

İMKB Kurumsal Yönetim Endeksine Dâhil Olan Şirketlerin Getiri Performanslarının Ölçülmesi

Özet

Çalışmanın amacı, İMKB Kurumsal Yönetim Endeksinde yer alan şirketlerin bu endekse dahil olmak için gerekli notu aldıklarını kamuya açıkladıkları tarih ve hemen sonrasında hisse senetlerinin fiyatının olumlu olarak etkilenip etkilenmediğini ampirik olarak test etmektir. Araştırmamız, 31.10.2010 tarihi itibarıyla İMKB Kurumsal Yönetim Endeksinde yer alan 28 şirketin, geçer not alarak bu endekse dâhil olacaklarını açıkladıkları tarih ve sonrasındaki beş günlük süreçte sağladıkları anormal getirilerin CAPM modeli kullanılmak suretiyle tahmin edilmesi suretiyle gerçekleştirilmiştir. Araştırma sonucunda, Türkiye’de kurumsal yönetim endeksine dâhil olan şirketlerin yalnızca % 60’ının ilk bir kaç gün için yatırımcısına pozitif getiri sağladığı, ancak sağlanan bu getirilerin iki hisse senedi dışında önemli boyutta bulunmadığı ve birkaç günden sonra söz konusu şirketlerin kurumsal yönetim endeksine dâhil olma etkisinin önemli ölçüde azaldığı anlaşılmıştır. Sonuç olarak, yatırımcıların kurumsal yönetim endeksine giren şirketlere esas itibarıyla ilgi göstermediği kanaatine ulaşılmıştır.

Anahtar Kelimeler: İMKB Kurumsal Yönetim Endeksi, Kurumsal Yönetim Derecelendirmesi, Getiri Performansı, Anormal Getiri.

Measuring the Return Performances of the Companies Included in ISE Corporate Governance Index

Abstract

The aim of this study is to determine whether the stock price is affected positively after the company discloses that it has the minimum corporate governance rating to be included in ISE Corporate Governance Index. This research is made by estimating the expected returns of the 28 companies’ stocks through CAPM Model, which are included in ISE Corporate Governance Index as of 31.10.2010. The method is to estimate 5-day expected returns of companies beginning from the date they disclosed that they had the minimum corporate governance rating. The study reveals that %60 of the companies which are included in ISE Corporate Governance Index provided positive return for their investors for just a few days after disclosure, but these returns are not significantly high other than 2 exceptions, and the effect of the disclosure tends to be decreasing in the next few days. Finally, it has been concluded that the investors do not take into account companies’ being in ISE Corporate Governance Index, when they make their investment decisions.

Keywords: ISE Corporate Governance Index, Corporate Governance Rating, Return Performance, Abnormal Return

Saim KILIÇ¹

¹ Dr., İstanbul Menkul Kıymetler Borsası,
e-mail:saim.kilic@imkb.gov.tr
Bu çalışmada yer alan görüşler yazara ait olup, İMKB’nin görüşlerini yansıtmamaktadır.

I. Giriş

Son yıllarda önemi ve uygulama alanı giderek artan kurumsal yönetim ilkeleri, şirket yönetimi ile hissedarlar ve menfaat sahipleri arasındaki ilişkileri düzenleyen kurallar bütünüdür. Kurumsal yönetim, bir şirkette hissedarların yanı sıra şirketin yürüttüğü faaliyetler ile doğrudan veya dolaylı ilgili olan tüm menfaat sahiplerinin haklarını korumayı ve şirket yönetiminin sorumluluk ve yükümlülüklerini ortaya koyan bir yönetim felsefesi olarak da tanımlanabilir (Gülbüz ve Ergincan, 2004; Aktan, 2006)

İyi kurumsal yönetim kavramının içinin doldurulmasına yönelik çalışmalar sonucunda kurumsal yönetim ilkeleri adı altında çeşitli standartlar ortaya çıkmıştır. Birçok ülke, kuruluş ve uluslar arası örgüt kendi kurumsal yönetim ilkelerini yayınlamıştır. Bunların içinden uluslararası düzeyde en çok kabul gören ve yaygın olarak kullanılan kurumsal yönetim ilkeleri OECD tarafından 1999 yılında yayınlanarak 2005 yılında gözden geçirilmiş olan ilkelerdir. Ülkemizde ise OECD ilkeleri esas alınarak ilk kez Sermaye Piyasası Kurulu tarafından 2003 yılında yayınlanmış ve OECD tarafından yapılan revizyona paralel olarak 2005 yılında değişiklik yapılarak yeniden yayınlanmıştır. Adillik, sorumluluk, şeffaflık ve hesap verebilirlik ana ilkeleri üzerine oturan kurumsal yönetim ilkeleri; (i) pay sahipleri, (ii) kamuyu aydınlatma ve şeffaflık, (iii) menfaat sahipleri, (iv) yönetim kurulu olmak üzere dört ana bölümden oluşmaktadır (SPK, 2005).

Şirketler tarafından kurumsal yönetim ilkelerinin uygulanmasının çok sayıda faydası bulunmaktadır. Daha düşük sermaye maliyeti, daha çok finansman imkânı, krizlere dayanıklılık, rekabet avantajı, saygınlık, şirket değerinin artması, nakit akışında süreklilik, yüksek getiri, menfaat sahipleri arasında yakın diyalog, yolsuzluklarda azalma ve özellikle bilgilerin yatırımcılara ve menfaat sahiplerine, şirketin de hak ve yararlarını gözeterek şekilde, zamanında, doğru, eksiksiz, anlaşılabilir, analiz edilebilir, düşük maliyetle kolayca erişilebilir bir şekilde sunulmasının temin edilmesi bu faydalardan bazılarıdır (Aktan, 2006; Topçu, 2006; Kurt 2008).

riyle en çok incelenen konulardan birisidir. Örneğin Demsetz ve Lehn (1985), Morck, Shleifer ve Vishny (1988), Holderness (2003), Nenova (2003), Dyck ve Zingales (2004) ve Adams ve Ferreira (2008) kurumsal yönetim ile hisse sahipliği, kontrol ve şirket performansı ilişkisini; Andrade, Mitchell ve Stafford (2001), Holmstrom ve Kaplan (2001), Bertrand ve Mullainathan (2003) kurumsal yönetim ile şirket birleşme ve devralmaları ilişkisini; Yermack (1996), Renee (2003), Hermalin ve Weisbach (2003), Bebchuk ve Fried (2005) ve Gabaix ve Landier (2008) kurumsal yönetim ile yönetim kurulunun yapısı ve yöneticilere ödenen ücret ve ikramiyeler arasındaki ilişkileri araştırma konusu yapmışlardır.

Teoride, kurumsal yönetim ilkelerinin şirkete ve dolayısıyla da hissedarlarına fayda sağladığı varsayılmaktadır. Bu faydayı ölçmenin yöntemlerinden biri, kurumsal yönetim ile hisse getirisi arasında olumlu bir ilişki olup olmadığını analiz etmektir. Gompers, Ishii ve Metrick (2003), 1990'lı yıllarda 1500 şirket için 24 kurumsal yönetim parametresini esas alarak bir "Kurumsal Yönetim Endeksi" oluşturmuş ve bu endeksin düşük diliminde bulunan yer alan şirket hisse senetlerini satın, yüksek diliminde bulunan şirket hisse senetlerini alan bir yatırımcının yüzde 8,5 kadar daha fazla getiri sağladığı sonucuna varmıştır. Konuya ülkemiz açısından baktığımızda, halihazırda İMKB'de oluşturulmuş bir İMKB Kurumsal Yönetim Endeksi bulunmakta olup, bağımsız bir derecelendirme kuruluşundan 10 üzerinden en az 6 geçer notunu alan şirketler bu endeks kapsamına alınmaktadır. Araştırmamızın amacı, İMKB Kurumsal Yönetim Endeksinde yer alan şirketlerin bu endekse dâhil olmak için gerekli notu aldıklarını kamuya açıkladığı tarih civarında hisse senedi fiyatının nasıl etkilendiğini test etmektir.

Bu kapsamda, çalışmamız dört ana bölümden oluşmaktadır. Bundan sonraki ikinci bölümde, ülkemizde kurumsal yönetim ilkeleri konularında kaydedilen gelişmeler ile İMKB Kurumsal Yönetim Endeksi tanıtılacaktır. Üçüncü bölümde, araştırmanın amacı, araştırmada kullanılan veri seti ve araştırmanın metodolojisi açıklandıktan sonra, araştırma sonucunda elde edilen bulgulara yer verilecektir. Son bölümde ise çalışmanın sonuçları kısaca özetlenecektir.

Kurumsal yönetim, literatürde değişik yönle-

II. Türkiye’de Kurumsal Yönetim Uygulamaları ve İMKB Kurumsal Yönetim Endeksi

Türkiye kurumsal yönetim ilkeleri ile 2003 yılında tanışmıştır. SPK’nın katkılarıyla bu tarihten itibaren kurumsal yönetim ilkelerine ilişkin hukuki ve teknik alt yapı oluşturulmuştur. Bu kapsamda, öncelikle, 2003 yılı Temmuz ayında OECD tarafından yayınlanan kurumsal yönetim ilkeleri esas alınarak, SPK tarafından Türk sermaye piyasalarına yönelik Kurumsal Yönetim İlkeleri belirlenerek yayımlanmıştır. Söz konusu ilkeler, 2005 yılı Şubat ayında OECD tarafından yapılan değişikliklere paralel olarak yeniden yayınlanmıştır. İlkeler; pay sahipleri, kamuyu aydınlatma ve şeffaflık, menfaat sahipleri ve yönetim kurulu olmak üzere dört ana bölümden oluşmaktadır. Halka açık şirketlerin bu ilkelere uymaları gönüllülük esasına bağlanmıştır. Bununla birlikte, söz konusu ilkelerin uygulanıp uygulanmadığının, uygulanmadıysa buna ilişkin gerekçeli açıklamaların kamuya duyurulmasını öngören “uygula, uygulamıyorsan açıkla” prensibi benimsenmiştir. Bu prensibin bir gereği olarak da, 2004 yılı sonunda yapılan bir düzenlemeyle, hisse senetleri İMKB’de işlem gören şirketlerin 2005 yılında yayınlanacak 2004 yılı faaliyetlerine ilişkin raporlardan başlamak üzere her yıl hazırlanacak yıllık faaliyet raporlarında ve varsa internet sitelerinde dört ana başlık altında yer alan toplam 27 maddeden oluşan ve şirketlerin kurumsal yönetim uygulamaları karşındaki durumlarını yatırımcılara göstermeyi amaçlayan “Kurumsal Yönetim Uyum Raporu”nun hazırlanması ve yayınlanması yükümlülüğü getirilmiştir (Kılıç, 2008a).

Bu arada, OECD tarafından kurumsal yönetim uygulamalarının incelenmesi amacıyla yürütülen çalışma sonucunda “Türkiye’de Kurumsal Yönetim Pilot Çalışması” konulu OECD Raporu (2006) hazırlanarak kamuya açıklanmıştır. Söz konusu çalışmada, Türkiye’de kurumsal yönetim uygulamalarının geliştirilmesi amacıyla yapılması gereken düzenlemelere yer verilmiştir.

Bu düzenlemelere paralel bir şekilde, derecelendirme faaliyetlerine ve derecelendirme kuruluşlarına ilişkin esasları düzenleyen SPK’nın derecelendirme tebliği kurumsal yönetim derecelendirmesini de kapsayacak şekilde revize edilmiştir. Anılan düzenlemede, kurumsal yönetim ilkelerine uyum derecelendirmesi, ortaklıklar ve ser-

maye piyasası kurumlarının SPK tarafından yayımlanan Kurumsal Yönetim İlkelerine uyumunun derecelendirme kuruluşları tarafından bağımsız, tarafsız ve adil olarak değerlendirilmesi ve sınıflandırılması faaliyeti olarak tanımlanmıştır (Kılıç, 2008b).

Ayrıca, uygulamadan kaynaklanan sorunlar¹ da gözetilerek, halka açık şirketlerin kurumsal yönetim ilkelerinin uygulanmasına ve mevzuata uyum kapasitelerinin geliştirilmesine yönelik olarak 2008 yılında SPK tarafından yapılan bir tebliğ düzenlemesi ile iki konuda yenilik getirilmiştir. Bunlardan birincisi, payları borsada işlem gören şirketlerde pay sahipleri ile ilişkilerin yürütülmesinden sorumlu bir pay sahipleri biriminin oluşturulmasının zorunlu kılınmasıdır. Böylece, daha önce ihtiyari olarak uygulanan kurumsal yönetim ilkelerinde yer alan pay sahipleri ile ilişkiler birimi yapılan düzenleme ile zorunlu hale getirilmiştir. Getirilen diğer bir önemli yenilik ise, payları borsada işlem gören şirketlerde, esas olarak, şirketlerin sermaye piyasası mevzuatından kaynaklanan yükümlülüklerinin yerine getirilmesinde ve kurumsal yönetim uygulamalarında koordinasyonu sağlayan bir personelin görevlendirilmesinin zorunlu kılınmış olmasıdır. Söz konusu personelin belli düzeyde sermaye piyasası mevzuatı bilgisine sahip olmasının sağlanması amacıyla Sermaye Piyasası Faaliyetleri İleri Düzey Lisansı ile Kurumsal Yönetim Derecelendirme Uzmanlığı Lisansına sahip olması zorunluluğu getirilmiştir (Kılıç, 2008b).

Öte yandan, gerek kurumsal yönetim uygulamalarının, gerekse kurumsal yönetim uyum derecelendirmesi faaliyetinin yaygınlaşmasını sağlamak

¹ Örneğin, payları İMKB’de işlem gören ve Ulusal 100 Endeksine dâhil olan şirketlerin kurumsal yönetim ilkelerini ne derece hayata geçirdiklerinin ve şirketleri hakkında pay sahiplerini etkin bir şekilde bilgilendirip bilgilendirmediklerinin tespiti amacıyla yapılan bir çalışmanın sonuçları SPK tarafından 02.05.2008 tarih ve 2008/18 sayılı Haftalık Bülten ile kamuoyuna duyurulmuştur (Sermaye Piyasası Kurulu, 2008). Çalışmanın sonuçları; İMKB’de işlem gören 319 şirketten, piyasa değeri ve işlem hacmi kriterlerine göre en üst grupta olmaları nedeniyle İMKB-100 endeksine kabul edilen 100 şirketin dahi kurumsal yönetim ilkelerini yeterli derecede uygulamadıklarını, düzenlenmesi zorunlu olan Kurumsal Yönetim İlkelerine Uyum Raporlarında yapılan açıklamaların da yeterli detayda bilgiyi içermediğini ve/veya oldukça standart ifadeler içerdiğini ortaya koymaktadır.

amacıyla kurumsal yönetim ilkelerinde yer alan prensipleri uygulayan şirketlere yönelik olarak 2007 yılı Ağustos ayından itibaren İMKB bünyesinde 'Kurumsal Yönetim Endeksi' adıyla ayrı bir endeks oluşturulmuştur.

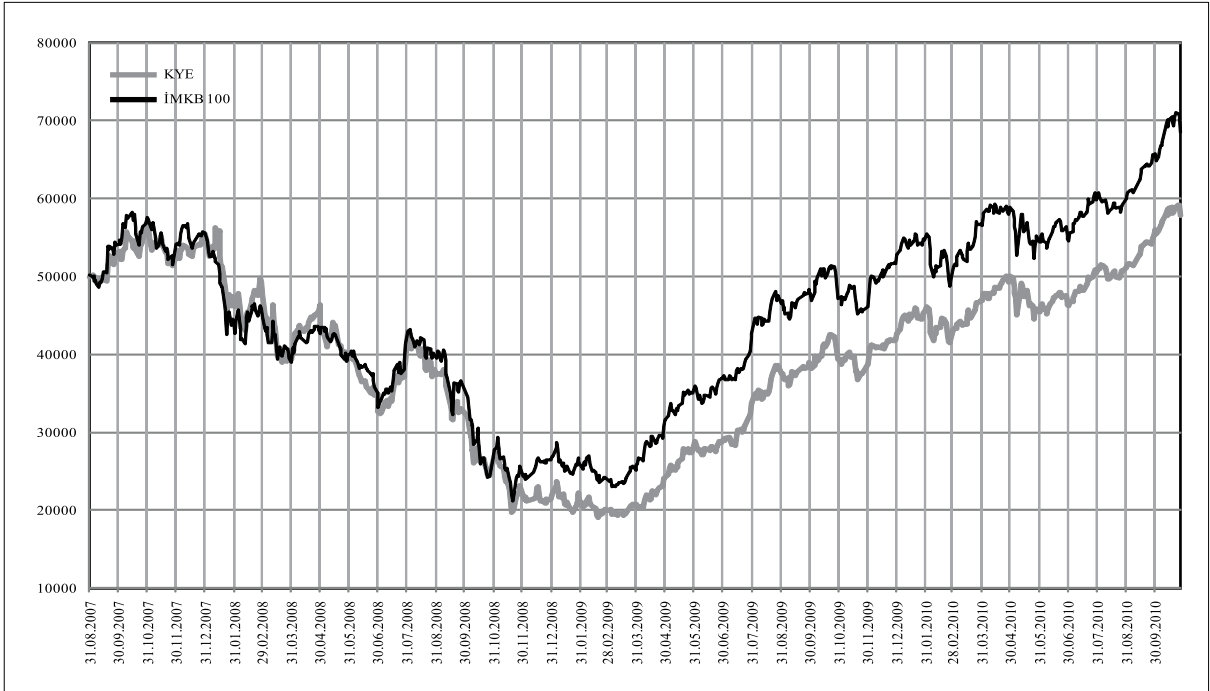
İMKB Kurumsal Yönetim Endeksi'nin amacı, hisse senetleri İMKB pazarlarında (Gözetli Pazarı hariç) işlem gören ve kurumsal yönetim ilkelerine uyum notu 10 üzerinden en az 6 olan şirketlerin fiyat ve getiri performansının ölçülmesidir. Kurumsal Yönetim İlkelerine uyum notu, SPK tarafından belirlenmiş derecelendirme kuruluşları listesinde bulunan derecelendirme kuruluşlarınca, şirketin tüm kurumsal yönetim ilkelerine bir bütün olarak uyumuna ilişkin yapılan değerlendirme sonucunda verilmektedir (İMKB, 2008).

Kurumsal Yönetim Endeksi'nin hesaplanmasına, Kurumsal Yönetim derecelendirme notu 10 üzerinden en az 6 olan 5 şirketin Borsa'ya bildirilmesini takiben 31.08.2007 tarihinde başlanmıştır.

Endeks başlangıç değeri, 29.08.2007 tarihinde 48.082,17 olarak belirlenmiştir. İMKB Kurumsal Yönetim Endeksi kapsamında yer alan şirketlere kotta ve kayıta kalma ücreti İMKB Kurumsal Yönetim Endeksi'ne girdikleri tarihten itibaren; ilk 2 yıl %50, sonraki iki yıl %25 ve izleyen yıllarda %10 indirimli uygulanmaktadır.

Endeksin başlangıç tarihi olan 2007 Ağustos ayından 2010 yılı Ekim ayı sonuna kadar geçen süre için İMKB Kurumsal Yönetim Endeksi ile İMKB Ulusal 100 Endeksinin performansı Grafik 1'de karşılaştırılmıştır. Başlangıç değerleri aynı olan endekslerden İMKB Kurumsal Yönetim Endeksi'nin dönem sonu değerinin 57.859, İMKB Ulusal 100 Endeksinin dönem sonu değerinin ise 68.588 olduğu görülmektedir. Karşılaştırma sonucunda, İMKB Kurumsal Yönetim Endeksinin 2008 yılı sonlarından itibaren sürekli olarak İMKB Ulusal 100 Endeksinin gösterdiği performansın yaklaşık %15-20 oranında gerisinde kaldığı anlaşılmaktadır.

Grafik 1: İMKB Ulusal 100 Endeksi ile İMKB Kurumsal Yönetim Endeksinin Karşılaştırılması



Kaynak: İMKB

III. Yapılan Araştırma ve Ulaşılan Bulgular

3.1. Araştırmanın Amacı ve Kapsamı

Bir şirketin kurumsal yönetim ilkelerini uygulaması, bu uygulamaların bağımsız derecelendirme

kuruluşlarınca tescil edilerek geçer not verilmesi ve böylece çeşitli avantajlar sunan İMKB Kurumsal Yönetim Endeksi'ne dâhil olması, teorik olarak, o şirketin hisse senedi fiyatını olumlu yönde etkileyecek önemli bir bilgidir. Dolayısıyla, şirket tarafından şirketin kurumsal yönetim derecelendirmesi yaptırıldığı ve İMKB Kurumsal Yönetim

Endeksine girebilmek için gerekli tüm koşulları sağladığı yönünde piyasaya özel durum açıklaması yaptığı tarihte ve hemen sonrasında şirket hisse senedi fiyatında yükseliş beklenmelidir. Başka bir deyişle, böyle bir gelişmenin hemen akabinde, şirket hisselerinin yatırımcısına iyi bir getiri performansı sunacağı varsayılmalıdır.

Araştırmamızın amacı, İMKB Kurumsal Yönetim Endeksine dâhil olan şirketlerin, bu endekslere dâhil olacaklarını açıkladıkları tarihten itibaren

5 günlük dönem $[(t_0)-(t+5)]$ için Sermaye Varlıkları Fiyatlandırma Modeli (CAPM) kullanılarak anormal getirileri hesaplanmak suretiyle beklendiği gibi önemli bir getiri performansı sağlayıp sağlamadıklarının test edilmesidir.

2010 yılı Ekim ayı itibarıyla İMKB’de işlem gören yaklaşık 330 şirketin 28’i Kurumsal Yönetim Endeksi’nde yer almaktadır. Tablo 1’den görüleceği üzere, söz konusu 28 şirketin tamamı araştırmamızın kapsamına alınmıştır.

Tablo 1: İMKB Kurumsal Yönetim Endeksine Dahil Olan Şirketler

Sayı	Şirket Kodu	Şirketin Ünvanı	Not Açıklama Tarihi	Endekse Girme Tarihi	Alınan Not
1	VESTL	Vestel Elektronik Sanayi ve Ticaret A.Ş.	07.03.2007	31.08.2007	7,50
2	YYGYO	Y ve Y Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.	20.04.2007	31.08.2007	7,88
3	TOASO	Tofaş Türk Otomobil Fabrikası A.Ş.	28.05.2007	31.08.2007	7,57
4	DYHOL	Doğan Yayın Holding A.Ş.	27.04.2006	31.08.2007	8,00
5	TTRAK	Türk Traktör ve Ziraat Makineleri A.Ş.	23.08.2007	31.08.2007	7,52
6	HURGZ	Hürriyet Gazetecilik ve Matbaacılık A.Ş.	24.09.2007	26.09.2007	8,00
7	TUPRS	Tüpraş-Türkiye Petrol Rafineleri A.Ş.	08.10.2007	09.10.2007	7,91
8	SKBNK	Şekerbank T.A.Ş.	29.02.2008	04.03.2008	7,01
9	OTKAR	Otokar Otomotiv ve Savunma Sanayi A.Ş.	20.03.2008	21.03.2008	7,94
10	DENTA	Dentaş Ambalaj ve Kağıt Sanayi A.Ş.	12.05.2008	13.05.2008	7,08
11	AEFES	Anadolu Efes Biracılık ve Malt Sanayii A.Ş.	12.06.2008	13.06.2008	8,10
12	ASYAB	Asya Katılım Bankası A.Ş.	04.07.2008	07.07.2008	7,56
13	YKBNK	Yapı ve Kredi Bankası A.Ş.	29.12.2008	30.12.2008	8,02
14	VKFYT	Vakıf Menkul Kıymetler Yatırım Ortaklığı A.Ş.	28.01.2009	29.01.2009	7,81
15	CCOLA	Coca-Cola İçecek A.Ş.	01.07.2009	02.07.2009	8,30
16	ARCLK	Arçelik A.Ş.	30.07.2009	31.07.2009	8,21
17	TAVHL	TAV Havalimanları Holding A.Ş.	04.09.2009	07.09.2009	8,50
18	TSKB	T.Sınai Kalkınma Bankası A.Ş.	20.10.2009	21.10.2009	8,77
19	DOHOL	Doğan Şirketler Grubu Holding A.Ş.	03.11.2009	04.11.2009	8,26
20	PETKM	Petkim Petrokimya Holding A.Ş.	05.11.2009	06.11.2009	7,71
21	LOGO	Logo Yazılım Sanayi ve Ticaret A.Ş.	22.12.2009	23.12.2009	8,05
22	ISFIN	İş Finansal Kiralama A.Ş.	28.12.2009	29.12.2009	8,02
23	PRKAB	Türk Prysmian Kablo ve Sistemleri A.Ş.	29.12.2009	30.12.2009	7,76
24	TTKOM	Türk Telekomünikasyon A.Ş.	29.12.2009	30.12.2009	8,01
25	TRCAS	Turcas Petrol A.Ş.	12.03.2010	15.03.2010	7,52
26	ALBRK	Albaraka Türk Katılım Bankası A.Ş.	21.10.2010	22.10.2010	8,14
27	AYGAZ	Aygaz A.Ş.	30.06.2010	01.07.2010	8,46
28	PRKTE	Park Elektrik Üretim Madencilik Sanayi ve Ticaret A.Ş.	09.06.2010	10.06.2010	8,65

3.2. Araştırmanın Veri Seti ve Metodolojisi

Araştırmamızın sonucunda, kapsama dâhil şirketlerin belirtilen dönemdeki anormal getirileri bulunacaktır. Anormal getiri, gerçekleşen getiri ile beklenen getiri arasındaki farktır. Anormal getiriyi hesaplayabilmek için öncelikle hisse senetlerinin beklenen getirilerinin tahmin edilmesi gerekmektedir. Hisse senetlerinin beklenen teorik getirileri-

nin hesaplanmasında CAPM çerçevesinde aşağıdaki regresyon modeli kullanılmıştır:

$$R_j = \alpha(j) + \beta(j) R_m + \text{hata terimi}$$

Modelde;

R_j , hisse senedinin beklenen getirisini,

$\alpha(j)$, regresyon denklemindeki sabit değeri,

beta(j), hisse getirisi ile piyasa (endeks) arasındaki ilişkiyi,

R_m ise pazarda gerçekleşen getiriyi,

ifade etmektedir.

Söz konusu modelde, alfa ve beta katsayılarının tahmin edilmesi için, her bir şirketin derecelendirme yapıp kurumsal yönetim endeksine girebileceği yönünde yapılan açıklamanın tarihi² (t_0) olarak kabul edilmiş ve bu tarihten önceki 2 yıllık (506 günlük) dönem için tüm şirketlerin hisse senetlerinin ağırlıklı ortalama fiyatındaki (AOF) günlük değişimler ile pazarı temsilen İMKB Ulusal 100 Endeksindeki (Endeks) günlük değişimler hesaplanmıştır. 26 şirket için bu şekilde hesaplama yapılmasına karşın, iki şirket için yeterli verinin bulunmaması nedeniyle nispeten daha kısa dönem kullanılması zorunluluğu doğmuştur³. Hisse senetlerinin günlük AOF'leri ve İMKB 100 Endeksi değerleri Borsa bültenlerinden temin edilmiştir. Derecelendirme yapılarak geçer not alındığına ilişkin açıklamaların tarihi ise İMKB web sitesinde “Şirket Haberleri” bölümünden temin edilmiştir.

Bu model çerçevesinde geçmiş veriler kullanılarak her bir hisse senedinin günlük getirisi ile Endeks getirileri arasında bir regresyon analizi yapılmış ve her bir şirket için modeldeki alfa ve beta kat-

sayıları tahmin edilmiştir. Regresyon analizi sonucunda tahmin edilen alfa ve beta katsayıları modelde yerine konularak her hisse senedi için beklenen getiriler hesaplanmıştır. Söz konusu beklenen getiriler, her bir hisse senedi için endekse dahil olunacağı açıklamasının yapıldığı tarihten itibaren 5 günlük dönem için $[(t_0)-(t+5)]$ gün bazında ve tüm dönemi kapsayacak şekilde kümülatif olarak hesaplanmıştır. Ayrıca, regresyon analizi t-testine tabi tutulmuştur.

Son olarak, söz konusu dönemde fiilen gerçekleşen getiriler ile hesaplanarak bulunan beklenen getiriler arasındaki fark aşağıdaki formülde olduğu gibi alınmak suretiyle anormal getirilere ulaşılmıştır:

$AG(j) = \text{Gerçekleşen getiri} - \text{Beklenen teorik getiri}$

$$AG(j) = R_j - [\alpha(j) + (\text{Beta}(j)R_m)]$$

Örneğin, ABC şirketinin 09.04.2009 tarihinde Borsaya gönderdiği özel durum açıklamasında; kurumsal yönetim derecelendirmesi sonucunda şirkete 10 üzerinden 8 notunun verildiğini ve İMKB Kurumsal Yönetim Endeksine girme koşullarını sağlayarak İMKB'ye başvuruda bulunduğu açıkladığını varsayalım. Bu durumda, öncelikle, 09.04.2009 tarihi t_0 olarak kabul edilmiş ve $[(t_0)-(t-506)]$ dönemindeki fiyat ve Endeks değişimleri regresyon analizine tabi tutularak ABC hisse senedi için alfa değeri % 0,02 ve beta değeri 0,21 olarak tahmin edilmiştir. Tablo 2'den görüleceği üzere, tahmin edilen bu değerler $R_{ABC} = \alpha(ABC) + \text{Beta}(ABC) R(\text{Endeks})$ formülünde yerine konarak $[(t_0)-(t+5)]$ dönemindeki her gün için ve kümülatif olarak beklenen getirilere ulaşılmıştır. Daha sonra da, gerçekleşen getiri ile beklenen getiri arasındaki fark alınmak suretiyle anormal getiriye ulaşılmıştır.

² Endekse fiilen girme tarihleri yerine endekse dahil olmak için geçer notun alındığı ve başvuru yapıldığı şeklinde yapılan açıklama tarihleri dikkate alınmıştır. Zira söz konusu açıklama yapıldığında, endekse dahil olma koşulları oluştuğuna göre, piyasanın açıklama sonrasında hemen tepki vermesi beklenmemelidir.

³ 01/01/2005 tarihinden önceki veriler bulunmadığından DYHOL için 04/01/2005-26/04/2006 arasındaki 331 veri kullanılmıştır. TTKOM, 16/05/2008'de işlem görmeye başladığından, TTKOM için 16/05/2008-28/12/2009 arasındaki 404 veri kullanılmıştır.

Tablo 2: Anormal Getiri Hesaplanmasına İlişkin Örnek Uygulama

Tarih	T	AOF	Endeks	Hisse Getirisi [A]	Endeks Getirisi	Alfa	Beta	Beklenen Hisse Getirisi [B]	Anormal Getiri [A-B]	Kümülatif
09.04.2009	To	7,55	28.546,46	-% 0,53	% 3,23	% 0,02	0,21	% 0,69	-% 1,22	-% 1,22
10.04.2009	T+1	7,54	28.838,28	-% 0,13	% 1,02	% 0,02	0,21	% 0,23	-% 0,36	-% 1,58
13.04.2009	T+2	7,54	28.446,99	% 0,00	-% 1,36	% 0,02	0,21	-% 0,27	% 0,27	-% 1,31
14.04.2009	T+3	7,79	28.160,80	% 3,32	-% 1,01	% 0,02	0,21	-% 0,19	% 3,51	% 2,20
15.04.2009	T+4	7,64	28.324,29	-% 1,93	% 0,58	% 0,02	0,21	% 0,14	-% 2,06	% 0,14
16.04.2009	T+5	7,72	29.523,15	% 1,05	% 4,23	% 0,02	0,21	% 0,90	% 0,15	% 0,29

%0,29

3.3. Araştırmanın Bulguları

İncelemeye konu 28 şirkete ilişkin olarak yapılan araştırmamızın sonuçları şirket bazında toplu olarak Ek'te verilmektedir. Söz konusu sonuçlara

göre, şirketlerin kurumsal yönetim derecelendirme notunu açıkladıkları tarihler, bu tarihler ve sonraki 5 günlük dönem için hesaplanan anormal getiriler ile t testi değerleri Tablo 3'te özetlenmiştir:

Tablo 3: Araştırmanın Bulgularına İlişkin Özet Bilgiler

Şirket	Not Açıklama Tarihi	Endekse Girme Tarihi	Alınan Not	t - (t+5) Dönemi Anormal Getiri	P Value	R Square	t stat (X variable)	Kullanılan Veri Sayısı
1 VESTL	07.03.2007	31.08.2007	7,50	-% 1,85	2,15054E-38	0,284	14,123	506
2 YGYO	20.04.2007	31.08.2007	7,88	-% 15,60	2,90164E-09	0,068	6,045	506
3 TOASO	28.05.2007	31.08.2007	7,57	-% 7,63	4,78815E-41	0,301	14,718	506
4 DYHOL	27.04.2006	31.08.2007	8,00	% 9,68	3,45098E-20	0,227	9,838	331
5 TTRAK	23.08.2007	31.08.2007	7,52	% 1,11	4,18504E-32	0,241	12,664	506
6 HURGZ	24.09.2007	26.09.2007	8,00	-% 2,36	2,07199E-56	0,392	18,022	506
7 TUPRS	08.10.2007	09.10.2007	7,91	-% 0,59	5,73206E-36	0,268	13,568	506
8 SKBNK	29.02.2008	04.03.2008	7,01	-% 13,29	2,42408E-22	0,171	10,202	506
9 OTKAR	20.03.2008	21.03.2008	7,94	-% 1,08	6,53774E-25	0,190	10,881	506
10 DENTA	12.05.2008	13.05.2008	7,08	-% 0,32	1,12393E-19	0,151	9,465	506
11 AEFES	12.06.2008	13.06.2008	8,10	-% 1,57	1,22199E-25	0,196	11,069	506
12 ASYAB	04.07.2008	07.07.2008	7,56	-% 0,87	2,55309E-37	0,276	13,878	506
13 YKBNK	29.12.2008	30.12.2008	8,02	-% 3,71	9,88478E-95	0,571	25,912	506
14 VKFYT	28.01.2009	29.01.2009	7,81	-% 0,37	1,16023E-17	0,135	8,882	506
15 CCOLA	01.07.2009	02.07.2009	8,30	% 0,36	9,51043E-28	0,211	11,602	506
16 ARCLK	30.07.2009	31.07.2009	8,21	% 28,36	1,49554E-39	0,291	14,384	506
17 TAVHL	04.09.2009	07.09.2009	8,50	-% 2,14	4,84023E-26	0,198	11,172	506
18 TSKB	20.10.2009	21.10.2009	8,77	-% 0,55	4,13988E-60	0,412	18,794	506
19 DOHOL	03.11.2009	04.11.2009	8,26	-% 0,79	4,89633E-27	0,206	11,424	506
20 PETKM	05.11.2009	06.11.2009	7,71	% 2,99	1,75001E-38	0,284	14,143	506
21 LOGO	22.12.2009	23.12.2009	8,05	% 2,35	3,84741E-16	0,123	8,423	506
22 ISFIN	28.12.2009	29.12.2009	8,02	% 3,41	5,59853E-39	0,287	14,255	506
23 PRKAB	29.12.2009	30.12.2009	7,76	% 2,03	2,65973E-20	0,156	9,641	506
24 TTKOM	29.12.2009	30.12.2009	8,01	% 3,54	2,50207E-40	0,356	14,909	404
25 TRCAS	12.03.2010	15.03.2010	7,52	-% 2,78	8,4465E-38	0,280	13,988	506
26 ALBRK	21.10.2010	22.10.2010	8,14	-% 4,70	8,94309E-30	0,225	12,102	506
27 AYGZ	30.06.2010	01.07.2010	8,46	-% 1,10	1,83473E-44	0,322	15,472	506
28 PRKTE	09.06.2010	10.06.2010	8,65	-% 4,49	2,61483E-29	0,222	11,988	506

Hesaplanan t değerleri tüm şirketler için t tablo değerinden büyük olduğu için, regresyon analizi sonuçlarının istatistiksel olarak anlamlı olduğu anlaşılmaktadır. Bununla birlikte, tüm şirketler için hesaplanan R kare değerlerinin düşük olduğu gözlemlenmektedir.

Kurumsal yönetim derecelendirme notunun açıklandığı tarih ve sonrasındaki 5 günlük süreçte (toplam 6 gün boyunca), kümülatif olarak, 28 şirketten sadece 9'unun hisse senetlerinde gerçekleşen getiri beklenen getirinin üzerindedir. Başka bir deyişle, yatırımcılar, yalnızca söz konusu şirketlerin %32'si için kurumsal yönetim endeksine gir-

me bilgisini önemli bulmuştur. Bununla birlikte, açıklamadan sonra hisse senetlerinde anormal getiri gerçekleşen bu 9 şirketten % 4 üzerinde anormal getiri sağlayan şirket sayısı yalnızca 2 adettir. Bu şirketlerden biri % 10 civarında, diğeri de % 25 civarında yatırımcısına kazanç sağlamıştır. Geriye kalan 7 şirkette anormal getirinin büyüklüğü çok önemli boyutta bulunmamaktadır.

Buna karşılık, 28 şirketin 19'unda (% 68'inde) açıklama gününde ve sonrasındaki 5 günlük sü-

rekte anormal kayıp yaşanmıştır. Üstelik -% 4'den daha fazla anormal kaybı olan hisse sayısı 5 adet olup; bunların birinde -% 13, bir diğeri de -%15 civarında düşüş ortaya çıkmıştır.

Açıklama ve sonrasındaki 5 günlük dönem boyunca çok az sayıda hisse senedinde kümülatif olarak anormal getirinin oluşmuş olması nedeniyle, bu kez, gün bazında detaylı analiz yapılmıştır. Analiz sonuçları Tablo 4'de verilmektedir:

Tablo 4:Bulguların Şirket Sayısı ve Gün Bazında Analiz Sonuçları

Dönem	Şirket Sayısı (Adet)		Günlük Toplam Getiri
	Anormal Getiri	Anormal Kayıp	
T0 (Açıklama günü)	19	9	10,23%
T+1 (kümülatif)	14	14	11,95%
T+2 (kümülatif)	12	16	7,42%
T+3 (kümülatif)	13	15	6,64%
T+4 (kümülatif)	14	14	3,86%
T+5 (kümülatif)	9	19	-2,00%

Tablodan da görüldüğü üzere; 28 şirketin 19'unda açıklamanın yapıldığı gün anormal getiri, 9'unda ise anormal kayıp vardır. İkinci gün itibariyle söz konusu şirketlerin yarısı kaybettirmiş, yarısı da kazandırmıştır. Sonrasındaki günlerde ise anormal getiri sağlayan şirket sayısı azalarak 6 günün sonunda 9 adede gerilemektedir. Benzer eğilim, tüm şirketler için hesaplanan günlük getiri toplamı için de geçerlidir. Açıklama yapıldığı gün, 28 şirket net olarak yatırımcısına %10,23 oranında pozitif getiri sağlamıştır. Ertesi gün biraz daha artan bu getiri, devam eden günlerde düşmeye başlayarak altıncı günün sonunda %2 oranında negatif getiriye dönüşmüştür.

Bu bulgular birlikte değerlendirildiğinde, Türkiye'de kurumsal yönetim endeksine dâhil olan şirketlerin yalnızca % 60'ının ilk bir kaç gün için yatırımcısına pozitif getiri sağladığı, iki hisse senedi dışında bu pozitif getirinin önemli boyutta bulunmadığı ve birkaç günden sonra söz konusu şirketlerin kurumsal yönetim endeksine dâhil olma etkisinin kaybolduğu anlaşılmaktadır. Şirketlerin yaklaşık % 40'lık kısmı ise daha ilk günden itibaren yatırımcısına kaybettirmiştir. Bu kayıp gün geçtikçe artmaktadır. Dolayısıyla, yatırımcıların kurumsal yönetim endeksine giren şirketlere esas itibariyle ilgi gösterdiği söylenemez. Bu bul-

gular, son iki yılda İMKB Kurumsal Yönetim Endeksinin İMKB Ulusal 100 Endeksine göre daha düşük performans göstermesi gerçeği ile tutarlılık arz etmektedir.

Analiz sonuçlarına göre, iki hisse senedinde (YYGYO ve SKBNK) beklenenin tam tersine kurumsal yönetim endeksine gireceğinin açıklanması sonrasında oldukça yüksek oranda (-%10'un üzerinde) negatif getiri ortaya çıkması modelin güvenilirliği açısından dikkat çekici bulunduğundan, bu iki hisse senedine ilişkin olarak söz konusu tarihlerde hisse senedinin fiyatını olumsuz yönde etkileyecek nitelikte bir bilginin olup olmadığı araştırılmıştır. Zira söz konusu negatif getirinin, notun açıklanmasından bağımsız olarak, başka bir nedenden kaynaklanmış olabileceği ihtimali bulunmaktadır.

Bu kapsamda YYGYO için notun açıklandığı 20.04.2007 tarihi civarında şirket tarafından yapılan özel durum açıklamaları ve şirket haberleri incelendiğinde, anılan dönemde şirketin 2006 yılı faaliyetlerini zararlar kapattığı ve ayrıca şirketin yaklaşık %30'unu alan ortakların diğer ortaklara ait hisse senetlerinin çağrı yoluyla satın alınması için Sermaye Piyasası Kurulu'na başvuruda bulunduğu anlaşılmıştır. Bu durumların hisse senedi-

nin fiyatını getirisinde düşüşe yol açtığı ve dolayısıyla not açıklanması etkisinin yeterince hissedilemediği anlaşılmaktadır.

Aynı şekilde, SKBNK için notun açıklandığı 29.02.2008 tarihi civarında, finansal krizin etkisiyle birlikte basın ve yayın organlarında şirketin öz kaynak ihtiyacı içinde olduğu haberlerine rastlanmıştır. Bu nedenle, anılan hisse senedinin fiyatında önemli düşüş olduğu düşünülmektedir. Not açıklanması bu düşüşü engelleyememiştir. Dolayısıyla, iki hisse senedinde $-\%10$ 'un üzerinde anormal kayıp ortaya çıkmasının açıklanan not ile bir ilgisinin bulunmadığı, bunun şirketler ile ilgili olarak aynı tarihlerde yaşanan başka gelişmelerden kaynaklandığı tespit edilmiştir.

Son olarak, kurumsal yönetim endeksine dâhil olan şirketlerin aldıkları ilk derecelendirme notları incelendiğinde; ortalama notun 10 üzerinden 7.94 olduğu görülmektedir. En yüksek not 8.77, en düşük not ise 7.01'dir. Alınan notların yüksekliği ile bu notların açıklanması sonrasında gerçekleşen anormal getiriler arasında bir illiyet bağı bulunmamaktadır. Başka bir deyişle, nispeten daha düşük not alan şirketin hisse senetleri yatırımcısına anormal getiri sağlarken, nispeten yüksek not alan şirketin hisse senetleri yatırımcısına anormal kayıp sağlayabilmektedir.

IV. Sonuç

Sermaye piyasasında asimetrik bilgi dağılımından kaynaklanan sorunların giderilmesinde ve böylece yatırımcıların korunduğu açık ve şeffaf bir piyasa oluşturulmasında kamuyu aydınlatma yaklaşımı çerçevesinde düzenlemeler yapılması büyük önem taşımaktadır. Kamuyu aydınlatmanın ve şeffaflığın etkin bir şekilde sağlanmasında ise kurumsal yönetim ilkelerinin halka açık şirketlerde yaygın bir şekilde uygulanması önemli rol oynamaktadır.

Ülkemizde son yıllarda kurumsal yönetim alanında gerek hukuki ve gerekse teknik altyapı açısından önemli gelişmeler kaydedilmiştir. Öyle ki, 2007 yılından itibaren kurumsal yönetim derecelendirmesi yaptırarak 10 üzerinden 6 üzerinde not alan şirketlerin dahil olduğu İMKB Kurumsal Yönetim Endeksine dahil olan şirket sayısı 2010 yılı Ekim ayı itibariyle 28 şirkete ulaşmıştır.

Çalışmamızda, esas olarak, kurumsal yönetim ilkelerini uygulayan şirketlerin getiri performansı araştırılmıştır. Bu araştırma, İMKB Kurumsal Yönetim Endeksinde yer alan 28 şirketin, geçer not alarak bu endekse dâhil olacaklarını açıkladıkları tarih ve sonrasındaki beş günlük süreçte sağladıkları anormal getirilerin CAPM modeli kullanılmak suretiyle tahmin edilmesi suretiyle gerçekleştirilmiştir. Araştırma sonucunda elde edilen bulgulardan, Türkiye'de kurumsal yönetim endeksine dâhil olan şirketlerin yalnızca $\%60$ 'ının ilk birkaç gün için yatırımcısına pozitif getiri sağladığı, ancak sağlanan bu getirilerin iki hisse senedi dışında önemli boyutta bulunmadığı ve birkaç günden sonra söz konusu şirketlerin kurumsal yönetim endeksine dâhil olma etkisinin önemli ölçüde azaldığı anlaşılmaktadır. Öte yandan, şirketlerin yaklaşık $\%40$ 'lık kısmı ise daha ilk günden itibaren yatırımcısına kaybettirmiştir. Bu kayıp gün geçtikçe artmaktadır. Dolayısıyla, yatırımcıların kurumsal yönetim endeksine giren şirketlere esas itibarıyla ilgi gösterdiği söylenemez. Bu bulgular, son iki yılda İMKB Kurumsal Yönetim Endeksinin İMKB Ulusal 100 Endeksine göre $\%15-20$ oranında daha düşük performans göstermesi hususu ile tutarlılık arz etmektedir.

Araştırma sonuçlarına göre, yatırımcıların kurumsal yönetim derecelendirmesine henüz yeterli tepkiyi vermediği dikkate alındığında, bundan sonraki araştırmalarda bunun sebebinin araştırılmasının uygun olacağı düşünülmektedir. Ayrıca, kurumsal yönetim derecelendirmesinin yatırımcılar tarafından ne derecede takip edildiği ve hisse senedine yatırım yaparken bu bilgiyi ne derecede önemsendiği hususları yapılacak araştırmalarda göz önünde bulundurulmalıdır.

Kaynakça

- ADAMS and FERREIRA (2008) "One Share, One Vote: The Empirical Evidence," *Review of Finance*, 12, 51-91.
- AKTAN, C.C. (Ed.) (2006), *Kurumsal Şirket Yönetimi, Sermaye Piyasası Kurulu, Ankara*.
- ANDRADE, Mitchell and Stafford (2001) "New Evidence and Perspectives on Mergers," *The Journal of Economic Perspectives*, Vol. 15, No. 2.
- BEBCHUK and FRIED (2005) "Pay Without Performance: Overview of the Issues," *Journal of Applied Corporate Finance*, vol.17, n.4
- BERTRAND-MULLAINATHAN (2003) "Enjoying the Quiet Life? Corporate Governance and Managerial Preferences," *Journal of Political Economy*, 111, 1043-1075.

- DEMSETZ and LEHN (1985) "The Structure of Corporate Ownership: Causes and Consequences," *Journal of Political Economy*, vol. 93, no. 6.
- DYCK and ZINGALES (2004) "Private Benefits of Control: An International Comparison," *Journal of Finance*, 59(2), 537-600.
- GABAIX and LANDIER (2008) "Why Has CEO Pay Increased So Much?," *Quarterly Journal of Economics*, vol. 123(1), 49-100.
- GOMPERS, Ishii ve METRICK (2003), "Corporate Governance and Equity Prices", *Quarterly Journal of Economics*, 116(1), 107-155.
- GÜRBÜZ, A.O. ve ERGINCAN, Y. (2004), *Kurumsal Yönetim, Türkiye'deki Durumu ve Geliştirilmesine Yönelik Öneriler, Literatür Yayıncılık, İstanbul*.
- HERMALIN and WEISBACH (2003) "Boards of directors as an endogenously determined institution: a survey of the economic literature," *FRBNY Economic Policy Review*, April 2003.
- HOLDERNESS (2003) "A Survey of Blockholders and Corporate Control," *FRBNY Economic Policy Review*, April 2003.
- HOLMSTROM and KAPLAN (2001) "Corporate Governance and Merger Activity in the United States: Making Sense of the 1980s and 1990s," *The Journal of Economic Perspectives*, 15, 121-144
- İMKB (2008); İMKB Kurumsal Yönetim Endeksi Temel Kuralları Hakkında 292 nolu Genelge (<http://www.imkb.gov.tr/data/Genelge/gn2008292.pdf>)
- KILIÇ, Saim (2008a), *Sermaye Piyasası Düzenlemelerinde Fayda-Maliyet Analizleri: Teoriler, Araçlar ve Türkiye Üzerine Ampirik Bir Çalışma, İktisadi Araştırma Vakfı, İstanbul*.
- KILIÇ, Saim (2008b), "Halka Açık Şirketlerin Kamuyu Aydınlatma, Şeffaflık ve Kurumsal Yönetim İlkeleri Açısından Mevzuata Uyum Kapasitelerinin Geliştirilmesi", *Active*, Yıl:10, Sayı:56.
- KURT, S (2008), *Kurumsal Yönetimin Halka Açık İşletmelerde Mevzuat ve Uygulama Yönünden İncelenmesi, Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Trakya Üniversitesi*.
- MORCK, Shleifer and Vishny (1988) "Management Ownership and Market Valuation," *Journal of Financial Economics*, 27, 595-612.
- NENOVA (2003) "The Value of Corporate Voting Rights and Control: A Cross-Country Analysis," *Journal of Financial Economics* 68, 325-351
- OECD (2006), *Corporate Governance in Turkey: A Pilot Study, Paris*
- RENEE, A. (2003), "What do Boards do? Evidence from Board Committee and Director Compensation Data", (Eur. Fin. Ass'n, 2005 Moscow Meetings Paper
- Sermaye Piyasası Kurulu, *Kurumsal Yönetim İlkeleri* (www.spk.gov.tr).
- Sermaye Piyasası Kurulu, Seri:IV, No:41 sayılı Tebliğ (www.spk.gov.tr).
- Sermaye Piyasası Kurulu, (2008), 02.05.2008 tarih ve 2008/18 sayılı Haftalık Bülten ile diğer duyurular (www.spk.gov.tr).
- TOPÇU, N (2006), *Kurumsal Yönetim İlkeleri ve Borsaya Kote (İMKB 100) Şirketleri Üzerine Bir Uygulama, Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Mimar Sinan Güzel Sanatlar Üniversitesi*.
- YERMACK (1996) "Higher Market Valuation of Companies with a Small Board of Directors," *Journal of Financial Economics*, 40, 185-211.

EK

AOF												
T	Tarih	Hisse	Pazar	Düzeltilmiş	XU100	RHisse [A]	RXU100	Alfa	Beta	RSQRD	Beklenen R Hisse [B]	Kümülatif (A-B)
T	12.06.2008	AEFES (505)	E	11,30	38.593,64	-% 1,05	% 0,93	% 0,06	0,54	% 19,56	% 0,56	-% 1,61
T+1	13.06.2008	AEFES (505)	E	11,18	38.295,72	-% 1,06	-% 0,77	% 0,06	0,54	% 19,56	-% 0,36	-% 2,31
T+2	16.06.2008	AEFES (505)	E	11,29	38.465,62	% 0,98	% 0,44	% 0,06	0,54	% 19,56	% 0,30	-% 1,62
T+3	17.06.2008	AEFES (505)	E	11,41	38.724,11	% 1,06	% 0,67	% 0,06	0,54	% 19,56	% 0,42	-% 0,98
T+4	18.06.2008	AEFES (505)	E	11,23	38.136,78	-% 1,58	-% 1,52	% 0,06	0,54	% 19,56	-% 0,77	-% 1,79
T+5	19.06.2008	AEFES (505)	E	11,24	38.006,96	% 0,09	-% 0,34	% 0,06	0,54	% 19,56	-% 0,13	-% 1,57
AOF												
T	Tarih	Hisse	Pazar	Düzeltilmiş	XU100	RHisse [A]	RXU100	Alfa	Beta	RSQRD	Beklenen R Hisse [B]	Kümülatif (A-B)
T	21.10.2010	ALBRK (505)	E	3,05	70.450,31	% 2,01	% 1,57	% 0,09	0,50	% 22,52	% 0,87	% 1,14
T+1	22.10.2010	ALBRK (505)	E	3,08	71.006,82	% 0,98	% 0,79	% 0,09	0,50	% 22,52	% 0,48	% 1,64
T+2	25.10.2010	ALBRK (505)	E	3,15	70.923,84	% 2,27	-% 0,12	% 0,09	0,50	% 22,52	% 0,03	% 3,88
T+3	26.10.2010	ALBRK (505)	E	3,09	70.746,73	-% 1,90	-% 0,25	% 0,09	0,50	% 22,52	-% 0,03	2,01%
T+4	27.10.2010	ALBRK (505)	E	2,98	68.588,51	-% 3,56	-% 3,05	% 0,09	0,50	% 22,52	-% 1,43	-0,13%
T+5	28.10.2010	ALBRK (505)	E	2,85	68.760,46	-% 4,36	% 0,25	% 0,09	0,50	% 22,52	% 0,22	-4,70%
AOF												
T	Tarih	Hisse	Pazar	Düzeltilmiş	XU100	RHisse [A]	RXU100	Alfa	Beta	RSQRD	Beklenen R Hisse [B]	Kümülatif (A-B)
T	30.07.2009	ARCLK (505)	E	2,55	42.182,11	% 4,94	% 4,47	-% 0,18	0,61	% 29,10	% 2,53	% 2,40
T+1	31.07.2009	ARCLK (505)	E	2,96	42.641,26	% 16,08	% 1,09	-% 0,18	0,61	% 29,10	% 0,48	% 18,00
T+2	03.08.2009	ARCLK (505)	E	3,30	44.613,74	% 11,49	% 4,63	-% 0,18	0,61	% 29,10	% 2,63	% 26,86
T+3	04.08.2009	ARCLK (505)	E	3,47	44.696,51	% 5,15	% 0,19	-% 0,18	0,61	% 29,10	-% 0,07	% 32,08
T+4	05.08.2009	ARCLK (505)	E	3,35	43.899,44	-% 3,46	-% 1,78	-% 0,18	0,61	% 29,10	-% 1,26	% 29,88
T+5	06.08.2009	ARCLK (505)	E	3,29	43.836,03	-% 1,79	-% 0,14	-% 0,18	0,61	% 29,10	-% 0,27	% 28,36
AOF												
T	Tarih	Hisse	Pazar	Düzeltilmiş	XU100	RHisse [A]	RXU100	Alfa	Beta	RSQRD	Beklenen R Hisse [B]	Kümülatif (A-B)
T	04.07.2008	ASYAB (505)	E	2,09	34.300,37	-% 0,95	% 1,12	% 0,12	0,65	% 27,65	% 0,85	-% 1,80
T+1	07.07.2008	ASYAB (505)	E	2,07	35.010,04	-% 0,96	% 2,07	% 0,12	0,65	% 27,65	% 1,47	-% 2,43
T+2	08.07.2008	ASYAB (505)	E	2,05	34.894,68	-% 0,97	-% 0,33	% 0,12	0,65	% 27,65	-% 0,09	-% 5,10
T+3	09.07.2008	ASYAB (505)	E	2,12	35.603,27	% 3,41	% 2,03	% 0,12	0,65	% 27,65	% 1,45	-% 3,14
T+4	10.07.2008	ASYAB (505)	E	2,15	35.574,64	% 1,42	-% 0,08	% 0,12	0,65	% 27,65	% 0,07	-% 1,79
T+5	11.07.2008	ASYAB (505)	E	2,15	35.006,46	% 0,00	-% 1,60	% 0,12	0,65	% 27,65	-% 0,92	-% 0,87
AOF												
T	Tarih	Hisse	Pazar	Düzeltilmiş	XU100	RHisse [A]	RXU100	Alfa	Beta	RSQRD	Beklenen R Hisse [B]	Kümülatif (A-B)
T	30.06.2010	AYGAZ (505)	E	6,32	54.839,46	% 0,32	-% 0,68	% 0,14	0,60	% 32,20	-% 0,27	% 0,59
T+1	01.07.2010	AYGAZ (505)	E	6,24	54.534,28	-% 1,27	-% 0,56	% 0,14	0,60	% 32,20	-% 0,19	-% 1,07
T+2	02.07.2010	AYGAZ (505)	E	6,19	55.636,45	-% 0,80	% 2,02	% 0,14	0,60	% 32,20	% 1,35	-% 2,64
T+3	05.07.2010	AYGAZ (505)	E	6,25	55.715,50	% 0,97	% 0,14	% 0,14	0,60	% 32,20	% 0,22	-% 1,89
T+4	06.07.2010	AYGAZ (505)	E	6,40	56.787,75	% 2,40	% 1,92	% 0,14	0,60	% 32,20	% 1,30	-% 0,79
T+5	07.07.2010	AYGAZ (505)	E	6,39	56.798,55	-% 0,16	% 0,02	% 0,14	0,60	% 32,20	% 0,15	-% 1,10
AOF												
T	Tarih	Hisse	Pazar	Düzeltilmiş	XU100	RHisse [A]	RXU100	Alfa	Beta	RSQRD	Beklenen R Hisse [B]	Kümülatif (A-B)
T	01.07.2009	CCOLA (505)	E	8,73	37.245,86	-% 0,11	% 0,80	% 0,02	0,49	% 21,08	% 0,41	-% 0,53
T+1	02.07.2009	CCOLA (505)	E	8,92	37.038,21	% 2,18	-% 0,56	% 0,02	0,49	% 21,08	-% 0,25	% 1,90
T+2	03.07.2009	CCOLA (505)	E	8,72	36.797,55	-% 2,24	-% 0,65	% 0,02	0,49	% 21,08	-% 0,30	-% 0,04
T+3	06.07.2009	CCOLA (505)	E	8,70	36.758,82	-% 0,23	-% 0,11	% 0,02	0,49	% 21,08	-% 0,03	-% 0,24
T+4	07.07.2009	CCOLA (505)	E	8,88	37.212,46	% 2,07	% 1,23	% 0,02	0,49	% 21,08	% 0,62	% 1,20
T+5	08.07.2009	CCOLA (505)	E	8,80	37.155,95	-% 0,90	-% 0,15	% 0,02	0,49	% 21,08	-% 0,05	% 0,36
AOF												
T	Tarih	Hisse	Pazar	Düzeltilmiş	XU100	RHisse [A]	RXU100	Alfa	Beta	RSQRD	Beklenen R Hisse [B]	Kümülatif (A-B)
T	12.05.2008	DENTA (505)	E	0,87	41.638,52	% 0,00	-% 0,94	% 0,03	0,59	% 15,09	-% 0,52	% 0,52
T+1	13.05.2008	DENTA (505)	E	0,88	41.831,11	% 1,15	% 0,46	% 0,03	0,59	% 15,09	% 0,30	% 1,37
T+2	14.05.2008	DENTA (505)	E	0,88	42.522,74	% 0,00	% 1,65	% 0,03	0,59	% 15,09	% 1,00	% 0,37
T+3	15.05.2008	DENTA (505)	E	0,88	42.624,17	% 0,00	% 0,24	% 0,03	0,59	% 15,09	% 0,17	% 0,20
T+4	16.05.2008	DENTA (505)	E	0,87	42.498,82	-% 1,14	-% 0,29	% 0,03	0,59	% 15,09	-% 0,14	-% 0,80
T+5	20.05.2008	DENTA (505)	E	0,86	41.296,50	-% 1,15	-% 2,83	% 0,03	0,59	% 15,09	-% 1,63	-% 0,32
AOF												
T	Tarih	Hisse	Pazar	Düzeltilmiş	XU100	RHisse [A]	RXU100	Alfa	Beta	RSQRD	Beklenen R Hisse [B]	Kümülatif (A-B)
T	03.11.2009	DOHOL (505)	E	1,08	46.335,05	% 1,89	% 2,36	% 0,00	0,64	% 20,57	-% 1,51	% 3,40
T+1	04.11.2009	DOHOL (505)	E	1,04	47.281,44	-% 3,70	% 2,04	% 0,00	0,64	% 20,57	% 1,31	-% 1,61
T+2	05.11.2009	DOHOL (505)	E	1,07	47.298,04	% 2,88	% 0,04	% 0,00	0,64	% 20,57	% 0,02	% 1,25
T+3	06.11.2009	DOHOL (505)	E	1,09	46.969,89	% 1,87	-% 0,69	% 0,00	0,64	% 20,57	-% 0,44	% 3,56
T+4	09.11.2009	DOHOL (505)	E	1,08	47.774,52	-% 0,92	% 1,71	% 0,00	0,64	% 20,57	% 1,10	-% 1,54
T+5	10.11.2009	DOHOL (505)	E	1,06	48.135,09	-% 1,85	% 0,75	% 0,00	0,64	% 20,57	% 0,48	-% 2,34

AOF											Beklenen R		Kümülatif
T	Tarih	Hisse	Pazar	Düzeltilmiş	XU100	RHisse [A]	RXU100	Alfa	Beta	RSQRD	Hisse [B]	A-B	(A-B)
T	27.04.2006	DYHOL (330)	E	5,70	43.752,02	-% 0,35	-% 2,22	% 0,10	0,67	% 22,73	-% 1,39	% 1,04	% 1,04
T+1	28.04.2006	DYHOL (330)	E	5,62	43.880,43	-% 1,40	% 0,29	% 0,10	0,67	% 22,73	% 0,30	-% 1,70	-% 0,66
T+2	01.05.2006	DYHOL (330)	E	5,60	44.030,35	-% 0,36	% 0,34	% 0,10	0,67	% 22,73	% 0,33	-% 0,68	-% 1,35
T+3	02.05.2006	DYHOL (330)	E	5,95	44.413,62	% 6,25	% 0,87	% 0,10	0,67	% 22,73	% 0,68	% 5,57	% 4,22
T+4	03.05.2006	DYHOL (330)	E	6,31	44.647,82	% 6,05	% 0,53	% 0,10	0,67	% 22,73	% 0,45	% 5,60	% 9,82
T+5	04.05.2006	DYHOL (330)	E	6,27	44.251,44	-% 0,63	-% 0,89	% 0,10	0,67	% 22,73	-% 0,49	-% 0,14	% 9,68
AOF											Beklenen R		Kümülatif
T	Tarih	Hisse	Pazar	Düzeltilmiş	XU100	RHisse [A]	RXU100	Alfa	Beta	RSQRD	Hisse [B]	A-B	(A-B)
T	24.09.2007	HURGZ (505)	E	3,15	53.580,70	% 0,00	-% 0,56	-% 0,05	0,84	% 39,19	-% 0,52	% 0,52	% 0,52
T+1	25.09.2007	HURGZ (505)	E	3,03	52.893,17	-% 3,81	-% 1,28	-% 0,05	0,84	% 39,19	-% 1,13	-% 2,68	-% 2,16
T+2	26.09.2007	HURGZ (505)	E	3,07	54.245,83	% 1,32	% 2,56	-% 0,05	0,84	% 39,19	% 2,10	-% 0,78	-% 2,94
T+3	27.09.2007	HURGZ (505)	E	3,14	54.390,20	% 2,28	% 0,27	-% 0,05	0,84	% 39,19	% 0,17	% 2,11	-% 0,84
T+4	28.09.2007	HURGZ (505)	E	3,13	54.044,22	-% 0,32	-% 0,64	-% 0,05	0,84	% 39,19	-% 0,59	% 0,27	-% 0,57
T+5	01.10.2007	HURGZ (505)	E	3,08	54.198,04	-% 1,60	% 0,28	-% 0,05	0,84	% 39,19	% 0,19	-% 1,79	-% 2,36
AOF											Beklenen R		Kümülatif
T	Tarih	Hisse	Pazar	Düzeltilmiş	XU100	RHisse [A]	RXU100	Alfa	Beta	RSQRD	Hisse [B]	A-B	(A-B)
T	28.12.2009	ISFIN (505)	E	0,83	51.619,41	% 0,00	-% 0,08	% 0,00	0,78	% 28,73	-% 0,06	% 0,06	% 0,06
T+1	29.12.2009	ISFIN (505)	E	0,86	51.786,04	% 3,61	% 0,32	% 0,00	0,78	% 28,73	% 0,25	% 3,36	% 3,43
T+2	30.12.2009	ISFIN (505)	E	0,88	51.668,41	% 2,33	-% 0,23	% 0,00	0,78	% 28,73	-% 0,18	% 2,50	% 5,93
T+3	31.12.2009	ISFIN (505)	E	0,88	52.825,02	% 0,00	% 2,24	% 0,00	0,78	% 28,73	% 1,75	-% 1,75	% 4,18
T+4	04.01.2010	ISFIN (505)	E	0,88	53.368,16	% 0,00	% 1,03	% 0,00	0,78	% 28,73	% 0,80	-% 0,80	% 3,37
T+5	05.01.2010	ISFIN (505)	E	0,89	54.115,05	% 1,14	% 1,40	% 0,00	0,78	% 28,73	% 1,10	% 0,04	% 3,41
AOF											Beklenen R		Kümülatif
T	Tarih	Hisse	Pazar	Düzeltilmiş	XU100	RHisse [A]	RXU100	Alfa	Beta	RSQRD	Hisse [B]	A-B	(A-B)
T	22.12.2009	LOGO (505)	E	2,06	51.532,52	% 1,48	% 0,49	% 0,03	0,54	% 12,34	% 0,30	% 1,18	% 1,18
T+1	23.12.2009	LOGO (505)	E	2,16	51.162,24	% 4,85	-% 0,72	% 0,03	0,54	% 12,34	-% 0,35	% 5,21	% 6,39
T+2	24.12.2009	LOGO (505)	E	2,16	51.460,70	% 0,00	% 0,58	% 0,03	0,54	% 12,34	% 0,34	-% 0,34	% 6,05
T+3	25.12.2009	LOGO (505)	E	2,11	51.661,33	-% 2,31	% 0,39	% 0,03	0,54	% 12,34	% 0,24	-% 2,56	% 3,49
T+4	28.12.2009	LOGO (505)	E	2,10	51.619,41	-% 0,47	-% 0,08	% 0,03	0,54	% 12,34	-% 0,01	-% 0,46	% 3,03
T+5	29.12.2009	LOGO (505)	E	2,09	51.786,04	-% 0,48	% 0,32	% 0,03	0,54	% 12,34	% 0,20	-% 0,68	% 2,35
AOF											Beklenen R		Kümülatif
T	Tarih	Hisse	Pazar	Düzeltilmiş	XU100	RHisse [A]	RXU100	Alfa	Beta	RSQRD	Hisse [B]	A-B	(A-B)
T	20.03.2008	OTKAR (505)	E	12,48	39.847,79	-% 1,34	-% 2,59	% 0,07	0,51	% 19,02	-% 1,25	-% 0,10	-% 0,10
T+1	21.03.2008	OTKAR (505)	E	12,19	39.719,08	-% 2,32	-% 0,32	% 0,07	0,51	% 19,02	-% 0,10	-% 2,23	-% 2,32
T+2	24.03.2008	OTKAR (505)	E	12,32	41.143,60	% 1,07	% 3,59	% 0,07	0,51	% 19,02	% 1,88	-% 0,81	-% 3,14
T+3	25.03.2008	OTKAR (505)	E	12,81	40.992,42	% 3,98	-% 0,37	% 0,07	0,51	% 19,02	-% 0,12	% 4,10	% 0,96
T+4	26.03.2008	OTKAR (505)	E	12,72	40.658,47	-% 0,70	-% 0,81	% 0,07	0,51	% 19,02	-% 0,35	-% 0,36	% 0,60
T+5	27.03.2008	OTKAR (505)	E	12,51	40.634,89	-% 1,65	-% 0,06	% 0,07	0,51	% 19,02	% 0,04	-% 1,69	-% 1,08
AOF											Beklenen R		Kümülatif
T	Tarih	Hisse	Pazar	Düzeltilmiş	XU100	RHisse [A]	RXU100	Alfa	Beta	RSQRD	Hisse [B]	A-B	(A-B)
T	05.11.2009	PETKM (505)	E	1,45	47.298,04	% 0,69	% 0,04	-% 0,02	0,61	% 28,41	% 0,00	% 0,69	% 0,69
T+1	06.11.2009	PETKM (505)	E	1,47	46.969,89	% 1,38	-% 0,69	-% 0,02	0,61	% 28,41	-% 0,44	% 1,82	% 2,51
T+2	09.11.2009	PETKM (505)	E	1,49	47.774,52	% 1,36	% 1,71	-% 0,02	0,61	% 28,41	% 1,03	% 0,33	% 2,84
T+3	10.11.2009	PETKM (505)	E	1,50	48.135,09	% 0,67	% 0,75	-% 0,02	0,61	% 28,41	% 0,44	% 0,23	% 3,07
T+4	11.11.2009	PETKM (505)	E	1,50	48.864,00	% 0,00	% 1,51	-% 0,02	0,61	% 28,41	% 0,91	-% 0,91	% 2,16
T+5	12.11.2009	PETKM (505)	E	1,51	48.746,03	% 0,67	-% 0,24	-% 0,02	0,61	% 28,41	-% 0,16	% 0,83	% 2,99
AOF											Beklenen R		Kümülatif
T	Tarih	Hisse	Pazar	Düzeltilmiş	XU100	RHisse [A]	RXU100	Alfa	Beta	RSQRD	Hisse [B]	A-B	(A-B)
T	29.12.2009	PRKAB (505)	E	1,07	51.786,04	% 0,94	% 0,32	% 0,02	0,47	% 15,57	% 0,17	% 0,78	% 0,78
T+1	30.12.2009	PRKAB (505)	E	1,11	51.668,41	% 3,74	-% 0,23	% 0,02	0,47	% 15,57	-% 0,09	% 3,83	% 4,60
T+2	31.12.2009	PRKAB (505)	E	1,09	52.825,02	-% 1,80	% 2,24	% 0,02	0,47	% 15,57	% 1,06	-% 2,86	% 1,74
T+3	04.01.2010	PRKAB (505)	E	1,08	53.368,16	-% 0,92	% 1,03	% 0,02	0,47	% 15,57	% 0,50	-% 1,41	% 0,33
T+4	05.01.2010	PRKAB (505)	E	1,09	54.115,05	% 0,93	% 1,40	% 0,02	0,47	% 15,57	% 0,67	% 0,26	% 0,58
T+5	06.01.2010	PRKAB (505)	E	1,11	54.547,36	% 1,83	% 0,80	% 0,02	0,47	% 15,57	% 0,39	% 1,45	% 2,03
AOF											Beklenen R		Kümülatif
T	Tarih	Hisse	Pazar	Düzeltilmiş	XU100	RHisse [A]	RXU100	Alfa	Beta	RSQRD	Hisse [B]	A-B	(A-B)
T	09.06.2010	PRKTE (505)	E	2,47	54.304,92	-% 1,98	% 1,19	% 0,02	0,72	% 22,19	% 0,88	-% 2,86	-% 2,86
T+1	10.06.2010	PRKTE (505)	E	2,47	54.861,83	% 0,00	% 1,03	% 0,02	0,72	% 22,19	% 0,76	-% 0,76	-% 3,62
T+2	11.06.2010	PRKTE (505)	E	2,48	55.131,63	% 0,40	% 0,49	% 0,02	0,72	% 22,19	% 0,38	% 0,03	-% 3,59
T+3	14.06.2010	PRKTE (505)	E	2,50	55.688,81	% 0,81	% 1,01	% 0,02	0,72	% 22,19	% 0,75	% 0,06	-% 3,53
T+4	15.06.2010	PRKTE (505)	E	2,50	56.421,32	% 0,00	% 1,32	% 0,02	0,72	% 22,19	% 0,96	-% 0,96	-% 4,49
T+5	16.06.2010	PRKTE (505)	E	2,50	56.402,91	% 0,00	-% 0,03	% 0,02	0,72	% 22,19	% 0,00	% 0,00	-% 4,49

AOF											Beklenen R		Kümülatif
T	Tarih	Hisse	Pazar	Düzeltilmiş	XU100	RHisse [A]	RXU100	Alfa	Beta	RSQRD	Hisse [B]	A-B	(A-B)
T	29.02.2008	SKBNK (505)	E	2,29	44.776,88	-% 2,55	-% 2,28	% 0,12	0,74	% 17,12	-% 1,57	-% 0,98	-% 0,98
T+1	03.03.2008	SKBNK (505)	E	2,25	43.343,59	-% 1,75	-% 3,20	% 0,12	0,74	% 17,12	-% 2,25	% 0,50	-% 0,48
T+2	04.03.2008	SKBNK (505)	E	2,22	42.923,03	-% 1,33	-% 0,97	% 0,12	0,74	% 17,12	-% 0,60	-% 0,73	-% 1,22
T+3	05.03.2008	SKBNK (505)	E	2,15	43.468,03	-% 3,15	% 1,27	% 0,12	0,74	% 17,12	% 1,06	-% 4,21	-% 5,43
T+4	06.03.2008	SKBNK (505)	E	2,08	42.523,85	-% 3,26	-% 2,17	% 0,12	0,74	% 17,12	-% 1,49	-% 1,77	-% 7,20
T+5	07.03.2008	SKBNK (505)	E	1,92	41.537,22	-% 7,69	-% 2,32	% 0,12	0,74	% 17,12	-% 1,60	-% 6,10	-% 13,29
AOF											Beklenen R		Kümülatif
T	Tarih	Hisse	Pazar	Düzeltilmiş	XU100	RHisse [A]	RXU100	Alfa	Beta	RSQRD	Hisse [B]	A-B	(A-B)
T	04.09.2009	TAVHL (505)	E	4,09	45.160,51	% 0,00	-% 2,14	-% 0,11	0,63	% 19,85	-% 1,46	% 1,46	% 1,46
T+1	07.09.2009	TAVHL (505)	E	4,09	45.273,98	% 0,00	% 0,25	-% 0,11	0,63	% 19,85	% 0,05	-% 0,05	% 1,41
T+2	08.09.2009	TAVHL (505)	E	4,05	44.846,03	-% 0,98	-% 0,95	-% 0,11	0,63	% 19,85	-% 0,71	-% 0,27	% 1,14
T+3	09.09.2009	TAVHL (505)	E	3,95	44.585,14	-% 2,47	-% 0,58	-% 0,11	0,63	% 19,85	-% 0,48	-% 1,99	-% 0,85
T+4	10.09.2009	TAVHL (505)	E	3,88	44.924,12	-% 1,77	% 0,76	-% 0,11	0,63	% 19,85	% 0,37	-% 2,15	-% 3,00
T+5	11.09.2009	TAVHL (505)	E	4,00	46.583,50	% 3,09	% 3,69	-% 0,11	0,63	% 19,85	% 2,23	% 0,86	-% 2,14
AOF											Beklenen R		Kümülatif
T	Tarih	Hisse	Pazar	Düzeltilmiş	XU100	RHisse [A]	RXU100	Alfa	Beta	RSQRD	Hisse [B]	A-B	(A-B)
T	28.05.2007	TOASO (505)	E	5,79	46.927,81	% 0,00	% 1,59	% 0,20	0,74	% 30,06	% 1,37	-% 1,37	-% 1,37
T+1	29.05.2007	TOASO (505)	E	5,76	47.003,04	-% 0,52	% 0,16	% 0,20	0,74	% 30,06	% 0,31	-% 0,83	-% 2,20
T+2	30.05.2007	TOASO (505)	E	5,65	46.274,69	-% 1,91	-% 1,55	% 0,20	0,74	% 30,06	-% 0,95	-% 0,96	-% 3,16
T+3	31.05.2007	TOASO (505)	E	5,52	47.081,49	-% 2,30	% 1,74	% 0,20	0,74	% 30,06	% 1,48	-% 3,78	-% 6,95
T+4	01.06.2007	TOASO (505)	E	5,50	46.490,14	-% 0,36	-% 1,26	% 0,20	0,74	% 30,06	-% 0,73	% 0,37	-% 6,58
T+5	04.06.2007	TOASO (505)	E	5,42	46.111,14	-% 1,45	-% 0,82	% 0,20	0,74	% 30,06	-% 0,41	-% 1,05	-% 7,63
AOF											Beklenen R		Kümülatif
T	Tarih	Hisse	Pazar	Düzeltilmiş	XU100	RHisse [A]	RXU100	Alfa	Beta	RSQRD	Hisse [B]	A-B	(A-B)
T	12.03.2010	TRCAS (505)	E	4,68	52.232,99	-% 0,64	-% 0,27	-% 0,09	0,69	% 27,96	-% 0,28	-% 0,36	-% 0,36
T+1	15.03.2010	TRCAS (505)	E	4,63	51.971,37	-% 1,07	-% 0,50	-% 0,09	0,69	% 27,96	-% 0,43	-% 0,64	-% 1,00
T+2	16.03.2010	TRCAS (505)	E	4,66	53.233,26	% 0,65	% 2,43	-% 0,09	0,69	% 27,96	% 1,58	-% 0,94	-% 1,93
T+3	17.03.2010	TRCAS (505)	E	4,75	54.303,66	% 1,93	% 2,01	-% 0,09	0,69	% 27,96	% 1,30	% 0,63	-% 1,30
T+4	18.03.2010	TRCAS (505)	E	4,70	53.534,39	-% 1,05	-% 1,42	-% 0,09	0,69	% 27,96	-% 1,06	% 0,01	-% 1,29
T+5	19.03.2010	TRCAS (505)	E	4,62	53.436,96	-% 1,70	-% 0,18	-% 0,09	0,69	% 27,96	-% 0,21	-% 1,49	-% 2,78
AOF											Beklenen R		Kümülatif
T	Tarih	Hisse	Pazar	Düzeltilmiş	XU100	RHisse [A]	RXU100	Alfa	Beta	RSQRD	Hisse [B]	A-B	(A-B)
T	20.10.2009	TSKB (505)	E	1,39	51.050,87	% 1,46	% 1,52	% 0,06	0,75	% 41,20	% 1,21	% 0,25	% 0,25
T+1	21.10.2009	TSKB (505)	E	1,39	51.295,19	% 0,00	% 0,48	% 0,06	0,75	% 41,20	% 0,42	-% 0,42	-% 0,17
T+2	22.10.2009	TSKB (505)	E	1,39	51.016,84	% 0,00	-% 0,54	% 0,06	0,75	% 41,20	-% 0,34	% 0,34	% 0,17
T+3	23.10.2009	TSKB (505)	E	1,40	51.380,65	% 0,72	% 0,71	% 0,06	0,75	% 41,20	% 0,60	% 0,12	% 0,29
T+4	26.10.2009	TSKB (505)	E	1,38	51.230,09	-% 1,43	-% 0,29	% 0,06	0,75	% 41,20	-% 0,16	-% 1,27	-% 0,98
T+5	27.10.2009	TSKB (505)	E	1,37	50.400,57	-% 0,72	-% 1,62	% 0,06	0,75	% 41,20	-% 1,15	% 0,43	-% 0,55
AOF											Beklenen R		Kümülatif
T	Tarih	Hisse	Pazar	Düzeltilmiş	XU100	RHisse [A]	RXU100	Alfa	Beta	RSQRD	Hisse [B]	A-B	(A-B)
T	29.12.2009	TTKOM (403)	E	4,16	51.786,04	% 0,24	% 0,32	% 0,00	0,51	% 35,61	% 0,17	% 0,08	% 0,08
T+1	30.12.2009	TTKOM (403)	E	4,15	51.668,41	-% 0,24	-% 0,23	% 0,00	0,51	% 35,61	-% 0,12	-% 0,12	-% 0,05
T+2	31.12.2009	TTKOM (403)	E	4,18	52.825,02	% 0,72	% 2,24	% 0,00	0,51	% 35,61	% 1,14	-% 0,42	-% 0,47
T+3	04.01.2010	TTKOM (403)	E	4,19	53.368,16	% 0,24	% 1,03	% 0,00	0,51	% 35,61	% 0,53	-% 0,29	-% 0,76
T+4	05.01.2010	TTKOM (403)	E	4,27	54.115,05	% 1,91	% 1,40	% 0,00	0,51	% 35,61	% 0,72	% 1,19	% 0,44
T+5	06.01.2010	TTKOM (403)	E	4,42	54.547,36	% 3,51	% 0,80	% 0,00	0,51	% 35,61	% 0,41	% 3,10	% 3,54
AOF											Beklenen R		Kümülatif
T	Tarih	Hisse	Pazar	Düzeltilmiş	XU100	RHisse [A]	RXU100	Alfa	Beta	RSQRD	Hisse [B]	A-B	(A-B)
T	23.08.2007	TTRAK (505)	E	11,83	47.388,60	% 0,51	% 1,08	% 0,17	0,72	% 24,14	% 0,94	-% 0,43	-% 0,43
T+1	24.08.2007	TTRAK (505)	E	11,83	46.823,97	% 0,00	-% 1,19	% 0,17	0,72	% 24,14	-% 0,69	% 0,69	% 0,26
T+2	27.08.2007	TTRAK (505)	E	11,74	47.914,42	-% 0,76	% 2,33	% 0,17	0,72	% 24,14	% 1,83	-% 2,59	-% 2,34
T+3	28.08.2007	TTRAK (505)	E	11,79	47.750,68	% 0,43	-% 0,34	% 0,17	0,72	% 24,14	-% 0,08	% 0,50	-% 1,83
T+4	29.08.2007	TTRAK (505)	E	12,17	48.082,17	% 3,22	% 0,69	% 0,17	0,72	% 24,14	% 0,66	% 2,56	% 0,73
T+5	31.08.2007	TTRAK (505)	E	12,62	50.198,60	% 3,70	% 4,40	% 0,17	0,72	% 24,14	% 3,32	% 0,38	% 1,11
AOF											Beklenen R		Kümülatif
T	Tarih	Hisse	Pazar	Düzeltilmiş	XU100	RHisse [A]	RXU100	Alfa	Beta	RSQRD	Hisse [B]	A-B	(A-B)
T	08.10.2007	TUPRS (505)	E	22,02	56.279,09	-% 0,23	-% 0,90	% 0,04	0,56	% 26,76	-% 0,47	% 0,24	% 0,24
T+1	09.10.2007	TUPRS (505)	E	22,37	57.910,57	% 1,59	% 2,90	% 0,04	0,56	% 26,76	% 1,66	-% 0,07	% 0,17
T+2	10.10.2007	TUPRS (505)	E	22,73	57.418,04	% 1,61	-% 0,85	% 0,04	0,56	% 26,76	-% 0,44	% 2,05	% 2,22
T+3	11.10.2007	TUPRS (505)	E	22,74	58.053,40	% 0,04	% 1,11	% 0,04	0,56	% 26,76	% 0,66	-% 0,61	% 1,61
T+4	15.10.2007	TUPRS (505)	E	22,59	58.231,90	-% 0,66	% 0,31	% 0,04	0,56	% 26,76	% 0,21	-% 0,87	% 0,74
T+5	16.10.2007	TUPRS (505)	E	22,07	57.185,37	-% 2,30	-% 1,80	% 0,04	0,56	% 26,76	-% 0,97	-% 1,33	-% 0,59

AOF											Beklenen R		Kümülatif
T	Tarih	Hisse	Pazar	Düzeltilmiş	XU100	RHisse [A]	RXU100	Alfa	Beta	RSQRD	Hisse [B]	A-B	(A-B)
T	07.03.2007	VESTL (505)	E	3,12	40.406,51	% 2,97	% 0,44	-% 0,12	0,53	% 28,35	% 0,11	% 2,86	% 2,86
T+1	08.03.2007	VESTL (505)	E	3,17	41.406,85	% 1,60	% 2,48	-% 0,12	0,53	% 28,35	% 1,18	% 0,42	% 3,28
T+2	09.03.2007	VESTL (505)	E	3,18	42.056,32	% 0,32	% 1,57	-% 0,12	0,53	% 28,35	% 0,71	-% 0,39	% 2,89
T+3	12.03.2007	VESTL (505)	E	3,17	41.978,34	-% 0,31	-% 0,19	-% 0,12	0,53	% 28,35	-% 0,22	-% 0,10	% 2,79
T+4	13.03.2007	VESTL (505)	E	3,08	41.665,97	-% 2,84	-% 0,74	-% 0,12	0,53	% 28,35	-% 0,51	-% 2,33	% 0,46
T+5	14.03.2007	VESTL (505)	E	2,96	40.501,85	-% 3,90	-% 2,79	-% 0,12	0,53	% 28,35	-% 1,59	-% 2,31	-% 1,85
AOF											Beklenen R		Kümülatif
T	Tarih	Hisse	Pazar	Düzeltilmiş	XU100	RHisse [A]	RXU100	Alfa	Beta	RSQRD	Hisse [B]	A-B	(A-B)
T	28.01.2009	VKFYT (505)	E	0,58	26.705,62	% 3,57	% 3,52	-% 0,06	0,58	% 13,53	% 1,98	% 1,60	% 1,60
T+1	29.01.2009	VKFYT (505)	E	0,57	26.162,99	-% 1,72	-% 2,03	-% 0,06	0,58	% 13,53	-% 1,24	-% 0,49	% 1,11
T+2	30.01.2009	VKFYT (505)	E	0,56	25.934,37	-% 1,75	-% 0,87	-% 0,06	0,58	% 13,53	-% 0,57	-% 1,19	-% 0,08
T+3	02.02.2009	VKFYT (505)	E	0,55	25.270,81	-% 1,79	-% 2,56	-% 0,06	0,58	% 13,53	-% 1,54	-% 0,25	-% 0,33
T+4	03.02.2009	VKFYT (505)	E	0,56	25.659,90	% 1,82	% 1,54	-% 0,06	0,58	% 13,53	% 0,83	% 0,99	% 0,66
T+5	04.02.2009	VKFYT (505)	E	0,56	26.141,06	% 0,00	% 1,88	-% 0,06	0,58	% 13,53	% 1,03	-% 1,03	-% 0,37
AOF											Beklenen R		Kümülatif
T	Tarih	Hisse	Pazar	Düzeltilmiş	XU100	RHisse [A]	RXU100	Alfa	Beta	RSQRD	Hisse [B]	A-B	(A-B)
T	29.12.2008	YKBNK (505)	E	2,09	26.423,64	% 0,97	-% 0,28	% 0,08	0,98	% 57,12	-% 0,19	% 1,16	% 1,16
T+1	30.12.2008	YKBNK (505)	E	2,07	26.411,09	-% 0,96	-% 0,05	% 0,08	0,98	% 57,12	% 0,04	-% 0,99	% 0,17
T+2	31.12.2008	YKBNK (505)	E	2,08	26.864,07	% 0,48	% 1,72	% 0,08	0,98	% 57,12	% 1,77	-% 1,28	-% 1,12
T+3	02.01.2009	YKBNK (505)	E	2,11	27.005,63	% 1,44	% 0,53	% 0,08	0,98	% 57,12	% 0,60	% 0,84	-% 0,28
T+4	05.01.2009	YKBNK (505)	E	2,14	27.988,65	% 1,42	% 3,64	% 0,08	0,98	% 57,12	% 3,65	-% 2,23	-% 2,51
T+5	06.01.2009	YKBNK (505)	E	2,17	28.709,41	% 1,40	% 2,58	% 0,08	0,98	% 57,12	% 2,61	-% 1,21	-% 3,71
AOF											Beklenen R		Kümülatif
T	Tarih	Hisse	Pazar	Düzeltilmiş	XU100	RHisse [A]	RXU100	Alfa	Beta	RSQRD	Hisse [B]	A-B	(A-B)
T	20.04.2007	YYGYO (505)	E	1,83	47.355,82	% 1,67	% 2,26	% 0,10	0,55	% 6,76	% 1,35	% 0,31	% 0,31
T+1	24.04.2007	YYGYO (505)	E	1,80	47.014,90	-% 1,64	-% 0,72	% 0,10	0,55	% 6,76	-% 0,29	-% 1,35	-% 1,03
T+2	25.04.2007	YYGYO (505)	E	1,80	48.032,72	% 0,00	% 2,16	% 0,10	0,55	% 6,76	% 1,30	-% 1,30	-% 2,33
T+3	26.04.2007	YYGYO (505)	E	1,77	47.826,05	-% 1,67	-% 0,43	% 0,10	0,55	% 6,76	-% 0,13	-% 1,53	-% 3,87
T+4	27.04.2007	YYGYO (505)	E	1,75	46.861,31	-% 1,13	-% 2,02	% 0,10	0,55	% 6,76	-% 1,01	-% 0,12	-% 3,99
T+5	30.04.2007	YYGYO (505)	E	1,51	44.984,45	-% 13,71	-% 4,01	% 0,10	0,55	% 6,76	-% 2,11	-% 11,61	-% 15,60