada Borsa İstanbul kurumsal yönetim endeksindeki firmaları hisse senedi getirilerinin incelemiştir. TOPSIS yöntemi ile 2013 yılı için 24, 2014 yılı için 28 adet şirketin hisse senedi fiyatlarını analiz edilmiştir. Elde edilen sonuçlara göre şirketlerin finansal performansları ile kurumsal yönetim puanları belirtilen yıllarda farklı yönlerde hareket etmektedir.

Genç vd. (2016), BİST kurumsal yönetim endeksinde 2007-2014 yılları arasında sürekli olarak bulunan şirketlerin açıklanan kurumsal yönetim notları ile finansal oranlarını karşılaştırmıştır. Araştırma sonuçlarına göre kurumsal yönetim notu ile finansal performans arasında bir ilişki yoktur. Finansal oranlar kurumsal yönetim notundan etkilenmemektedir.

Sakarya ve Aksu (2016), firmaların kurumsal yönetim notlarının finansal performansı üzerinde etkili olup olmadığını araştırmıştır. 2013-2015 yılları arasında sürekli olarak kurumsal yönetim notu açıklanmış olan 24 şirket araştırmanın konusunu oluşturmaktadır. Şirketler finansal performanslarına göre TOPSIS ve MOORA yöntemleri ile sıralanmış ve kurumsal yönetim notu sıralaması ile karşılaştırılmıştır. Analiz sonuçlarına göre kurumsal yönetim sıralaması ile finansal performans sıralaması birbiriyle uyumsuzdur.

Wardhana vd. (2017), çalışmalarında kurumsal yönetim uygulamalarının hisse senedi getirilerine olan etkisini araştırmak için Endonezya borsası kurumsal yönetim endeksinde kayıtlı şirketlerin 2000-2014 yılları arasındaki hisse senedi fiyatlarını incelemiştir. Araştırmada toplam 94 gözlem yapılmıştır. Smart PLS 3.0 programı ile yapılan nicel analizler sonucunda kurumsal yönetim uygulamalarının: 1. Şirket büyümesine anlamlı bir etkisi yoktur 2. Hisse senedi getirileri üzerinde negatif ama önemsiz bir etkisi vardır. 3. Şirketin büyüme potansiyelinin hisse senedi getirilerinin üzerinde anlamlı ve önemli bir etkisi vardır.

Güngör ve Güney (2019), çalışmada BİST kurumsal yönetim endeksinde kayıtlı şirketlerin kurumsal yönetim performansı ve hisse senedi değerleri arasındaki ilişkiyi araştırmıştır. Şirketlerin 2010-2017 yılları arasındaki hisse senedi getirileri ve kurumsal yönetim performansları panel veri analizi yöntemi ile incelenmiştir. Analiz sonuçları kurumsal yönetimin hisse senedi getirilerinin üzerinde anlamlı ve pozitif yönlü bir etkisi olduğunu göstermektedir.

Putri (2019), iyi bir kurumsal yönetim, şirket büyüklüğü finansal kaldıracın gelir düzleştirme ve hisse senedi getirilerine etkisini araştırmıştır. Araştırma konusunu Endonezya borsasına kayıtlı 555 şirket oluşturmaktadır. E-views 9.0 programı ile panel veri analizi gerçekleştirilmiştir. Analiz sonuçlarına göre kurumsal yönetim, şirket büyüklüğü ve finansal kaldıracın gelir düzleştirme üzerinde önemli bir etkiye sahiptir. Gelir düzleştirmesi hisse senedi getirileri üzerinde önemli ve negatif bir etkiye sahiptir.

## 2. Uygulama

### 2.1. Çalışmanın Amacı ve Kapsamı

Çalışmanın amaçlarından birincisi BİST Kurumsal Yönetim Endeksinde kayıtlı şirketlerinin Kurumsal Yönetim performansını gösteren Kurumsal Yönetim Notlarının hisse senedi getirilerine günlük bazda nasıl etki ettiğini araştırmaktır. İkincisi ise Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı Sektörünün piyasa etkinliğini ölçmektir.

Analizin yapıldığı dönemde BİST Kurumsal Yönetim Endeksinde 49 adet, BİST Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı Endeksinde ise 33 şirket bulunmaktadır. Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı sektörünün piyasa etkinliği, kurumsal yönetim endeksinin açıklanmasının sektördeki hisse senedi değerlerine etki derecesiyle ölçmek istediğimizden dolayı; analize alınacak şirketlerde iki endekste de bulunan şirketlerden seçilmiştir.

Aynı anda hem BİST Kurumsal Yönetim Endeksinde hem de BİST Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı Endeksinde bulunan 4 adet şirket incelenmiştir. Bu şirketlerin 2018 yılında kurumsal yönetim notlarını halka duyurması sonrası hisse senetlerin anormal bir getiriye sahip olup olmadıkları araştırılmıştır. Çalışmada incelenen şirketler Tablo 1’de gösterilmiştir.

**Tablo 1.** Aynı Anda Hem BİST Kurumsal Yönetim Endeksinde Hem de BİST Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı Endeksinde Bulunan Şirketler

No	Şirket Kodu	Şirket Adı	Kurumsal Yönetim Derecelendirme Notu	Açıklama Tarihi
1	AKSGY	Akiş Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.	95,36	21.11.2018
2	AKMGY	Akmerkez Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.	93,74	06.12.2018
3	DGGYO	Doğuş Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.	92,80	31.05.2018
4	HLGYO	Halk Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.	92,74	30.11.2018

Belirtilen şirketlerin kurumsal yönetim notlarına, notların açıklanma tarihine ilişkin bilgiler [www.kap.org.tr](http://www.kap.org.tr) sitesinde, bu şirketlerin bildirimde bulunduğu yıllık faaliyet raporlarından elde edilmiştir. Hisse senetlerinin getirileri ile ilgili bilgiler [www.investing.com](http://www.investing.com) sitesinden elde edilmiştir.

### 2.2. Çalışmanın Yöntemi

Çalışmada olay çalışması yöntemi kullanılmıştır. Olay çalışması sosyal bilimlerde sıkça kullanılmakla beraber olay araştırmasının tek bir tanımı yoktur. Basit bir şekilde tanımlamak gerekirse vaka çalışması; araştırmacının çeşitli değişkenlerle ilgili derinlemesine verileri incelediği tek bir bireyin, grubun, topluluğun veya başka bir birimin yoğun, sistematik bir araştırması olarak tanımlanabilir (Heale ve Twycross, 2018).

Olay çalışmaları nitel veya nicel kanıtlar kullanılarak yapılabilir. Kanıtlar saha çalışması, arşiv kayıtları, sözlü raporlar, gözlemler veya bunların herhangi bir kombinasyonundan gelebilir (Yin, 1981). Çalışmada nicel veriler kullanılarak bir olay çalışması gerçekleştirilmiştir.

İncelenecek belirli bir olayda, olay çalışmasının standartlaşması başka bir deyişle analiste sınırlı sayıda seçenek bırakılması öznel kararlar ve yanlılık potansiyelini azaltır. Muhtemelen analistin karar vermesi gerektiği ilk seçim, hisse senedinin normal hareketlerini ölçmek için tahmin penceresinin belirlenmesidir (Krivin vd., 2003).

Araştırmada kurumsal yönetim notunun açıklanması olay günü ( $t_0$ ), olay gününden eşit uzaklıkta olan ve olay günü ile birlikte toplam 11 ( $t_{-5}, t_0, t_{+5}$ ) ve 6 ( $t_0, t_{+5}$ ) günlük 2 olay penceresi seçilmiştir.

Olay pencereleri sonunda şirketin hisselerinin endeksteki diğer şirketlerden daha farklı bir getiriye sahip olup olmadıklarını başka bir deyişle anormal bir getiri elde edip etmediklerini belirlemek amacıyla kümülatif anormal getiri (cumulative abnormal returns) yöntemi kullanılmıştır. Normal getiri hesaplama yöntemlerinden biri olan Piyasa Modeline (Market Model) göre hisse senedi getirisi ile piyasa getirisi arasında doğrusal bir ilişki vardır. Anormal getiriyi hesaplamak basit doğrusal regresyonu analizi yapılır (Ikram ve Nugroho, 2014).

Kümülatif anormal getiriyi hesaplamak için normal getiri şu formülle bulunabilir (Ma vd., 2009):

$$R_{it} = \alpha_i + \beta_i R_{mt} + e_{it} \quad (1)$$

Burada  $t$ , zaman indisi;  $i$ , hisse senedi;  $R_{it}$  ve  $R_{mt}$ ,  $t$  dönemi boyunca sırasıyla hisse senedi ve piyasa portföyünün tahmini getirisidir.  $e_{it}$  ise için hata terimi olarak kullanılmıştır.

Olay gününden önceki 150 günde araştırılan hisse senetlerinin açılış ve kapanış fiyatları baz alınarak olay günü ve sonrasındaki hisse senedi getirileri tahmin edilmiştir.

Tahmini getiri ile gerçekleşen getiri arasındaki hata terimini de içinde barındıran fark karşımıza anormal getiri olarak çıkmaktadır. Yaygın olarak şu şekilde formüle edilmektedir bulunabilir (Ma ve diğerleri, 2009):

$$AR_{it} = R_{it} - \alpha_i - \beta_i R_{mt} \quad (2)$$

Bu denklemde  $AR_{it}$   $i$  hisse senedinin  $t$  günündeki anormal getirisini,  $R_{it}$  ise  $i$  hisse senedinin  $t$  günündeki gerçekleşen getirisini ifade etmektedir.

Buradan ortalama anormal getiri (AAR) anormal getirinin hisse firma sayısına bölünmesi bulunur ve şu şekilde formülize edilir (Ma ve diğerleri, 2009):

$$AAR_t = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N AR_{it} \quad (3)$$

Hisse senetleri içi bireysel olarak ancak ortalama anormal getiri (AAR) hesaplandıktan sonra kümülatif anormal getiri (CAR) da hesaplanabilir. Kümülatif anormal getiriyi hesaplamak iyi bir fikirdir. Ortalama anormal getiri (AAR) zaman içinde gerçekleşen anormal getiriyi gösterirken, kümülatif anormal getiri (CAR) bizlere hisse senedini performansı hakkındaki büyük resmini çizecektir (Ikram ve Nugroho, 2014).

Kümülatif anormal getirinin hesaplanması için olay penceresi içindeki kalan günlük ortalama anormal getiriler toplanır:

$$CAR_{i(T1-T2)} = \sum_{t=T1}^{T2} AR_{it} \quad (4)$$

Çalışmanın amacına uygun olarak şu hipotezler oluşturulmuştur:

$H_0$ : Gayrimenkul yatırım ortaklığı şirketlerinin kurumsal yönetim notunun açıklanmasının bu şirketlerin hisse senedi değerleri üzerinde bir etkisi yoktur.

$H_1$ : Gayrimenkul yatırım ortaklığı şirketlerinin kurumsal yönetim notunun açıklanmasının bu şirketlerin hisse senedi değerleri üzerinde bir etkisi vardır.

Olay çalışması kullanılan bir çalışmada olay günü ve sonrasında anormal bir getiri elde ediliyorsa, başka bir ifadeyle kümülatif anormal getiri değeri sıfırdan büyükse;  $t_0$  günü gerçekleşen olayın,

bizim çalışmadaki karşılığı ile kurumsal yönetim notunun açıklanmasının, hisse senedi değeri üzerinde etkisi vardır.

### 3. Test Sonucu ve Bulgular

2018 yılında aynı anda hem BİST Kurumsal Yönetim Endeksinde hem de BIST Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı Endeksinde bulunan 4 adet şirketin olay günü olan kurumsal yönetim notunu açıklama tarihlerin önceki 150 gün tahmin penceresi olarak seçilmiş, bu şirketlerin  $\alpha$  ve  $\beta$  değerleri aşağıdaki tablo olduğu şekilde hesaplanmıştır.

**Tablo 2.** Endekste Bulunan Şirketler İçin Hesaplanan Alfa ve Beta Değerleri

No	Şirket Kodu	Şirket Adı	$\alpha$	$\beta$
1	AKSGY	Akiş Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.	0,1994629	0,94542513
2	AKMGY	Akmerkez Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.	-0,055477	0,24086876
3	DGGYO	Doğuş Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.	0,0097041	0,85663237
4	HLGYO	Halk Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.	0,0091172	0,69247088

Denklem (1), (2) ve (3)'teki eşitlikler her bir endeks şirketi için hesaplanmıştır.

**Tablo 3.** Hesaplanan Anormal Getiri ve Ortalama Anormal Getiriler

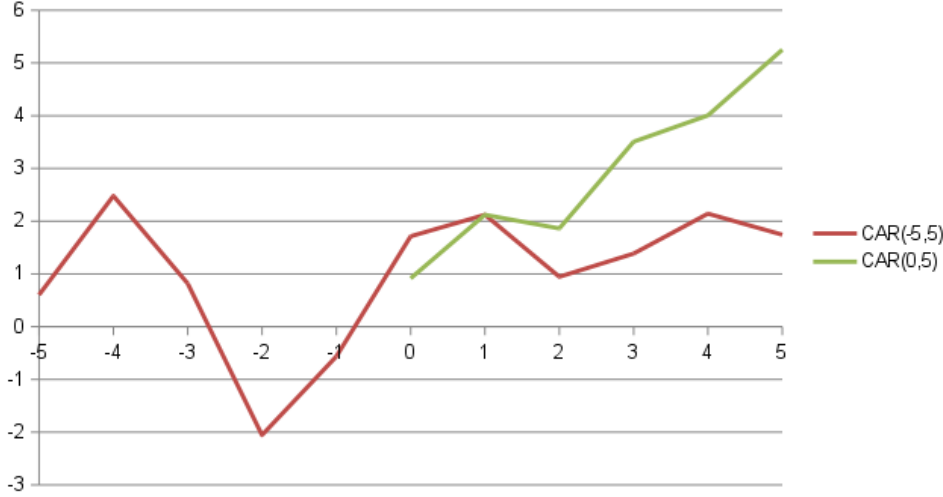
Zaman	AR- Anormal Getiri				AAR
	DGGYO	AKSGY	AKMGY	HLGYO	Ortalama Anormal Getiri
-5	-16 %	53 %	82 %	269 %	97 %
-4	175 %	411 %	-99 %	117 %	151 %
-3	-14 %	-285 %	44 %	-22 %	-69 %
-2	-225 %	-9 %	-179 %	-131 %	-136 %
-1	22 %	128 %	127 %	42 %	80 %
0	447 %	-152 %	-8 %	79 %	92 %
1	431 %	-1 %	94 %	-42 %	121 %
2	-24 %	-45 %	151 %	-186 %	-26 %
3	568 %	102 %	-17 %	5 %	165 %
4	230 %	69 %	-204 %	104 %	50 %
5	-69 %	-1 %	200 %	368 %	125 %

Buradan hareketle seçilen olay pencereleri CAR (-5,5) ve CAR (0,5) için kümülatif anormal getiri hesaplanmıştır.

**Tablo 4.**  $(t-5, t_0, t_{+5})$  ve  $(t_0, t_{+5})$  Olay Penceresi İçin Hesaplanan Kümülatif Anormal Getiri

CAR (-5,5)	CAR (0,5)
1,743395209	5,250437445

Hesaplanan kümülatif anormal getiriler aşağıdaki grafikte belirtilmiştir:



Doğal olarak  $(t_{-5}, t_0, t_{+5})$  ve  $(t_0, t_{+5})$  olay penceresi için hesaplanan CAR  $(-5,5)$  ve CAR  $(0,5)$  olan gününden sonra paralellik göstermektedir.

#### 4. Sonuç

Borsaya kote edilmiş şirketlerin hisse senetlerinin değerleri birçok etmenden etkilenir. Şirketler borsadaki değerli kâğıtlarının fiyat iniş çıkışlarının minimize etmek isterler. Hisse senetlerinin volatilitésinin azaltılması ve değerinin artırılması için hisse senedinin yatırımcı gözünde güvenilir olması gerekmektedir. Kurumsal yönetim uygulamaları derecelendirme notu şirket hakkında yatırımcıya bilgi verir. Kurumsal yönetim uygulamaları derecelendirme notunu açıklanmasının ardından hisse senedi getirilerinin anormal bir şekilde değişmesi piyasanın etkinlik derecesinin bir göstergesidir.

Çalışmada BİST kurumsal Yönetim Endeksi ve Gayrimenkul Ortaklığı Endeksinde bulunan şirketlerin kurumsal yönetim derecelendirme notunu ilanından önceki ve sonraki beş gün içindeki hisse senedi getirileri İncelenmiş, anormal elde edilip edilmediği saptanmaya ve gayrimenkul ortaklığı piyasasının etkinlik derecesi ortaya konulmaya çalışılmıştır.

Literatürde yapılan diğer çalışmalara bakıldığında, (Aksu ve Aytekin, 2015), (Yenice ve Dölen, 2013) ve (Kandır, 2013) kurumsal yönetim notunu açıklanmasının hisse senedi değerinde etki ettiğini; (Güngör ve Güney, 2019) kurumsal yönetim notunu açıklanmasının hisse senedi değerinde pozitif yönde etki ettiğini ve (Sakarya, 2011) ise kurumsal üretim notunun açıklanmasının hisse senedi değerlerine pozitif yönde etki etmekle beraber araştırılan piyasanın yarı formda etkin olduğunu tespit etmişlerdir.

Olay günü olan kurumsal denetim notunun açıklandığı gün ve takip eden beş gün içinde elde edilen kümülatif anormal getiri (CAR  $(0,5)$ ) % 5,25'tir. Daha açık bir ifadeyle gayrimenkul yatırım ortaklığı piyasasında şirketlerin kurumsal yönetim notunun açıklanmasının ardından bu şirketlerin hisse senetleri % 5,25 oranında fazladan getiri elde etmiştir. Buradan hareketle kurumsal yönetim notunu açıklanmasının hisse senedi değerinde etki ettiğini ve içinde bulunan piyasanın yarı forumda etkin olduğunu rahatlıkla söyleyebiliriz. Grafikte de görüldüğü üzere olay gününden önce aşağı ve yukarı yönlü sürekli hareket eden hisse senedi fiyatları olay gününden sonra daha stabil durumdadır. Bu durum piyasanın yarı forumda etkin olduğunun bir diğer göstergesidir.

**KAYNAKÇA**

- Akmeşe, H., Çetin, H. ve Akmeşe, K. (2016). “Corporate Social Responsibility Reporting: A Comparative Analysis of Tourism and Finance Sectors of G8 Countries”. *Procedia Economics and Finance*. 39: 737-745. 10.1016/S2212-5671(16)30273-8.
- Aksu, M. ve Aytekin, S. (2015). Kurumsal Yönetim İlkelerine Uyum Notu İle Hisse Senedi Getirisi İlişkisi: BİST Kurumsal Yönetim Endeksi (XKURY) Üzerine Bir Uygulama. *Gümüşhane Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Elektronik Dergisi*, 6(13), 201–219
- Bayraktar, A. (2012). “Etkin Piyasalar Hipotezi”. *Aksaray Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 4(1): 37–47.
- Çelik, S. (2014). Kurumsal Yönetim Uygulamaları ve Hisse Senedi Likiditesi: Borsa İstanbul Örneği. *Bankacılar Dergisi*, 90, 68–82.
- Çelik, T. T. ve Taş, O. (2007). Etkin Piyasa Hipotezi ve Gelişmekte Olan Hisse Senedi Piyasaları. *İTÜ Dergisi/B: Sosyal Bilimler*, 4(2), 11–22.
- Esendemirli Saygılı, E. ve Acar, E. (2016). Finansal Performans ve Kurumsal Yönetim Derecelendirme Notları: Borsa İstanbul Kurumsal Yönetim Endeksi 2013-2014 Yılları Karşılaştırması. *Muhasebe Bilim Dünyası Dergisi*, S. 625-671.
- Genç, E., Karakoç, M. ve Tayyar, N. (2016). Gri İlişkisel Analiz Yöntemiyle Kurumsal Yönetim Endeksinde Yer Alan Şirketlerin Finansal Performanslarının Ölçümü ve Kurumsal Derecelendirme Notları İlişkisi. *Elektronik Sosyal Bilimler Dergisi*, 15(59), 1327–1338.
- Güngör, B. ve Güney, G. (2019). Kurumsal Yönetim Performansının Hisse Senedi Getirileri İle İlişkisi: Türkiye Örneği, 23(1), 37–66.
- Heale, R. ve Twycross, A. (2018). What Is A Case Study? *Evidence-Based Nursing*, 21(1), 7–8.
- Ikram, F. ve Nugroho, A. B. (2014). Cumulative Average Abnormal Return And Semistrong Form Efficiency Testing in Indonesian Equity Market Over Restructuring Issue. *International Journal Of Management And Sustainability*, 3(9), 552–566.
- Kandır, S. Y. (2013). Kurumsal Yönetim Derecelendirme Notu Açıklamalarının Hisse Senedi Getirileri Üzerindeki Etkisinin İncelenmesi. *Bankacılar Dergisi*, 2013(85), 21–31.
- Krivin, D., Patton, R., Rose, E. ve Tabak, D. (2003). Determination Of The Appropriate Event Window Length In Individual Stock Event Studies. *SSRN Electronic Journal*.
- Ma, J., Pagán, J. ve Chu, Y. (2009). Abnormal Returns To Mergers And Acquisitions In Ten Asian Stock Markets. *International Journal Of Business*, 14(3), 235.
- Parlakkaya, R., Kahraman, Ü. M., ve Çetin, H. (2015). The Effects of the Corporate Governance on the Level of Internet Financial Reporting: Evidence from Turkish Companies. *World Academy of Science, Engineering and Technology, International Journal of Social, Behavioral, Educational, Economic, Business and Industrial Engineering*, 9, 920-924.
- Putri, W. C. (2019). The Effect Of Good Corporate Governance, Firm Size And Financial Leverage On Income Smoothing And Its Implication On Stock Return. *Scientific Journal Of Reflection: Economic, Accounting, Management And Business Vol. 2*, 2(1), 91–100.
- Sakarya, Ş. (2011). İMKB Kurumsal Yönetim Endeksi Kapsamındaki Şirketlerin Kurumsal Yönetim Derecelendirme Notu ve Hisse Senedi Getirileri Arasındaki İlişkinin Olay Çalışması (Event Study) Yöntemi İle Analizi. *ZKU Journal Of Social Sciences*, 13(13), 147–162.
- Sakarya, Ş. ve Aksu, M. (2016). Kurumsal Yönetim Derecelendirme Notlarının İşletmelerin Finansal Performansına Etkisi: Çok Kriterli Karar Verme Yöntemlerinden Topsis ve



Moora Yöntemleri İle Bir Uygulama. Balıkesir Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi, 19(36–1).

Uçan, O. (2019). Döviz Kuru Belirleme Modelleri, Ekonometrik Zaman Serisi Uygulamaları (1. Bs.). İstanbul: Hiper Yayın.

Wardhana, R., Tjahjadi, B. ve Permatasari, Y. (2017). The Mediating Role Of Growth Opportunity In Good Corporate Governance-Stock Return Relationship. Investment Management And Financial Innovations, 14(3), 313–321.

Yanık, R. (2010). Sanayi İşletmelerinin Basel II Kriterlerine Hazırlık Durumlarının Muhasebe ve Denetim Standartları Açısından Değerlendirilmesi, Yayınlanmamış Doktora Tezi, Atatürk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İşletme Anabilim Dalı, Erzurum.

Yenice, S. ve Dölen, T. (2013). İMKB’de İşlem Gören Firmaların Kurumsal Yönetim İlkelerine Uyumunun Firma Değeri Üzerindeki Etkisi. Uluslararası Yönetim İktisat ve İşletme Dergisi, 9(19).

Yin, R. K. (1981). The Case Study Crisis: Some Answers. Administrative Science Quarterly, 26(1), 58.

Zeren, F., Kara, H. ve Arı, A. (2013). Piyasa Etkinliği Hipotezi: İMKB İçin Ampirik Bir Analiz. Dumlupınar Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi, (36).

[www.kap.org.tr](http://www.kap.org.tr)

[www.investing.com](http://www.investing.com)