

Araştırma Makalesi

Sürdürülebilirlik Kapsamında Kurumsal Yönetim ve Firma Performansı İlişkisi: BİST Kurumsal Yönetim Endeksinde Bir Analiz¹

The Relationship between Corporate Governance and Firm Performance in the Scope of Sustainability: An Analysis in the BIST Corporate Governance Index

Derya YÜCEL Dr. Öğr. Üyesi, Bolu Abant İzzet Baysal Üniversitesi Yönetim ve Organizasyon Bölümü deryayucel@ibu.edu.tr https://orcid.org/0000-0003-1853-2673	Rahmi YÜCEL Prof. Dr., Bolu Abant İzzet Baysal Üniversitesi İşletme Bölümü yucel_r@ibu.edu.tr https://orcid.org/0000-0001-8601-921X	Ahmet KARAVAŞ Bolu Abant İzzet Baysal Üniversitesi Lisansüstü Eğitim Enstitüsü a.karavas@atlantikkimya.com.tr https://orcid.org/0000-0003-4444-7878
---	--	--

Makale Geliş Tarihi	Makale Kabul Tarihi
12.08.2022	10.11.2022

Öz

Bu çalışma kapsamında şirketlerin kurumsal yönetim uygulama düzeylerinin performans göstergesi olarak kullanılan kurumsal yönetim derecelendirme notlarının yatırımcılar tarafından şirketlerin gelecekteki nakit akışlarını etkileyecek önemli bir bilgi olarak değerlendirilip değerlendirilmediğinin ve bunun sonucunda da hisse senedi fiyatlarına yansıtılıp yansıtılmadığının araştırılması amaçlanmaktadır. Bu amaçla çalışmada BİST'e kote olan ve kurumsal yönetim endeksinde yer alan (finansal kurumlar hariç) firmaların 2008-2018 döneminde kurumsal yönetim derecelendirme notlarının açıklandığı tarihler etrafındaki hisse senedi fiyatlarının anormal bir değişim gösterip göstermediği olay çalışması yöntemi ile araştırılmıştır.

Araştırma sonucunda 32 şirkete ait 254 gözlem dikkate alındığında şirketlerin kurumsal yönetim derecelendirme notunun açıklandığı tarihten önceki ve sonraki 20 günlük dönemde anormal fiyat hareketinin olduğu gözlenmiştir. Sonuçlar kurumsal yönetim derecelendirme notlarının yatırımcılar için fiyata yansıtılan önemli bir bilgi olarak değerlendirildiğine işaret etmektedir. Kurumsal yönetim ilkelerini uygulayan şirket hisselerini olay döneminde elinde bulunduran yatırımcıların %160,32 düzeyinde anormal getiri elde ettiği görülmektedir.

Anahtar Kelimeler: Kurumsal sürdürülebilirlik, kurumsal yönetim, firma performansı, anormal getiri, BİST

Abstract

In this study, it is aimed to investigate whether the corporate governance rating grades, which are used as a performance indicator of the corporate governance application levels of the companies, are evaluated as an important information that will affect the future cash flows of the companies, and as a result, whether they are reflected in the stock prices. For this purpose, the case study method was used to investigate whether the stock prices of the companies listed on the BIST and included in the corporate governance index (excluding financial institutions) showed an abnormal change in the 2008-2018 period around the dates of the announcement of their corporate governance rating grades.

¹ Bu çalışma yazarlar tarafından “II. International Academician Studies Congress 2021/Fall, Karabük” kongresinde sunulan aynı isimli bildiriden genişletilerek elde edilmiştir.

Önerilen Atıf /Suggested Citation

Yücel, D., Yücel, R., Karavaş, A., 2022 Sürdürülebilirlik Kapsamında Kurumsal Yönetim ve Firma Performansı İlişkisi: BİST KY Endeksinde Bir Analiz, *Üçüncü Sektör Sosyal Ekonomi Dergisi*, 57(4), 2829-2846.

As a result of the research, when 254 observations of 32 companies were taken into account, it was observed that there were abnormal price movements in the 20-day period before and after the announcement of the corporate governance rating of the companies. The results indicate that corporate governance ratings are considered as important information for investors, which is reflected in the price. It is observed that investors who hold company shares that apply corporate governance principles during the event period have an abnormal return of 160,32%.

Keywords: Corporate sustainability, corporate governance, firm performance, abnormal return, BIST

1. Giriş

Son yüzyıllık dönemde globalleşme daha önce ülkelerin içinde dolaşan sermayenin ülkeler arasında hızlı bir şekilde hareketliliğine neden olmuştur. Buna bağlı olarak Amerika ve uzak doğu ülkelerinde yaşanan sermaye piyasaları kaynaklı ekonomik krizler pek çok ülkeyi olumsuz yönde etkilemiş ve bu krizler tüm dünya için bir tehdit haline getirmiştir. Amerika'da WorldCom ve Enron, Çin'de Yanguangxia, İtalya'da Parmalat, Hollanda'da Ahold, gibi ekonomik olarak büyük yankı uyandıran firma skandalları, kurumsal yönetime olan ihtiyacı ortaya çıkardığı gibi kurumların sadece içinde bulundukları zaman ve ekonomi ile değil, aynı zamanda gelecek ve dünya ekonomisi ile ne derece ilişkili olduklarını ortaya koymuştur. Bu örnekler ayrıca işletmelerin kendi gereksinimleri için tükettikleri kaynakların, dünyayı nasıl olumsuz etkileyebildiğinin gözlenmesi açısından önemli bir kurumsal sürdürülebilirlik örneği olmuştur.

Bu ve benzer örnekler ile literatür çalışmaları dikkate alındığında sürdürülebilirlikle kurumsal yönetimin pek çok açıdan birbiri ile yakın ilişki içerisinde olduğu gözlenmektedir. Önceleri sürdürülebilirlik kavramının “sürdürülebilir kalkınma” olarak ele alınması ve bu kalkınmanın da temel yapı taşının işletmeler olduğu gerçeği, bu ilişkinin ne derece yakın olduğunu ortaya koymaktadır. Bu kapsamda özellikle kurumsal sürdürülebilirlik kavramı ile kurumsal yönetim iç içedir.

Özellikle halka açık işletmelerde kurumsal sürdürülebilirlik için önemli bir araç olan kurumsal yönetimin etkileri çeşitli çalışmalarla vurgulanmaktadır (Sancar, 2013; Antwi-Adjei, 2020; Naciti, 2022). Ancak yapılmış çalışmalarda iyi bir kurumsal yönetime sahip olmanın firma açısından yatırımcıların davranışlarına olan etkilerini analiz eden yeteri kadar çalışma olmadığı gözlenmektedir. Özellikle kurumsal yönetim uygulamalarındaki başarı düzeyinin bir göstergesi olarak değerlendirilebilecek, kurumsal yönetim ilkelerine uyum notunun yatırımcılar açısından hisse senedi fiyatına yansıtılacak önemli bir bilgi içeriğinin olup olmadığını inceleyen çalışmaların sınırlı olduğu görülmektedir.

Bu kapsamda hazırlanan çalışmada öncelikle sürdürülebilirlik ve kurumsal sürdürülebilirlik kavramları ele alınmakta daha sonra kurumsal yönetim kavramı ve sürdürülebilirlik ilişkisine literatür eksenli yer verilmektedir. Araştırma kısmında BİST kurumsal yönetim endeksine tabi firmalarda kurumsal derecelendirme notu olarak kullanılacak olan kurumsal yönetim ilkelerine uyum notu açıklama tarihi etrafındaki anormal fiyat hareketlerinin olay çalışması yöntemi ile incelenmesi ve inceleme sonrasında elde edilen bulgu ve sonuçlara yer verilmektedir.

2. Sürdürülebilirlik ve Kurumsal Sürdürülebilirlik

İlk kez 1987 yılında Birleşmiş Milletler'in Brundtland Raporunda bugünkü anlamıyla yer verilen sürdürülebilirlik kavramı, başlangıçta sürdürülebilir kalkınmayla özdeş bir şekilde kullanılarak "Bugünün gereksinimlerini, gelecek kuşakların gereksinimlerini karşılama yeteneğinden ödün vermeden karşılayan kalkınma" olarak tanımlanmıştır. Daha sonra farklı şekillerde ele alınan sürdürülebilirlik, Gilman (1992)'ye göre ekosistemin ya da devam eden herhangi bir sistemin ana kaynakları tüketmeden işlevini sürdürmesidir.

Ekonomi ile ilişkilendirildiğinde, geleneksel kalkınma teorilerindeki gibi nihai hedefi kâr elde etmek olan anlayışın ötesinde, dünyanın mevcut kaynaklarını korumak ve gelecek nesillere aktarılmasını sağlamayı içerir. Bu da ancak kişisel veya şirketlere dair ekonomik çıkarlar ve kâr beklentilerinden ziyade, kamu yararının ön plana alınarak bugün temelli üretim yerine geleceği ve gelecek nesilleri de hesaba katan bir kalkınma anlayışının benimsenmesiyle mümkündür (Karabıçak ve Özdemir, 2015, s. 45).

Sürdürülebilirlik insanların bugün kendi gereksinimlerini karşılarken, sonraki kuşaklarında kendi gereksinimlerini karşılama becerisinden mahrum bırakmadan sergilediği sosyal, ekonomik ve toplumsal faaliyetlerdir. Zaten Brundtland Raporunda da, sürdürülebilir kalkınma, basit bir çevrecilik

ve kalkınma anlayışının dışında, kaynakların rasyonel kullanımını ve korunmasını esas alan ekonomik bir kavram olarak ele alınmaktadır. Bu bağlamda çevreye uygun bir ekonominin temel şartının “sürdürülebilir kalkınma” ile olacağı ifade edilmektedir. Raporun tüm dünya ülkeleri için öngördüğü kalkınma modelinde (Özmehmet, 2008, s. 7);

- Uzun vadeli, kalıcı bir ekonomik büyüme,
- Kalkınma ile doğa arasındaki dengeyi koruyan bir ekonomi,
- Doğayı tüketmeden kullanan uygulamalara dayanan ve dolayısıyla uzun vadede sürdürülebilir bir ekonomik gelişme olarak özetlenmektedir.

Bu açıklamalar ışığında sürdürülebilirliğin, genellikle kabul gören ve Brundtland Raporunda da yer verilen Ekonomik, Sosyal ve Çevresel olarak üç boyutunun olduğu görülmektedir (Holmberg ve Sandbrook, 1992).

- **Ekonomik Sürdürülebilirlik** : Ekonomik bir sistemin sürdürülebilir olması için, o ekonomideki mal ve hizmetlerin sürdürülebilirlik esaslarına göre üretilmesi; hükümet ve dış borçların kontrolünün sağlanarak sürdürebilmesi, tarımsal ve endüstriyel üretimin önündeki zarar veren sektörel dengesizliklerin giderilmesi gereklidir.
- **Çevresel Sürdürülebilirlik**: Çevresel sürdürülebilir bir sistemde, kaynak temeli sabit tutulmaya çalışılmalı, yenilenebilir kaynakların veya çevresel yatırım faktörlerinin israfından kaçınılmalı ve yenilenmeyen kaynakların da kullanıldığı kadarı yerine konularak tüketilmelidir. Ayrıca çevresel sürdürülebilirliğin de sağlanmasıyla, ekonomik kaynak olarak sınıflandırılmayan, biyolojik çeşitlilik, atmosferik denge ve diğer ekosistem işlevleri de korunabilmektedir.
- **Sosyal Sürdürülebilirlik**: Sosyal sürdürülebilir bir sistemde ise, daha çok eşit dağılım söz konusudur. Sağlık, eğitim hizmetlerinde ki eşitlik ve cinsiyet eşitliği sağlanarak politik sorumluluk ile katılımı içeren sosyal hizmetlerin ihtiyacı olan her bireye ve yeterli düzeyde gerçekleştirilmesi sağlanmalıdır.

Tablo 1: Sürdürülebilir Kalkınma İlkeleri

SÜRDÜRÜLEBİLİR KALKINMA İLKELERİ	
Çevresel	1. Yeryüzünün canlılığının çeşitliliğinin korunması 2. Yaşam destek sistemlerinin korunması 3. Yenilenebilir kaynaklarının sürdürülebilir kullanımı 4. Yenilenemeyen kaynakların kullanımının en aza indirgenmesi 5. Çevreye ve bütün yaşayan canlıların sağlığına verilen zararın ve kirliliğin en aza indirgenmesi 6. Kültürel ve tarihi çevrenin korunması
Ekonomik	1. Ulusal ve nesiler arası adaletin teşvik edilmesi 2. Eşit olmayan değiş tokuştan kaçınılması 3. Bir grubu zenginleştirmek için bir diğer grubun yoksullaştırılmaması 4. Gerçek maliyet fiyatlandırmasının sağlanması 5. Etik olan tedarik ve yatırım politikaların teşvik edilmesi 6. Maliyet ve yararların eşit dağıtımının desteklenmesi 7. Yerel ekonomilerin desteklenmesi
Sosyal	1. İnsan yaşam kalitesinin gelişimine izin verilmesi 2. Haklar arasında sosyal adaletin desteklenmesi 3. Kültürel ve sosyal bütünlüğün hesaba katılması 4. Kendine güven ve hür iradenin yükseltilmesi 5. Bireyselden uluslararasına kadar bütün seviyelerde karar almada işbirliğinin ve katılımın cesaretlenmesi 6. Halkın yetkilendirilmesi ve kapasite artırımı için fırsatlar sağlanması

Kaynak: DuPlessis, 1998; aktaran: Akgül, 2010, s. 159

Örgütsel düzeye kurumsal sürdürülebilirlikle ifade edilen sürdürülebilir kalkınma anlayışı, Dyllick ve Hockerts (2002)'ye göre “bir kurumun, doğrudan ve dolaylı paydaşlarının ihtiyaçlarını, gelecekteki paydaşlarının ihtiyaçlarını karşılayabilme olanağını tehlikeye atmadan gerçekleştirilen kalkınma” şeklinde ifade edilmektedir. Tanımdan da görüldüğü üzere kurumsal sürdürülebilirlik, sürdürülebilirlik kavramının örgüt düzeyinde ele alınmasını içerir.

3. Kurumsal Yönetim ve Sürdürülebilirlik

Kurumsal yönetim kavramı Ekonomik İşbirliği ve Kalkınma Örgütü (OECD) tarafından bir firmanın yönetimi, yönetim kurulu, iç paydaşları ve diğer dış paydaşlarının aralarındaki bağı kapsayan bir kavram olarak ele alınmaktadır. Kurumsal yönetim, mikro ve makro ekonomik politikalardan, ürün ve faktör piyasalarındaki rekabet seviyesine kadar şirketlerin yaptığı her hareketi biçimlendiren belirli unsurları daha yaygın ekonomik sınırlar içinde ele almaktadır. Kurumsal yönetim, bir takım resmi ve kurumsal değerlere dayanır (OECD, 2004).

Shleifer ve Vishny (1997)'ye göre kurumsal yönetim şirketlere en önemli noktalardan biri olan şirket yararı ve pozitif bir iktisadi bakış açısı ile yaklaşarak, büyük ölçekli şirketlere finansal olarak kaynak veren tedarikçilerin güvende olmalarını sağlayacak birtakım yolları araştırmak, bulmak ve en iyi şekilde uygulamak şeklinde tanımlanmaktadır. Millstein (1998)'e göre ise kurumsal yönetim; firmanın, iç ve dış tedarikçilerinin haklarına zarar vermeyecek şekilde, finansal kaynakları ve insan gücünü şirket yararına çekmesini, faydalı çalışmasını ve bu şekilde de paydaşları için uzun vadede finansal fayda yaratarak istikrarlı bir şekilde büyümesini mümkün kılan yasa, şirket kuralları ve özel uygulamaların bileşimidir.

Kurumsal yönetim, işletmenin kritik yönetimi ile görevli ve sorumlu ortakların (üst yönetim), bu vazifeleri ve mesuliyetlerini ifa ederken; firma üzerinde kendilerini belirli nedenlerle “pay sahibi” hisseden hak sahipleri, personelleri, alıcılar ve diğer toplumsal ve sosyal kurumlar olmak üzere tüm dış paydaşları ile olan bağlarını kapsamaktadır (Ülgen ve Mirze, 2004).

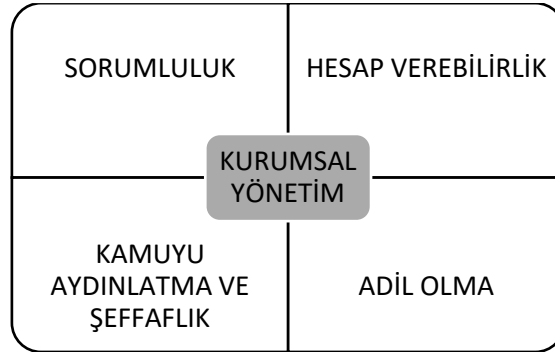
Son yüzyıllık dönemde sık sık ortaya çıkan şirket skandalları, şirket yönetimlerinin şirket kaynaklarını kötüye kullanması, şirketlerin çevreye verdiği zararlar, şirket yönetiminin dış bilgi kullanıcılarına faaliyetlerini eksik ya da yanıltıcı bir şekilde bildirmesi gibi önem arz eden konuların önemsizleştirilmesi kurumsal yönetime duyulan ihtiyacı ön plana çıkarmıştır. 2002 yılında firma skandallarının ardından açıklanan Sarbanes-Oxley yasası, kurumsal yönetim uygulamalarının süreç içerisinde nasıl bir yol göstereceğine ışık tutan bir yasa olarak sürece dahil olmuştur (Kula, 2006, s. 12). SOX yasası olarak da bilinen bu düzenleme ile Enron olayı ve sonrasındaki büyük mali skandallara neden olan gevşek denetim politika ve uygulamalarının bir daha aynı olumsuz sonuçları doğurmaması için iç ve dış mali denetim alanında bazı değişiklikler getirilmiştir. Tablo 2’de özetlenen bu değişiklikler on bir ana başlık altında toplanmıştır (Akküçük, 2009, s. 9).

Tablo 2: Sarbanes Oxley Yasasının 11 Ana Başlığı

Başlık I Halka açık şirketlerin muhasebe gözetim kurulu
Başlık II Denetçi bağımsızlığı
Başlık III Kurumsal sorumluluk
Başlık IV Kamuyu aydınlatıcı şirket açıklamaların geliştirilmesi
Başlık V Mali analiz ile uğraşanların çıkar çatışması
Başlık VI Kurul kaynak ve otoritesi (Sermaye Piyasası Kurulu)
Başlık VII Çeşitli çalışmalar ve raporlar
Başlık VIII Yolsuzluklar için cezai müeyyideler
Başlık IX Beyaz yaka cezai müeyyidelerindeki artışlar
Başlık X Kurumsal vergi iadesi

Başlık XI Kurumsal yolsuzluk ve hesap verebilirlik

OECD tarafından temelleri atılan kurumsal yönetim teorisinin adil olma, kamuyu aydınlatma ve şeffaflık, hesap verebilirlik ve sorumluluk olmak üzere dört ana ilkesi bulunmaktadır. Bu ilkelerin göz önünde bulundurulması ile şirket paydaşlarına değer katılması öngörülmüştür.



Şekil 1: Kurumsal yönetimin ilkeleri

a) Kamuyu Aydınlatma ve Şeffaflık İlkesi

Kurumsal yönetim prensiplerinden biri olan kamuyu aydınlatma ve şeffaflık ilkesi firmaların paydaşları, şirketin yönetim yapısı ve finansal verilerine sürekli erişilebilir karşılaştırma yapabilecek bir formatta şirket verilerinin paylaşması olarak da tanımlanabilir. Yapılan tanımda açıkça vurgulandığı gibi bu ilke firmaların bilgilerini karşılaştırılabilir, zamanında ve doğru bir şekilde iç ve dış paydaşları ile paylaşması gerektiğini belirtmektedir. İlke kapsamında şirketin bu bilgileri açık ve net, tarafsız, erişimi kolay, eksiksiz ve zamanında sunması beklenmektedir (TÜSİAD, 2000, s. 41-45).

b) Hesap Verebilirlik İlkesi

Hesap verebilirlik, firma sorumlularının (üst yönetim) görev ve sorumluluklarının tanımlanması, iç ve dış paydaşların menfaatlerinin güvenli bir yapıya kavuşturulması ve verilen kararların yönetim kurulunca takip edilmesini içermektedir. Hesap verebilirlik, firma yetkililerinin vermiş oldukları kararlarda önceden belirlenmiş kriterleri temel almaları ve verilen kararların temel dayanaklarının iç ve dış paydaşlara açıklanması sorumluluklarının olduğu anlamına gelmektedir (Erdem ve Yörük, 2005, s. 397).

c) Sorumluluk İlkesi

Sorumluluk ve hesap verebilirlik prensibi birbirlerini tamamlayıcı iki temel prensiptir. Bu ilke, yetkili olan kişilere görevlerin yerine getirilip getirilmediğini, sorumlulukların hakkıyla yapıp yapılmadığını araştırma olanağı verirken, hesap verebilirlik ilkesi ise yetkililerin yaptıkları fiilleri gerekçelendirme imkânı vermektedir (Doğan, 2007, s. 54).

d) Adil Olma İlkesi

Firma yönetiminin tüm hak sahiplerine karşı eşit şekilde davranması ilkesidir. Bu ilke, küçük veya büyük hissedarlar ve yabancı veya yerli ortaklar da dâhil bütün hissedar paylarına ve haklarına sahip çıkılmasının ifadesidir. Adil olma ilkesine göre; kurumsal yönetim sınırları dâhilinde, hissedarlık payları ve hakları koruma altına alınmalı ve bu payların ve hakların kullanılabilmesini daha basit bir şekle getirmelidir (SPL, 2016). Ancak bu ilke, sadece hissedarlara değil tüm paydaşlara karşı eşit davranılmasını ve işletme yönetiminin verdiği kararlar ve yaptıkları uygulamalarda sadece hissedarların değil, tüm tarafların haklarının korunmasını ifade eder.

Bu kapsamda kurumsal yönetim uygulamaları sonucunda yapılan değerlendirme ile oluşan kurumsal yönetim derecelendirme notları işletmelerin bu ilkeleri ne derece başarılı uyguladıklarının bir göstergesi olarak değerlendirilebilir. Kurumsal yönetim ilkelerini başarı ile uygulayan firmaların kurumsal sürdürülebilirliği sağlama ve gelecekte de başarı ile varlığını idame etmesi olasıdır. Bu nedenle açıklanan kurumsal yönetim derecelendirme notlarının firmanın başarısının değerlendirmesinin bir

ölçüsü olarak paydaşlar ve yatırımcılar açısından firma değerinin belirlenmesinde önemli bir bilgi olarak kullanılması beklenir.

4. Araştırma Yöntemi

Açıklanan kurumsal yönetim derecelendirme notlarının yatırımcılar tarafından hisse senedi fiyatlarına yansıtılan önemli bir bilgi olarak değerlendirilmesi açıklama tarihinde bu açıklamalara bağlı oluşacak fiyat değişimleri ile varlığını gösterir. Piyasa etkinliğine bağlı olarak bu fiyat hareketlerinin açıklama tarihinde gerçekleşmesi ve fiyatlara yansması beklenir. Bu çerçevede konu ile ilgili yapılan sınırlı sayıdaki çalışmada farklı bulgulara rastlanmaktadır.

Sakarya (2011)'in çalışmasında 2009 yılında BİST kurumsal yönetim endeksine alınan 11 şirketin kurumsal yönetim notu açıklama tarihi sonrası hisse senedi değerlerinde pozitif yönlü anormal getiri hareketleri gözlenmiştir. Yavuz ve diğ. (2015)'de de 2012-2013 yıllarında ilk defa kurumsal yönetim endeksine alınan 11 şirket üzerinde olay günü etrafındaki ± 10 günlük dönemde pozitif ve negatif düzeyde anlamlı anormal getiri hareketlerinin olduğu raporlanmaktadır.

Benzer şekilde Sakarya ve diğerleri (2017)'nin 2011-2015 döneminde kurumsal yönetim endeksine tabi firmaları esas alan ve yıl bazında yatay kesit analize dayanan çalışmada not açıklama tarihi öncesi ve sonrası 10 günlük dönemde olay günü etrafında $\pm 1,5$ aralığında sınırlı da olsa anormal getiri hareketlerinin olduğu gözlenmiştir.

Yapılan bu çalışmalara karşı Kandır (2013)'de 2011 yılını esas alan ve 5 banka ile bir katılım bankasını içeren örnekleme kurumsal derecelendirme notu açıklama tarihi öncesi ve sonrası 5 günlük dönemde hisse senedi getirilerinde önemli ve anlamlı anormal getiri hareketlerin olmadığı vurgulanmıştır. Çalışmaya göre yatırımcılar kurumsal yönetim uygulamalarına fazla önem vermemekte ve buna bağlı olarak not açıklamalarını fiyata yansıtılacak önemli bir bilgi olarak değerlendirmemektedirler.

Esendemirli ve Acar (2016) 2013-2014 döneminde, Sakarya ve Aksu (2016) ise 2013-2015 döneminde kurumsal yönetim endeksindeki şirketlerin finansal performansları ile kurumsal yönetim puanlarını karşılaştırarak yaptıkları analizlerde kurumsal yönetim notları ile finansal performansları arasında anlamsız ve uyumsuz ilişkilerin olduğunu raporlamışlardır.

Benzer şekilde konu ile ilgili Endonezya borsasında yapılan çalışmalarda da kurumsal yönetim uygulamaları ile hisse senedi getirileri arasında anlamlı bir tutarlı ilişkinin olmadığı, tespit edilen sınırlı ve önemsiz ilişkilerin ise negatif yönde olduğu gözlenmektedir (Wardhana ve diğ., 2017; Putri, 2019). Lee (2015) yapmış olduğu çalışmada Kore örnekleme açısından kurumsal yatırımcıların olduğu işletmelerde kurumsal yönetim düzeyini artıran vekalet oylamalarının firma performansı üzerindeki etkisinin blok hissedarlar ve yabancı yatırımcıların bulunduğu işletmelerde daha yüksek olduğunu raporlamıştır.

4.1. Araştırmanın Amacı

Çalışma 1986 yılında İstanbul menkul kıymetler borsası olarak kurulan ve 2013 yılından itibaren de Borsa İstanbul olarak isimlendirilen BİST'te 31.08.2007 tarihinden itibaren hesaplanan kurumsal yönetim endeksinde işlem gören firmaların kurumsal yönetim derecelendirme notlarının açıklandığı tarihler etrafındaki fiyat hareketlerini incelemektedir. Bu sayede kurumsal yönetim derecelendirme notlarına ilişkin açıklamaları yatırımcıların hisse senedi fiyatlarına yansıtıp yansıtmadığı ve hisse senedi getirilerine etki eden önemli bir bilgi içeriğinin olup olmadığının “olay çalışması” metoduyla analiz edilmesi amaçlanmaktadır.

Sermaye Piyasası Kurulunca yetkilendirilmiş derecelendirme kuruluşları tarafından, şirketin tüm kurumsal yönetim ilkelerine uyumuyla ilgili yapılan değerlendirme sonucunda verilen Kurumsal Yönetim İlkelerine uyum notu, derecelendirme yaptırmak isteyen şirketin talebi ile verilir ve yıllık olarak yenilenir. Asgari derecelendirme notu şartını sağlayan şirketlerin payları, derecelendirme notunun KAP'ta yayımlandığı günü takip eden iş gününde endekse alınır. Hesaplanmasına 31.08.2007 tarihinde başlanan kurumsal yönetim endeksinin başlangıç değeri 48.082'dir.

4.2. Ana Kütle ve Örneklem

Araştırma kapsamında BİST kurumsal yönetim endeksine tabi firmalar araştırma evrenini oluşturmakta olup yapılan hesaplamalarda esas alınan zaman aralığında veri sürekliliği sağlanamayan, ilgili verilerine ulaşılamayan firmalar analiz kapsamı dışında bırakılarak araştırma örnekleme oluşturulmuştur. Bu kapsamda pandemi döneminin doğurduğu anormal etkileri dışarda tutabilmek için analiz dönemi olarak 2008 yılından 2018 yılına kadar olan dönem esas alınmış olup, kurumsal yönetim endeksine dahil firmaların 2008-2018 yıllarına ait günlük kapanış fiyatları, sermaye artırım tür, tarih ve oranları, kurumsal yönetim endeks değerleri ile derecelendirme notları ve açıklandığı tarihler kullanılmıştır. Veriler Borsa İstanbul ve İş Yatırım A.Ş. veri yayınından elde edilmiştir.

Veri hazırlık işlemleri Microsoft Access ortamında yapıldıktan sonra oluşturulan veri tabloları üzerindeki hesaplamalar Microsoft Excel ortamında yapılmıştır. Kurumsal yönetim endeksinde bulunan ve 2008-2018 tarihleri arasında işlem görmüş tüm firmalar araştırma evrenine eklenmiştir. Bu şekilde belirlenen ana kütleye aşağıdaki seçim ve ayıklama kriterleri uygulanarak, araştırmanın örnekleme oluşturulmuştur.

1. Yukarıda ifade edilen yıllar dışında düzensiz işlem yapan ya da derecelendirme yapmayan şirketler örneklem dışında bırakılmıştır.
2. Kurumsal derecelendirme notunun açıklandığı tarihten öncesi ve sonrasında minimum 60 gün işlem yapmayan şirketlere ait gözlemler, örneklem dışında tutulmuştur.
3. Kurumsal derecelendirme notunun açıklandığı tarih ve oranlarına ulaşılamayan, ulaşılsa bile derecelendirme notunun açıklandığı tarihte getirisi sağlıklı şekilde hesaplanamayan gözlemler, örnekleme dahil edilmemiştir.
4. Tüm incelemelere rağmen değerlerinde aşırı sapma gösteren ve sapmanın sebebi açıklanamayan anormal gözlemler örneklem dışında bırakılmıştır.
5. Mali yapıları ve işleyişleri yapısal olarak farklılık gösteren finansal kurumlar örnekleme dahil edilmemiştir.

Değişkenlere ilişkin yapılan hesaplamalar sonrasında elde edilen veri setinde açıklama tarihi öncesi ve sonrası döneme ait anormal getiri değişiklikleri hesaplanmıştır. Analizde 32 firmanın toplam 254 firmayıl gözlemine yer verilmiştir. Çalışmaya dahil edilen firmalar ve açıklama tarihleri Tablo 1’de sunulmaktadır. Tabloda çok sayıda firma yer aldığından firmaların tanımlanmasında BİST endeks kodları kullanılmaktadır.

Tablo 3: Çalışma Kapsamında Örneklem Dahil Edilen Firmalar ve Olay Tarihleri

HİSSE	TARİH	HİSSE	TARİH	HİSSE	TARİH	HİSSE	TARİH	HİSSE	TARİH
AEFES	11.06.2008	DGZTE	30.11.2009	IHLAS	27.07.2016	PNSUT	20.11.2015	TRCAS	3.03.2017
AEFES	5.06.2009	DGZTE	3.11.2010	IHLAS	27.07.2017	PNSUT	26.11.2016	TRCAS	2.03.2018
AEFES	2.06.2010	DGZTE	3.11.2011	IHLAS	27.08.2018	PNSUT	28.11.2017	TTKOM	28.12.2009
AEFES	1.06.2011	DGZTE	5.11.2012	IZOCM	26.03.2015	PRKAB	29.12.2009	TTKOM	28.12.2010
AEFES	1.06.2012	DGZTE	5.11.2013	IZOCM	29.12.2015	PRKAB	29.12.2010	TTKOM	28.12.2011
AEFES	24.05.2013	DGZTE	5.11.2014	IZOCM	23.12.2016	PRKAB	22.12.2011	TTKOM	12.12.2012
AEFES	23.05.2014	DGZTE	5.11.2015	IZOCM	8.12.2017	PRKAB	14.12.2012	TTKOM	12.12.2013
AEFES	22.05.2015	DGZTE	7.11.2016	LOGO	23.12.2009	PRKAB	13.12.2013	TTKOM	12.12.2014
AEFES	18.05.2016	DGZTE	6.11.2017	LOGO	20.12.2010	PRKAB	5.12.2014	TTKOM	12.11.2015
AEFES	18.05.2017	DOAS	24.01.2011	LOGO	19.12.2011	PRKAB	4.12.2015	TTKOM	12.12.2016
AEFES	18.05.2018	DOAS	31.12.2012	LOGO	14.12.2012	PRKAB	5.12.2016	TTKOM	12.12.2017
AKSA	5.08.2014	DOAS	27.12.2013	LOGO	13.12.2013	PRKAB	5.12.2017	TTRAK	21.08.2008
AKSA	23.07.2015	DOAS	15.12.2014	LOGO	15.12.2014	PRKME	12.03.2010	TTRAK	19.08.2009
AKSA	20.07.2016	DOAS	15.12.2015	LOGO	15.12.2015	PRKME	8.03.2011	TTRAK	19.08.2010

AKSA	20.07.2017	DOAS	14.12.2016	LOGO	15.12.2016	PRKME	3.08.2012	TTRAK	18.08.2011
AKSA	20.07.2018	DOAS	15.12.2017	LOGO	15.12.2017	PRKME	8.03.2013	TTRAK	17.08.2012
ARCLK	30.07.2009	ENKAI	26.11.2012	MGROS	30.12.2015	PRKME	3.03.2014	TTRAK	16.08.2013
ARCLK	30.07.2010	ENKAI	21.11.2013	MGROS	30.12.2016	PRKME	3.03.2015	TTRAK	15.08.2014
ARCLK	1.08.2011	ENKAI	20.11.2014	MGROS	29.12.2017	PRKME	3.03.2016	TTRAK	14.08.2015
ARCLK	30.07.2012	ENKAI	3.11.2015	OTKAR	20.03.2008	PRKME	3.03.2017	TTRAK	12.08.2016
ARCLK	29.07.2013	ENKAI	3.11.2016	OTKAR	19.03.2009	PRKME	8.06.2018	TTRAK	11.08.2017
ARCLK	23.07.2014	ENKAI	3.11.2017	OTKAR	19.03.2010	SISE	29.12.2014	TUPRS	6.10.2008
ARCLK	22.07.2015	EREGL	29.07.2015	OTKAR	18.03.2011	SISE	18.12.2015	TUPRS	7.10.2009
ARCLK	22.07.2016	EREGL	29.07.2016	OTKAR	19.03.2012	SISE	16.12.2016	TUPRS	5.10.2010
ARCLK	27.07.2017	EREGL	28.07.2017	OTKAR	19.03.2013	SISE	15.12.2017	TUPRS	5.10.2011
ARCLK	20.07.2018	EREGL	27.07.2018	OTKAR	19.03.2014	TAVHL	4.09.2009	TUPRS	5.10.2012
ASELS	12.12.2012	HURGZ	25.09.2008	OTKAR	19.03.2015	TAVHL	31.08.2010	TUPRS	4.10.2013
ASELS	13.12.2013	HURGZ	28.09.2009	OTKAR	21.03.2016	TAVHL	26.08.2011	TUPRS	1.10.2014
ASELS	12.12.2014	HURGZ	22.09.2010	OTKAR	21.03.2017	TAVHL	24.08.2012	TUPRS	2.10.2015
ASELS	11.12.2015	HURGZ	23.09.2011	OTKAR	21.03.2018	TAVHL	23.08.2013	TUPRS	3.10.2016
ASELS	12.12.2016	HURGZ	24.09.2012	PETUN	10.12.2012	TAVHL	21.08.2014	TUPRS	3.10.2017
ASELS	12.12.2017	HURGZ	24.09.2013	PETUN	20.11.2013	TAVHL	21.08.2015	VESTL	27.06.2008
AYGAZ	30.06.2010	HURGZ	24.09.2014	PETUN	21.11.2014	TAVHL	19.08.2016	VESTL	25.07.2009
AYGAZ	30.06.2011	HURGZ	18.09.2015	PETUN	20.11.2015	TAVHL	18.08.2017	VESTL	26.02.2010
AYGAZ	29.06.2012	HURGZ	19.09.2016	PETUN	18.11.2016	TOASA	28.11.2008	VESTL	28.02.2011
AYGAZ	1.07.2013	HURGZ	19.09.2017	PETUN	14.12.2017	TOASA	23.11.2009	VESTL	27.02.2012
AYGAZ	1.07.2014	IHEVA	28.12.2010	PGSUS	31.12.2013	TOASA	23.11.2010	VESTL	22.02.2013
AYGAZ	1.07.2015	IHEVA	20.11.2011	PGSUS	24.10.2014	TOASA	23.11.2011	VESTL	21.02.2014
AYGAZ	1.07.2016	IHEVA	27.09.2012	PGSUS	29.05.2015	TOASA	9.11.2012	VESTL	23.02.2015
AYGAZ	22.06.2017	IHEVA	1.08.2013	PGSUS	26.08.2016	TOASA	11.03.2013	VESTL	22.02.2016
AYGAZ	22.06.2018	IHEVA	25.07.2014	PGSUS	21.08.2017	TOASA	5.11.2014	VESTL	21.02.2017
CCOLA	3.07.2009	IHEVA	27.07.2015	PGSUS	7.08.2018	TOASA	5.11.2015	VESTL	21.02.2018
CCOLA	1.07.2010	IHEVA	27.07.2016	PINSU	4.12.2013	TOASA	3.11.2016	YAZIC	8.11.2010
CCOLA	1.07.2011	IHEVA	27.07.2017	PINSU	5.12.2014	TOASA	2.11.2017	YAZIC	3.11.2011
CCOLA	2.07.2012	IHEVA	11.07.2018	PINSU	4.12.2015	TRCAS	12.03.2010	YAZIC	18.10.2012
CCOLA	1.07.2013	IHLAS	28.12.2010	PINSU	21.11.2016	TRCAS	8.03.2011	YAZIC	11.10.2013
CCOLA	1.07.2014	IHLAS	20.12.2011	PINSU	21.11.2017	TRCAS	8.03.2012	YAZIC	9.10.2014
CCOLA	1.07.2015	IHLAS	28.09.2012	PNSUT	24.11.2011	TRCAS	8.03.2013	YAZIC	8.10.2015
CCOLA	1.07.2016	IHLAS	2.08.2013	PNSUT	23.11.2012	TRCAS	3.03.2014	YAZIC	10.10.2016
CCOLA	3.07.2017	IHLAS	25.07.2014	PNSUT	20.11.2013	TRCAS	3.03.2015	YAZIC	11.07.2017
CCOLA	2.07.2018	IHLAS	27.07.2015	PNSUT	20.11.2014	TRCAS	3.03.2016		

4.3. Hipotez ve Değişkenler

Fama (1970)'de ortaya koyduğu etkin piyasa hipotezine göre menkul kıymetin geçmişine ilişkin tüm bilginin fiyata yansıdığı piyasanın “zayıf formda etkin piyasa”, geçmiş ve kamuya açıklanmış tüm bilginin menkul kıymet fiyatlarına yansıdığı piyasanın “yarı güçlü formda etkin piyasa” ve yalnız kamuya açık bilginin değil şirket içi bilgilerinde menkul kıymet fiyatına yansıdığı piyasanın da “güçlü formda etkin piyasa” olduğu bilinmektedir. Fama (1991)'de, piyasa etkinliğine ilişkin doğru bulguların günlük getiriler üzerinden yapılacak olay çalışmalarından elde edilebileceğini belirtmektedir.

Bu kapsamda yapılmış bazı çalışmalarda zayıf formda etkin olduğu raporlanan (Smith ve Ryoo, 2003; Çelik ve Taş, 2007; Kurtaran ve diğ., 2018) BİST için kurumsal yönetim endeksine tabi firmalarda derecelendirme notunun kamuya açıklandığı tarih öncesi veya sonrasında anormal bir fiyat hareketi veya getirinin oluşması beklenmez. Zira açıklanan bilginin açıklama tarihinde fiyata yansıtacağı ve açıklama sonrasında buna bağlı fiyat hareketlerinin oluşmayacağı kabul edilir.

H₁: Kurumsal derecelendirme notunun açıklandığı tarih etrafındaki günlerde ortalama anormal getiriler 0'a eşittir.

$$OAG_{it} = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N AG_{it} = 0, i = 1 \dots N$$

Araştırmada olay çalışması yöntemi kullanılmış olup hisse senetlerinin kurumsal yönetim derecelendirme notlarının açıklandığı tarihten önceki 19 ve sonraki 20 günlük dönem (-19.;20.) test dönemi olarak, kurumsal yönetim derecelendirme notunun açıklandığı tarihten önceki (-60.;-20.) güne kadar olan dönem ise tahmin dönemi olarak belirlenmiştir. Belirlenen bu dönemlerde kurumsal yönetim derecelendirme notlarının açıklandığı tarihten önceki 60 ve sonraki 20 günlük süre içerisinde kurumsal yönetim endeksinde olan firmaların hisse senedi getirileri hesaplanmıştır. Tahmin ve test dönemlerinin eşit olması için ([-59;-20] ve [-19;20]) 40 günlük dönemlerde araştırma değişkenlerine ilişkin hesaplamalar yapılmıştır.

Kurumsal yönetim derecelendirme notunun açıklandığı tarih etrafındaki anormal hisse getiri hareketlerini test etmek amacıyla daha önce Özer ve Yücel (2001) tarafından hisse senedi ihraç tarihi etrafındaki getiri hareketlerinin analizinde kullanılan Pattel (1976)'nın Standardize Edilmiş Artık Test yöntemi kullanılmıştır. Yöntemin uygulanmasında anormal hisse getirilerinin hesaplanabilmesi için öncelikli olarak gerekli olan hisse getirileri aşağıdaki formülasyon yardımı ile belirlenmiştir.

$$HG_{i,t} = \frac{(HF_{i,t} - HF_{i,t-1}) + KP_{i,t}}{HF_{i,t-1} + RB_{i,t}} \quad (3.1)$$

$HG_{i,t}$: t gününde i hisse senedinin getirisi,

$HF_{i,t}$: t gününde i hisse senedinin düzeltilmiş kapanış fiyatı,

$HF_{i,t-1}$: t-1 gününde i hisse senedinin kapanış fiyatı,

$KP_{i,t}$: t gününde i hisse senedine verilen nakit kâr payı,

$RB_{i,t}$: t gününde i hisse senedi için ödenen rüçhan bedeli,

Çalışma kapsamında piyasa getirisi tahmininde BİST kurumsal yönetim endeks getiri verileri kullanılmaktadır. Bu amaçla endeks getirileri aşağıdaki gibi hesaplanmıştır.

$$EG_t = \frac{ED_t - ED_{t-1}}{ED_{t-1}} \quad (3.2)$$

EG_t : t gününde bileşik kurumsal yönetim endeks getirisi,

ED_t : t günündeki bileşik kurumsal yönetim endeksinin kapanış değeri,

ED_{t-1} : t-1 günündeki bileşik kurumsal yönetim endeksinin kapanış değeri.

Anormal getirilerin hesaplanmasında piyasa modeline oranla olayın etkili olduğu dönemde daha iyi sonuçlar veren “Piyasaya Ayarlanmış Getiriler” yöntemi tercih edilmiştir (Strong, 1992). Yönteme göre herhangi bir dönem için beklenen hisse senedi getirisinin aşağıdaki gibi piyasanın kazancıyla aynı olduğu kabul edilir (Özer ve Yücel, 2001).

$$E(HG_i) = E(EG) \quad (3.3)$$

Yöntem pazarın getirisini beklenen getiri olarak kabul ettiği için t günündeki i hissesinin anormal hisse senedi getirisi, aşağıdaki gibi hesaplanır.

$$AG_{it} = HG_{it} - E(EG_t) \quad (3.4)$$

$AG_{i,t}$: t gününde i hisse senedinin anormal getirisi.

Ortalama anormal getirisi ise,

$$OAG_{it} = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N AG_{it} = 0, i = 1 \dots N \quad (3.5)$$

Ortalama anormal getirilerdeki hareketlerin istatistiksel olarak anlamlılığını normal dağılıma göre test etmek üzere hesaplanacak Z test istatistiği ve standart sapma değeri aşağıdaki formüllerle elde edilmektedir.

$$Z_{it} = \frac{\frac{AG_{it}}{S_i \sqrt{C_{it}}}}{\sqrt{\frac{T_i - 2}{T_i - 4}}}, i = 1 \dots N$$

$$S_i = \sqrt{\sum_i^T \frac{(AG_{it})^2}{T - 2}}, T = -T \dots -s, i = 1 \dots N \quad (3.6)$$

Standart sapma için düzeltme faktörü olan C_{it} aşağıdaki şekilde hesaplanmaktadır.

$$C_{it} = 1 + \frac{1}{T} + \frac{(EG_t - \overline{EG})^2}{(EG_j - \overline{EG})^2}$$

$$\overline{EG} = \frac{1}{T} \sum_{j=1}^r EG_j$$

$$j, T = -T \dots -s, t = -s + 1 \dots r, i = 1 \dots N \quad (3.7)$$

5. Bulgular

Yapılan hesaplamalar neticesinde elde edilen test istatistikleri ve bunlara ilişkin değişken bulguları Tablo 2’de yer almaktadır. Tablo incelendiğinde olay öncesi ve sonrası dönemde elde edilen getirilerin piyasa getirileri üzerinden anormal düzeyde ve anlamlı şekilde farklılaştığı gözlemlere rastlanmaktadır.

Ayrıca olay öncesi 11 gün ve olay sonrası 15 günlük dönemde özellikle yoğunlaşan anlamlı pozitif anormal getiri hareketlerin varlığı da dikkat çekmektedir.

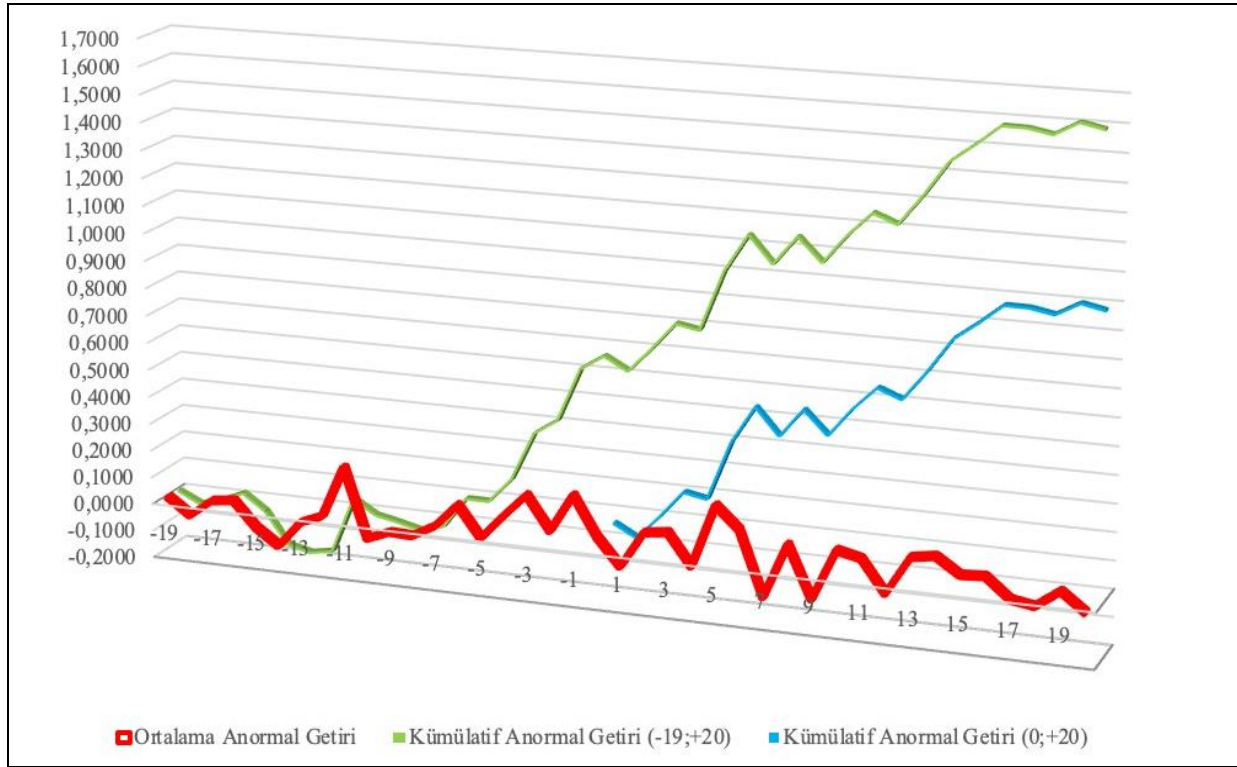
Tablo 4: Derecelendirme Tarihi Etrafındaki Anormal Getiri Hareketleri

T	Zit	Ortalama Anormal Getiri	P	Anlam Seviyesi	Kümülatif Anormal Getiri (-19;+20)	Kümülatif Anormal Getiri (0;+20)
-19	0,3142	0,0203	0,3767	---	0,0203	
-18	-0,6170	-0,0398	0,2686	---	-0,0195	
-17	0,3684	0,0237	0,3563	---	0,0042	
-16	0,5218	0,0336	0,3009	---	0,0379	
-15	-0,8962	-0,0578	0,1851	---	-0,0199	
-14	-1,8057	-0,1164	0,0355	%5 Anlamlı	-0,1363	
-13	-0,3016	-0,0194	0,3815	---	-0,1557	
-12	0,2159	0,0139	0,4145	---	-0,1418	
-11	3,1708	0,2044	0,0008	%1 Anlamlı	0,0626	
-10	-0,7784	-0,0502	0,2182	---	0,0124	
-9	-0,2658	-0,0171	0,3952	---	-0,0047	
-8	-0,3216	-0,0207	0,3739	---	-0,0255	
-7	0,3828	0,0247	0,3509	---	-0,0008	
-6	1,7374	0,1120	0,0412	%5 Anlamlı	0,1112	
-5	-0,0083	-0,0005	0,4967	---	0,1107	
-4	1,4100	0,0909	0,0793	---	0,2016	
-3	2,7294	0,1759	0,0032	%1 Anlamlı	0,3775	
-2	0,8520	0,0549	0,1971	---	0,4324	
-1	3,0184	0,1946	0,0013	%1 Anlamlı	0,6270	
0	0,8253	0,0532	0,2046	---	0,6802	0,0532
1	-0,7039	-0,0454	0,2407	---	0,6349	0,0078
2	1,3507	0,0871	0,0884	---	0,7219	0,0949
3	1,5200	0,0980	0,0643	---	0,8199	0,1929
4	-0,2429	-0,0157	0,4040	---	0,8043	0,1772
5	3,3201	0,2140	0,0004	%1 Anlamlı	1,0183	0,3913
6	2,1003	0,1354	0,0179	%5 Anlamlı	1,1537	0,5267
7	-1,4861	-0,0958	0,0686	---	1,0579	0,4308
8	1,6067	0,1036	0,0541	---	1,1615	0,5344
9	-1,2968	-0,0836	0,0974	---	1,0779	0,4508
10	1,5908	0,1025	0,0558	---	1,1804	0,5534
11	1,2900	0,0832	0,0985	---	1,2636	0,6365
12	-0,5056	-0,0326	0,3066	---	1,2310	0,6039
13	1,6538	0,1066	0,0491	%5 Anlamlı	1,3376	0,7106

14	1,8703	0,1206	0,0307	%5 Anlamlı	1,4582	0,8311
15	0,9885	0,0637	0,1615	---	1,5219	0,8948
16	1,0727	0,0692	0,1417	---	1,5910	0,9640
17	-0,0199	-0,0013	0,4921	---	1,5897	0,9627
18	-0,2432	-0,0157	0,4039	---	1,5741	0,9470
19	0,7282	0,0469	0,2333	---	1,6210	0,9940
20	-0,2763	-0,0178	0,3912	---	1,6032	0,9762

Bulgular özellikle açıklama sonrası dönemde artan anlamlı anormal getiri hareketlerinin varlığını ortaya koyarken, test dönemini içeren (-19;20) döneminde toplamda %160,32 olay ve sonrası (0;20) dönemde de %97,62'lik ortalama anormal birikimli getiri oluştuğunu göstermektedir.

Grafik 1: Derecelendirme Tarihi Etrafındaki Ortalama Anormal Ve Kümülatif Ortalama Anormal Getiri Hareketleri



6. Tartışma ve Sonuç

Kurumsal yönetim, yönetim performansının objektif olarak izlenmesi ile performans artışına olanak sağlamaktadır. Bu sayede şirketler yakaladıkları başarılı performansı uzun vadede kalıcı kılmaları için gerekli olan menfaat sahiplerinin çıkarlarının uzlaştırılması amacını da başardıklarından, ekonomik etkinlik için gerekli kaynakları sağlayan menfaat sahipleriyle ilişkilerin güçlenmesi ve şirket sürdürülebilirliğinin desteklenmesi mümkün olur. Ayrıca şirketlerin ekonomik sistemden düşük maliyetli yatırım sermayesi alabilmesi yatırımcı güveninin geliştirilmesi ile mümkündür. Bu güven ise şirkete sağlanan kaynakların yatırımcılarla üzerinde anlaşılan amaçlar doğrultusunda kullanılmasının sağlanması ve bunun yatırımcılarca objektif olarak gözlenebilmesi ile mümkündür. Bu çerçevede kurumsal yönetim hem şirket özelinde hem de ekonomide kaynakların etkin kullanımını özendirerek kıt kaynakların korunmasına ve büyümesine yardımcı olur ve toplumsal ihtiyaçların tatmin edilmesini sağlar (Akyüz, 2009, s. 59-60). Bu nedenle kurumsal yönetim uygulamalarının kurumsal sürdürülebilirliği destekleyen ve yatırımcılar açısından da şirketlere değer katan bir unsur olması beklenir.

Bu amaçla kurumsal sürdürülebilirlik için önemli bir araç olan kurumsal yönetimin ilkelerini benimseyen ve uygulayan işletmelerin hisse senedi performansında bir farklılaşma olup olmadığının incelendiği bu çalışmada kurumsal yönetim derecelendirme notlarının açıklandığı tarihler etrafındaki hisse senedi fiyat hareketlerine bağlı getiri değişiklikleri incelenmiştir.

Çalışma sonucunda elde edilen bulgular 2008-2018 yıllarını içeren dönem için kurumsal yönetim derecelendirme notlarının açıklandığı tarih öncesinde ve sonrasında anormal hisse getirilerinin oluştuğunu göstermektedir. Bulgularda ayrıca olay öncesi 11. gün ile olay sonrası 15.güne kadar olan dönemde zaman zaman gözlenen anlamlı anormal getiri hareketlerinin pozitif yönde ve anlamlı olduğu dikkat çekmektedir.

Bulgulara göre kurumsal yönetim derecelendirme notlarının yatırımcılar açısından fiyata yansıtılan önemli bir bilgi olarak değerlendirildiği gözlenmektedir. Ayrıca açıklanması beklenen derecelendirme notuna ilişkin beklentinin olay öncesinde fiyata yansıyan önemli etkilerinin olduğu da görülmektedir.

Olay öncesi ve sonrası dönem dikkate alındığında olay öncesinde -19. günden olay sonrası 20.güne kadar dönemde kurumsal yönetim ilkelerini uygulayan hisseleri elinde bulunduran yatırımcının piyasa getirisine ek ortalama %160,32'lik bir birikimli anormal getiri elde edebileceği görülmektedir. Olay günü ve sonrasındaki 20 günlük dönem dikkate alındığında ise bu durum piyasa getirisine ek ortalama %97,62'lik birikimli anormal getiri düzeyinde gerçekleşmektedir.

Elde edilen sonuçlar Kandır (2013), Aksu ve Aytekin (2015), Esendemirli ve Acar (2016), Sakarya ve Aksu (2016), Wardhana ve diğ. (2017) ve Putri (2019)'dan farklı olarak kurumsal yönetim derecelendirme notlarının açıklandığı tarih etrafında anlamlı ve önemli bir getiri hareketinin olduğunu ve bu hareketin önemli şekilde pozitif yönlü ayrıştığını ortaya koymaktadır. Sonuçların ayrıca Baek ve diğ. (2004), Black ve diğ. (2006), Sakarya (2011), Jo ve Harjoto (2011), Yenice ve Dölen (2013), Yavuz ve diğ. (2015) ve Sakarya ve diğ. (2017)'nin sonuçlarını desteklediği gözlenmektedir.

Kurumsal yönetim derecelendirme notlarına ilişkin açıklamaların yatırımcıların hisse senedi fiyatlarına yansıttığı ve hisse senedi getirilerine etki eden önemli bir bilgi içeriğinin olduğuna ilişkin bu bulgular kurumsal yönetim uygulamalarının yatırımcılar açısından firmaların gelecekteki nakit yaratma güçlerini olumlu etkileyecek önemli bir gösterge olarak değerlendirildiğine işaret etmektedir.

Ayrıca kurumsal derecelendirme notunun açıklandığı tarih sonrasında da bu bilgiye dayalı anormal getiri hareketlerinin yaşanması piyasa etkinliği ile ilgili olarak da yarı güçlü formda bir etkinliğin olmadığına ancak zayıf formda etkinliğin olabileceğine işaret etmektedir.

Çalışmanın 2008-2018 dönemini ve finansal kuruluşlar dışındaki sektörleri esas alması en önemli sınırlamalarını oluşturmaktadır. Bu kapsamda özellikle pandemi döneminin tüm sektörler üzerinde oluşturduğu radikal değişim ve dalgalanmalar ile bunların yatırımcı davranışlarında meydana getirdiği önemli farklılaşmalar nedeni ile gelecekte yapılacak çalışmaların pandemi ve sonrası dönemi de içerecek şekilde ve finansal kurumlar özelinde de gerçekleştirilmesinin konunun daha ayrıntılı incelenmesine önemli katkı sağlayacağı değerlendirilmektedir.

Kaynaklar

- Akgül, U. (2010). Sürdürülebilir Kalkınma: Uygulamalı Antropolojinin Eylem Alanı, Ankara Üniversitesi Dil ve Tarih-Coğrafya Fakültesi Antropoloji Dergisi, 24, 147-159.
- Akküçük, U. (2009). İş Etiğinde Sarbanes-Oxley (SOX) Yasası'nın Etkisi ve Toplam Kalite Yönetimi Uygulamalarında Yansımaları. İş Ahlakı Dergisi, Mayıs 2009, Cilt 2, Sayı 3, s. 7-17.
- Aksu, M. & Aytekin, S. (2015). Kurumsal Yönetim İlkelerine Uyum Notu İle Hisse Senedi Getirisi İlişkisi: Bist Kurumsal Yönetim Endeksi Üzerine Bir Uygulama. Gümüşhane Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi, 6(13), 201-219.
- Akyüz, B. (2009). Kurumsal Yönetim Ve Türkiye'de Kurumsal Yönetim Düzenlemeleri. Muhasebe ve Vergi Uygulamaları Dergisi, 2, 53-81.
- Antwi-Adjei, A., Kong, Y., Kwame, O. & Antwi-Adjei, N. A. (2020). A Review: Corporate Governance and Sustainability. International Journal of Scientific Research in Science and Technology, Volume 7, Issue 6, 79-89.

- Baek, J.-S., Kang, J.-K., & Suh Park, K. (2004). Corporate governance and firm value: evidence from the Korean financial crisis. *Journal of Financial Economics*, 71(2), 265–313. [https://doi.org/https://doi.org/10.1016/S0304-405X\(03\)00167-3](https://doi.org/https://doi.org/10.1016/S0304-405X(03)00167-3)
- Black, B. S., Jang, H., & Kim, W. (2006). Does Corporate Governance Predict Firms' Market Values? Evidence from Korea. *The Journal of Law, Economics, and Organization*, 22(2), 366–413. <https://doi.org/10.1093/jleo/ewj018>
- Çelik, T.T. & Taş, O. (2007). Etkin Piyasa Hipotezi ve Gelişmekte Olan Hisse Senedi Piyasaları. *İstanbul Teknik Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, 4(2), 11-22.
- Doğan, M. (2007). *Kurumsal Yönetim*. Ankara: Siyasal Yayınevi.
- Dyllick, T. & Hockerts, K. (2002). Beyond the business case for corporate sustainability. *Business Strategy and the Environment*, 11: 130-141. <https://doi.org/10.1002/bse.323>
- Erdem, M.S. & Yörük, N. (2005). Aile İşletmelerinde Kurumsal Yönetim Ve Finansal Performans İlişkisi. *Orta Anadolu İşletmecilik Kongresi*, 08-09/09/2005. TOKAT.
- Esendemirli, E. & Acar, E. (2016). Finansal Performans Ve Kurumsal Yönetim Derecelendirme Notları: Borsa İstanbul Kurumsal Yönetim Endeksi 2013-2014 Yılları Karşılaştırması. *Muhasebe Bilim Dünyası Dergisi*, (18/1), 625-671.
- Fama, E.F. (1970). Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work. *The Journal of Finance*, 25(2), 383–417. <https://doi.org/10.2307/2325486>
- Fama, E.F. (1991). Efficient Capital Markets: II. *The Journal of Finance*, 46, 1575-1617. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1991.tb04636.x>
- Gilman, R. (1992). Sustainability. By Robert Gilman from the 1992 UIA/AIA call for sustainable community solutions. Erişim Tarihi: 20 Ekim 2021. <https://www.context.org/about/definitions/#sustainability>
- Holmberg, J. & Sandbrook, R. (1992). Sustainable Development: What Is To Be Done? Making Development Sustainable: Redefining Institutions, Policy, And Economics. (Ed. J. Holmberg). International Institute For Environment And Development, 19-38, Island Press, Washington, D.C. <https://doi.org/10.1080/1351847021000025777>
- Jo, H., & Harjoto, M. A. (2011). Corporate Governance and Firm Value: The Impact of Corporate Social Responsibility. *Journal of Business Ethics*, 103(3), 351–383. <https://doi.org/10.1007/s10551-011-0869-y>
- Kandır, S. Y. (2013). Kurumsal Yönetim Derecelendirme Notu Açıklamalarının Hisse Senedi Getirileri Üzerindeki Etkisinin İncelenmesi. *Bankacılar Dergisi*, 2013(85), 21–31.
- Karabıçak, M. & Özdemir, M. B. (2015). Sürdürülebilir Kalkınmanın Kavramsal Temelleri, Süleyman Demirel Üniversitesi Vizyoner Dergisi, Cilt: 6, Sayı: 13, 44-49.
- Kula, V. (2006). *Kurumsal Yönetim-Hissedarların Korunması Uygulamaları ve Türkiye Örneği*. Papatya Yayıncılık, İstanbul.
- Kurtaran, T., Kurtaran, A. & Kurtaran, Ç. M. (2018). Zayıf Formda Piyasa Etkinliğinin Türkiye Hisse Senedi Piyasasında Test Edilmesi. *Uluslararası İktisadi ve İdari İncelemeler Dergisi*, Prof. Dr. Harun TERZİ Özel Sayısı, 457-474. DOI: 10.18092/ulikidince.456639
- Lee, S. (2015). Corporate Governance And Firm Performance: Evidence From Institutional Investors And Proxy Voting In Korea. *Hitotsubashi Journal of Economics*, 56(1), 35–53. <http://www.jstor.org/stable/43611000>
- Millstein, I. M. (1998). Corporate governance: improving competitiveness and access to capital in global markets: a report to the OECD. Organisation for Economic Co-operation and Development. Business Sector Advisory Group on Corporate Governance. Paris: OECD.

- Musco, M. (1995). A Sustainable Community Profile [Roots], UC Berkeley Places, 9, 3, 30-37. <https://escholarship.org/content/qt37h1w267/qt37h1w267.pdf>
- Naciti, V., Cesaroni, F. & Pulejo, L. (2022). Corporate governance and sustainability: a review of the existing literature. J Manag Gov 26, 55–74. <https://doi.org/10.1007/s10997-020-09554-6>
- OECD. (2004). OECD Principles of Corporate Governance. OECD Publications Service, France <https://www.oecd.org/corporate/ca/corporategovernanceprinciples/31557724.pdf>
- Özer, G. & Yücel, R. (2001). İmkb’de Hisse Senedi İhraç Tarihi Etrafındaki Anormal Fiyat Hareketleri:1990-1996 Dönemini Kapsayan Deneysel Bir Araştırma. Active Dergisi, Ocak-Şubat, 1-15.
- Özmehmet, E. (2008). Dünyada ve Türkiye Sürdürülebilir Kalkınma Yaklaşımları. Journal Of Yaşar University, 3(12), 1853-1876.
- Pattel, J. M. (1976). Corporate Forecasts of Earning Per Share of Stock Price Behavior: Emprical Tests. Journal of Accounting Research, Autumn, 246-276.
- Putri, W.C. (2019). The Effect Of Good Corporte Governance, Firm Size And Financial Leverage On Income Smooting And Its Implication On Stock Return. Scientific Journal Of Reflection: Economic, Accounting, Management And Bussines Vol. 2, 2(1), 91–100.
- Sakarya, Ş. (2011). İMKB Kurumsal Yönetim Endeksi Kapsamındaki Şirketlerin Kurumsal Yönetim Derecelendirme Notu ve Hisse Senedi Getirileri Arasındaki İlişkinin Olay Çalışması (Event Study) Yöntemi İle Analizi. ZKU Journal Of Social Sciences, 13(13), 147–162.
- Sakarya, Ş. & Aksu, M. (2016). Kurumsal Yönetim Derecelendirme Notlarının İşletmelerin Finansal Performansına Etkisi: Çok Kriterli Karar Verme Yöntemlerinden Topsis ve Moora Yöntemleri İle Bir Uygulama. Balıkesir Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi, 19(36–1).
- Sakarya, Ş., Yazgan, K. F. & Yıldırım, H. H. (2017). Kurumsal Yönetim Derecelendirmesinin Hisse Senedi Performansına Etkisi: Bist Kurumsal Yönetim Endeksi Üzerine Bir İnceleme. Sosyal ve Beşeri Bilimler Araştırmaları Dergisi, 18 (40) , 55-76.
- Sancar, G. (2013). Kurumsal Sürdürülebilirlik Bağlamında Kurumsal Yönetişim: Kavramın Doğuşu, Gelişimi Ve Değerlendirilmesi . Selçuk İletişim , 8 (1) , 71-84 . Retrieved from <https://dergipark.org.tr/tr/pub/josc/issue/19026/200530>
- Shleifer, A. & Vishny, R.W. (1997). A Survey Of Corporate Governance, The Journal Of Finance, Vol. LII. No:2. 737-783.
- Smith, G. & Ryoo, H. J. (2003). Variance Ratio Tests of the Random Walk Hypothesis for European Emerging Stock Markets. The European Journal of Finance, 9, 290-300.
- SPL (Sermaye Piyasası Lisanslama Sicil ve Eğitim Kuruluşu A.Ş.). (2016). Kurumsal Yönetim Lisanslama Ders Notları, 5-95.
- Strong, N. (1992). Modelling Abnormal Returns: A Review Article. Journal Of Business Finance & Accounting. Vol.19. No.4, June, 533-553.
- TÜSİAD. (2000). OECD Kurumsal Yönetim İlkeleri. Yayın No: TÜSİAD-T 2000-06-285, Lebib Yalçın Yayınları ve Basım İşleri A.Ş. https://tusiad.org.tr/yayinlar/raporlar/item/download/1759_c1ed5337a6238080549709276d863470
- Ülgen, H. & Mirze, K.S. (2004). İşletmelerde Stratejik Yönetim, Literatür Yayıncılık, İstanbul.
- Wardhana, R., Tjahjadi, B. & Permatasari, Y. (2017). The Mediating Role Of Growth Opportunity In Good Corporate Governance-Stock Return Relationship. Investment Management And Financial Innovations, 14(3), 313–321.

- Yavuz, S. , Yıldırım, S. & Elmas, B. (2015). Kurumsal Yönetim Endeksi İle Şirket Hisse Senedi Getiri İlişkisi: BIST’de Bir Uygulama . Erzincan Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi, 8 (2) , 73-82 .
- Yenice, S. & 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 . DOI: 10.11122/ijmeb.2013.9.19.332

Research Article**Sürdürülebilirlik Kapsamında Kurumsal Yönetim ve Firma Performansı İlişkisi: BİST Kurumsal Yönetim Endeksinde Bir Analiz***The Relationship between Corporate Governance and Firm Performance in the Scope of Sustainability: An Analysis in the BIST Corporate Governance Index*

Derya YÜCEL Dr. Öğr. Üyesi, Bolu Abant İzzet Baysal Üniversitesi Yönetim ve Organizasyon Bölümü deryayucel@ibu.edu.tr https://orcid.org/0000-0003-1853-2673	Rahmi YÜCEL Prof. Dr., Bolu Abant İzzet Baysal Üniversitesi İşletme Bölümü yucel_r@ibu.edu.tr https://orcid.org/0000-0001-8601-921X	Ahmet KARAVAŞ Bolu Abant İzzet Baysal Üniversitesi Lisansüstü Eğitim Enstitüsü a.karavas@atlantikkimya.com.tr https://orcid.org/0000-0003-4444-7878
---	---	---

Extensive Summary**1. Background**

In the last century, globalization has caused a rapid movement of the capital circulating within the countries between the countries. Accordingly, the economic crises stemming from the capital markets in the USA and the Far East countries have affected many countries negatively and these crises have made them a threat to the whole world. Company scandals such as WorldCom and Enron in the USA, Yanguangxia in China, Parmalat in Italy, and Ahold in the Netherlands, which had great economic repercussions, revealed the need for corporate governance, not only with the time and economy they are in, but also with the economy. revealed the extent to which they are related to the future and the world economy. These examples have also been an important example of corporate sustainability in terms of observing how the resources consumed by businesses for their own needs can negatively affect the world.

Considering these and similar examples and literature studies, it is observed that sustainability and corporate governance are closely related to each other in many respects. The fact that the concept of sustainability is considered as “sustainable development” in terms of its first definitions and the fact that the basic building block of this development is enterprises reveals how close this relationship is. In this context, the concept of corporate sustainability and corporate governance are intertwined.

The effects of corporate governance, which is an important tool for corporate sustainability, especially in publicly traded enterprises, are emphasized by various studies. However, it is observed that there are not enough studies that analyze the effects of having a good corporate governance on the behavior of investors in terms of the company. It is observed that there are limited studies examining whether the corporate governance compliance grade, which can be considered as an indicator of the level of success in corporate governance practices, is an important information content for investors to be reflected in the stock price.

In the study prepared in this context, first of all, the concepts of sustainability and corporate sustainability are discussed, then the relationship between the concept of corporate governance and sustainability is given on the basis of literature. In the research part, the abnormal price movements around the announcement date of the corporate governance principles compliance note, which will be used as the corporate rating score in the companies subject to the BIST corporate governance index, are

examined by the case study method and the findings and results obtained after the examination are included.

2. Purpose

Within the scope of the study, it is aimed to examine whether there are abnormal price movements around the dates of the announcement of the corporate governance rating grades of the companies included in the corporate governance index. In this way, it will be understood whether the corporate governance application level of the companies and its rating grades, which are used as performance indicators, are important information used in the estimation of future cash flows for investors and as a result reflected in stock prices.

3. Methodology

Evaluation of the announced corporate governance rating ratings as an important information reflected in the stock prices by the investors shows its existence with the price changes that will occur due to these disclosures at the date of the announcement. Depending on the market activity, these price movements are expected to occur on the announcement date and to be reflected in the prices.

The study was carried out with the case study method in the 2008-2018 period and in sectors other than financial institutions. In the data set obtained after the calculations regarding the variables, abnormal return changes for the period before and after the disclosure date were calculated. A total of 254 observations of 32 companies covering the 2008-2018 period were included in the analyzes.

Pattel (1976)'s Standardized Residual Test method, which was previously used by Özer and Yücel (2001) in the analysis of return movements around the date of issue of the corporate governance rating, was used to test the abnormal stock return movements around the date of the announcement of the corporate governance rating.

In the calculation of abnormal returns, the “Market Adjusted Returns” method, which gives better results in the period when the event is effective, was preferred compared to the market model (Strong, 1992).

4. Results and Conclusions

Findings obtained as a result of the study, it was observed that abnormal stock returns occurred before and after the announcement of corporate governance ratings for the period 2008-2018 in BIST. In the findings, it is noteworthy that the significant abnormal return movements observed from time to time between the 11th day before the event and the 15th day after the event are in a positive direction.

According to the findings, it is observed that first of all, corporate governance ratings are considered as important information reflected in the price for investors. It is also observed that the expectation regarding the expected rating to be announced has significant effects on the price before the event.

Considering the period before and after the event, it is seen that the investor who holds the shares applying the corporate governance principles from the pre-event -19 to the 20 days after the event has an average cumulative abnormal return of 160.32% in addition to the market return. Considering the event day and the 20-day period after it, this situation is observed with an average cumulative abnormal return of 97.62% in addition to the market return.

These findings indicating that the explanations regarding the corporate governance ratings reflect on the stock prices of the investors and that there is an important information content that affects the stock returns indicate that the corporate governance practices are considered as an important indicator that will positively affect the future cash generation power of the companies for the investors.

In addition, the abnormal return movements based on this information after the announcement of the corporate rating indicate that there is no semi-strong form efficiency in relation to market efficiency, but there may be a weak-form efficiency.