

**BİST Kurumsal Yönetim Endeksi Şirketlerinin Derecelendirme Notu
İlanının Hisse Senedi Getirileri Üzerine Etkisi**

**The Effect of the Corporate Governance Rating's Announcement on the
Stock Returns of Firms in BIST Corporate Governance Index**

Koray YAPA¹

Extended Abstract

Introduction

While the concept of corporate governance is a concept that continues its existence for a long time with different applications, even if not with its present meaning, especially after Enron, which took place in 2001 in the United States, and Parmalat scandals that emerged in Italy in 2003, it was a phenomenon that attracted the attention of all countries not only those countries.

Corporate governance is a philosophy of management in itself, a philosophy that holds regulations on all aspects of businesses and aims to manage the relationship of all these aspects to each other based on a solid ground. To do this, the principles laid down by the OECD are regulated under such headings as i) shareholder rights and fundamental property functions, ii) equitable treatment of shareholders, iii) roles of stakeholders, iv) public disclosure and transparency, and v) responsibilities of board of directors.

On the light of these information, The BIST Corporate Governance Index is calculated on the basis of the price and performance of companies whose shares are traded on the Stock Exchange Istanbul markets (except for the Close Monitoring Market and C and D lists) and which have at least 7 out of

¹ Arş. Gör., Uşak Üniversitesi, İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi, koray.yapa@usak.edu.tr

Bu makale iThenticate programı ile taranmıştır.

Makale Gönderim Tarihi: 27/09/2017- Kabul Tarihi: 09/10/2017

10 compliance scores and at least 6.5 out of 10 aimed to measure return performance

Methods

In this study, there are 50 companies listed on the Borsa Istanbul Corporate Governance Index, which have issued corporate governance rating notation announcements in 2015. The study aims to determine how investors evaluate the announcement of the corporate governance index by examining the movement in stocks. In this direction, the event study method will be utilized. In the literature the event study aims to reveal the effect of the event by evaluating the values before and after the date or dates determined with a number of statistical methods.

After calculating the real rate of return for 50 companies and the market rates of return for 50 companies, the abnormal returns will be calculated for each day from 15 days before the announcements to 15 after the announcements. Cumulative abnormal return rates for each event window will then be calculated and compared. At the end of these calculations, cumulative abnormal return rates before the announcement date will be compared with cumulative abnormal return rates after the announcement date. On the other hand, the reactions of company stocks to the announcements for 2015 were evaluated and interpreted in three different event windows.

Findings

It is seen that the average of 13 days from the average abnormal returns obtained have negative returns. Six of them were realized after the announcements and seven before the announcements. This can be implied that stocks are not always come up with positive reactions after the province and that there may also be value decreases due to profit taking or other reasons.

Another point to note is that the highest ratio within the mean abnormal returns is the day after the announcement day ($t + 1 = 0.88$). On the day of the announcement, it has the fourth highest average. It is understandable that when the notice is taken at the time of the announcement, the day of the announcement gives less abnormal returns compared to the next day. On the third day following the announcement, the abnormal return was

negative. The average abnormal return on the day of the announcement and the following two days is calculated as 1.70%.

When the 31-day event window is examined, the cumulative abnormal return rate from the announcement date to the day before the announcement is 2.40%, while at the end of the 15th day the rate is up to 4.56%. A similar situation can be seen from the 21-day event window. Cumulative abnormal return up to the day before the announcement day is 1.03%, but it rises to 3.09% at the end of the 10th day. Lastly, when taking into account the possibility that the announcement effect is much shorter, the cumulative abnormal return rate from the announcement date to the day before the announcement was calculated as 0.29% for the 11-day window, at the end of the 5th day this rate was 2.11%. In all three event windows, there are positive increments between the day before the announcement and the day at the end of the window.

From this point, similar results are obtained in the new event window of 15 days before the event and 2 days after the event. Cumulative abnormal return before the announcement was 2.70%, but at the end of the second day, this ratio increased to 4.09%. Another noteworthy situation is that the third trading day after the announcement is below the market return. This situation is likely to be regarded as a result of profit taking (profit realization) of stock market users for speculative purposes.

Conclusion

In this study, cumulative abnormal return ratios after the announcement obtained on a daily basis in 3 different event windows has higher return than before announcement. After the announcement of the rating note, stock returns increased, so the market value of the companies also increased.

The semi-strong form, the second degree of the Efficient Market Hypothesis, assumes that investors can not make abnormal returns by exploiting the companies public statements in addition to historical data. (Karan, 2004). The results obtained in the study contradict the Effective Markets Hypothesis. Hence, the result is that the BIST is not even effective in the semi-strong form.

This study was based on the announcement of the rating marks of the old and new companies that were included in the same year. Similarly, a study

from a previous year can be evaluated as a research topic and provided with the possibility of comparison. It will be possible to diversify and improve this work by making use of the differences in abnormal return calculation methods.

Keywords: Corporate Governance, BIST, Corporate Governance Index, Event Study

Öz

Kurumsal yönetim bir takım kurallar, uygulamalar ve süreçler barındıran bir yönetim felsefesidir. Kurumsal yönetimin amacı işletmelerin bütün unsurları hakkında düzenlemeler yapmak ve tüm bu unsurların birbirleriyle olan ilişkilerini bir sistem dâhilinde sağlam bir zemine oturtmaktır. Çalışma, kurumsal yönetim endeksinde 2015 yılı öncesinde yer alan 46 ve 2015 yılında ilk defa katılan 4 şirketi kapsamaktadır. Çalışmada, 2015 yılı içinde gerçekleştirilen derecelendirme notu ilanlarının Borsa İstanbul (BİST) yatırımcıları açısından nasıl değerlendirildiğinin olay çalışması kapsamında araştırılması hedeflenmiştir. İlanın etkisinin ölçümünde, hisse senedi getirisi ile piyasa getirisi arasındaki farktan elde edilen anormal getiri kavramı kullanılmıştır. Araştırma sonucunda, literatürden farklı olarak oluşturulan 31 günlük, 21 günlük ve 11 günlük gibi üç farklı olay penceresinde de günlük bazda elde edilen birikimli anormal getiri oranları incelenmiştir. Her üç olay penceresinde de ilan tarihi sonrasındaki anormal getiri ilan tarihi öncesine göre olumlu yönde farklılık göstermiştir. Bu durumun derecelendirme notu ilanının hisse senedi getirilerini artırmasına, başka bir ifade ile yatırımcıların Kurumsal Yönetim ilkelerine uyum sağlayan şirketlerin hisse senetlerini talep etmesine ve bunun da dolaylı olarak şirketlerin piyasa değerlerinde artışa sebebiyet verdiği görülmüştür.

Anahtar Kelimeler: Kurumsal Yönetim, Borsa İstanbul, Kurumsal Yönetim Endeksi, Olay Çalışması

Giriş

Kurumsal yönetim anlayışı günümüzdeki mevcut anlamı ile olmasa bile farklı uygulamaları ve düzenlemeleri ile birlikte çok eskiden beri varlığını sürdüren bir kavram olmuştur. 1932 yılında Berle ve Means'in şirket yönetimi ile şirket sahiplerinin görev dağılımlarının ayrıştırılması gerektiği tezini savundukları "Modern İşletme ve Özel Mülkiyet" adlı eserde,

kurumsal yönetimin korkulacak bir kavram olmayıp hatta bir zaruret teşkil ettiğinden bahsetmişlerdir. Özellikle 2001 yılında Amerika Birleşik Devletlerinde gerçekleşen Enron ve 2003 yılında İtalya'da ortaya çıkan Parmalat skandallarından sonra, kurumsal yönetim anlayışı üzerinde titizlikle durulması gereken ve sadece bu ülkelerin değil tüm ülkelerin dikkatini üzerine çeken bir olgu olmuştur. Bu olgu, Ekonomik Kalkınma ve İşbirliği Örgütü (OECD, Organization for Economic Co-operation and Development) tarafından 1999 yılında oluşturulmuş olan ve yaşanan skandallardan sonra üye olan ve olmayan ülkelerin katılımları ile güncellenen Kurumsal Yönetim İlkelerinin uluslararası kamuoyuna açıklanması ile pek çok kesimin ilgisini çekmiştir. Bu ilkeler kapsamında kurumsal yönetim;

“Bir şirketin yönetimi, yönetim kurulu, hissedarları ve diğer menfaat sahipleri arasındaki bir dizi ilişkiyi kapsar... Kurumsal yönetim, makroekonomik politikalardan, ürün ve faktör piyasalarındaki rekabet düzeyine kadar firmaların faaliyetlerini biçimlendiren bir dizi unsurlardan oluşan daha geniş bir ekonomik çerçevenin içinde yer almaktadır. Kurumsal yönetim çerçevesi aynı zamanda yasal, düzenleyici ve kurumsal faktörlere dayanır.” (OECD 2004:9)

Kurumsal yönetim başlı başına bir yönetim felsefesi olup, işletmelerin bütün unsurları hakkında düzenlemeleri barındıran ve tüm bu unsurların birbirleriyle olan ilişkilerini sağlam bir zemine oturtmayı hedefleyen bir felsefedir. Bu amaçla OECD tarafından yayımlanan ilkelerde i) hissedarları hakları ve temel mülkiyet fonksiyonları, ii) hissedarların adil muamele görmesi, iii) menfaat sahiplerinin rolleri, iv) kamuoyuna açıklama yapma ve şeffaflık ve v) yönetim kurullarının sorumlulukları gibi başlıklar altında düzenlemeler bulunmaktadır. Bu ilkelerden de anlaşılacağı gibi kurumsal yönetim pek çok bileşeni olan ve tüm bileşenlerin faydasını maksimize etmeye çalışan bir yönetim tarzıdır. Bu felsefenin en önemli aktörlerinden biri menfaat sahipleridir. Bu kavram şirket içi ve şirket dışı menfaat sahipleri diye de ayrılmaktadır. Menfaat sahipleri şirketin ana sahipleri, yönetimi, iç ve dış denetim kurulları, hisse sahipleri, yerli ve yabancı yatırımcıları, tüketicileri, tedarikçileri ve toplumu kapsamaktadır. Dolayısıyla kurumsal yönetim anlayışı şirketin tüm işleyişinin sorunsuz, şeffaf ve sağlıklı

²http://www.tkyd.org/files/downloads/faaliyet_alanlari/yayinlarimiz/kyd_yayinlari/oecd2004.pdf. Erişim: 21.11.2016.

işleyebilmesi ve tüm menfaat sahiplerinin bu işleyiş hakkında bilgi sahibi olmasını da sağlamaktadır.

Kurumsal yönetilen şirketlerin kurumsal yönetilmeyen şirketlere karşı işleyişin sorunsuz, şeffaf ve sağlıklı yürütülmesinin haricinde de faydaları söz konusu olacaktır. Bu faydalardan bazıları; çıkar çatışmasının (Şirket yöneticileri ile pay sahiplerinin çıkar çatışması, Agency Theory) önlenmesi, azınlık haklarının korunması, kamuoyunu aydınlatma ve şeffaflık sağlanması, yöneticilerin eylemlerinin kontrol edilebilmesi, gerektiğinde hesap verebilmesi, küçük yatırımcının korunması, düzenli iç ve dış denetim imkânı sağlanması, iç ve dış yatırımcılara güven telkin edilmesi suretiyle kolay ve uygun maliyetli finansman kaynaklarına ulaşılması ve tüm bunların bir sonucu olarak şirketin değerinin artırması gibidir.

Kurumsal yönetim anlayışı ile yönetilen işletmeler, toplumun sermayesini kullanan birimler olarak görülmüştür. Bunun bir sonucu olarak işletme yönetimleri ile ilgili daha ayrıntılı düzenlemeler yapma ihtiyacı belirlemiştir. Bu bağlamda, işletmelere kazandırılmak istenen yönetsel kavram; bir bütün olarak tüm unsurların belirli bir çalışma düzeni içerisinde faaliyet göstermesi, kararların nasıl alınması, kararların ne zaman, nasıl ve ne şekilde açıklanması, hangi paydaşlarla iletişim kurulması gibi süreçleri standardize etmektir. Kurumsal yönetimin temeli işletmelerin, hissedarlarına ve paydaşlarına karşı şeffaf olması, bunların haklarını koruması, bu konuda etik ilkelere uyması ve sorumlu davranması bekleneğine dayanmaktadır (Koçel, 2010, 456).

Türkiye’de Kurumsal Yönetim

Türkiye’de 2000’lerin başlarında bu alanda gelişmeler yaşanmaya başlamıştır. 2002 yılından bu yana kurumsal yönetim çalışmaları, TÜSİAD (Türk Sanayicileri ve İş Adamları Derneği) tarafından araştırmalar ve eğitimler gerçekleştirilerek ele alınmaya başlanmıştır. Sermaye Piyasası Kurulu da 2003 yılında “Kurumsal Yönetim İlkeleri”ni OECD Kurumsal Yönetim İlkelerini baz alarak yayınlamıştır. Daha sonra 2005 yılında İMKB (İstanbul Menkul Kıymetler Borsası, 2013 yılından itibaren Borsa İstanbul, BİST olarak isimlendirilmiştir) tarafından kurumsal yönetim ilkeleri ışığında kurumsal yönetim endeksi oluşturulmuştur.

BIST Kurumsal Yönetim Endeksi, payları Borsa İstanbul pazarlarında (Yakın İzleme Pazarı ve C ve D listeleri hariç) işlem gören ve kurumsal yönetim

ilkelerine uyum notu 10 üzerinden en az 7, her bir ana başlık itibarıyla 10 üzerinden en az 6,5 olan şirketlerin fiyat ve getiri performansının ölçülmesi amacıyla oluşturulmuştur (Borsa İstanbul³). Endeks ilk defa 31.08.2007 tarihinde Vestel Elektronik, Yeşil Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş., Tofaş Türk Otomobil Fabrikası A.Ş., Türk Traktör ve Ziraat Makineleri A.Ş., Hürriyet A.Ş., Tüpraş Türkiye Petrol Rafinerileri A.Ş. ve Doğan Yayın Holding A.Ş. katılımları ile 48.082,17 puanla piyasada yerini almıştır. Kurumsal yönetim derecelendirmesi SPK tarafından izin verilen bağımsız derecelendirme kuruluşları tarafından yapılmaktadır. Derecelendirme notu hesaplaması 4 ana bileşen/başlık altındaki unsurların işletme içi ve işletme dışı denetimler neticesinde elde edilen skorları ile yapılmaktadır. Bu bileşenler;

- Pay sahipleri
- Kamuyu aydınlatma ve şeffaflık
- Menfaat sahipleri
- Yönetim Kurulu'dur.

2013 yılında bu bileşenlerin yüzde ağırlıkları değiştirilmiştir. Tablo 1'de 2013 öncesi ve sonrası için kurumsal yönetim endeksi bileşenlerinin yüzdeleri gösterilmektedir.

Tablo 1. Kurumsal Yönetim Endeksi Bileşenleri ve Endeks Ağırlıkları

	2013 Öncesi	2013 Sonrası
Pay Sahipleri	25%	25%
Kamuyu Aydınlatma ve Şeffaflık	35%	25%
Menfaat Sahipleri	15%	15%
Yönetim Kurulu	25%	35%

Kurumsal yönetimin şirketin iç menfaat sahipleri kadar dış menfaat sahipleri tarafından da yeterli düzeyde kavranması ve desteklenmesi son derece önemli bir unsurdur. Bu noktadan hareketle, şirketlerin bu endeks kapsamına girme çabaları, endekste süreklilik sağlamaları ve derecelendirme notlarını üst düzeyde tutmaları hem şirketler hem de yatırımcılar açısından dikkate alınmalıdır. Bu çalışmada endekste önceki yılda var olan 46 ve yeni katılan 4 şirketin 2015 yılı için derecelendirme notu ilanının yatırımcı tarafından nasıl değerlendirildiğinin olay çalışması

³ <http://www.borsaistanbul.com/endeksler/bist-pay-endeksleri/kurumsal-yonetim-endeksi> (Erişim Tarihi: 21.11.2016)

kapsamında araştırılması hedeflenmiştir. Bunun yanı sıra derecelendirme notu ilanının getiri üzerine etkileri şirketler bazında da incelenmiş ve sonuçları paylaşılmıştır.

Literatür Çalışması

Kurumsal Yönetim kapsamında yapılan uyum çalışmaları gerek ulusal gerekse de uluslararası düzeyde çok sayıda çalışmaya temel teşkil etmektedir. Gerçekleştirilmeye çalışılan uyum çalışmalarının değişik yöntemler kullanılarak şirketlerin finansal performansları ile ilişkisi, literatürde pek çok çalışma ile açıklanmaya çalışılmıştır. Bu ilişkiyi açıklamada en çok tercih edilen yöntemler çok kriterli karar verme yöntemleri (TOPSIS, VIKOR, Veri Zarflama Analizi, Gri İlişkisel Analiz), regresyon analizleri, panel veri analizleri, olay çalışması analizi ve zaman serisi analizleridir. Literatür taraması kapsamında kurumsal yönetim derecelendirme notu ile şirketlerin finansal performansları arasındaki ilişkinin olay çalışması analizi kullanılan çalışmalar incelenmiştir.

Literatürde, kurumsal yönetim ile şirket performansı arasındaki ilişkiyi pozitif veya negatif olarak bulan çalışmalar mevcuttur. Tayland için Shen ve Lin (2010), Meksika için Chong vd. (2009), Rusya için Black vd. (2006), Çin için Wei'an ve Yuejun (2007), Kore için Black vd. (2003), ABD için Gompers vd. (2003), Arjantin için Bebczuk (2005), Avrupa (FTSE Eurotop 300) için Bauer vd. (2003), Almanya için Drobotz vd. (2003), İtalya için Bubbico vd. (2012) ve Türkiye için Dizkırıcı vd. (2014), Kula ve Baykut (2014) pozitif ilişki bulanlara örnektirler. İlişkiyi negatif bulan çalışmalara da örnekler şöyledir: Almanya için Drobotz vd. (2003), Kanada için Park ve Shin (2004), Japonya için Aman ve Nguyen (2007), Avustralya için Pham vd. (2007). Bunların dışında bir grup çalışma da kurumsal yönetim ve şirket finansal performansları arasında bir etkileşimin olmadığı sonucuna varmışlardır ((Eyüboğlu (2011), Büyükşalvarcı ve Abdioğlu (2010), Core vd. (2006), Gupta vd. (2009), Gruszczynski (2006), Klein vd. (2005) Yen (2005)). Bu bölümde çalışmada kullanılacak olan "Olay Çalışması" yöntemi kullanılarak yapılan çalışmalar daha ayrıntılı olarak değerlendirilecektir.

Eyüboğlu (2011) İMKB Kurumsal yönetim endeksi (KYE) kapsamında işlem gören 24 şirketten oluşan bir örneklem kullanarak bu şirketlerin her bir aya

ait getirilerini⁴ baz alarak hesaplama yapmış ve şirketlerin KYE'ye girdikten sonraki getirileri ile girmeden önceki getirileri karşılaştırılmıştır. İki farklı hesaplama yöntemi kullanılmıştır. Bunlardan ilkinde hisse senetlerinin halka arz edildiği dönemden Kurumsal Yönetim Endeksine dahil oluncaya kadar ki dönem ile endekse giriş ile Aralık 2010 dönemi sonuna kadarki ortalama getiriler hesaplanmıştır. İkinci yöntemde hisse senetlerinin halka arz ile endekse giriş tarihleri arasındaki eşitsizliği gidermek adına tüm şirketlerin endekse dahil oldukları tarih ile Aralık 2010 mesafesi kadar endeks öncesine gidilerek eşit uzunluktaki aylık getirileri hesaplayarak ortalamalar elde edilmiştir. Her iki yönteme de uygulanan eşleştirilmiş T Testi sonuçları, ortalama aylık getiriler arasında anlamlı bir farkın olmadığı sonucuna varmıştır.

Kılıç (2011) KYE'ye ilk defa dahil olacaklarını açıklayan 28 şirketin, kurumsal yönetim derecelendirme notunun ilan edildiği tarihten beş gün sonrasını Sermaye Varlıkları Fiyatlama Modeli (SVFM, CAPM) yardımı ile tahmin ederek anormal getirileri⁵ olup olmadığını incelemiştir. Bu hesaplamalara göre açıklama günü 19, bir gün sonrası 14, iki gün sonrası 12, üç gün sonrası 13, dört gün sonrası 14, beş gün sonrası 9 şirket anormal getiriler elde etmişlerdir. Toplam günlük getirileri aynı sıra ile %10,23 ten başlayıp beşinci gün sonunda -%2' ye kadar düşmüştür. Sonuç olarak endekse katılan şirketlerin %60'ı ilk birkaç gün içinde anormal getiri elde edebilmiş ve ilerleyen günlerde etkisini yitirmiş, öte yandan kalan % 40'ı ilk günden itibaren anormal kayıp yaşamış ve gün geçtikçe kayıp da artmıştır.

KYE'ye 2009 yılında katılan 11 şirketin, kurumsal yönetim derecelendirme notunun ilanından 10 gün öncesi ve 10 gün sonrasındaki anormal getirileri⁶ inceleyen Sakarya (2011), ilan öncesindeki kümülatif anormal getiri oranını -%1,15 iken 10 gün sonrasındaki kümülatif anormal getiri oranını %2,18 olarak hesaplanmıştır. Dolayısıyla ilk defa endekse dâhil olacak şirketlerin

⁴ İMKB tarafından verilen Aylık Getiri Formülü:

$$G_i = [F_i \cdot (BDL + BDZ - 1) - R \cdot BDL + T \cdot F_{i-1}] / F_{i-1}$$

BDL: Bedelli Hisse Senedi adedi, BDZ: Bedelsiz Hisse Senedi Adedi, R:Rüşhan Hakkı kullanım Fiyatı, T: Net Temettü Tutar, F: Hisse senedi fiyatı

⁵ SVFM çerçevesinde anormal getiri hesaplaması yapılmıştır. Anormal Getiri= Gerçekleşen Getiri - Beklenen Getiri ($R_j = \alpha_j + \beta_j \cdot R_m + \epsilon$)

⁶ Anormal Getiri $AR_{it} = R_{it} - R_{mt}$,

R_{it} = Fiili Getiri Oranı, $R_{it} = (D + P_{it} - P_{it-1}) / P_{it-1}$, D=Kar payı, P=Hisse Senedi kapanış Fiyatı

R_{mt} = Pazar Getiri Oranı, $R_{mt} = (I_{it} - I_{it-1}) / I_{it-1}$, I= İMKB 100 endeksi kapanış puanı

kurumsal yönetim derecelendirme notunun ilanının yatırımcılara anormal getiri imkanı sağlayabileceği ve bunun bir sonucu olarak hisse senedi piyasasının “Etkin Piyasalar Hipotezini” reddederek yarı güçlü formda bile etkin olmadığı sonucuna varmıştır.

Kandır (2013) beş ticari banka ve bir katılım bankası olmak üzere 6 bankanın 2011 yılı kurumsal yönetim derecelendirme notunun ilanının beş gün öncesi ve beş gün sonraki anormal getirilerini⁷ logaritmik olarak hesaplayıp karşılaştırmıştır. Analiz sonucunda, kurumsal yönetim derecelendirme notunun ilanının, hisse senedi getirilerinde herhangi bir anormal getiriye neden olmadığı ve kümülatif getirilerin de önemli bir düzeye ulaşmadığı sonucuna varılmıştır. Bu sonucun derecelendirme notlarının açıklama öncesinden tahmin edilebilir veya içeriğinin öğrenilebilme olasılığından kaynaklanabileceği savunulmuştur.

Acar, Temiz ve Karan (2013) KYE’de yer alan şirketlerden 40’ının endekse katılımlarını duyurdukları tarihin 10 gün öncesi ve 10 gün sonrasında anormal getirilerini hesaplayarak karşılaştırmışlardır. Anormal getiri hesaplamaları Kandır (2013) ile aynıdır. Endeks için gerekli puanın alınarak açıklanması tarihi itibarıyla öncesindeki 10 günden sonrasındaki 10 günü kapsayan döneme ait herhangi bir trend gözlemlenmemiş ve her iki kısımda da rassal negatif ve pozitif anormal getiriler tespit edilmiştir. Çalışmada 2007-2009 ve 2010-2012 olarak iki grup oluşturulmuş ve 2008 krizinin daha önceden bulunan sonucu değiştirip değiştirmediği ölçülmek istenmiş, sonuç benzerlik göstermiştir.

Yenice ve Dölen (2013) 2007-2011 yılları arasında KYE’de yer alan şirketlerin derecelendirme notlarının açıklandığı tarihten 30 gün öncesi ve sonrasında logaritmik getirilerini hesaplayarak şirketlerin piyasa değerlerinde bir etkisinin olup olmadığını incelemişlerdir. KYE’nin ilk yıllarında (2007-2008) derecelendirme notunun ilanının piyasa değeri üzerinde bir etkisine rastlanmazken, daha sonraki yıllarda borsa değerlerinde olumlu artışların gözlemlendiği belirtilmiştir.

Aksu ve AYTEKİN (2015) kurumsal yönetim uyum notlarının şirketlerin hisse senetleri getirileri üzerine etkilerini ölçmek amacıyla 2009-2014 yılları arasında şirketlerin notlarını açıkladıkları tarihten 10’ar ve 5’er gün öncesi

⁷ Getiri, $R_{it} = \ln [(D_{it} + P_{it}) / P_{it-1}]$, D=Kar payı, P=Hisse Senedi kapanış Fiyatı
Anormal Getiri $AR_{it} = R_{it} - (\alpha_0 + \beta_1 * R_{mt})$, R_{mt} = İMKB 100 endeksi dönem getirisi

ve sonralarının logaritmik getirilerini hesaplamışlardır. Getirilerin normal dağılıp dağılmadığı test edilmiş, uygun testler neticesinde hem 10 günlük hem de 5 günlük olay pencereleri incelendiğinde 2009 ve 2014 yıllarında istatistiki olarak anlamlı farklılık elde edilirken, 2010, 2011, 2012, 2013 yılları için anlamlı bir fark elde edilememiştir. Ancak 2014 yılı için istatistiki anlamda bir farklılık çıkmasına karşın 10'ar günlük olay penceresi süresince kümülatif anormal getiri oranı 3 gün dışında (notun açıklanmasından önceki döneme ait) pozitif olmamıştır. Bu durumun kurumsal yönetim notundan ziyade piyasa şartlarının daha ağır basması sonucu gerçekleştiği savunulmuştur.

Kurumsal yönetim derecelendirme notu ile şirketlerin hisse senetleri arasındaki ilişki birkaç yabancı ülkede de çalışma konusu olmuştur. Nittayagasetwat ve Nittayagasetwat (2006) bu etkiyi Tayland için 11 şirketin ilan tarihinden hem günlük hem de aylık yöntemle incelemiştir. Günlük bazda 60 gün öncesi ile 30 gün sonrası, aylık bazda ise 36 ay öncesi ile 12 ay sonrasına uzanan olay pencerelerinde incelemiştir. Bu dönemlerdeki anormal getiriyi Sakarya'nın (2011) çalışmasındaki gibi hesaplamış, pazar getirisini hesaplamak için SET (Tayland Hisse Senedi Borsası) endeksini kullanmıştır. Her iki yöntemle de bulunan sonuç, derecelendirme notu ilanının yatırımcılarda herhangi bir beklenti oluşturmadığı, dolayısıyla hisse senedi getirilerinde anormal bir performansa sebep olmadığı şeklindedir.

Bu çalışmaların dışında olay çalışması kullanılarak ülke yönetimlerinin şirketlerin daha kurumsal yönetilebilmesi adına uygulamaya koydukları yasa, yönetmelik veya tavsiyelerin yatırımcılar tarafından nasıl değerlendirildiğine dair çalışmalar yer almaktadır. Litvak (2007), Amerika Birleşik Devletleri'nde 2002 yılında yasalaşan ve işletmelerin finansal raporlamaları üzerindeki denetimlerin iyileştirilmesini ve kurumsal yönetimin daha etkin hale gelmesini amaçlayan Sarbanes-Oxley yasasına olan etkiyi incelemiştir. Çalışmada örneklem olarak, bu yasaya tabi yabancı şirketler ile tabi olmayan bir ve birden çok piyasada işlem gören şirketler kullanılmıştır. Yasanın uygulamaya konulmasına en sert ve olumsuz tepkiyi yasaya tabi yabancı şirketler gösterirken, yasaya tabi olmayan birden çok piyasada listelenen şirketler ve bir piyasada işlem gören şirketlerin daha az etkilendikleri tespit edilmiştir.

Black ve Khanna (2007) Hindistan'da uygulamaya konulan kurumsal yönetim reform paketinden firma hisse senetlerinin nasıl etkilendiğini araştırmıştır. Madde 49 özellikle denetim komitesi, bağımsız yönetim kurulu

üyeliği sayısı, finansal raporlarda CEO/CFO sertifikası ve iç denetim hakkında yaptırımlardan bahsetmektedir. Çalışmanın örnekleminde reformun ilk olarak uygulanacağı büyük şirketler denek grubunu, birkaç yıl sonra uygulanacağı küçük şirketler ise kontrol grubunu oluşturmaktadır. Analizler sonucunda büyük şirketlerin, küçük şirketlere göre 3 günlük olay penceresinde ortalama %4,5 daha fazla değer kazandıkları bulunmuştur ve bu oran 5 günlük ve 2 haftalık olay pencerelerinde daha da artış göstermiştir.

Veri ve Yöntem

Bu çalışmada Borsa İstanbul Kurumsal Yönetim Endeksine kote olmuş, 2015 yılı içerisinde kurumsal yönetim derecelendirme notu ilanı yapan 50 şirket yer almaktadır. Bu şirketler ve ilan tarihleri Türkiye Kurumsal Yönetim Derneği (TKYD) verilerinden⁸ elde edilmiş olan tablo 2’de yer almaktadır.

Tablo-2. 2015’te BİST Kurumsal Yönetim Endeksinde Yer Alan Şirketler ve Not İlan Tarihleri

Şirket Adı	İlan Tarihi	Şirket Adı	İlan Tarihi
Şekerbank	06.02.2015	Yazıcılar Holding	08.10.2015
Vestel Elektronik	23.02.2015	Türkiye Sınai Kalkınma Bankası	20.10.2015
Turcas Petrol	03.03.2015	ENKA İnşaat ve Sanayi	03.11.2015
Otokar Otobüs Karoseri Sanayi	19.03.2015	Tofaş Türk Otomobil Fabrikası	05.11.2015
Yeşil Gayrimenkul Yatırım Ort.	17.04.2015	Doğan Şirketler Grubu Holding	05.11.2015
Anadolu Efes Bira. ve M. Sanayi	22.05.2015	Anadolu Sigorta	06.11.2015
Park Elektrik	05.06.2015	Pınar Süt Mamulleri Sanayi	20.11.2015
Creditwest Faktoring	12.06.2015	Pınar Entegre Et ve Un Sanayi	20.11.2015
Coca Cola İçecek	01.07.2015	Akiş Gayrimenkul Yatırım Ort.	20.11.2015
Aygaz	01.07.2015	Global Yatırım Holding	26.11.2015
Doğuş Gayrimenkul Yatırım O.	07.07.2015	Türk Prysmian Kablo ve Sistem.	04.12.2015
Albaraka Türk Katılım Bankası	10.07.2015	İş Gayrimenkul Yatırım Ortak.	04.12.2015
Arçelik	22.07.2015	Pınar Su Sanayi ve Ticaret	04.12.2015
AKSA Akrilik Kimya Sanayi	23.07.2015	Türkiye Garanti Bankası	10.12.2015

⁸ <http://tkyd.org/tr/kyd-kurumsal-yonetim-komisyonlar-calisma-gruplari-sermaye-piyasasi-ve-bist-kurumsal-yonetim-endeksi-calisma-grubu-kurumsal-yonetim-endeksi-tum-firmalar.html>. (Erişim Tarihi:23/05/2016)

İhlas Holding	27.07.2015	Türk Telekomünikasyon	11.12.2015
İhlas Ev Aletleri	27.07.2015	Aselsan Elektronik Ticaret	11.12.2015
Ereğli Demir ve Çelik Fabrika.	29.07.2015	Logo Yazılım Sanayi ve Ticaret	15.12.2015
Türk Traktör ve Ziraat Makine.	14.08.2015	Doğuş Otomotiv	15.12.2015
Petkim Petrokimya Holding	19.08.2015	Türkiye Halk Bankası	18.12.2015
Garanti Faktoring Hizmetleri	20.08.2015	Türkiye Şişe ve Cam Fabrikaları	18.12.2015
TAV Havalimanları Holding	21.08.2015	İş Finansal Kiralama	25.12.2015
İş Yatırım Menkul Değerler	04.09.2015	Garanti Yatırım Ortaklığı	25.12.2015
Hürriyet	18.09.2015	Yapı ve Kredi Bankası	28.12.2015
Pegasus Hava Taşımacılığı	29.09.2015	İzocam Ticaret ve Sanayi	29.12.2015
Tüpraş Türkiye Petrol Rafineri.	02.10.2015	Migros	30.12.2015

Çalışma, kurumsal yönetim endeksinin ilanının yatırımcılar tarafından nasıl değerlendirildiğini hisse senetlerindeki hareketliliği incelemek suretiyle tespit etmeyi amaçlamaktadır. Bu doğrultuda olay çalışması yönteminden faydalanılacaktır. Literatürde olay çalışması, belirli bir olay sonucunda belirlenen tarih veya tarihlerin öncesi ve sonrasındaki değerlerin bir takım istatistiksel yöntemlerle değerlendirilerek, gerçekleşen olayın ne gibi bir etkisinin olduğunu ortaya çıkarmayı hedefler. Çalışmada olay tarihi olarak her bir şirketin kurumsal yönetim derecelendirme notu ilanının yapıldığı tarih baz alınmıştır. Olay penceresi konusu literatür çalışması kısmında da görüldüğü gibi farklılık göstermektedir. Hisse senedi fiyatlarına pek çok sistematik ve sistematik olmayan unsurlar etki etmektedir. Dolayısıyla ilanının yapıldığı tarihten itibaren bu ilanının etkilerinin ne kadar süreceği belirsizlik oluşturmaktadır. Küresel kriz dönemine rastlayan ve çok yüksek bir kurumsal yönetim notu ilanı açıklayan bir şirketin kısa ve uzun vadede hisse senetleri değer kaybedebilir. Bu olumsuzluk, şirketlerin getirileri yerine anormal getirileri dikkate alınarak en asgari seviyeye indirgenmeye çalışılmıştır. Bu çalışmada literatürden farklı olarak 31, 21 ve 11 günlük birden fazla olay penceresi kullanılmıştır. Çalışmada gün kavramı işlem günü olarak kullanılmıştır. Dolayısıyla 31 günlük olay penceresi bir ayı aşkın bir periyodu ifade etmektedir. Olay çalışmasının son aşamasında getiri hesaplama yöntemi yer almaktadır. Anormal getiri aşağıdaki gibi hesaplanmıştır (Sakarya, 2011).

$$\text{Anormal Getiri Oranı} = AR_{it} = R_{it} - R_{mt} \quad (1)$$

AR_{it} , i hisse senedinin t gününe ait anormal getirisi, R_{it} i hisse senedinin t gününe ait reel getiri oranı, R_{mt} t gününe ait piyasa getiri oranını temsil etmektedir. Reel getiri oranı aşağıdaki gibi hesaplanmıştır:

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

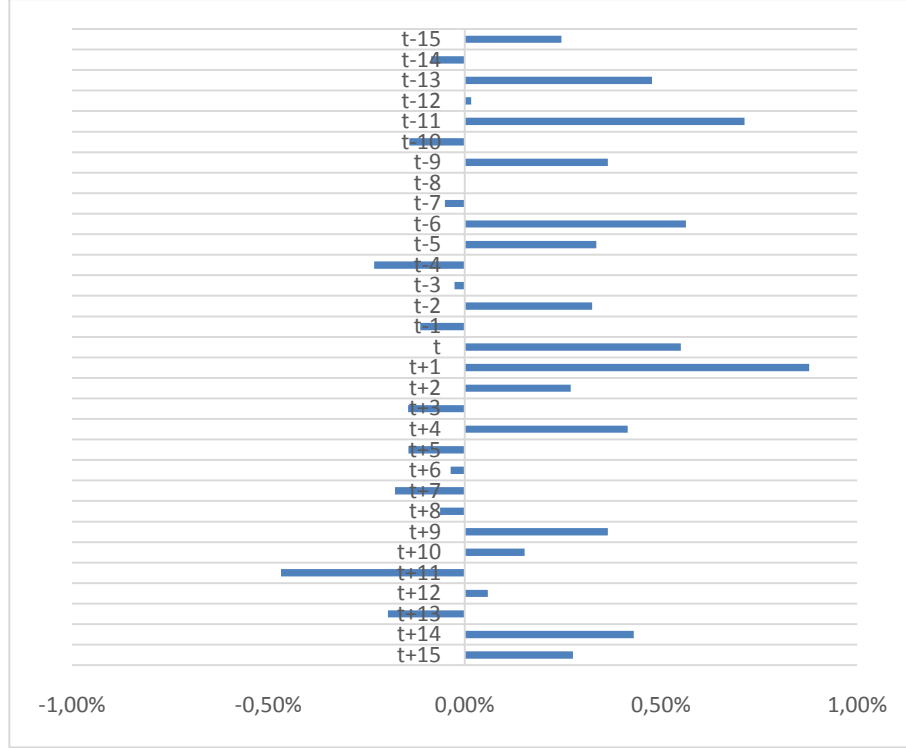
R_{it} i hisse senedinin t gününe ait reel getiri oranı, D kar payı ödemesi, P_{it} i hisse senedinin t günü kapanış fiyatı, P_{it-1} i hisse senedinin t-1 günü kapanış fiyatını göstermektedir. Piyasa getiri oranı aşağıdaki gibi hesaplanmıştır:

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

R_{mt} t gününe ait piyasa getiri oranı, I_t t gününe ait BİST 100 endeks getirisi, I_{t-1} t-1 gününe ait BİST 100 endeks getirisini temsil etmektedir. 50 şirketin 30 güne ait reel getiri oranları ve piyasa getiri oranları hesaplandıktan sonra, farkları alınarak ilanın 15 gün öncesinden 15 sonrasına kadar ki her gün için anormal getiri oranları hesaplanacaktır. Daha sonra kullanılan her olay penceresi için birikimli anormal getiri oranları hesaplanarak karşılaştırılacaktır. Bu hesaplamalar sonunda ilan tarihinden önceki birikimli anormal getiri oranı ile ilan tarihi sonrasındaki birikimli anormal getiri oranlarını karşılaştırma imkânı elde edilecektir. Öte yandan, şirket hisse senetlerinin 2015 yılı için ilanlara vermiş oldukları tepkiler üç farklı pencereden değerlendirilip yorumlanmıştır. Şirketlere ait hisse senedi kapanış fiyatları ve BİST 100 endeksi kapanış puanları FİNNET 2000 Plus'dan elde edilmiştir.

Bulgular

BİST Kurumsal yönetim endeksinde yer alan 50 şirketin 2015 yılı içinde kurumsal yönetim derecelendirme notu ilanının şirketlerin hisse senedi getirileri üzerine etkilerinin olup olmadığının araştırıldığı bu çalışmada şirketlere ait anormal getiriler 31 günlük olay penceresinde hesaplanmıştır. Olay penceresinde yer alan her güne ait ortalama getiri oranları tablo 3'te yer almaktadır. Hisse senetlerini etkileyen çok çeşitli faktörlerin varlığından ötürü, sadece kurumsal yönetim derecelendirme notunun etkisini net olarak ölçmek pek mümkün değildir. Dolayısıyla, piyasa getiri oranı ile şirket hisse senedinin getirisi arasındaki anormal getiri dikkate alınmış ve şirketlerin ilan tarihlerinden 15 gün öncesi ve sonrasına ait ortalama anormal getiri (AR) oranları grafik 1'de sunulmuştur.

Grafik 1. Şirketlerin Ortalama Anormal Getiri Oranları

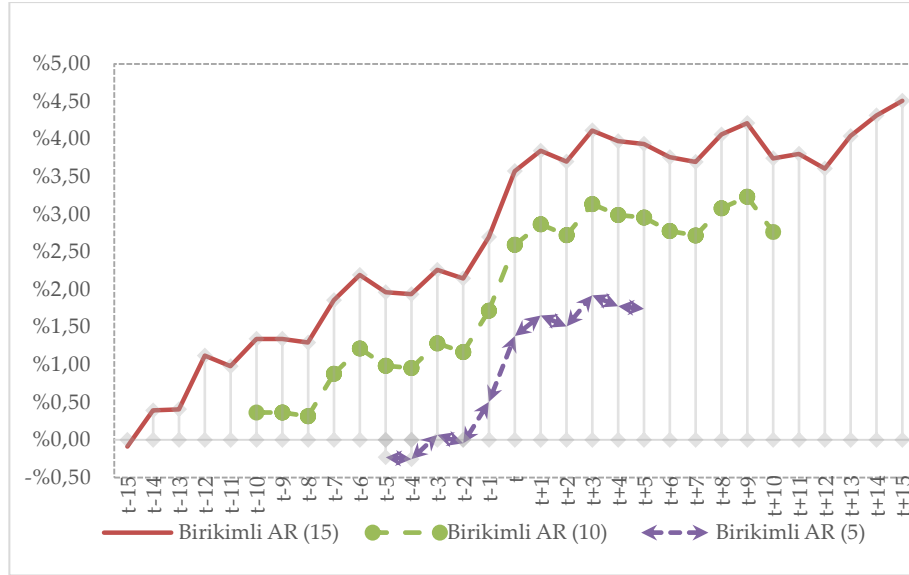
Grafikte görüldüğü üzere 13 günün ortalamasının negatif değer aldığı da görülmektedir. Bunların 6 tanesi ilan öncesi 7 tanesi ilan sonrasında gerçekleşmiştir. Bu durum ilandan sonra hisse senetlerinin hep olumlu karşılanmadığının, kar satışı veya başka nedenlerden ötürü değer azalışlarının da olabileceğinin bir göstergesi olarak görülebilir.

Dikkat edilmesi gereken bir başka nokta ise ortalama anormal getiriler içinde en yüksek oranın ilandan sonraki güne ait ($t+1=0,88$) olduğudur. İlan günü ise en yüksek dördüncü ortalamaya sahiptir. İlanın yapıldığı saatte göz önüne alındığında ilan gününün bir sonraki güne daha az anormal getiri sağlamış olması anlaşılabilir bir durumdur. İlanı takip eden üçüncü günde ise anormal getiri negatif değer almıştır. İlan günü ve takip eden iki günün ortalama anormal getirisi ise %1,70 olarak hesaplanmıştır.

Her üç olay penceresine ait birikimli anormal getiriler zaman düzlemi üzerinde grafik 2'de yer almaktadır. Grafikte her üç olay penceresinde de

net bir trend gözlemlenmektedir. Grafikte yer alan olay pencerelerine ait sayısal veriler tablo 3'te görülmektedir.

Grafik 2. Olay Penceresine ait Birikimli Anormal Getiri Oranları



31 günlük olay penceresi incelendiğinde ilan tarihinden önceki güne kadar ki birikimli anormal getiri oranı %2,40 olarak gerçekleşirken, 15. Günün sonunda bu oran %4,56'e kadar yükselmektedir. Benzer bir durum 21 günlük olay penceresine bakıldığında görülmektedir. İlan günü öncesine kadar ki birikimli anormal getiri %1,03 iken, 10. gün sonunda bu oran %3,09'a yükselmektedir. Son olarak, ilan etkisinin çok daha kısa olma olasılığı göz önüne alınarak oluşturulan 11 günlük pencerede, ilan öncesi birikimli anormal getiri oranı %0,29 olarak hesaplanmış, 5. günün sonunda bu oran %2,11 olarak gerçekleşmiştir. Her üç olay penceresinde de ilan öncesi gün ile pencere sonundaki gün arasında olumlu artış görülmektedir.

Tablo 3. Olay Penceresine Ait Ortalama ve Birikimli Anormal Getiriler

Günler	Ortalama AR	Birikimli AR(15)	Birikimli AR(10)	Birikimli AR(5)
t+15	0.28%	4.56%		
t+14	0.43%	4.29%		
t+13	-0.20%	3.86%		
t+12	0.06%	4.05%		
t+11	-0.47%	3.99%		

t+10	0.15%	4.46%	3.09%	
t+9	0.36%	4.31%	2.94%	
t+8	-0.06%	3.94%	2.58%	
t+7	-0.18%	4.01%	2.64%	
t+6	-0.04%	4.18%	2.82%	
t+5	-0.14%	4.22%	2.85%	2.11%
t+4	0.41%	4.36%	3.00%	2.26%
t+3	-0.14%	3.95%	2.58%	1.84%
t+2	0.27%	4.09%	2.73%	1.99%
t+1	0.88%	3.82%	2.46%	1.72%
t	0.55%	2.95%	1.58%	0.84%
t-1	-0.11%	2.40%	1.03%	0.29%
t-2	0.32%	2.51%	1.14%	0.40%
t-3	-0.03%	2.18%	0.82%	0.08%
t-4	-0.23%	2.21%	0.84%	0.11%
t-5	0.34%	2.44%	1.07%	0.34%
t-6	0.56%	2.11%	0.74%	
t-7	-0.05%	1.54%	0.17%	
t-8	0.00%	1.59%	0.22%	
t-9	0.36%	1.59%	0.22%	
t-10	-0.14%	1.23%	-0.14%	
t-11	0.71%	1.37%		
t-12	0.02%	0.66%		
t-13	0.48%	0.64%		
t-14	-0.09%	0.16%		
t-15	0.25%	0.25%		

Bu durumu sayısal veriler ışığında somutlaştırmak gerekirse, bir yatırımcının 5.000 TL'lik yatırımını BİST'te değerlendireceği varsayalım. Bu yatırımcı KYE'de yer alan her şirketin hisse senetlerini kurumsal yönetim derecelendirme ilan gününden 15 işlem günü öncesinden 100 TL vererek satın alıp ilandan sonraki 15. işlem gününün sonunda satması halinde piyasa getirisinden 228 TL daha fazla getiri elde edeceği hesaplanmıştır. Benzer şekilde 10 (5) işlem günü öncesinden satın alıp ilandan sonraki 10. (5.) işlem gününün sonunda satması halinde piyasa getirisinden 154,5 (105,5) TL daha fazla getiri elde edeceği hesaplanmıştır.

Literatürde pek rastlanılmamasına karşın hisse senetleri gibi anlık haberlerden çok çabuk etkilenen bir kavramın daha kısa vadede değerlendirilmesi söz konusu olabilir. Buna karşın benzer bir yaklaşım ile ilan öncesi dönemin uzunluğu da şirketin hisse senedine ait alınacak olan ortalama anormal getirinin daha uzun bir dönemi kapsayarak hesaplanması

düşünülebilir. Bu noktadan hareketle olay öncesi 15 günlük ve olay sonrası 2 günlük döneme ait oluşturulan yeni olay penceresinde de benzer sonuç çıkmaktadır. İlan öncesi birikimli anormal getiri %2,70 iken, 2. günün sonunda bu oran %4,09'a çıkmıştır. Dikkat çeken başka durum ise, ilandan sonraki 3. işlem gününün piyasa getirisi altında kalmış olmasıdır. Bu durum spekülasyon amaçlı borsa kullanıcılarının kar satışlarının (kar realizasyonu) bir sonucu olarak değerlendirilmesi muhtemeldir.

Tüm bu sonuçlar neticesinde 2015 yılı için BİST kurumsal yönetim endeksinde işlem göre şirketlerin derecelendirme notu ilanları yatırımcılar tarafından olumlu karşılanarak, hem şirketlerin piyasa değerlerinde bir artışa neden olmuş hem de yatırımcılarına belirli periyotlarda anormal getiri imkânı sağlamışlardır. Etkin Piyasalar Hipotezi'nin ikinci derecesi olan yarı-güçlü form, yatırımcıların hisse senetlerinin geçmiş verilerine ek olarak kamuoyunu yaptıkları açıklamalardan faydalanarak anormal getiriler elde edilemeyeceği varsaymaktadır. (Karan, 2004). Çalışmada elde edilen sonuçlar, bahsi geçen Etkin Piyasalar Hipotezi ile çelişmektedir. Dolayısıyla, BİST' in yarı-güçlü formda bile etkin olmadığı sonucu ortaya çıkmaktadır.

Sonuç

1990'lı yılların başlarında Cadbury Komitesi raporu ile gündeme gelen, daha sonra Greenbury, Hampel raporları ile genişletilip geliştirilen kurumsal yönetim kavramı öncelikle ABD'de boy gösteren Enron skandalı, sonrasında İtalya'da gerçekleşen Parmalat skandallarının etkisi ile yatırımcıların piyasalara olan güvensizliklerini ortadan kaldırmak ve piyasalara güveni yeniden tesis etmeyi hedefleyen Sarbanes-Oxley yasası ile ulusal ve uluslararası piyasalarda adını sıkça söz ettirmeye başlamıştır. Eş zamanlı olarak hem ülkelerin kendi kuruluşlarının düzenlemeleri hem de OECD gibi kuruluşların yayımladıkları raporlar hem şirketler hem de yatırımcılar tarafından büyük bir ilgi ile karşılanmıştır. Kurumsal yönetimin hissedarlarına ve paydaşlarına karşı eşit ve şeffaf olması, haklarını koruması ve etik ilkelere uyması ve sorumlu davranması bekleyişine dayanmaktadır. Bu ilkelere sahip şirketlerin yatırımların nezdinde farklı değerlendirilmesi beklenilmektedir. Bu bağlamda 2015 yılında kurumsal yönetim derecelendirme notu açıklayan şirketlerin, bu ilanın sonrasında yatırımcılar tarafından nasıl değerlendirildiği ve hisse senedi getirilerinin nasıl etkilendiği sorularına cevap aranmıştır.

Yapılan çalışma neticesinde oluşturulan 3 farklı olay penceresinde de günlük bazda elde edilen birikimli anormal getiri oranları ilan sonrasında ilan öncesine göre olumlu yönde farklılık göstermiştir. Derecelendirme notunun ilanından sonra hisse senedi getirileri artmış, dolayısıyla şirketlerin piyasa değerleri de artış göstermiştir. Literatürde genellikle şirketlerin ilk defa endekse dahil oldukları dönemlere ait olay çalışması yapılmasına karşın bu çalışma aynı yıl içinde endekse yer alan eski ve yeni şirketlerin derecelendirme notu ilanını baz alarak değerlendirme yapmıştır. Benzer şekilde daha önceki yıllara ait veriler kullanılarak farklı çalışmalar ortaya konulup karşılaştırma yapma imkanı doğabilir. Anormal getiri hesaplama yöntemlerindeki farklılıklardan faydalanarak ta bu çalışmayı çeşitlendirmek ve geliştirmek mümkün olacaktır.

Kaynakça

- Acar, M., Temiz H. & Karan M. B. (2013). *BİST (Borsa İstanbul) Kurumsal Yönetim Endeksinde (XKURY) Yer Alan Şirketlerin Getiri Ve Performans Analizi: Olay Çalışması Örneği*. 17. Finans Sempozyumu, 23-26 Ekim 2013, Muğla
- Aksu, M. ve Aytekin, S. (2015). *Kurumsal Yönetim İlkelerine Uyum Notu ile Hisse Senedi Getirisi İlişkisi: BİST Kurumsal Yönetim Endeksi (XKURY) Üzerine Bir Uygulama*. GÜSBED,6 (13), ss.201-219.
- Aman, H. ve Nguyen, P. (2007). *Do Stock Prices Reflect the Corporate Governance Quality of Japanese Firms?* Working Paper, University of New South Wales
- Bauer, R., Guenster N. ve Otten R. (2003). *Empirical Evidence on Corporate Governance in Europe. The Effect on Stock Returns, Firm Value and Performance*. EFMA 2004 Basel Meetings Paper.
- Bebzucuk, R. N. (2005), *Corporate Governance and Ownership: Measurement and Impact on Corporate Performance and Dividend Policies in Argentina*. Latin American Research Network Working Paper, R-5/16, ss.1-59.
- Berle, A.A. ve Means, G.C. (1932) *The Modern Corporate and Private Property*.
- Black S., Bernard, J. H. & Kim, W. (2003). *Does Corporate Governance Effect Firm Value: Evidence From Korea*, America Economic Association Annual Meeting, 1-60.

Black S., Bernard, L.I. & Rachinsky, A. (2006). *Corporate Governance Indices and Firms' Market Values: Times Series Evidence from Russia*. *Emerging Markets Review*, 7 (4), 361-379.

Black, B.S. ve Khanna, V. (2007). *Can Corporate Governance Reforms Increase Firms' Market Values? Event Study Evidence from India*. *Journal of Empirical Legal Studies*, 4, 749-796

Bubbico, R., Giorgino M. & Monda B. (2012). *The Impact of Corporate Governance on the Market Value of Financial Institutions: Empirical Evidence From Italy*, *Banks and Bank Systems*, 7(2), pp.11-18

Büyükalvarcı, A. ve Abdioğlu, H. (2010). *Does Governance, Financial Ratios and Stock Returns: An Empirical Analysis of Istanbul Stock Exchange (ISE)*. *International Research Journal of Finance and Economics* ISSN 1450-2887, Issue 57.

Chong, A., Guillen, J. & Lopez-De-Silanes F. (2009). *Corporate governance reform and firm value in Mexico: An empirical Assessment*. *Journal of Economic Policy Reform* Vol. 12, No. 3, September 2009, ss.163-188

Core, J. E., Wayne, R. G. & Rusticus T. O. (2006). *Does Weak Governance Cause Weak Stock Returns? An Examination of Firm Operating Performance and Investors' Expectations*. *Journal of Finance* 61, ss.655-87.

Dizkırıcı, A. S., Konuk, F. ve Topal, B. (2014), *Borsa İstanbul Kurumsal Yönetim Endeksi'nde Yer Alan İmalat İşletmelerinin Etkinlik Değerleri İle Kurumsal Yönetim Notlarının Karşılaştırılması*, 18. Finans Sempozyumu, 15-18 Ekim 2014, Denizli.

Drobetz, W., Schillhofer, A. & Zimmermann, H. (2003). *Corporate Governance and Firm Performance: Evidence from Germany*, <http://www.wvz.unibas.ch/cofi/publications/papers/2003/05-03.pdf>

Eyüboğlu, K. (2011). *Kurumsal Yönetimin Hisse Senedi Getirileri Üzerindeki Etkisi: İMKB Kurumsal Yönetim Endeksindeki Şirketler Açısından Bir Değerlendirme*. *Karadeniz Teknik Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 1, ss.55-69.

Gompers, P., Ishii, J. & Metrick, A. (2003). *Corporate governance and equity prices*. *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 118, 107-155

Gruszczynski, M. (2006). *Corporate Governance and Financial Performance of Companies in Poland*. *International Advances in Economic Research*, 12 (2), 251-259.

Gupta, P., Kennedy D. & Weaver S. (2009). *Corporate Governance and Firm Value: Evidence from Canadian Capital Markets*.

Forthcoming Corporate Ownership and Control Journal, 6(3), pp.1-35

Kandır, S. Y. (2013). *Kurumsal Yönetim Derecelendirme Notu Açıklamalarının Hisse Senedi Getirileri Üzerindeki Etkisinin İncelenmesi*. Bankacılar Dergisi, 85, ss.21-31.

Karan M. B.(2004), *Yatırım Analizi ve Portföy Yönetimi*, Gazi Kitapevi, Ankara ss. 283.

Kılıç, S. (2011). *İMKB Kurumsal Yönetim Endeksine Dahil Olan Şirketlerin Performanslarının Ölçülmesi*. Finans Politik & Ekonomik Yorumlar, 48(552), ss.45-58

Klein, P.,Shapiro D.& Young J. (2005). *Corporate Governance, Family Ownership and Firm Value: the Canadian Evidence*. Corporate Governance: An International Review, 13(6), pp.769-784

Koçel, T. (2010) *İşletme Yöneticiliği*. Beta Yayınları.

Kula, V. ve Baykut E. (2014). *Kurumsal Yönetim Derecelendirme Notu ile Piyasa Değeri Arasındaki İlişki: BIST XKURY Şirketleri Üzerine Bir Araştırma*. Uşak Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi, 7(3), ss.1-17

Litvak, K. (2007). *The Effect of the Sarbanes-Oxley Act on Non-US Companies Cross-Listed in the US*. Journal of Corporate Finance, 13, 195-228

Nittayagasetwat, A. ve Nittayagasetwat, W. (2006). *An Analysis of the Stock Price Reaction to Corporate Governance Rating Announcements: The Case of Thai Listed Companies*. NIDA Business Journal, 1(1), 25-49.

Park, Y. W. ve Shin, H. (2004). *Board Composition and Earnings Management in Canada*.Journal of Corporate Finance, 10 (3), 431-457.

Pham, P.K., Suchard, J. & Zein, J. (2007). *Corporate Governance, Cost of Capital and Performance: Evidence from Australian Firms*. <http://ssrn.com/abstract=1015985>, 16.02.2011

Sakarya, Ş. (2011). *İMKB Kurumsal Yönetim Endeksi Kapsamındaki Şirketlerin Kurumsal Yönetim Derecelendirme Notu ve Hisse Senedi Getirileri Arasındaki İlişkinin Olay Çalışması (Event Study) Yöntemi ile Analizi*. Uluslararası Yönetim İktisat ve İşletme Dergisi, 7(13), 147-162.

Shen, C. ve Lin, K. (2010). *The Impact of Corporate Governance on the Relationship Between Fundamental Information Analysis and Stock*

Returns. Emerging Markets Finance & Trade / September–October 2010, Vol. 46, No. 5, ss.90–105.

Wei'an, L. ve Yuejun, T. (2007). *An Evaluation of Corporate Governance Evaluation, Governance Index (CGINK) and Performance: Evidence from Chinese Listed Companies in 2003*. *Frontiers of Business Research in China*, 1 (1), 1-18.

Yen, S. (2005). *Are Well Governed Firms Safe Investments?* (<http://ssrn.com/abstract=648401>), 17.02.2011

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), 199-213.