KURUMSAL YÖNETİMİN HİSSE SENEDİ GETİRİLERİ ÜZERİNDEKİ ETKİSİ: İMKB KURUMSAL YÖNETİM ENDEKSİNDEKİ ŞİRKETLER AÇISINDAN BİR DEĞERLENDİRME

Kemal EYÜBOĞLU[1]

ÖZET

Bu çalışmanın amacı; günümüzde gitgide önemi artan kurumsal yönetim uygulamalarının şirket getirileri üzerindeki etkisini araştırmaktır. Bu amaçla İstanbul Menkul Kıymetler Borsası (İMKB) tarafından yayınlanan veriler kullanılarak İMKB Kurumsal Yönetim Endeksi kapsamındaki her bir şirkete ait hisse senetlerinin TL bazlı aylık getirileri elde edilmiştir. Sonrasında ise ilgili şirketlerin söz konusu endekste işlem görmeye başladıkları dönem öncesi ve sonrası olmak üzere her bir şirkete ait TL bazlı aylık getirilerinin ortalaması hesaplanmıştır. Elde edilen ortalamalara, aralarında anlamlı bir farklılık olup olmadığını belirlemek üzere eşleştirilmiş iki grup t testi (paired t test) uygulanmıştır. Yapılan istatistiksel analiz sonucu çalışmada yer alan şirketlerin İMKB Kurumsal Yönetim Endeksi kapsamına girmeden önceki ve girdikten sonraki TL bazlı aylık ortalama getirileri arasında istatistiksel açıdan anlamlı bir fark olmadığı tespit edilmiştir.

Anahtar Kelimeler: Kurumsal Yönetim, Hisse Getirisi, İMKB Kurumsal Yönetim Endeksi.

THE EFFECTS OF CORPORATE GOVERNANCE ON STOCK RETURNS: AN EVALUATION IN TERMS OF COMPANIES IN ISE CORPORATE GOVERNANCE INDEX

ABSTRACT

The purpose of this study is, investigating the effect on company returns of corporate governance applications which increase in importance today. For this purpose it is used TL based monthly returns of companies which are in ISE Index of Corporate Governance. After this, it is calculated of each companies' TL based monthly returns averages of relevant companies at index in question before the period of dealt and after the period of dealt. Paired t test is applied to procured averages, for determining whether there is significant difference among them. As a result of statistical analysis, it isn't acquired statistical significant difference among TL based monthly average returns after is not entering and entering in ISE Index of Corporate Governance of companies in this study.

Keywords: Corporate Governance, Stock Return, ISE Corporate Governance Index**.**

[1] Arş. Gör., Karadeniz Teknik Üniversitesi, İşletme Bölümü, e-mail: keyuboglu@msn.com

GİRİŞ

Kurumsal yönetim son yıllarda ortaya çıkan finansal krizler ve şirket skandalları nedeniyle (Enron, Parmalat gibi) dünyada oldukça önemli hale gelen modern bir yönetim anlayışıdır.

Yapılan ampirik çalışmalarda da kurumsal yönetimin önemini ortaya koyan sonuçlar elde edilmektedir. Söz konusu sonuçlar uluslararası yatırımcıların, şirketlerdeki kurumsal yönetim uygulamalarını en az finansal performansları kadar önemli bulduklarını; yatırım kararlarının alınmasında, bu konunun reform ihtiyacı olan ülkeler için daha önemli olduğunu düşündüklerini ve iyi kurumsal yönetim uygulamalarına sahip şirketler için daha fazla fiyat ödemeye hazır olduklarını göstermektedir (SPK, 2005: 2).

Bu nedenle; kurumsal yönetimin kalitesinin, şirketlerin ekonomik faaliyetlerinin sonuçlarını pozitif yönde etkilemesi ve bu sonuçların etkin piyasa koşulunun sağlanmasıyla, şirketlerin etkin yönetimi ile paydaşlarına sağlamış olduğu getirilerin en üst düzeyde gerçekleştirilmesine katkıda bulunması beklenmektedir (Gürbüz ve Ergincan, 2004: 1; Topaç, 2002: 13).

Bu çalışma kurumsal yönetim düzeyinin, şirket paydaşlarına sağlamış olduğu getiriler üzerinde etkisi olup olmadığını araştırmak amacıyla gerçekleştirilmiştir. Bu amaçla, çalışmada İMKB Kurumsal Yönetim Endeksinde işlem gören şirketlerin, endeks kapsamına alınmadan önce[1] paydaşlarına sağlamış olduğu aylık ortalama getiriler[2] ile endeks kapsamına girdikten sonraki aylara ait aylık ortalama getirileri arasında anlamlı bir farklılığın ortaya çıkıp çıkmadığı araştırılmıştır.

Çalışmanın ilk bölümünde kurumsal yönetim, kurumsal yönetim ilkeleri ve kurumsal yönetim endeksi konusunda kısa teorik bilgiler verilmiştir. İkinci bölümünde literatür incelenmiş; üçüncü bölümünde ise kurumsal yönetim endeksinde yer alan şirketlere ilişkin aylık ortalama getiriler ortaya konmuştur. Dördüncü bölümde söz konusu endekse giriş öncesi ve sonrası aylık ortalama getiriler arasında fark olup olmadığı incelenmiştir. Çalışmanın son bölümü ise sonuç ve değerlendirmeden oluşmaktadır.

[1] İMKB Kurumsal Yönetim Endeksine giriş tarihi olarak, şirket tarafından söz konusu endekse girmek için yeterli kurumsal yönetim notunun alındığı tarih kastedilmiştir.
[2] Çalışmada bahsedilen tüm getiriler TL bazlıdır.

I. KURUMSAL YÖNETİM KAVRAMI ve İMKB KURUMSAL YÖNETİM ENDEKSİ

Ekonomik İşbirliği ve Kalkınma Örgütü (OECD), kurumsal yönetimi, şirketlerin yönlendirildiği ve kontrol edildiği sistem olarak tanımlayıp; şirket yönetimi, yönetim kurulu, paydaşlar ve diğer çıkar grupları arasındaki ilişkiler dizisini içerdiğini vurgulamıştır (Güven vd., 2005: 69). Luo (2005) kurumsal yönetimi, işletmenin performansını açıklayan ve kontrol eden, şirket ve paydaşları arasındaki ilişkiler bütünü olarak ele almaktadır. Shleifer ve Vishny (1997)'e göre kurumsal yönetim, kuruluşlara finansal destek sağlayanların yatırımlarından kazanç sağlayacaklarına dair kendilerini güvence altına almaları ile ilgilenir. Aguilera (2005) ise kurumsal yönetimi, firmaların etkin bir şekilde yönetilmesini, paydaşların ve çeşitli çıkar gruplarının değerinin maksimize edilmesini garanti etmek için mekanizmalar sağlayan bir sistem olarak nitelendirmiştir.

Kurumsal yönetim uygulamalarının ilk olarak İngiltere'de ortaya çıkışıyla birlikte farklı zaman dilimlerinde çeşitli ülkeler tarafından kurumsal yönetim kod ve ilkeleri oluşturulmuştur. Kurumsal yönetim ilkelerinin uluslararası anlamda ilk kez ele alınışı ise, OECD tarafından 1999 yılında yayınlanan kurumsal yönetim ilkeleri raporu ile gerçekleşmiştir. Bu rapor 2004 yılında revize edilip tekrar yayınlanmış olup, raporda kurumsal yönetim ilkeleri; etkili kurumsal yönetim için temellerin sağlanması, paydaşların hakları, paydaşlara eşitçe davranış, menfaat sahiplerinin kurumsal yönetimdeki rolü, açıklık ve şeffaflık ile yönetim kurulunun sorumlulukları ile ilgili ilkeler yer almaktadır (Çarıkçı, 2009: 53).

OECD'nin 1999 yılında kurumsal yönetim ilkelerini yayınlamasının ardından Türkiye'de kurumsal yönetim ilkelerine olan ihtiyaç artışına paralel olarak, Sermaye Piyasası Kurulu (SPK) Temmuz 2003'te ilk defa ve Şubat 2005'te de düzeltme ve eklemeler yaparak kurumsal yönetim alanındaki boşluğu doldurma amacıyla kurumsal yönetim ilkelerini yayınlamıştır (Dağlı vd., 2010: 21).

SPK tarafından yayınlanmış olan kurumsal yönetim ilkeleri paydaşlar, kamuyu aydınlatma ve şeffaflık, menfaat sahipleri, yönetim kurulu olmak üzere dört temel bölümden oluşmaktadır. İlk bölümde, paydaşların hakları ve eşit işleme tabi olmaları konusundaki prensipler yer almaktadır. Bu bölümde, paydaşların bilgi alma ve inceleme hakkına, genel kurula katılım ve oy verme hakkına, kar payı alma hakkına ve azınlık haklarına ayrıntılı olarak yer

verilmekte; ayrıca paydaşlara ilişkin kayıtların sağlıklı olarak tutulması ve payların serbestçe devri ve satışı konuları ile paydaşlara eşit işlem ilkesi ele alınmaktadır. İkinci bölümde, kamunun aydınlatılması ve şeffaflık kavramları ile ilgili prensipler yer almaktadır. Bu çerçevede, şirketlerin paydaşlara yönelik olarak bilgilendirme politikası kuralları oluşturmaları ve bu kurallar bütününe sadık kalarak kamuyu aydınlatmalarına yönelik prensipler belirlenmiş, ayrıca, dünyadaki güncel gelişmeler ve Türkiye'deki koşulları göz önünde bulundurularak periyodik mali tablo ve raporlarda yer alacak bilgiler bir standarda bağlanmış ve işlevsellik ön planda tutularak detaylandırılmıştır. Üçüncü bölüm, menfaat sahipleri ile ilgilidir. Şirketle ilgili menfaat sahipleri paydaşları ile birlikte çalışanları, alacaklıları, müşterileri, tedarikçileri, sendikaları, çeşitli sivil toplum kuruluşlarını, devleti ve hatta şirkete yatırım yapmayı düşünebilecek potansiyel tasarruf sahiplerini de içerir. Bu bölümde şirket ile menfaat sahipleri arasındaki ilişkilerin düzenlenmesine yönelik prensipler yer almaktadır. Dördüncü bölümde ise, yönetim kurulunun fonksiyonu, görev ve sorumlulukları, faaliyetleri, oluşumu ile yönetim kuruluna sağlanan mali haklar ve yönetim kurulunun faaliyetlerinde yardımcı olmak üzere kurulacak komitelere ve yöneticilere ilişkin prensipler yer almaktadır (SPK, 2005: 5).

Bu gelişmelere paralel olarak SPK Kurumsal Yönetim İlkeleri çerçevesinde İMKB içerisinde Kurumsal Yönetim İlkeleri'ni uygulayan şirketlerin dahil edildiği bir İMKB Kurumsal Yönetim Endeksi (XKURY) oluşturulmuştur. Kurumsal Yönetim Endeksi'nin hesaplanmasına 31.08.2007 tarihinde 5 şirket ile başlanmış olup, endeksin başlangıç değeri 48.082,17'dir. Şubat 2011 itibariyle ise İMKB Kurumsal Yönetim Endeksi kapsamında 31 şirket işlem görmektedir (Tablo 1).

İMKB Kurumsal Yönetim Endeksi'nin amacı, hisse senetleri İMKB pazarlarında (Gözaltı Pazarı ve C Listesi hariç) işlem gören ve kurumsal yönetim ilkelerine uyum notu 10 üzerinden en az 7 olan şirketlerin fiyat ve getiri performansının ölçülmesidir. Kurumsal Yönetim İlkelerine uyum notu, SPK tarafından belirlenmiş derecelendirme kuruluşları listesinde bulunan derecelendirme kuruluşlarınca[1], şirketin tüm kurumsal yönetim ilkelerine bir bütün olarak uyumuna ilişkin yapılan değerlendirme sonucunda verilmektedir.

[1] Bu kuruluşlar TCR Kurumsal Yönetim ve Kredi Derecelendirme A.Ş., Saha Kurumsal Yönetim ve Kredi Derecelendirme Hizmetleri A.Ş., Kobirate Uluslararası Kredi Derecelendirme ve Kurumsal Yönetim

Tablo 1: İMKB Kurumsal Yönetim Endeksindeki Şirketler (Şubat 2011 itibariyle)

Şirket Adı	İlk D.N.*	D.T.*	D.K.*	Son D.N.*	D.T.*	D.K.*
Doğan Yayın	8.12	04.2006	ISS	8.78	07.2010	ISS
Vestel Elektronik	7.59	03.2007	ISS	8.40	02.2010	ISS
Y&Y GYO	7.88	04.2007	SAHA	8.26	04.2010	SAHA
Tofaş	7.57	05.2007	SAHA	8.41	11.2010	SAHA
Türk Traktör	7.52	08.2007	SAHA	8.30	08.2010	SAHA
Hürriyet	8.0	09.2007	ISS	8.46	09.2010	ISS
Tüpraş	7.91	10.2007	SAHA	8.55	10.2010	SAHA
Asya Katılım	7.56	07.2008	SAHA	8.17	07.2010	SAHA
Otokar	7.94	03.2008	SAHA	8.32	03.2010	SAHA
Şekerbank	8.13	02.2009	ISS	8.66	02.2010	ISS
Dentaş Ambalaj	7.08	05.2008	SAHA	8.02	08.2010	SAHA
Anadolu Efes	8.10	06.2008	SAHA	8.40	06.2010	SAHA
YapıKredi	8.02	12.2008	SAHA	8.77	12.2010	SAHA
Vakıf Y.O	7.81	01.2009	TCR	8.23	01.2010	Kobirate
Coca Cola	8.30	07.2009	SAHA	8.43	07.2010	SAHA
Arçelik	8.21	07.2009	SAHA	8.55	07.2010	SAHA
TAV	8.33	09.2009	ISS	9.03	08.2010	ISS
TSKB	8.77	10.2009	SAHA	8.91	10.2010	SAHA
Doğan Holding	8.26	11.2009	SAHA	8.42	11.2010	SAHA
Petkim	7.71	11.2009	TCR	8.19	10.2010	Kobirate
Logo	8.05	12.2009	SAHA	8.71	12.2010	SAHA
İş Leasing	8.02	12.2009	SAHA	8.37	12.2010	SAHA
Türk Prysmian	7.76	12.2009	SAHA	8.07	12.2010	SAHA
Türk Telekom	8.01	12.2009	SAHA	8.26	12.2010	SAHA
Turcas Petrol	7.52	03.2010	Kobirate			
Park Elektrik	8.64	06.2010	SAHA			
Aygaz	8.46	06.2010	SAHA			
Albaraka Türk	8.13	10.2010	JCR Eurasia Rating			
Yazıcılar Holding	8.04	11.2010	SAHA			
İhlas Holding	7.71	12.2010	JCR Eurasia Rating			
İhlas Ev Aletleri	7.12	12.2010	JCR Eurasia Rating			

Kaynak: Türkiye Kurumsal Yönetim Derneği, http://www.tkyd.org/tr/derecelendirme.asp, 18.02.2011,
*D.N.: Derecelendirme notu, *D.T.:Derecelendirme tarihi, *D.K.: Derecelendirme kuruluşu

Ayrıca İMKB Kurumsal Yönetim Endeksi kapsamında yer alan şirketlere kotta/kayıtta kalma ücreti İMKB Kurumsal Yönetim Endeksi'ne girdikleri

Hizmetleri A.Ş., JCR Avrasya Derecelendirme A.Ş. ve RiskMetrics Group Inc. (ISS) olmak üzere 5 tanedir.

tarihten itibaren; ilk 2 yıl %50, sonraki iki yıl %25 ve izleyen yıllarda %10 indirimli olarak uygulanmaktadır (www.imkb.gov.tr, 18.02.2011).

II. LİTERATÜR TARAMASI

Kurumsal yönetim-hisse getirisi ilişkisi birçok ülkede çalışmalara konu olmuştur. Ülkeden ülkeye kurumsal yönetim anlayışının ve uygulamalarının farklılık göstermesi literatürde farklı sonuçlar elde edilmesine neden olmuştur.

Literatürdeki bazı çalışmalarda kurumsal yönetim ile hisse getirisi arasındaki ilişkinin pozitif yönlü olduğuna dair sonuçlara ulaşılmıştır. Shen ve Lin (2010) Tayvan'da yapmış oldukları çalışmada, kurumsal yönetim düzeyi yüksek olan şirketlerin daha yüksek getiri elde ettiklerini saptamışlardır. Meksika'da Chong vd. (2009); Güney Kore'de Black vd. (2005) kurumsal yönetim düzeyi yüksek olan şirketlerin paydaşlarına kurumsal yönetim düzeyi düşük olan şirketlere oranla daha yüksek temettü dağıttığını ortaya koymuşlardır. Kim ve Yoon (2007) ise Güney Kore şirketlerinde kurumsal yönetim düzeyinin yüksek oluşu ile şirket hisselerinden sağlanan getiri arasında pozitif ilişki elde etmişlerdir. Arjantin'de Bebzcuk (2005) kurumsal yönetim düzeyi ile varlıklardan elde edilen getiriler arasında güçlü bir ilişki elde etmiştir. Arnott ve Asness (2003) ise ABD'de kurumsal yönetim açısından daha iyi yönetilen şirketlerin kötü yönetilen şirketlere göre paydaşlarına daha fazla temettü ödemesinde bulunduğunu belirlemişlerdir. Bauer vd. (2003) yapmış oldukları çalışmada kurumsal yönetim ile hisse getirisi arasında pozitif bir ilişki olduğunu tespit etmişlerdir. ABD'de Gompers vd. (2003) paydaş haklarının güçlü olduğu şirketlerin zayıf olan şirketlere oranla yılda %8,5 daha fazla getiri sağladığı sonucuna varmışlardır. Klapper ve Love (2002) ise kurumsal yönetim düzeyi yüksek olan şirketlerin paydaşlarına, kurumsal yönetim düzeyi düşük olan şirketlere oranla daha yüksek temettü dağıttığını belirlemişlerdir.

Literatürde kurumsal yönetim ile hisse getirisi arasında ilişki olmadığı sonucunu ortaya koyan çalışmalara da ulaşılmıştır. Büyükşalvarcı ve Abdioğlu (2010) İMKB'de yapmış oldukları çalışmada, kurumsal yönetim endeksinde olan ve kurumsal yönetim endeksinde olmayan şirketlerin paydaşlarına sağlamış olduğu getiriler arasında bir farklılık olmadığını saptamışlardır. ABD'de Core vd. (2006) ise düşük düzeyde kurumsal yönetimle yönetilen şirketlerin paydaşlarına düşük getiri sağladığına ilişkin bir sonuca varamamışlardır. Aynı şekilde ABD'de Yen (2005); Bhagat ve

Black (2002) kurumsal yönetim ile şirket hisse getirisi arasında anlamlı bir ilişki elde edememiştir.

Bazı çalışmalarda ise kurumsal yönetim ile hisse getirisi arasındaki ilişkinin negatif yönlü olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Aman ve Nguyen (2007) Japonya'da kurumsal yönetim açısından kötü düzeyde olan şirketlerin, iyi yönetilen şirketlere oranla daha fazla getiri sağladığını tespit etmişlerdir. Pham vd. (2007) Avustralya'da yapmış oldukları çalışmada yüksek düzeyde kurumsal yönetilen şirketlerin düşük düzeyde yönetilen şirketlere oranla daha az getiri sağladıklarını ortaya koymuşlardır. Drobetz vd. (2003) Almanya'da kurumsal yönetim ile hisse getirisi arasında negatif yönlü bir ilişki elde etmişlerdir.

III. VERİ ve YÖNTEM

Çalışmanın bu bölümünde verilerin nasıl elde edildiği ve kullanılan yöntemler hakkında bilgiler verilmiştir.

A. Veri

Kurumsal yönetimin hisse getirileri üzerindeki etkisini ortaya koymak amacıyla İMKB Kurumsal Yönetim Endeksi'nde işlem gören şirket hisselerinin her bir aya ait aylık getirileri[1] kullanılmıştır. Söz konusu endeks kapsamındaki şirketlerin aylık getirileri İMKB tarafından hesaplanmaktadır. Ancak endekste işlem gören 31 şirketten 7 tanesinin[2] endeks kapsamına alındıktan sonraki işlem görme süresi değerlendirme açısından yetersiz görüldüğünden çalışmada toplam 24 şirket incelenmiştir.

B. Yöntem

Çalışmada yer alan her bir şirkete ait aylık getiriler İMKB tarafından aşağıdaki formüle göre hesaplanmaktadır:

$$Gi = \frac{F_i * (BDL + BDZ + 1) - R * BDL + T - F_{i-1}}{F_{i-1}}$$

Burada; Gi: "i" ayına ait getiriyi; F_i: "i" ayına ait en son kapanış fiyatını; BDL: ay içinde alınan bedelli hisse adedini; BDZ: ay içinde alınan bedelsiz

[1]Aylık getiri bir hisse senedinin bir ay boyunca elde tutulması sonucunda elde edilen getiriyi göstermektedir.
[2]Turcas Petrol, Park Elektrik, Aygaz, Albaraka Türk, Yazıcılar Holding, İhlas Holding ve İhlas Ev Aletleri çalışma kapsamı dışı bırakılmıştır.

hisse adedini; R: rüçhan hakkı kullanma fiyatını;T: ay içinde 1.000,-TL/1 YTL nominal değerli bir hisse senedine ödenen net temettü tutarını; F_{i-1}: "i" ayından bir önceki aya ait en son kapanış fiyatını belirtmektedir.

Çalışmada iki ayrı yöntem kullanılmıştır. İlk yönteme göre, her bir şirkete ait hisse senedinin halka arz-XKURY giriş ile XKURY giriş-Aralık 2010 dönemlerini kapsayacak şekilde tüm aylık getirileri kullanılarak, 2 adet ortalama getiri hesaplanmıştır (Tablo 2). Endeks kapsamı öncesi ve sonrası aylık ortalama getirilerin hesaplanmasından sonra ise iki ortalama arasında istatistiksel açıdan anlamlı bir farklılık olup olmadığını test etmek amacıyla eşleştirilmiş iki grup t testi tekniğinden faydalanılmıştır.

İkinci yönteme göre ise çalışmada yer alan her bir şirketin XKURY giriş-Aralık 2010 dönem uzunluğu dikkate alınarak söz konusu endekse giriş öncesinden de aynı dönem uzunluğu kadar geriye gidilmiş,[1] endekse giriş öncesi ve sonrası dönem uzunlukları eşit olarak değerlendirilmiştir. Dönem uzunluklarının eşitlenmesi sonrasında ilgili dönemler boyunca elde edilen aylık getiriler kullanılarak her bir şirkete ait hisse senetlerinin 2 ayrı ortalama getirisi hesaplanmıştır (Tablo 3). Hesaplanan ortalamalara aralarında istatistiksel açıdan anlamlı bir farklılık olup olmadığını test etmek amacıyla eşleştirilmiş iki grup t testi uygulanmıştır. Verilerin analizinde SPSS 13 paket programı kullanılmıştır.

IV. BULGULAR

Bu bölümde yapılan hesaplamalar sonucu elde edilen bulgulardan bahsedilmiştir.

Tablo 2'ye göre çalışmada yer alan 24 şirketten sadece 7 tanesinin İMKB Kurumsal Yönetim Endeksi'ne girişten Aralık 2010 sonuna kadarki döneme kadar sağlamış olduğu ortalama getiri, halka arzdan söz konusu endekse giriş dönemine kadar sağlamış olduğu ortalama getirinin üzerindedir. Bu 7 şirketten 6 tanesi 2009 yılında, 1 tanesi 2008 yılında İMKB Kurumsal Yönetim Endeksi'nde işlem görmeye başlamıştır.

[1] Türk Traktör ve Asya Katılım Bankası'nda dönem uzunluğu yetersiz olduğundan halka arz tarihlerinden itibaren dönem başlatılmıştır.

Tablo 2: Halka Arz-XKURY Giriş ile XKURY Giriş-Aralık 2010 Dönemlerine Ait Aylık Getirilerinin Ortalaması (İlk Yönteme Göre)

Derecelendirme Notu Alan Şirket	Halka Arz-XKURY Giriş Dönemi Ortalaması (%)	XKURY Giriş Tarihi	XKURY Giriş-Aralık 2010 Dönemi Ortalaması (%)
1. Doğan Yayın	6,30	Nisan 2006	0,06
2.Vestel Elektronik	4,87	Mart 2007	0,89
3. Y&Y GYO	3,33	Nisan 2007	3,20
4.Tofaş	6,17	Mayıs 2007	2,18
5.Türk Traktör	3,49	Ağustos 2007	2,50
6.Hürriyet	8,49	Eylül 2007	0,31
7.Tüpraş	7,76	Ekim 2007	1,81
8.Asya Katılım	3,05	Temmuz 2008	1,03
9.Otokar	6,48	Mart 2008	2,61
10.Şekerbank	3,56	Şubat 2009	6,68
11.Dentaş Ambalaj	2,00	Mayıs 2008	3,54
12.Anadolu Efes	2,82	Haziran 2008	1,87
13.YapıKredi	7,37	Aralık 2008	4,14
14.Vakıf Y.O	4,97	Ocak 2009	8,47
15.Coca Cola	1,35	Temmuz 2009	5,68
16. Arçelik	6,44	Temmuz 2009	6,18
17. TAV	-0,88	Eylül 2009	5,02
18. TSKB	5,87	Ekim 2009	5,81
19. Doğan Holding	6,90	Kasım 2009	1,67
20. Petkim	5,42	Kasım 2009	5,23
21. Logo	2,81	Aralık 2009	1,50
22. İş Leasing	4,26	Aralık 2009	4,61
23. Türk Prysmian	5,56	Aralık 2009	2,11
24. Türk Telekom	0,57	Aralık 2009	3,86

Tablo 3: XKURY'ine Giriş Öncesi ve Sonrası Dönem Uzunlukları Eşit Değerlendirilerek Elde Edilen Aylık Getirilerin Ortalaması (İkinci Yönteme Göre)

Derecelendirme Notu Alan Şirket	XKURY Giriş Öncesi Dönem Ortalaması (%)	XKURY Giriş Tarihi	XKURY Giriş Sonrası Dönem Ortalaması (%)
1. Doğan Yayın	6,36	Nisan 2006	0,06
2.Vestel Elektronik	0,23	Mart 2007	0,89
3. Y&Y GYO	1,76	Nisan 2007	3,20
4.Tofaş	4,03	Mayıs 2007	2,18
5.Türk Traktör	3,41	Ağustos 2007	2,50
6.Hürriyet	2,71	Eylül 2007	0,31
7.Tüpraş	3,86	Ekim 2007	1,81
8.Asya Katılım	4,00	Temmuz 2008	1,03
9.Otokar	4,62	Mart 2008	2,61
10.Şekerbank	-1,91	Şubat 2009	6,68
11.Dentaş Ambalaj	1,42	Mayıs 2008	3,54
12.Anadolu Efes	0,66	Haziran 2008	1,87
13.YapıKredi	0,97	Aralık 2008	4,14
14.Vakıf Y.O	-1,61	Ocak 2009	8,47
15.Coca Cola	-0,55	Temmuz 2009	5,68
16. Arçelik	0,08	Temmuz 2009	6,18
17. TAV	-2,84	Eylül 2009	5,02
18. TSKB	4,56	Ekim 2009	5,81
19. Doğan Holding	2,16	Kasım 2009	1,67
20. Petkim	3,38	Kasım 2009	5,23
21. Logo	7,08	Aralık 2009	1,50
22. İş Leasing	7,99	Aralık 2009	4,61
23. Türk Prysmian	4,07	Aralık 2009	2,11
24. Türk Telekom	3,24	Aralık 2009	3,86

İkinci yönteme göre yapılan hesaplamalar Tablo 3'te gösterilmiştir. Buna göre çalışmada yer alan 24 şirketten 13 tanesinin İMKB Kurumsal Yönetim Endeksi'ne girişten Aralık 2010 sonuna kadarki döneme kadar sağlamış olduğu ortalama getiri, söz konusu endekse giriş döneminden aynı dönem uzunluğu geri gidilerek elde edilen ortalama getirinin üzerindedir. Bu 13

şirketten 8 tanesi 2009 yılında, 3 tanesi 2008 yılında, 2 tanesi ise 2007 yılında İMKB Kurumsal Yönetim Endeksi'nde işlem görmeye başlamıştır.

Tablo 4, ilk yönteme göre hesaplanan ilgili ortalamalar arasındaki farklılıklara ilişkin eşleştirilmiş iki grup t testi sonuçlarını göstermektedir. Test sonuçlarına göre; %95 güven aralığında çalışmada yer alan şirketlerin İMKB Kurumsal Yönetim Endeksi kapsamına girmeden önceki ve girdikten sonraki aylık ortalama getirileri arasında istatistiksel açıdan anlamlı bir farklılık elde edilememiştir (sig. > 0,05).

Tablo 4: Eşleştirilmiş İki Grup T Testi Sonuçları (İlk Yönteme Göre)

	Ortalama	Std. Sapma	Std.Hata Ort.	t	Anlamlılık
XKURY- Öncesi XKURY-Sonrası	1,16792	3,62248	0,73944	1,579	0,128

Tablo 5 ise ikinci yönteme göre hesaplanan ilgili ortalamalar arasındaki farklılıklara ilişkin eşleştirilmiş iki grup t testi sonuçlarını göstermektedir. Test sonuçlarına göre; %95 güven aralığında çalışmada yer alan şirketlerin İMKB Kurumsal Yönetim Endeksi kapsamına girmeden önceki ve girdikten sonraki aylık ortalama getirileri arasında istatistiksel açıdan anlamlı bir farklılık elde edilememiştir (sig. > 0,05). Bu sonuçlara göre kurumsal yönetilmenin hisse getirileri üzerinde bir etkisi olmadığı sonucuna varılabilir.

Tablo 5: Eşleştirilmiş İki Grup t testi Sonuçları (İkinci Yönteme Göre)

	Ortalama	Std. Sapma	Std.Hata Ort.	t	Anlamlılık
XKURY- Öncesi XKURY-Sonrası	-0,90833	4,29287	0,87628	-1,037	0,311

SONUÇ ve DEĞERLENDİRME

Bu çalışmada; ortaya çıkan finansal krizler ve şirket skandallarıyla son zamanlarda önemi gitgide artan kurumsal yönetim uygulamalarının şirket getirileri üzerindeki etkisi araştırılmıştır. Bu amaçla İMKB tarafından hesaplanan aylık getiriler kullanılarak iki farklı yöntem uygulanmıştır. İlk yönteme göre, halka arz-XKURY giriş ile XKURY giriş-Aralık 2010 dönemlerini kapsayacak şekilde her bir şirkete ait hisse senetlerinin aylık getirilerinin ortalaması hesaplanmıştır. İkinci yöntemde ise her bir şirkete ait XKURY giriş-Aralık 2010 dönem uzunluğu esas alınarak, ilgili endekse giriş tarihinden aynı dönem uzunluğu kadar geri gidilmiş ve endekse giriş öncesi

ile sonrası dönemler eşitlenmiştir. Sonrasında ise ilgili dönemler boyunca her bir şirkete ait hisse senetlerinin aylık getirilerinin ortalaması hesaplanmıştır. Her iki yöntem kendi içinde değerlendirilecek şekilde, elde edilen ortalamalara, aralarında istatistiksel açıdan anlamlı bir farklılık olup olmadığını belirlemek üzere eşleştirilmiş iki grup t testi uygulanmıştır. Yapılan istatistiksel analiz sonucu her iki yöntem kullanılarak elde edilen ortalamalar arasında istatistiksel açıdan anlamlı bir farklılık olmadığı tespit edilmiştir. Literatürde ise kurumsal yönetim ile hisse getirisi ilişkisi ile ilgili farklı sonuçlar ortaya konmuştur. Çalışmadan elde edilen sonuç, literatürdeki bazı çalışmalardan elde edilen sonuçlarla örtüşmektedir (Büyükşalvarcı ve Abdioğlu, 2010; Core vd., 2006; Yen, 2005; Bhagat ve Black, 2002).

Bu çalışmanın önemli bir kısıdı; çalışmada yer alan şirket sayısının az olması ve özellikle endekste yer almak için yeterli kurumsal yönetim notunun alınması sonrası dönemin sağlıklı bir analiz için yeterli uzunlukta olmamasıdır. Bu kısıt; ilerleyen dönemde yapılacak olan çalışmalarda, İMKB Kurumsal Yönetim Endeksi kapsamındaki şirket sayısının ve şirketlerin söz konusu endeksteki işlem döneminin artması sonucunda aşılabilir.

KAYNAKÇA

AGUILERA, Ruth V. (2005), "Corporate Governance and Director Accountability: An Intuitional Comparative Perspective", British Journal of Management, Vol. 16, ss.39-53.

AMAN, Hiroyuki ve NGUYEN, Pascal. (2007). "Do Stock Prices Reflect the Corporate Governance Quality of Japanese Firms?" Working Paper, University of New South Wales. (http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=983301), 16.02.2011.

ARNOTT, Robert D. ve ASNESS, Clifford, S.. (2003), "Surprise! Higher dividends = Higher earnings growth", Financial Analysts Journal, 59 (January/February), ss.70-87.

BAUER, Rob, GUENSTER Nadja ve OTTEN Roger. (2003). "Empirical Evidence on Corporate Governance in Europe. The Effect on Stock Returns, Firm Value and Performance." EFMA 2004 Basel Meetings Paper.

BEBZCUK, Ricardo 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.

BHAGAT, Sanjai ve Bernard BLACK. (2002). "The non-correlation between board independence and long term firm performance", Journal of Corporation Law 27 (winter), ss. 231-274.

BLACK, S.Bernard, JANG, Hasung, ve KİM, Woochan, (2005). "Does corporate governance predict firms' market values?. Evidence from Korea", ECGI-Finance Working Paper No. 86/2005.

BÜYÜKŞALVARCI, Ahmet ve ABDİOĞLU, Hasan. (2010). "Corporate 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 (2010), http://www.eurojournals.com/finance.htm. ss.70-81, 10.02.2011.

ÇARIKÇI, H.İlker, KALAYCI Şeref ve GÖK İbrahim Yaşar (2009), "Kurumsal Yönetim- Şirket Performansı İlişkisi: İMKB Kurumsal Yönetim Endeksi Üzerine Ampirik Bir Çalışma", Alanya İşletme Fakültesi Dergisi, 1/1(2009) ss.51-72.

CHONG Alberto, GUİLLEN Jorge ve LOPEZ-DE-SILANES Florencio. (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, John E., WAYNE R. Guay, ve RUSTICUS Tjomme 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.

DAĞLI Hüseyin, AYAYDIN Hasan ve EYÜBOĞLU Kemal. (2010), "Kurumsal Yönetim Endeksi Performans Değerlendirmesi: Türkiye Örneği", Muhasebe ve Finansman Dergisi, Sayı:48, Ekim 2010, ss.18-31.

DROBETZ Wolfgang, SCHİLLHOFER Andreas ve ZIMMERMANN Heinz (2003), "Corporate Governance and Firm Performance: Evidence

from Germany", http://www.cofar.uni-mainz.de/dgf2003/paper/paper146.pdf, 18.02.2011

GOMPERS, Paul A., ISHII Joy L., ve METRICK Andrew, (2003), "Corporate governance and equity prices", Quarterly Journal of Economics 118, ss.107–155.

GÜRBÜZ, A.Osman ve ERGİNCAN, Yakup (2004), "Kurumsal Yönetim: Türkiye'deki Durumu ve Geliştirilmesine Yönelik Öneriler", Literatür Yayıncılık, İstanbul.

GÜVEN Alpay, BODUR Muzaffer, ENER Hakan ve TALUG Cem (2005), "Comparing board-level governance at MNEs and local firms: Lessons from Turkey", Journal of International Management 11 (2005) ss.67-86.

KİM, Hyo Jin ve YOON Soon, Suk, (2007). "Corporate Governance and Firm Performance in Korea", Malaysian Accounting Review, Volume 6, No. 2, 2007.

KLAPPER, Leora F., ve LOVE, Inessa, (2002). "Corporate governance, investor protection, and performance in emerging markets". Washington, DC: World Bank.

LUO, Yadong (2005), "Corporate Governance and Accountability in Multinational Enterprises: Concepts and Agenda", Journal of International Management, 11, ss. 1–8.

PHAM Peter Kien, SUCHARD JoAnn ve ZEİN Jason. (2007). "Corporate Governance, Cost of Capital and Performance: Evidence from Australian Firms", http://ssrn.com/abstract=1015985, 16.02.2011.

SHEN, Chung-Hua ve KUN-Lİ Lin. (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.

SHLEİFER, Andrei, ve VISHNY Robert, (1997), "A Survey of Corporate Governance," The Journal of Finance, Vol. LII, No.2, ss.737-783.

SPK (2005), "Kurumsal Yönetim İlkeleri", İlk Yayınlanma Tarihi: Temmuz 2003 Düzeltilmiş İkinci Yayınlanma Tarihi: Şubat 2005,

http://www.spk.gov.tr/displayfile.aspx?action=displayfile&pageid=66&fn=66.pdf&submenuheader=null, 18.02.2011.

TOPAÇ, Erhan. (2002), "Kurumsal Yönetim İlkelerinin Sermaye Piyasalarının Gelişmesindeki Önemi ve Türkiye Uygulamaları", İMKB-Sermaye Piyasalarında Kurumsal Yönetim İlkeleri Konferansı, 26.04.2002.

YEN, Shih-Wei. (2005). "Are Well Governed Firms Safe Investments?" (http://ssrn.com/ abstract=648401), 17.02.2011.

http://www.imkb.gov.tr/Indexes/StockIndexesHome/CorporateGovernanceIndex.aspx, 18.02.2011.

http://www.tkyd.org/tr/derecelendirme.asp, 15.02.2011.