

Kurumsal Yönetim Endeksinde Bulunmanın Hisse Senedi Getirisine Etkisi: BİST Finans Sektörü Örneği

Nil ÇAĞLAR BEKTAŞ

Başkent Üniversitesi, Bankacılık ve Finans Bölümü Doktora Öğrencisi, Ankara
nilcaqlar76@hotmail.com

Erdem KIRKBEŞOĞLU

Başkent Üniversitesi, Yönetim Bilişim Sistemleri Programı, Ankara
erdemk@baskent.edu.tr

Kabul Edilme Tarihi:
26.02.2020

Özet

Bu çalışmanın amacı, 2018 yılında BİST Kurumsal Yönetim Endeksi'nde bulunan; bankaların, sigorta ve faktoring şirketlerinin kurumsal yönetim derecelendirme notunun açıklanmasının hisse senedi getirisine olan etkisinin incelenmesidir. Bu doğrultuda belirtilen sektörlerde faaliyetini sürdüren, Borsa İstanbul'da işlem gören ve kurumsal yönetim endeksinde bulunan toplam dokuz şirketin (Garanti Bankası, Yapı ve Kredi Bankası, Türkiye Sınai Kalkınma Bankası, Albaraka Türk Katılım Bankası, Şekerbank, Halk Bankası, Garanti Faktoring, Creditwest Faktoring, Anadolu Anonim Türk Sigorta), kurumsal yönetim derecelendirme notunun açıklandığı tarih baz alınarak, bu şirketlerin hisse senedi getirileri analiz edilmiştir. Analizde 2018 yılı verileri alınarak Olay Çalışması (Event Study) yöntemi kullanılmıştır. Yapılan çalışma neticesinde, analize konu olan kurumsal yönetim endeksinde dahil şirketlerin, kurumsal yönetim derecelendirme notunun açıklanması ile hisse senetlerinin getirilerinde normal olmayan getiri sağlanmasının mümkün olmadığı ve dolayısıyla Türkiye'de sermaye piyasasının yarı güçlü formda etkin olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

Anahtar Kelimeler: Kurumsal yönetim, kurumsal yönetim endeksi, kurumsal yönetim derecelendirme notu, olay çalışması, hisse senedi getirisi

The Effect of Being in the Corporate Governance Index on Stock Returns: Case of BIST Finance Sector

Abstract

The aim of this study is to investigate the effect of disclosure of corporate governance rating of banks, insurance and factoring companies in BIST Corporate Governance Index on stock returns in 2018. In this respect, the stock returns of the nine companies, which are listed on the Borsa Istanbul and which are listed in the corporate governance index, are analyzed based on the date on which the Corporate Governance rating was announced. (Garanti Bankası, Yapı ve Kredi Bankası, Türkiye Sınai Kalkınma Bankası, Albaraka Türk Katılım Bankası, Şekerbank, Halk Bankası, Garanti Factoring, Creditwest Factoring, Anadolu Anonim Türk Sigorta) In the analysis, 2018 data were used and Event Study method was used. The purpose of the study, disclosure of corporate governance rating has no effect on company stock returns and the capital market in Turkey has been reached that the market is semi strong form.

Keywords: Corporate governance, corporate governance index, corporate governance rating, event study, stock return.



Kurumsal yönetim, bir şirketin sevk ve idaresinden sorumlu ve karar mercii olan yöneticileri, ilgili şirketin hissedarları için, o şirketin değerini azami seviyeye çıkaracak kararlar almaya yönlendiren kurumsal mekanizmaların tamamıdır (Denis, McConnell, 2003:1). Başka bir tanıma göre kurumsal yönetim, fon sağlayıcıların şirketlere yönlendirdikleri yatırımlarını geri alabilmelerine yönelik o şirketlerin uyması gereken kurallar bütünüdür (Shleifer, Vishny, 1997:737).

Türkiye’de geçmiş dönemlerde yaşanan krizlerin bankacılık finans sektörüne yansımaları ülkenin içinde bulunduğu konjonktürden ziyade ilgili sektörlerdeki kurumsal yönetim eksikliklerine dayanmaktadır. Geçmiş dönemlerde TMSF’ye devrolan bankaların bu süreci yaşamasına sebep olan en önemli etkenlerden biri kurumsal yönetim konusundaki zayıflıkları olmuştur. Kurumsal yönetim anlayışının benimsenmesi piyasaya olan güvenin oluşması için önemli bir aşama olup uzun vadede uluslararası yatırım akışını desteklemesi açısından da önem arz etmektedir (Gündüz, 2001:5-6). Kurumsal yönetim sistemini kuran işletmeler global sermaye pazarlarında daha geniş kitlelere ulaşabilmekte, bu da o işletmelerin hem maliyetlerini düşürmekte hem de rekabet gücünü arttırmaktadır. Kurumsal yönetim anlayışını benimseyen şirketler oluşabilecek herhangi bir olumsuz ekonomik konjonktür karşısında daha dayanıklıdır. Bu şirketler daha etkin ve verimli yönetilir. Bu durum o işletmenin sağlıklı büyümesi için önemli bir etkidir. Kurumsal yönetim anlayışını benimsemeyen şirketlerin ekonomik veya finansal krizlerin yaşanması için uygun zeminler oluşturduğu ileri sürülmektedir (İçke, 2009:193-194).

Bankalar dışındaki şirketler için geliştirilen kurumsal yönetim ile ilişkili tüm teoriler ve ilkeler bankalar ve finans sektörü için de kabul edilir ve uygulanır. Önemli sistematik riskleri taşıyan bankacılık sektöründe kurumsal yönetim anlayışının benimsenmesi bu sistematik riskleri önemli ölçüde azaltan bir unsurdur. Bu da dolaylı olarak bankaların maliyetlerini azaltır, karlarını arttırır ve büyük resimde de makroekonomik dengenin bozulmasını engeller.

Bankalar, kendi ortaklarının sermayesinden daha çok mudilerin mevduatları ve diğer yabancı kaynaklar ile faaliyetini sürdürdüğü için diğer işletmelerden ayrışarak daha farklı menfaat gruplarını içermektedir. Bu da beraberinde bilgi asimetrisini doğurmaktadır. Bilgi asimetrisi bütün sektörlerde olmakla birlikte yapılan araştırmalar asimetrinin finans alanında daha fazla görüldüğüne işaret etmektedir (Morgan, 2002:875). Bankalarda mevduat sahipleri ve yabancı kaynak sağlayanların bankaya sağladıkları kaynak sebebiyle belki de ortaklardan daha fazla önemsenmesi ve haklarının korunması gerekmektedir. İşte bunun için de şeffaf ve güvenilir yönetim anlayışı bankalar için kurumsal yönetimin bir gereğidir. Bankalarda özellikle kaynak sahibi mudiler bankaların topladığı fonların hangi alana ne ölçüde kanalize edildiği konusunda hissedarlara göre daha az bilgiye sahiptirler (Caprio, Levine, 2002:11). Bilgi asimetrisi bu ve benzeri sebeplerden dolayı oluşmaktadır. Banka sahipleri banka kaynaklarının verimli kullanılıp kullanılmadığını her daim sorgulamalı, mudilerin mevduatlarını kendi kaynakları gibi değil kendilerine emanet edilen bir kaynak gibi görmeleri gerekmektedir. Bu anlayış ile para kazanan bir iş modeli oluşturmak bankalar

için kurumsal yönetimin gereklerinden birisidir. Bilgi asimetrisine yol açan önemli bir diğer etken de banka dışında bulunanların banka performansı ile ilgili tahminde bulunmasının güç olmasıdır. Bankaların kaynaklarını geri dönüşü anlamında sıkıntı yaşanmayacak, sağlıklı yatırımlara, doğru alanlara ve muteber işletmelere kanalize etmesi beklenmektedir. Şeffaf olmayan kurumsal yapılarda alacaklıların haklarını kendi lehlerine kullanmaları anlamında şirket sahiplerine daha fazla imkan vermektedir. Belirtilen sebepler ve bunun yanında dünyada yaşanan finansal krizler ve ABD’de yaşanan Worldcom, Enron gibi skandallar “Kurumsal Yönetim” kavramını ön plana çıkarmış ve her sektörde olduğu gibi bankacılık ve finans sektöründe de son yıllarda daha fazla konuşulan bir konu haline gelmiştir.

Kurumsal yönetimin temelleri 1930’lu yıllara dayanmaktadır. “Temsil sorunu” olarak da adlandırılan vekalet veren ve vekil problemi şirketlerde hissedar ve profesyonel yöneticinin aynı anda olması ile birlikte ortaya çıkmaktadır (Fama, 1980: 288). İki tarafın amaç ve hedeflerinin farklı olması sebebiyle oluşabilecek menfaat çatışmalarının engellenmesi veya profesyonel yöneticilerin kontrol edilerek hissedarların amaçları doğrultusunda şirketi yönetmeleri sağlanmalıdır. Hissedarlar ve yöneticiler arasında oluşabilecek olası problemlerin ortadan kaldırılması ya da minimum düzeye indirilmesi kurumsal yönetimin konusudur. Bu çerçevede kurumsal yönetimin Türkiye ve dünyada kabul gören dört ilkesi; eşitlik, hesap verebilirlik, sorumluluk ve şeffaflıktır.

Bankacılık sektörü ile ilgili olarak, Basel Bankacılık Denetim Komitesi Kurumsal Yönetim uygulamalarının üye ülkelerde faaliyet gösteren bankalarca benimsenmesine yönelik ilk olarak 1999 yılında yol gösterici nitelikte olan bir rehber yayınlamıştır. Daha sonraki süreçlerde güncellenen bu rehber genel olarak tüm dünyada bankalarda kurumsal yönetimin uygulanması ve yaygınlaşmasına destek vermek üzere çıkarılmıştır. Bu rehberle paralel olarak ülkemizde BDDK tarafından 2006 yılında yayınlanan yönetmelik bankaların kurumsal yönetim ilkelerini içermektedir. Tüm sektörlerle ilişkin Sermaye Piyasası Kurulu’na yayınlanan Kurumsal Yönetim İlkeleri de “kamuyu aydınlatma ve şeffaflık”, “pay sahipleri”, “menfaat sahipleri”, “yönetim kurulu” olmak üzere ilkeleri dört ana başlık altında toplanmıştır.

Kurumsal yönetim ile ilgili yapılan çalışmaları takiben 31.08.2007 tarihinde BİST Kurumsal Yönetim Endeksi (XKURY) oluşturulmuştur. Bu endeksin amacı Borsa İstanbul’da işlem gören ve Kurumsal Yönetim İlkelerine Uyum Notu 10 üzerinden 7 ve her bir ana başlık itibariyle 10 üzerinden en az 6,5 olan şirketlerin getiri ve fiyat performansının takip edilmesi ve ölçülmesidir. Uyum notu SPK tarafından belirlenmiş derecelendirme kuruluşları tarafından verilmektedir. BİST Kurumsal Yönetim Endeksi’nde hali hazırda 48 adet şirket bulunmaktadır.

Kurumsal yönetim uygulamaları yatırımcı açısından güven anlamında önem arz etmekte, oluşan güven ile birlikte uzun vadede maliyetini azaltabilmektedir (Sherman, 2004:6).

Daha önceki çalışmalar incelendiğinde şu ana kadar yapılan çalışmaların Borsa İstanbul’da işlem gören ve Kurumsal Yönetim Endeksi

içinde bulunan şirketlerin kurumsal yönetim derecesinin hisse senedi performansına veya hisse getirisine olan etkisi farklı ekonometrik modeller kullanmak suretiyle analiz edilmiştir. Günümüze kadar yapılan çalışmalar arasında, bankaların Kurumsal Yönetim Endeksi'nde bulunması ile hisse değeri arasındaki ilişki ele alınmış olmakla birlikte, endeks kapsamında bulunan finans sektörünün tümünü ele alan bir çalışmaya rastlanmamıştır. Bu kapsamda çalışmanın, bu endeks içinde yer alan şirketlerden sadece bankalar ile sigorta ve finans alanında faaliyet gösteren şirketleri örneklem olarak alması ve kurumsal yönetim endeksindeki bu şirketlerin kurumsal yönetim derecesinin yine bu şirketlerin hisselerinin getirisi ile ilişkisini analiz etmesi açısından literatüre katkı sağlayacağı düşünülmektedir.

Analize konu olan 9 şirket bankacılık, finans ve sigorta alanında faaliyet gösteren şirketler olup, bunların 6 tanesi banka, 2 tanesi faktoring şirketi, 1'i ise sigorta şirkettir. Bu çalışmada belirtilen şirketlerin kurumsal yönetim derecelendirme notunun açıklanması ile bu şirketlerin hisse senedi getirileri arasındaki ilişki analiz edilmiştir. Analizde 2018 yılı verileri alınarak Olay Çalışması (Event Study) yöntemi kullanılmıştır..

1. KURUMSAL YÖNETİM VE HİSSE SENEDİ GETİRİSİ İLİŞKİSİ

Kurumsal yönetim ile ilgili yabancı ve yerli literatürde farklı sektörlere yönelik çalışmalar yapılmıştır. İlgili çalışmalar ağırlıklı olarak kurumsal yönetim anlayışını benimseyen belli sektör grubundaki firmaların kurumsal yönetim ilkelerini benimsemiş olmalarının şirket performanslarına olan etkilerini ölçmektedir. Diğer taraftan yerli literatürdeki çalışmalar içinde Borsa İstanbul'da kurumsal yönetim endeksi içinde yer alan yine belli sektör grupları içindeki şirketlerin ilgili endeks içinde olmalarının hisse senedi getirisine olan etkiyi analiz eden çalışmalar mevcuttur. Literatürde konu ile ilgili yapılan bazı çalışmalara aşağıda yer verilmiştir;

Beiner vd. (2004), çalışmalarında kurumsal yönetim endeksinde 1 puanlık bir artışın şirketin defter değerinde %8 oranında bir artışa neden olduğu, kurumsal yönetim ile Tobin q değeri arasında pozitif bir ilişki olduğu sonucuna ulaşmışlardır.

Zelenyuk ve Zheka (2006), çalışmalarında kurumsal yönetim ve firma performansı arasındaki ilişkiyi analiz etmişlerdir. Çalışmalarında Ukrayna'da bulunan 7 sektöre ait verileri kullanmışlardır. Hizmet, nakliye, inşaat, kimya, metalurji, mühendislik ve gıda sektörlerine ilişkin yapılan çalışmanın sonuçları kurumsal yönetim ve firma performansı arasında pozitif bir ilişki olduğu yönündedir. Zelenyuk ve Zheka bu çalışmalarında aynı zamanda Ukrayna örneğinden hareket ettikleri için bu sonuçların gelişmekte olan ülkeler için de çıkmış olduğunu vurgulamışlardır.

Karamustafa vd. (2009), çalışmalarında Borsa İstanbul'da kurumsal yönetim endeksi içinde bulunan 8 firmayı analiz etmişlerdir. Analizde karlılık performansını gösteren bazı değerleri firmaların kurumsal yönetim endeksine dahil oldukları tarihten önce ve sonra olmak üzere değerlendirmişlerdir. Analiz neticesinde kurumsal yönetim endeksinde

bulunan 8 adet şirketin endekse dahil olduktan sonraki süreçte karlılık performanslarında kısmen artış olduğu sonucuna ulaşmışlardır.

Randers vd (2010), çalışmalarında firma performansı ve kurumsal yönetim notu arasındaki ilişkiyi araştırmışlardır. Avrupa'da faaliyet gösteren bir grup şirketin verileri kullanılarak yapılan ekonometrik analiz neticesinde firma performansı ve kurumsal yönetim notu arasında pozitif bir ilişki olduğu sonucuna ulaşmışlar ve kurumsal yönetim notu daha yüksek olan firmaların performansının da daha yüksek olduğuna işaret etmişlerdir.

Sakarya (2011), çalışmasında 2009 yılında ilk kez yeterli kurumsal derecelendirme notu alarak İMKB kurumsal yönetim endeksine girmiş olan şirketlerin, derecelendirme notunun açıklanması ile birlikte hisse senedi getirisinin ne yönde etkilendiğini incelemiştir. Analiz neticesinde kurumsal derecelendirme notunun açıklanması ile hisse senedi getirisi arasında pozitif ilişki olduğu sonucuna ulaşmış ve endeks kapsamında olan incelemeye tabi şirketlerin hisse senetlerinden normal olmayan getirilerin elde edilebileceğini ortaya koymuştur. Bu sonucun da piyasanın yarı güçlü formda bile etkin olmadığını bir göstergesi olduğuna işaret ettiğinin altı çizilmiştir.

Kula ve Baykut (2013), kurumsal yönetim endeksi ile hisse piyasa değeri ilişkisi üzerine bir analiz yapmışlardır. Kurumsal yönetim endeksi içinde yer alan 14 bankanın 2007-2012 yılları arasını kapsayan verilerini kullanarak endekste yer almak ile piyasa değeri arasındaki ilişkiyi irdelemişlerdir. Çalışma neticesinde endekste bulunmak ile piyasa değeri arasında istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki olmadığı sonucuna ulaşılmıştır.

Kula ve Baykut (2014), yapmış oldukları başka bir çalışmada yine kurumsal yönetim endeksi ile hisse piyasa değeri ilişkisini incelemişlerdir. Borsa İstanbul'da kurumsal yönetim endeksinde bulunan 47 adet şirketi incelemişlerdir. Şirketlerin 2013 yılı 3. çeyrek verilerini kullanarak kurumsal yönetim derecelendirme notu ile piyasa değeri arasındaki ilişkiyi analiz etmişlerdir. Bu kez analiz neticesinde üst düzey kurumsal yönetim uygulamalarının şirketin piyasa değerini arttırdığını ve şirket açısından da daha yüksek finansal performansa zemin hazırladığı sonucuna ulaşmışlardır.

Yenice ve Dölen (2013), İMKB Kurumsal Yönetim Endeksi'nde yer alan 37 adet şirketin borsa değerlerinin kurumsal yönetim derecelendirme notundan etkilenip etkilenmediğini analiz etmek üzere bir çalışma yapmışlardır. Bu doğrultuda 2007-2011 yılları arasında kurumsal yönetim endeksinde bulunan 37 adet şirketin kurumsal yönetim derecelendirme notu tespit edilerek bu notların açıklama tarihinden 30 gün önce ve 30 gün sonraki borsa değerlerine bakılmıştır. Ekonometrik yöntemler kullanılarak yapılan analizin neticesinde incelenen şirketlerin kurumsal yönetim derecelendirme notu ile borsa değerleri arasında istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

Aggarval (2013), çalışmasında Hindistan menşeli firmaları baz alarak, bu şirketlerin finansal çıktıları ile kurumsal yönetim arasındaki ilişkiyi irdelemiştir. Bu şirketler S&P CNX Nifty 50 endeksinde işlem gören 20 adet şirket olup analizde istatistiksel yöntemler kullanılarak kurumsal yönetim

notlarının, incelemeye konu şirketlerin finansal performansına anlamlı ve olumlu etki yarattığı sonucuna ulaşılmıştır.

Yavuz vd. (2015), çalışmalarında hisse senedi getirisi ile kurumsal yönetim endeksi arasındaki ilişkiyi analiz etmişlerdir. 2012-2013 yıllarında ilk kez BİST Kurumsal Yönetim Endeksi'ne girmiş olan 11 firmanın verileri kullanılmıştır. Firmaların kurumsal yönetim endeksine alınma tarihi baz alınarak 10 gün öncesi ve 10 gün sonrası için ilgili firmaların hisse senetlerinde normal olmayan getiri olup olmadığına bakılmıştır. Farklı sektörlerde faaliyet gösteren 11 şirketin hisse senetlerinin belirtilen süreler dahilinde her iki yönde de normal olmayan getiri elde edildiği gözlenmiştir.

2. VERİ VE YÖNTEM

BİST Kurumsal Yönetim Endeksinde bulunan bankaların, sigorta ve faktoring şirketlerinin kurumsal yönetim derecelendirme endeksinde bulunmalarının hisse senedi getirisine olan etkisinin analizi için Event Study (olay çalışması) yöntemi kullanılmıştır. Event study bir şirket ile ilgili bir olayın incelemeye konu şirketin hisse senedi getirileri üzerindeki etkiyi ölçen bir metoddur (Kaderli, 2007:147). Olay çalışmasında olayın ilk kez açıklandığı tarihe "event date" (olay günü) denilmektedir. Event study'de amaç olay gününde, olay tarihinin öncesinde ve olay günü sonrasında ilgili hisse senedinde normal olmayan bir getiri oluşup oluşmadığının tespit edilmesidir. Olay çalışması ile belirlenen fazla getiriler "normal olmayan getiri" olarak adlandırılmakta olup bir firmanın hisse senedinden beklenen getiri ile belirli bir periyot içinde gerçekleşen getiri arasındaki farktır (Tuominen, 2005:50).

Olay çalışması 4 aşamadan oluşmaktadır (Eppli ve Tu, 2005:120);

- 1- Olayın tanımlanması,
- 2- Olay penceresinin tanımlanması,
- 3- Olayın etkilerinin değerlendirilmesi,
- 4- Oluşturulan modelin test edilerek değerlendirilmesi.

Bu çalışmada olay günü, kurumsal yönetim endeksine girilmesinin açıklanması olarak alınmıştır. Olay penceresi olarak da kurumsal yönetim endeksine girilmesinin açıklandığı tarihten 10 gün öncesi ve 10 gün sonrası alınmıştır. Bu süreler dahilinde analize konu hisse senetlerinin normal olmayan getirileri hesaplanmış, sonrasında bunların ortalamalarına ulaşılmış ve nihai olarak da kümülatif normal olmayan getirileri hesaplanmıştır.

Analizde:

H_0 hipotezi: Kurumsal yönetim endeksine giren firmaların bu endekse dahil olmalarının açıklanması ile hisse senetlerinin getirilerinde normal olmayan getiri sağlanması mümkün değildir.
şeklinde kabul edilmiştir.

$$H_0 = CAR_t = 0$$

Bu durumda:

“ H_1 hipotezi de; Kurumsal yönetim endeksine giren firmaların bu endekse dahil olmalarının açıklanması ile hisse senetlerinin getirilerinde normal olmayan getiri sağlanması mümkündür.”
şeklindedir.

34

$$H_1 \neq CAR_t \neq 0$$

1. Aşama: Analize konu olan her “i” şirketinin her “t” günü için fiili getiri oranları ile pazar getiri oranı arasındaki fark alınarak normal olmayan getiriye ulaşılmış olup işlemde aşağıdaki formül kullanılmıştır (Tuominen, 2005:50);

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

AR_{it} = i hisse senedi için t günündeki normal olmayan getiri

R_{it} = i hisse senedinin t günündeki fiili getirisi

R_{mt}

= i hisse senedinin t günündeki pazar getirisi, yani normal beklenen getiri

2. Aşama: Her hisse senedi için ulaşılan normal olmayan getiri analize konu olan şirket sayısına bölünerek ortalama normal olmayan getiriye ulaşılır (Sakarya, 2011:155).

$$AAR_{it} = \sum_{i=1}^N \frac{AR_{it}}{N}$$

3. aşama: 2. aşamada hesaplanan ortalama normal olmayan getiriler toplanarak kümülatif normal olmayan getiriye ulaşılır (Sakarya, 2011:155)

$$CAR_{it} = \sum_{i=1}^N AAR_{it}$$

Belirtilen aşamalar takip edilerek ulaşılan sonuçta eğer kümülatif normal olmayan getiriler 0'dan farklı ise analize konu olay, şirketlerin hisse senedi getirilerini etkileyerek normal olmayan getiri elde edilmesine sebep oluyor demektir ki böyle bir piyasa yarı güçlü formda etkin değildir (Kaderli, 2007:148). Elde edilen kümülatif normal olmayan getiri 0'a eşit veya 0'a yakın sonuç veriyorsa olay, şirketin hisse senedi getirilerini etkilemiyor anlamına gelmektedir ki bu da o piyasanın yarı güçlü formda etkin olması demektir. Çalışmada konu şirketlerin kurumsal yönetim endeksine giriş tarihlerine ilişkin duyurular Kamu Aydınlatma Platformu'ndan (KAP), bu şirketlerin hisse senetlerine ilişkin fiyat bilgileri ve BİST 100 endeks kapanış verileri Matriks very tabanından elde edilmiştir.

Analize konu olan şirketlerin kurumsal yönetim derecelendirme notunun ilan edildiği tarihler aşağıdaki tabloda verilmiştir:

Tablo 1. BİST Kurumsal Yönetim Endeksi'nde bulunan; banka, sigorta ve factoring şirketlerinin kurumsal yönetim derecelendirme notları açıklama tarihleri

ŞİRKET	KOD	AÇIKLAMA TARİHİ
Türkiye Garanti Bankası A.Ş.	GARAN	11.12.2018
Türkiye Halk Bankası A.Ş.	HALKB	18.12.2018
Türkiye Sınai Kalkınma Bankası A.Ş.	TSKB	19.10.2018
Yapı ve Kredi Bankası A.Ş.	YKBNK	28.12.2018
Şekerbank T.A.Ş.	SKBNK	25.01.2018
Albaraka Türk Katılım Bankası A.Ş.	ALBRK	11.07.2018
Creditwest Faktoring A.Ş.	CRDFA	12.06.2018
Garanti Faktoring A.Ş.	GARFA	16.08.2018

Kaynak: <https://www.kap.org.tr/tr/bildirim-sorgu>, Erişim tarihi: 19.10.2019

3. ANALİZ VE BULGULAR

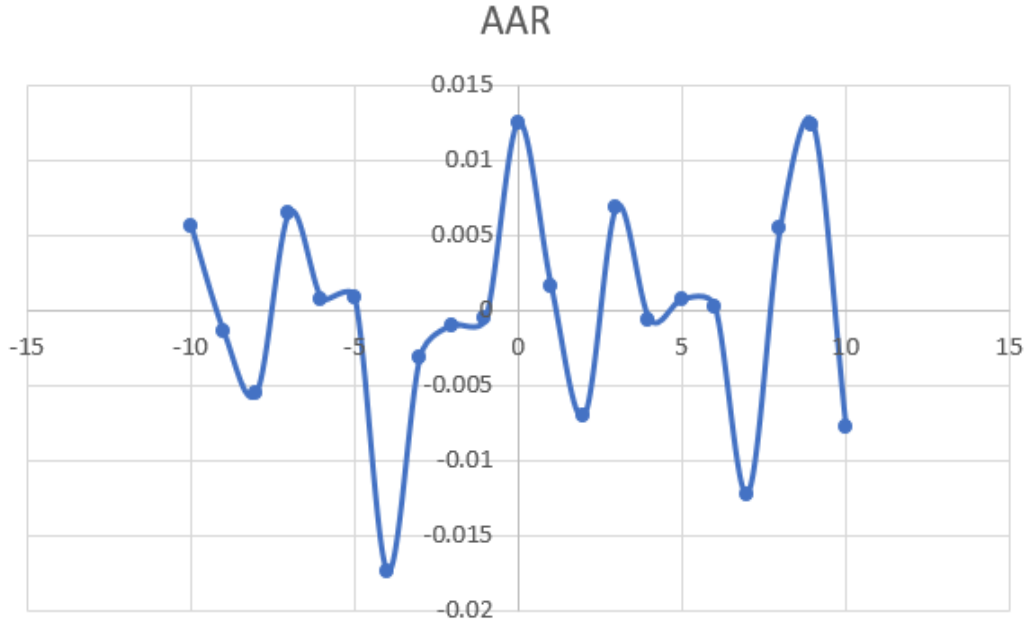
2018 yılında BİST Kurumsal Yönetim Endeksi'nde bulunan; bankaların, sigorta ve faktoring şirketlerinin kurumsal yönetim derecesinin açıklandığı ve endekse girdiği tarihler çıkarılmıştır. Olay penceresi olarak olay günü ile olay gününün öncesindeki 10 gün ve sonrasındaki 10 gün olacak şekilde 21 gün seçilmiştir. Bu doğrultuda konu ile ilgili yapılan duyuru tarihlerinin (olay tarihi) 10 gün öncesi ve 10 gün sonrası için şirketlerin hisse senetlerinin günlük gerçekleşen getiri oranları bulunmuştur. Tahmin penceresi olarak 102 gün alınmıştır. Getiri oranlarından hareketle şirketlere ilişkin normal olmayan getiriler (AR - Abnormal Return) ve bu verilerden de ortalama normal olmayan getiriler (AAR - Average Abnormal Return) ve kümülatif normal olmayan getiriler (CAR) hesaplanmıştır. Hesaplamalar Microsoft Office Excel programı aracılığı ile yapılmıştır.

Tablo 2. BİST Kurumsal Yönetim Endeksi'ne dahil edilen banka, sigorta ve factoring şirketlerinin hisse senetlerinin kümülatif ortalama getirileri.

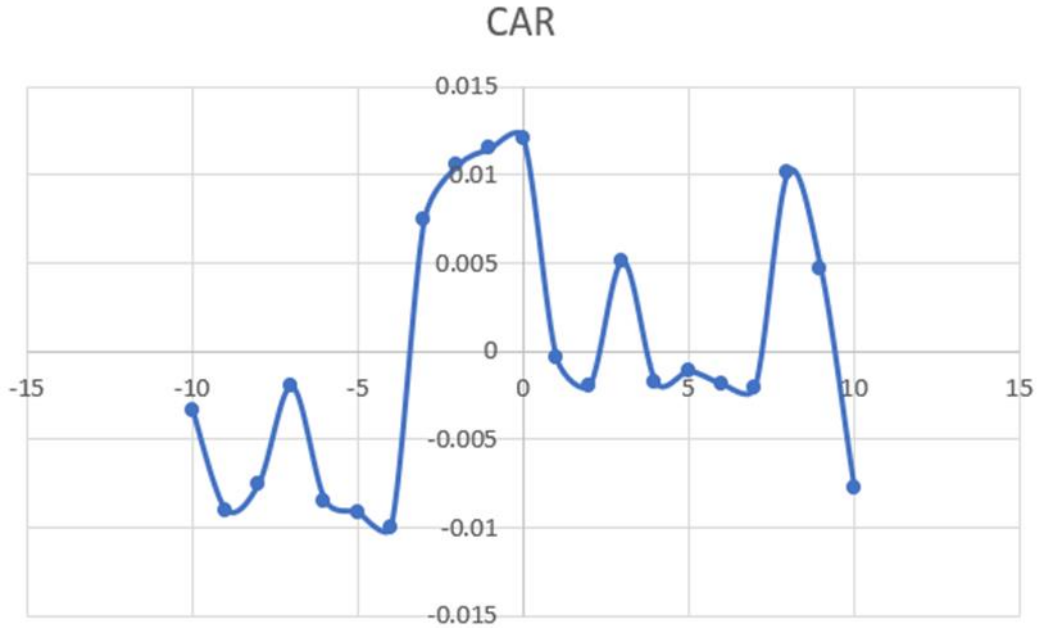
	CAR	AAR	GARAN	HALKB	TSKB	YKBNK	SKBNK	ALBRK	CRDFA	GARFA	ANSGR
			AR	AR	AR	AR	AR	AR	AR	AR	AR
-10	-0.0033430	0.005655	-0.01708	-0.00059	0.032743	-0.01469	0.015831	-0.00158	0.042485	-0.01272	0.00649
-9	-0.0089977	-0.00145	-0.00106	-0.01733	0.007334	-0.00629	0.00038	-0.01028	0.0228001	-0.00386	-0.00476
-8	-0.0075462	-0.00555	-0.00087	0.015539	-0.03307	0.021221	-0.04257	-0.00316	-0.00184	-0.00131	-0.00386
-7	-0.0019993	0.00647	0.01484	0.027908	-0.00304	0.013775	-0.00577	-0.00275	0.024179	-0.0056	-0.00531
-6	-0.0084689	0.000699	-0.00274	-0.00414	0.033932	0.001757	-0.00479	-0.00562	-0.00801	0.007619	-0.01171
-5	-0.0091683	0.000818	0.003703	0.00051	-0.00307	0.031444	-0.01415	0.00066	0.007076	-0.01122	-0.0076
-4	-0.0099859	-0.01742	-0.02983	-0.03095	-0.05221	0.006641	-0.024	-0.00443	-0.00317	-0.01866	-0.0002
-3	0.0074386	-0.0031	0.015748	-0.00963	0.015418	0.024553	-0.00324	-0.00377	-0.00929	-0.05804	0.000347
-2	0.0105376	-0.001	0.007899	-0.00637	-0.00674	-0.02401	-0.00579	-0.00535	0.004438	0.024513	0.002408
-1	0.0115377	-0.00059	0.012333	-0.00362	-0.00177	-0.03888	0.004852	0.007978	-0.00363	0.013178	0.004267
0	0.0121257	0.012493	0.000509	0.008981	0.015366	0.014131	0.015219	-0.00889	0.016055	0.056859	-0.0058
1	-0.0003671	0.001595	-0.00295	0.010007	0.014452	-0.00822	-0.00351	0.026638	0.018327	-0.02946	-0.01093
2	-0.0019617	-0.00708	-0.00494	0.021695	-0.00662	-0.00616	-0.00724	-0.01166	-0.03244	-0.02272	0.006331
3	0.0051214	0.006875	0.029978	0.002233	0.01259	-0.03511	0.052359	-0.00641	0.017018	-0.00395	-0.00683
4	-0.0017540	-0.00061	0.004751	0.00752	-0.01524	0.021421	-0.00786	-0.00492	0.011424	-0.01183	-0.01071
5	-0.0011485	0.0007	0.015262	0.013225	-0.03111	-0.00482	-0.023	-0.00762	0.016443	0.01571	0.012203
6	-0.0018486	0.00022	0.008045	-0.0032	0.050656	-0.00567	-0.00262	-0.01535	-0.01908	-0.00777	-0.00303
7	-0.0020687	-0.01224	-0.00459	-0.00569	-0.04376	-0.02345	-0.01646	0.011928	-0.02193	-0.00954	0.003354
8	0.0101691	0.005519	-0.00783	0.002334	0.008273	0.024339	-0.00999	0.010022	0.009414	0.008076	0.005037
9	0.0046501	0.012394	-0.0023	-0.01786	0.001114	0.018701	-0.00736	0.025869	0.016446	0.01356	0.063384
10	-0.0077444	-0.00774	0.008742	0.005753	0.012327	-0.00872	-0.0175	-0.01926	-0.00745	0.013709	-0.0573
CAR(-10,+10)	-0.003343										

Tablo 2'de görüleceği üzere Kurumsal Yönetim Endeksi'ne dahil edilen analize konu hisse senetlerinin kümülatif ortalama getirilerinin olay tarihinden 10 gün sonrası ve 10 gün öncesi süreci kapsayan tarih aralığında sıfırdan farklı olmakla birlikte sıfıra yakın olduğu gözlenmektedir. Elde edilen sonuçlara göre olay tarihinden önceki ve sonraki kümülatif ortalama getirilerin bir kısmı da sıfırdan negatif yönlü farklı çıkmıştır. Analiz neticesinde ulaşılan kümülatif normal olmayan getiriler (CAR) sıfıra eşit veya sıfıra çok yakın ise ilgili açıklamanın analiz edilen firmaların hisse senetlerinin getirisine etki etmediği anlamına gelmektedir ve bu da o piyasanın yarı güçlü formda etkin olduğunu göstermektedir (Kaderli, 2007:144-154). Bu doğrultuda yapılan analiz neticesinde ulaşılan kümülatif normal olmayan getiri sonuçları, kurumsal yönetim endeksinde bulunan finans sektöründe faaliyet gösteren toplam 9 adet banka, sigorta ve faktoring şirketlerinin, kurumsal yönetim endeksinde girmesinin ilan edilmesinin bu şirketlerin hisse senetlerinde normal olmayan getiriye neden olmadığını göstermiştir. Çıkan sonuçlar konu şirketlerin hisse senetleri ile ilgilenen yatırımcıların bu hisse senetlerinin endekse dahil olma açıklamalarına çok düşük seviyelerde negatif yönlü ve pozitif yönlü tepki verdiği işaret etmektedir. Elde edilen sonuçlara göre H₀ hipotezi kabul edilmektedir. Analiz neticesinde ortaya çıkan ortalama normal olmayan getiri ve kümülatif normal olmayan getiri grafiklerine aşağıdaki grafiklerde yer verilmiştir (Şekil 1 ve Şekil 2):

Şekil 1: BİST Kurumsal Yönetim Endeksi'ne dahil edilen banka, sigorta ve factoring şirketlerinin hisse senetlerinin ortalama normal olmayan getiri grafiği.



Şekil 2: BİST Kurumsal Yönetim Endeksi'ne dahil edilen banka, sigorta ve factoring şirketlerinin hisse senetlerinin kümülatif normal olmayan getiri grafiği.



3.1. T Testi Uygulaması

Elde edilen sonuçların güvenilirliği T testi aracılığı ile yapılmıştır. Bu doğrultuda olay günü, öncesi 10 gün ve sonrasında 10 gün için analize konu olan 9 şirketin hisse senetlerinin ayrı ayrı "standart hata", "standart sapma" ve "t değeri" hesaplanarak 0,95 güven aralığında "student's T dağılım tablosu" ile t değerleri örneklem sayısına göre karşılaştırılarak analiz edilmiştir. Analizde örneklem büyüklüğü n=9'dur. Bu değer 30'dan küçük olduğu için t değeri tabloya göre 2,086 olarak alınmıştır.

Tablo 3: T testi verileri

Window	Standart Sapma	Standart Hata	t değeri
-10	0.021077551	0.00702585	0.804845895
-9	0.011397024	0.003799008	-0.382090437
-8	0.020467955	0.006822652	-0.813002213
-7	0.013722534	0.004574178	1.414376094
-6	0.013640862	0.004546954	0.153816606
-5	0.013418047	0.004472682	0.182788885
-4	0.018840765	0.006280255	-2.774488174
-3	0.023911917	0.007970639	-0.388807381
-2	0.013248708	0.004416236	-0.226448999
-1	0.015689658	0.005229886	-0.112428366
0	0.019193311	0.00639777	1.952677344
1	0.017347133	0.005782378	0.275773379
2	0.015500999	0.005167	-1.370841361
3	0.025008952	0.008336317	0.82475708
4	0.012440778	0.004146926	-0.146006243
5	0.018191248	0.006063749	0.115441766
6	0.020459403	0.006819801	0.032286719
7	0.016457481	0.005485827	-2.230819237
8	0.010203775	0.003401258	1.62265256
9	0.023685043	0.007895014	1.569912241
10	0.022365441	0.007455147	-1.038798621

Tablo 3'te görüleceği üzere ulaşılan t değerleri analiz neticesini desteklemektedir.

4. SONUÇ VE DEĞERLENDİRME

Sakarya'nın 2011 yılında yapmış olduğu çalışmasında, kurumsal derecelendirme notunun açıklanması ile hisse senedi getirisi arasında pozitif ilişki bulunduğu dair ulaşılmış olduğu sonucun aksine bu çalışmada 2018 yılında kurumsal yönetim endeksinde bulunan finans alanında faaliyet gösteren şirketlerin kurumsal yönetim derecesinin açıklanması ile bu şirketlerin hisse senetlerinin getirilerinde normal olmayan bir getiri elde edilmediği sonucuna ulaşılmıştır.

Bu çalışmada, yine benzer şekilde Yavuz ve diğerlerinin 2015 yılında yaptıkları çalışmalarında 2012-2013 yılında ilk kez BİST kurumsal yönetim endeksinde girmiş 11 firmanın endekse girdikleri tarih sonrasında hisse senedi getirilerinde normal olmayan getiri elde edildiğine işaret eden analiz sonuçlarının aksi yönünde sonuçlar elde edilmiştir.

Diğer taraftan yapılan analiz neticesinde ulaşılan sonuçlar, Kula ve Baykut'un 2013 yılında yapmış olduğu çalışmada kurumsal yönetim endeksi içinde bulunan 14 bankanın endekste bulunmanın piyasa değerini etkilemediği şeklinde ulaşılmış oldukları sonucu desteklemektedir.

Yapılan analizde H_0 hipotezi olarak alınan "kurumsal yönetim endeksinde giren firmaların bu endekse dahil olmalarının açıklanması ile hisse senetlerinin getirilerinde normal olmayan getiri sağlanması mümkün değildir" hipotezi kabul edilmektedir. H_0 hipotezinin kabul edilmesiyle birlikte Türkiye'de sermaye piyasasının yarı güçlü formda etkin olduğu sonucuna ulaşılabilir.

KAYNAKLAR

Aggarwal, P. (2013). Impact of Corporate Governance on Corporate Financial Performance. *IOSR Journal of Business and Management (IOSR-JBM)*. 13(3): 01-05.

Beiner, S, Drobetz, W, Schmid, M, Zimmermann, H. (2004), "Corporate governance, Unternehmensbewertung und Wettbewerb – eine Untersuchung für die Schweiz", *Journal of International and Area Studies*, Vol. 10 No.1, pp.1-20.

Caprio, Gerard Jr., Levine, Ross, (2002). Corporate Governance of Banks: Concepts and International Observations, Global Corporate Governance Forum Research Network Meeting.

Denis, Diane K., Mc Connell, John J., (2003). International Corporate Governance, ECGI Working Paper Series in Finance Working Paper N°. 05/2003.

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.

Fama, Eugene F., (1980). "Agency Problems and the Theory of the Firm", *The Journal of Political Economy*, Vol. 88, No. 2., 288-307.

Gündüz, S. (2001). Kurumsal Yönetim Çerçevesinde Pay Sahiplerinin Halka Açık Anonim Ortaklıkların Genel Kuruluna Etkin Katılımı, Sermaye Piyasası Kurulu Yeterlilik Etüdü, Ankara, Ekim 2001.

İçke, Mehmet Akif, (2009). Bölgesel Finansal Entegrasyon, Finansal Küreselleşmeye Bir Yanıt, Derin Yayınları, İstanbul.

Kaderli, Y. (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.

Karamustafa, O., Varıcı, İ., & Er, B., (2009). Kurumsal yönetim ve firma performansı: İMKB kurumsal yönetim endeksi kapsamındaki firmalar üzerinde bir uygulama. *Kocaeli Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 17.

Kula, V., Baykut, E. (2013). Kurumsal yönetim endeksinde yer almanın mevduat bankalarının performansına etkisi: BİST örneği. *Afyon Kocatepe University Journal of Social Sciences*, 15 (2), 121- 136.

Kula, V. ve Baykut, E. (2014), "Kurumsal Yönetim Derecelendirme Notu ile Piyasa Değeri Arasındaki İlişki: BIST XKURY Şirketleri Üzerine Bir Araştırma", *U.Ü. Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 7(3).

Morgan, Donald P., (2002). "Rating Banks: Risk and Uncertainty in an Opaque Industry", *The American Economic Review*, Vol. 92, No. 4, 874-888.

Renders, A., Gaeremynck, A. and Sercu, P. (2010). Corporate-Governance Ratings and Company Performance: A Cross-European Study. *Corporate Governance: An International Review*, 18(2), 87-106.

Shleifer, A., ve Vishny. R.W., (1997). A Survey of Corporate Governance. The Journal of Finance, Issue 52(2), pp 737-783

Sherman, H., (2004). Corporate Governance Rating. Corporate Governance: An International Review, 12(1), pp. 5-7.

Sakarya, Şakir (2011). "İMKB Kurumsal Yönetim Endeksi Kapsamındaki Şirketlerin Kurumsal Yönetim Derecelendirme Notu ve Hisse Senedi Getirileri Arasındaki İlişkinin Olay Çalışması (Event Study) Yöntemi ile Analizi", Zonguldak Karaelmas Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi, 7 (13), ss. 147-162.

40

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.

Yavuz, S., Yıldırım, S. ve Elmas, B. (2015). "Kurumsal Yönetim Endeksi İle Şirket Hisse Senedi Getiri İlişkisi: BIST de Bir Uygulama", Erzincan Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi (ERZSOSDER) VIII-II: 73-82.

Yenice, S. ve Dölen, T., (2013). İMKB'de İşlem Gören Firmaların Kurumsal Yönetim İlkelerine Uyumunun Firma Değeri Üzerine Etkisi. Uluslararası Yönetim İktisat ve İşletme Dergisi, 9(19), ss. 199-214.

Zelenyuk, V. ve Zheka, V. (2006). Corporate Governance and Firm's Efficiency: The Case of A Transitional Country, Ukraine. Journal of Productivity Analysis, 25(1-2), 143-157.

<https://www.borsaistanbul.com/endeksler/bist-pay-endeksleri/kurumsal-yonetim-endeksi> (Erişim Tarihi: 19/10/2019)

<https://www.spk.gov.tr/Sayfa/Dosya/845> (Erişim Tarihi: 19/10/2019)

<https://www.kap.org.tr/tr/bildirim-sorgu> (Erişim Tarihi: 19/10/2019)

Introduction

Corporate governance is the entire institutional mechanism that directs the managers responsible for the management and management of a company to make decisions that will maximize the value of that company for the shareholders of the company. According to another definition, corporate governance is a set of rules that should be followed by those companies in order for the funders to get their investments back to the companies.

Adopting a corporate governance approach is an important stage for building trust in the market and is also important for supporting the international investment flow in the long run.

Companies that adopt the corporate management approach are more resilient to any negative economic conjuncture. These companies are managed more effectively and efficiently. This is an important factor for the healthy growth of that business.

In this study, the stock returns of the nine companies, which are listed on the Borsa Istanbul and which are listed in the corporate governance index, are analyzed based on the date on which the Corporate Governance rating was announced. (Garanti Bankası, Yapı ve Kredi Bankası, Türkiye Sınai Kalkınma Bankası, Albaraka Türk Katılım Bankası, Şekerbank, Halk Bankası, Garanti Factoring, Creditwest Factoring, Anadolu Anonim Türk Sigorta) In the analysis, 2018 data were used and Event Study method was used. 9 companies subject to analysis are companies operating in the fields of banking, finance and insurance, of which 6 are banks, 2 are factoring companies and 1 is insurance companies. The relationship between the disclosure of the corporate governance rating of the companies mentioned in this study and the stock returns of these companies was analyzed.

Data and Method

Event Study method was used to analyze the impact of the banks in the BIST Corporate Governance Index on the stock returns of insurance and factoring companies in the corporate governance rating index. Event study is a method that measures the impact on the stock returns of a company that is subject to an event related to a company. The purpose of the event study is to determine whether an unusual return occurred in the relevant stock on the day of the event, before and after the date of the event. Excess returns determined by the case study are called "abnormal returns", which is the difference between the return expected from a firm's stock and the return realized within a certain period.

In this study, the day of the incident was taken as the explanation of entering the corporate management index. It was taken 10 days before and 10 days after the announcement of entering the corporate governance index as an event window. Within these periods, the abnormal returns of the stocks subject to the analysis were calculated, and then their averages were reached and, finally, the cumulative abnormal returns were calculated.

H_0 Hypothesis: It is not possible to provide abnormal returns in the returns of the shares by explaining the inclusion of the companies included in the corporate governance index in this index.

In the end result, if the cumulative abnormal returns are different from 0, the subject subject to the analysis affects the stock returns of the companies, resulting in an abnormal return, such a market is not active in a semi-strong form. If the resulting cumulative abnormal return is equal to or near 0, the event does not affect the company's stock returns, which means that the market is active in a semi-strong form.

42

In this study, the announcements regarding the dates of entry into the corporate governance index of the subject companies were obtained from the Public Lighting Platform (KAP), the price information of these companies and the BIST 100 index closing data from Matriks data base.

Conclusion

Located in the BIST Corporate Governance Index in 2018; The dates when the corporate governance degree of banks, insurance and factoring companies were announced and entered the index were determined. 21 days were selected as the event window, with 10 days before the event day and 10 days after the event day. Accordingly, the daily realization rates of the stock of the announcements made on the subject (event date) for 10 days before and after 10 days were found. 102 days were taken as the forecast window. Based on the yield rates, the abnormal returns (AR - Abnormal Return) and the average abnormal returns (AAR - Average Abnormal Return) and cumulative abnormal returns (CAR) were calculated from these data. Calculations were made through Microsoft Office Excel program.

It is observed that the cumulative average returns of the shares subject to the analysis included in the Corporate Governance Index are different from zero in the date range covering 10 days before and 10 days before the event date, but close to zero.

According to the results obtained, some of the cumulative average returns before and after the event date were negative from zero. If the cumulative abnormal returns (CAR) reached as a result of the analysis are equal to or close to zero, it means that the relevant disclosure does not affect the returns of the firms analyzed, which indicates that the market is active in a semi-strong form.

The cumulative abnormal return results obtained as a result of the analysis made in this direction showed that the announcement of the 9 banks, insurance and factoring companies operating in the financial sector included in the corporate governance index to be included in the corporate governance index does not cause an abnormal return in their shares.

According to the results obtained, the H_0 hypothesis is accepted. Therefore it is concluded that the capital markets in Turkey semi-strong form efficient.