

Kurumsal Yönetim Notları Hisse Senedi Getirilerini Etkiler Mi? Fourier Tabanlı Testler ile BIST XKURY Endeksinden Kanıtlar

(Araştırma Makalesi)

Do Corporate Governance Ratings Affect Stock Returns? Evidence from BIST XKURY Index with Fourier Based Tests

Doi: 10.29023/alanyaakademik.1470372

Yaşar ALPTÜRK¹, Fahrettin SÖKER²

¹ Öğr. Gör. Dr., Kahramanmaraş Sütçü İmam Üniversitesi, Sosyal Bilimler MYO, Muhasebe ve Vergi Bölümü, yasaralpturk@ksu.edu.tr, Orcid No: 0000-0003-0063-447

² Öğr. Gör. Dr., Kahramanmaraş İstiklal Üniversitesi, Türkoğlu MYO, Yönetim ve Organizasyon Bölümü, fahrettin.soker@istiklal.edu.tr, Orcid No: 0000-0002-3763-5419

ÖZET

Anahtar Kelimeler:
Kurumsal Yönetim
Notları, Panel Fourier
Eşbütünleşme, Panel
Fourier Nedensellik

Makale geliş tarihi:
18.04.2024

Kabul tarihi:
31.08.2024

Son yılların popüler konularından biri olan kurumsal yönetim anlayışı, yatırımcılar başta olmak üzere bütün ekonomik paydaşlar için önemli hale gelmiştir. Bu çalışmanın amacı da BIST XKURY endeksinde işlem gören 39 firmanın 2014-2023 dönemleri arası yıllık verilerini kullanarak, kurumsal yönetim notlarının açıklanmasının hisse senedi getirilerine bir etkisinin olup olmadığını araştırmaktır. Bu doğrultuda modern fourier panel testlerinin kullandığı çalışmada, Olayeni vd. (2020) tarafından geliştirilen yumuşak geçişli yapısal kurulumları dikkate alan fourier eşbütünleşme testi (FFFFF) ile Fourier Toda-Yamamoto nedensellik ve Fourier Granger nedensellik testleri kullanılmıştır. Çalışmanın elde edilen sonuçlara göre incelenen firmaların tamamında kurumsal yönetim notlarıyla hisse senetlerinin getirileri uzun dönemde birlikte hareket etmektedir. Ancak kurumsal yönetime ilişkin yapılan not açıklamalarının, hisse senetlerinin getirileri üzerindeki etkisi sınırlıdır ve firmaların büyük çoğunluğunda ilişki tespit edilememiştir. İlişki tespit edilen firmalarda ise ortaya konulan bulgular pozitif ve negatif olarak değişmektedir.

ABSTRACT

Keywords:
Corporate Governance
Ratings, Panel Fourier
Cointegration, Panel
Fourier Causality

Corporate governance, which has become one of the popular topics in recent years, has become increasingly important for all economic stakeholders, particularly investors. The aim of this study is to investigate whether the disclosure of corporate governance ratings has any impact on stock returns using annual data from 39 companies listed on the BIST XKURY index for the period 2014-2023. In line with this, the study utilized the Fourier panel tests, which take into account the smooth transition structural breaks developed by Olayeni et al. (2020), including the Fractional frequency flexible fourier form (FFFFF) cointegration test, Fourier Toda-Yamamoto causality test, and Fourier Granger causality test. According to the findings of the study, corporate governance ratings and stock returns move together in the long term across all examined firms. However, the impact of disclosing corporate governance ratings on stock returns is limited, and the relationship could not be identified in the majority of the firms. In the firms where a relationship was identified, the findings varied both positively and negatively.

1. GİRİŞ

Teknolojinin ilerleyişi, her geçen gün bilgi asimetrisini azaltmakta ve yatırımcılar bilgiye daha kolay ulaşabilmektedir. Bilgiye kolay ulaşabilen yatırımcılar ise yatırım kararlarını verirken pek çok faktörü dikkate almaktadırlar. Dolayısıyla işletmeler, yatırımcıların günümüz davranışlarına göre kendilerini çağın getirdiği pek çok yeniliğe adapte ederek, yatırımcıların ihtiyaçlarına cevap vermeye ve yatırımcı ilgisini çekmeye çalışmaktadır. İşletmelerin son yıllarda dikkat ettiği en önemli konulardan biri de kurumsal yönetim anlayışıdır. Çünkü sıkı ve düzgün bir şekilde uygulanan kurumsal yönetim, yatırımcılar dâhil olmak üzere bütün paydaşlara katkı sunarken, aksi bir kötü yönetim durumunda ise çeşitli skandallara ve yıkımlara yol açabilmektedir.

Dünya çapında 21. yüzyılda yaşanan kurumsal başarısızlıklar, muhasebe skandalları ve finansal krizler ile beraber piyasaların verimli bir şekilde işlemesi için kurumsal yönetim anlayışının temel alınması gerekliliği ortaya çıkmış ve bu konuda farkındalık artmıştır (Spanos, 2005, s. 15). Krizler ve skandalların yanı sıra, doğrudan ve dolaylı yabancı sermaye hareketleri, son yıllarda hisse sahiplik oranında yaşanan artış ve piyasalardaki rekabet ortamı gibi pek çok faktör, kurumsal yönetim anlayışını zaruri hale getirmektedir. Öte yandan, yerli ve yabancı birçok yatırımcı, yatırım kararlarını kurumsal yönetimin iyi uygulandığı işletmelerden yana kullanarak kendilerini güvence altına almaya çalışmaktadır (Sakarya vd., 2017, s. 56).

Kurumsal yönetim kavramı farklı şekillerde tanımlanabilmekte ve bu sebeple açık bir tanımı bulunmamaktadır. Kurumsal yönetim kavramı üzerine yapılan tanımlar, davranış modeli ve normatif çerçeveye ilgili olmak üzere iki başlıkta şekillenmektedir. Davranış modeli etrafında yapılan tanımlar; performans, verimlilik, büyüme, finansal yapı, hissedarlar ve diğer paydaşlara yönelik ölçümler açısından firmaların gerçek davranışlarına odaklanmaktadır. Normatif çerçeve ile ilgili tanımlar ise hukuk sistemi, yargı sistemi, finansal piyasalar ve işgücü piyasaları gibi kaynaklardan gelen kurallarla ilgilidir (Claessens, 2006, s. 93). Kurumsal yönetim kavramı en yalın haliyle bir firmadaki işleyişi sağlayan faktörler, kurallar ve kanunlar sistemi olarak ifade edilebilir (Gillan ve Starks, 1998, s. 4). Kavram olarak kurumsal yönetimin odak noktası, şeffaflık, hesap verebilirlik, adalet ve sorumluluk gibi değerlerdir (Zuva ve Zuva, 2018, s. 18).

Uluslararası alanda kurumsal yönetim anlayışına yönelik en kapsamlı çalışma, Ekonomik İşbirliği ve Kalkınma Örgütü (OECD) tarafından 1999 yılında yapılmış ve kurumsal yönetime ilişkin ilkeler tüm dünya ile paylaşılmıştır. OECD tarafından ilan edilen kurumsal yönetim anlayışı, OECD üyesi olan Türkiye’de hızlı bir karşılık bulmuş ve Türk Sanayicileri ve İş İnsanları Derneği’nin (TÜSİAD) öncülüğünde bu yeni yönetim anlayışı konusunda pek çok çalışma yapılmıştır (Güngör ve Güney, 2019, s. 38).

TÜSİAD tarafından kurumsal yönetim konusunda bir çalışma grubu oluşturulmuş ve oluşturulan bu çalışma grubu, bir yıldan daha fazla süre boyunca dünyanın çeşitli ülkelerindeki kurumsal yönetim anlayışını ve Türk Ticaret Kanunu (TTK) çerçevesinde firmaların uygulamalarını inceleyerek “Kurumsal Yönetim En İyi Uygulama Kodu: Yönetim Kurulunun Yapısı ve İşleyişi” adlı ilk çalışmayı sunmuştur (Türk Sanayicileri ve İş Adamları Derneği, 2002, s. 10). Türkiye’deki sermaye piyasalarını düzenleme ve denetleme yetkisini elinde bulunduran Sermaye Piyasası Kurulu (SPK), kurumsal yönetim anlayışına ilişkin ilkeleri ilk defa kamuya 2003 yılında duyurmuş ve devam eden süreçte yayımlanan tebliğler ile güncellenmiştir (Sermaye Piyasası Kurulu, 2019, s. 4). Ayrıca 2003 yılında Türkiye’de bu yeni kurumsallık anlayışının tanınabilmesi, gelişmesi ve iyi bir şekilde uygulanabilmesi için gönüllü bir sivil toplum kuruluşu olan Türkiye Kurumsal Yönetim Derneği (TKYD) kurulmuştur (Türkiye Kurumsal Yönetim Derneği, t.y.a).

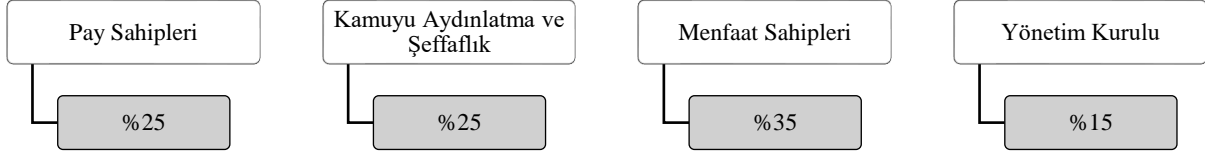
2004 yılında ise SPK tarafından yayınlanan 2004/51 sayılı haftalık bültende kamuya ilan edilen 10.12.2004 tarihli ve 48/1588 sayılı karar ile Borsa İstanbul’da (BIST) hisse senetleri işlem gören firmaların, 2004 yılından başlamak üzere faaliyet raporlarında ve web sitelerinde; firmaların kurumsal yönetim ilkelerine uyumlarına ilişkin beyanları ile Kurumsal Yönetim Uyum Raporu’na yer vermeleri gerektiğine, karar verilmiştir. Alınan bu kararlar birlikte hisseleri BIST’de işlem gören firmaların ilk defa 2005 yılında yayınladıkları 2004 yılına ilişkin faaliyet raporlarında, kurumsal yönetim uyum raporları yer almıştır (Sermaye Piyasası Kurulu, 2005, s. 1).

2011 yılına gelindiğinde, yeni TTK ile birlikte SPK tarafından kurumsal yönetim kavramıyla ilgili olarak 30.12.2011 tarihli “Kurumsal Yönetim İlkelerinin Belirlenmesine ve Uygulanmasına İlişkin Tebliğ” Resmî Gazete’de yayımlanmıştır (Sermaye Piyasası Kurulu, 2011). 2014 yılında ise SPK, 01.10.2014 tarihinden başlamak üzere ilgili muhasebe dönemi itibarıyla geçerli olacak şekilde, güncel kurumsal yönetime ilişkin ilkeleri yayımlamıştır. Daha sonra, 2019 yılında SPK tarafından kurumsal yönetime ilişkin yeni bir raporlama çerçevesi oluşturulmasına karar verilmiş olup, bu kapsamda 2019/2 sayılı ve 10.01.2019 tarihli yeni çerçeve, 11.01.2019 tarihinde yapılan bir duyuruyla kamuya ilan edilmiştir (Sermaye Piyasası Kurulu [SPK], 2019, ss. 4-14).

Kurumsal Yönetim Tebliği’nde kurumsal yönetime ilişkin ilkeler, 97 maddeden oluşurken, bunlardan 24 tanesinin uygulanması zorunlu tutulmakta, diğer maddeler ise “uygula veya açıkla” yaklaşımıyla benimsenmiştir (SPK, 2019, s. 5). Öte yandan BIST tarafından 2007 yılında oluşturulan BIST Kurumsal Yönetim Endeksi (XKURY), 48.082,17 başlangıç değeriyle 31.08.2007 tarihi itibarıyla hesaplanmaya başlamıştır. Endekste, Yıldız, Ana ve Alt

pazarda işlem gören ve kurumsal yönetim ilkelerine uyumu gösteren derecelendirme notları 10 üzerinden en az 8 ve her bir ana başlıkta 10 üzerinden en az 7 olan şirketlerin payları yer almaktadır (Borsa İstanbul, t.y.).

BIST XKURY endeksinde hali hazırda işlem gören 73 firma bulunmaktadır. Endekste işlem görebilmek için, SPK tarafından lisans verilen derecelendirmeye yetkili kuruluşlar tarafından, kurumsal yönetim derecelendirme notu olarak BIST'e bildirmesi gerekmektedir. Kurumsal yönetim derecelendirmesi dört ana başlık altında yapılmaktadır (Türkiye Kurumsal Yönetim Derneği [TKYD], t.y.b). Bu başlıklar ve oranları Şekil 1'de sunulmuştur.



Şekil 1. Kurumsal Yönetim Derecelendirmesi

Kaynak: TKYD (t.y.b)

Kurumsal yönetim notları, SPK tarafından lisans verilen yetkili derecelendirme kuruluşları tarafından Şekil 1'de yer alan kriterlere göre hesaplanmakta ve her yıl düzenli olarak kamuya ilan edilmektedir. Şekil 1'deki başlıklar ağırlık oranlarına göre değerlendirildikten sonra toplam derecelendirme notu elde edilir. Böylece kurumsal yönetim ilkelerine uyum düzeyi ayrıntılı olarak belirlenmiş olur. (SAHA Kurumsal Yönetim ve Kredi Derecelendirme Hizmetleri, t.y.a). Tablo 1'de ilgili notların açıklaması sunulurken, Tablo 2'de ise Türkiye'deki yetkili derecelendirme kuruluşları gösterilmiştir.

Tablo 1. Kurumsal Derecelendirme Notları ve Anlamları

Not	SPK Kurumsal Yönetim İlkeleri'ne Uyum
9-10	Büyük ölçüde uyum sağlanmış, tüm politika ve önlemleri uygulamaya sokulmuştur.
8	Önemli ölçüde uyum sağlanmış, çoğu gerekli politika ve önlemleri uygulamaya sokulmuştur.
6-7	Orta derecede uyum sağlanmış, gerekli politika ve önlemlerin bir kısmını uygulamaya sokulmuştur.
4-5	Asgari derecede uyum sağlanmış, gerekli politika ve önlemlerin standartların altında bir kısmı uygulamaya sokulmuştur.
<4	Uyum sağlanamamış, gerekli politika ve önlemleri zayıftır.

Kaynak: SAHA Kurumsal Yönetim ve Kredi Derecelendirme Hizmetleri (t.y.b)

Tablo 2. SPK Tarafından Lisans Verilen Yetkili Derecelendirme Kuruluşları

Kuruluş	Web Adresi
1- DRC Derecelendirme Hizmetleri A.Ş.	www.drccrating.com
2- KOBİRATE Uluslararası Kredi Derecelendirme ve Kurumsal Yönetim Hizmetleri A.Ş.	www.kobirate.com.tr
3- İstanbul Uluslararası Derecelendirme Hizmetleri A.Ş.	www.turkrating.com
4- SAHA Kurumsal Yönetim ve Kredi Derecelendirme Hizmetleri A.Ş.	www.saharating.com
5- JCR Avrasya Derecelendirme A.Ş.	www.jcrer.com.tr

Kaynak: Sermaye Piyasası Kurulu (t.y.)

Kurumsal yönetim anlayışının son yıllarda gösterdiği gelişim ve şirketler tarafından benimsenmesi, ayrıca hisse sahiplik oranında yaşanan artışla birlikte yatırımcılar tarafından şirket yönetim anlayışının yatırım kararlarında önem arz etmesi, araştırmacıların ilgisini çekmekte ve kurumsal yönetim ile hisse senedi getirileri arasındaki ilişkiler güncel bir şekilde araştırılmaktadır.

Kurumsal yönetim anlayışının şirketlerin hisse senedi fiyatlarına etkisinin olup olmadığı araştırmalara konu edilmiş olsa da bu konuda literatürün kısıtlı olduğu görülmektedir. Özellikle kurumsal yönetim ilkelerini uygulayan şirketlerin sayısının görece az olması ve kurumsal yönetim anlayışının yakın tarihte şirketlere yerleşmiş olması, veri noktasında araştırmaları sınırladığı söylenebilmektedir. Ayrıca, değişkenler arasındaki ilişki genel olarak olay çalışması yöntemiyle incelendiği görülmekte; panel veri analizleri ile inceleyen çalışmaların sınırlı sayıda olması da literatürde bu konuda önemli bir boşluk bulunduğunu göstermektedir. Çalışmanın temel motivasyon kaynağı, literatürdeki ihtiyaca katkıda bulunma isteğidir. Bu amaçla kurumsal yönetim notları ile hisse senedi getirileri arasındaki ilişkiler, Fourier panel testler kullanılarak araştırılacaktır. Öte yandan çalışmada modern testlerin kullanılmasının da literatüre önemli bir katkı sunacağı düşünülmektedir.

Çalışma, giriş bölümü de dâhil olmak üzere beş temel bölümden oluşmaktadır. İlerleyen bölümlerde sırasıyla incelenen konu ile ilgili literatür araştırmasına, çalışmanın metodolojisine ve çalışmada yapılan analizlerden elde edilen bulgulara yer verilmekte; son bölümde ise analiz sonuçları değerlendirilmektedir.

2. LİTERATÜR ARAŞTIRMASI

Finans literatüründe kurumsal yönetim anlayışıyla ilgili çalışmalara bakıldığında, özellikle kurumsal yönetimle, finansal performans üzerine ulusal ve uluslararası birçok çalışma yapıldığı görülmektedir (Gompers vd., 2003; Carter vd., 2003; Hiraki vd., 2003; Baek vd., 2004; Garay ve González, 2008; Balachandran ve Faff, 2015; Brown ve Caylor, 2006; Gupta vd., 2009; Chen vd., 2010; Jo ve Harjoto, 2011; Ammann vd., 2011; Liu vd., 2012; Ege vd., 2013; Siagian vd., 2013; Black vd., 2015; Ararat vd., 2017; Düzer, 2021; Çekici ve Babacan, 2022; Cengiz ve Karabayır, 2022; Ergun vd., 2022; Soylu ve Ayanoglu, 2022; Yenisu ve Türkoğlu, 2023; Sönmez, 2023; Pamungkas vd., 2023; Ben Fatma ve Chouaibi, 2023; Shahzad vd., 2023). Öte yandan Drobetz vd. (2003), Klapper ve Love (2004), Bebczuk (2005) ve Chong vd. (2009)'nin çalışmalarında da kurumsal yönetim ve temettü politikası arasındaki ilişkiler araştırılmıştır. Kurumsal yönetim ile hisse senetleri arasındaki ilişkileri risk, firma değeri, fiyat tepkileri ve getiri açısından araştıran çalışmalar ise aşağıda kısaca sunulmuştur:

Kurumsal yönetim ile hisse senetleri arasındaki ilişkileri risk ve getiri açısından ele alan Yen (2005), Eylül 1990-Aralık 2002 verilerini kullanarak iyi kurumsal yönetime sahip şirketlerin yüksek getirili ve düşük riskli olduğuna ilişkin yaygın olan fikri araştırdığı çalışmada, yaygın olan bu görüşün aksine iyi kurumsal yönetime sahip şirketlerin yüksek hisse senedi getiri oynaklığı ile ilişkili olduğunu tespit etmiştir. Diğer bir ifadeyle, iyi yönetilen şirketlerin riskli olduğuna ve anormal getiriler elde etmediklerine dair bulgular elde edilmiştir. Bozcuk (2010), çalışmada Borsa İstanbul'da kurumsal yönetim notlarının açıklanmasına verilen fiyat tepkilerini tespit etmek ve sonuçlara yön veren faktörleri belirlemek amacıyla olay çalışması yönteminden faydalanmıştır. Çalışma sonucunda kurumsal yönetim notlarının tek başına fiyat tepkileri üzerinde hiçbir etkisinin olmadığı belirlenmiştir. Yenice ve Dölen (2013) ise araştırmasında 2007-2011 döneminde XKURY endeksinde işlem gören firmaların borsa değerleri üzerinde kurumsal yönetim notlarının etkili olup olmadığını incelemiştir. Notların açıklandığı tarihten 30 gün önce ve sonrası borsa değerleri kullanılarak yapılan karşılaştırmalı istatistiksel analizler sonucunda kurumsal yönetim notlarıyla borsa değeri arasında anlamlı bir ilişki olduğu ortaya konmuştur.

Kurumsal yönetim ile hisse senedi getirileri arasındaki ilişkiyi inceleyen ve kurumsal yönetim ile hisse senedi getirileri arasında ilişki bulan çalışmalardan; Bauer vd. (2004), FTSE Eurotop 300'de işlem gören şirketlerde iyi kurumsal yönetim uygulamasının daha yüksek hisse senedi getirilerine yol açıp açmadığını ve firma değerini artırıp artırmadığını analiz etmişlerdir. Çalışmanın sonuçlarına göre kurumsal yönetimle, hisse senetleri getirileri arasında pozitif bir ilişki belirlenirken, ülke farklılıklarına göre ayarlamalar yapıldıktan sonra bu ilişkinin önemli ölçüde zayıfladığı tespit edilmiştir. Diğer bir çalışmada ise Shen ve Lin (2010), Tayvan imalat firmalarının 1994-2004 yılları verilerini kullanarak, kurumsal yönetim ile hisse senetleri getirileri ilişkisini araştırmıştır. Araştırmada zayıf uygulanan kurumsal yönetime göre güçlü bir kurumsal yönetimde hisse senedi getirileri açısından daha fazla olumlu tepki olduğu tespit edilmiştir. Hisse senedi getirilerinin farklı yönetim rejimlerinde farklı tepkiler verdiğini gösteren bu araştırmanın sonucunda firmalar için kurumsal yönetimin iyileştirilmesinin gerekli olduğu ifade edilmiştir. Yavuz vd. (2015) ise şirketlerin kurumsal yönetim endeksinde giriş yapmasının hisse senedi getirilerine olan etkisini incelemek amacıyla, 2012-2013 yıllarında BIST XKURY endeksinde alman 11 firmanın endekse girdikleri tarihin 10 gün öncesi ve sonrası oluşan anormal getirileri analiz etmişlerdir. Çalışmada elde edilen sonuçlara göre bazı günlerde pozitif anormal getiriler tespit edilirken, bazı günlerde ise negatif anormal getiriler meydana geldiği belirlenmiştir. Kevser ve Doğan (2021) araştırmalarında BIST XKURY endeksinde yer alan 29 firmanın 2007-2019 dönemi verilerini kullanarak, kurumsal yönetim not duyurusunun hisse senetlerinin getirileri üzerine etkisini incelemişlerdir. Değişkenler arasındaki ilişkinin Pearson korelasyon analizi ile incelendiği araştırmanın sonuçlarına göre kurumsal yönetim notlarıyla hisse senedi getirileri arasında anlamlı bir ilişki bulunduğu ve notların artması ile hisse senedi getirisinde artış yaşandığı tespit edilmiştir. Sakarya (2011) ise araştırmasında XKURY endeksinde işlem gören 11 firmanın 2009 yılı kurumsal yönetim notlarının ilanı, hisse senetlerinin getirileri arasındaki ilişkiyi incelemiştir. Olay çalışması yönteminin kullanıldığı analiz sonuçlarına göre elde edilen bulgularda, yüksek kurumsal yönetim notlarının ilan edilmesiyle hisse senetlerinin getirisi arasında pozitif ilişki bulunduğu, olay öncesinde ve olay sonrasında hisse senetlerinden anormal bir getiri sağlanabileceği belirlenmiştir. Anormal getiri elde edilebileceği sonucuna ulaşan bir başka çalışma da ise Çetin vd. (2020), Borsa İstanbul XKURY ve XGMYO endeksinde işlem gören şirketlerin 2018 yılı kurumsal yönetim notlarının ilanı sonrası hisse senetlerinden anormal bir getiri elde edilip edilemeyeceğini olay çalışması yönteminden yararlanarak incelemiştir. Araştırma sonuçlarına göre belirlenen olay pencereleri için kümülatif anormal getiriler tespit edilmiş ve olay günleri sonrasında hisse senedi değerlerinin daha stabil olduğu belirlenerek piyasanın yarı formda etkin olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

Kurumsal yönetim ile hisse senedi getirileri arasındaki ilişki olmadığını ifade eden çalışmalardan; Eyüboğlu (2011), araştırmasında şirketlerin kurumsal yönetim uygulamalarına geçmelerinin getirileri üzerinde etkisi olup, olmadığını araştırmak amacıyla XKURY endeksinde işlem gören firmaların aylık verilerine t-testlerini

uygulamıştır. Araştırmadan elde edilen sonuçlara göre analize dâhil edilen şirketlerin endekse girmeden önce ve girdikten sonra ortalama aylık getirileri arasında istatistiki olarak anlamlı düzeyde bir farklılık görülmemiştir. Bir başka çalışmada Kandır (2013), olay çalışması yöntemiyle 5 kon vansiyonel ve 1 katılım bankasının kurumsal yönetim notlarının, bankaların hisse senetleri getirisine etkilerini araştırmıştır. Olay günleri olarak 2011 senesindeki kurumsal yönetim not açıklama tarihleri seçilmiş ve not açıklamalarının 5 gün öncesi ve sonrası alınarak olay penceresi belirlenmiştir. Analizler sonucu elde edilen bulgulara göre kurumsal yönetim notlarının açıklanmasının hisse senetleri üzerinde önemli bir etki yapmadığı tespit edilmiştir. Wardhana vd. (2017), çalışmalarında kurumsal yönetimin hisse senedi getirisi üzerindeki etkisini Endonezya Menkul Kıymetler Borsasında işlem gören şirketlerin 2010-2014 yılları arası verilerini kullanarak nicel bir yöntemle araştırmayı amaçlamıştır. Elde edilen sonuçlara göre kurumsal yönetimin hisse senedi getirileri üzerinde negatif etkisi tespit edilmiş ancak bu etki önemsiz olduğu belirlenmiştir. Sakarya vd. (2017), ise BIST XKURY endeksinde işlem gören 58 firmanın 2011-2015 dönemi verilerini kullanarak, olay çalışması yöntemiyle kurumsal yönetime ilişkin yapılan not duyurularının, hisse senetlerinin getirilerini etkileyip etkilemediğini analiz etmişlerdir. Araştırmanın sonuçlarına göre kurumsal yönetim notlarının ilan edilmesiyle, hisse senetlerinin getirileri arasında ilişki tespit edilememiştir. Bu nedenle hisse senetlerinden anormal getiri elde etmenin mümkün olmadığı ve piyasa etkinliğinin yarı güçlü formda olduğu belirlenmiştir.

Yukarıda incelenen çalışmaların aksine bazı araştırmalarda ise bazı yıllarda ilişki tespit edilirken, bazı yıllarda ise ilişki bulunamamışlardır. Bu çalışmalardan; Aksu ve Aytekin (2015), 2009-2014 yılları arasında BIST XKURY endeksinde işlem gören 50 şirketin kurumsal yönetim notlarıyla hisse senetleri getirileri arasındaki ilişkiyi belirlemeye çalışmıştır. Olay çalışması yöntemi kullanılan araştırmadan elde edilen sonuçlara göre, 2009 yılında kurumsal yönetim notlarının açıklanması sonrası anormal getirilerin pozitif yönde olduğu belirlenmiş, 2014 yılında ise kurumsal yönetim notlarının açıklanmasının öncesi veya sonrası gerçekleşen getirilerin kurumsal yönetim notlarından kaynaklanmadığı, dolayısıyla endekste 2014 yılında anormal bir getiri elde edilmediği tespit edilmiştir. Araştırmada diğer yıllarda elde edilen sonuçların ise istatistiki olarak anlamlı olmadığı belirlenmiştir. Küçüköğlü vd. (2022), araştırmalarında BIST XKURY endeksinde yer alan firmaların kurumsal yönetim notlarının, hisse senetleri değeri üzerine etkisini incelemek amacıyla 2016-2020 dönemi verileri ile Eşleştirilmiş Bağımlı Örneklem t-Testi uygulamıştır. Araştırma sonuçlarına göre, 2016-2017 ve 2019 yıllarında kurumsal yönetim uygulamalarını gerçekleştiren şirketlerin kurumsal yönetim notlarının hisse senetleri üzerinde anlamlı etkisi tespit edilirken, 2018 ve 2020'de ise anlamlı bir etki tespit edilememiştir.

3. ARAŞTIRMA DİZAYNI

BIST XKURY endeksinde işlem gören şirketlerin açıkladıkları kurumsal yönetim notlarının, hisse senedi getirilerine etkisinin araştırıldığı bu çalışmada panel verilerden yararlanılmıştır. Çok boyutlu ve farklı zamanlarda ölçülen verileri analiz etmeye yarayan panel veri analizleri, finans araştırmalarında sıklıkla kullanılmaktadır. Bu çalışmanın ampirik analiz aşamasında da güncel Fourier tabanlı panel veri analizlerinden yararlanılmıştır.

3.1. Araştırmanın Amacı

Bu çalışmanın amacı, XKURY endeksinde işlem gören şirketlerin açıkladığı kurumsal yönetim notlarının hisse senetlerinin getirilerine herhangi bir etkisi olup olmadığını ortaya koymaktır. İncelenen değişkenler arasındaki ilişkinin keşfedilmesinin, yatırımcıların ve yöneticilerin piyasalardaki gelişmeleri tahmin edebilmesine, buna göre pozisyon almalarına ve ayrıca yatırımcıların karar verme süreçlerine destek olacağı düşünülmektedir.

3.2. Veri Seti

Araştırmada BIST XKURY endeksinde işlem gören, düzenli olarak 2014-2023 yılları arası kurumsal yönetim notlarını açıklayan ve verilerine sağlıklı bir şekilde ulaşılan 39 şirket seçilmiştir. Araştırmada kullanılmayan şirketler, kurumsal yönetim notlandırması incelenen tarihler arasında değildir ya da analize dâhil edilecek şartları taşımamaktadır. Araştırmada kullanılan kurumsal yönetime ilişkin notlar www.tkyd.org adresinden ve şirketlerin notlandırıldığı derecelendirme kuruluşlarının web adreslerinden elde edilirken, hisse getirilerine ilişkin veriler ise investing.com adresinden elde edilmiştir. Araştırmada kullanılan şirketlerin borsa kodları aşağıda sunulmuştur;

Tablo 3. Araştırmada Kullanılan Şirketlerin Borsa Kodları

AEFES	ARCLK	DOAS	GLYHO	LOGO	PNSUT	TAVHL	TTRAK
AGHOL	ASELS	DOHOL	HALKB	OTKAR	PRKAB	TOASO	TUPRS
AKSA	AYGAZ	ENKAI	HURGZ	PETUN	PRKME	TRCAS	VESTL
AKSGY	COLLA	GARAN	IHEVA	PGSUS	SISE	TSKB	YKBNK
ALBRK	CRDFA	GARFA	IHLAS	PINSU	SKBNK	TTKOM	

Kaynak: *Kamuyu Aydınlatma Platformu (t.y.)*

Çalışmada kurumsal yönetim notlarının hisse senedi getirileri üzerindeki etkisini araştırmak için kurumsal yönetim notunun kamuya ilan edildiği tarihten 10 gün öncesi ile 10 gün sonrası hisse senedi fiyatları dikkate alınarak hisse senetlerinin fiyatlarındaki değişim aşağıdaki formül yardımı ile hesaplanmıştır;

$$\frac{(P_{t+10}-P_{t-10})}{(P_{t-10})} \quad (1)$$

Denklem (1)'de verilen (P) hisse senedinin fiyatını (t) ise tarihi ifade etmektedir.

3.3. Araştırmanın Metodolojisi

Ekonometrik araştırmalarda genel olarak zaman serileri, yatay kesit analizi ve panel veri analizleri gibi çeşitli yöntemler kullanılırken, yöntem seçiminde kullanılacak verilerin yapısı, oldukça önemlidir. Çünkü verilerin yapısı yöntem tercihinin şekillendirmektir. Bu çalışmada kullanılacak verilerin frekansına bakıldığında yıllık olması ve çalışmada kullanılan firmaların sadece 10 dönemlik verilerinin bulunması, ayrıca BIST XKURY endeksi hakkında genel bir sonuca varabilmek amacıyla panel veri analizleri tercih edilmiştir.

Analizlerin ilk aşaması olan paneller arasındaki ilişkinin tespitinde yatay kesit bağımlılıklarının araştırılmasıdır. Bu amaçla Pesaran vd. (2008) tarafından geliştirilen, test istatistiğine varyans ve ortalamayı dâhil ederek, sıfırdan farklı bireysel ortalamaların olduğu hallerde daha güvenilir sonuçlar veren CDLMadj test istatistiği kullanılmıştır. Yöntem şu şekilde hesaplanmaktadır:

$$LM_{adj} = \sqrt{\frac{2}{N(N-1)}} \sum_{i=1}^{N-1} \sum_{j=i+1}^N \frac{(T-k)\hat{\rho}_{ij}^2 - \mu_{Tij}}{u_{Tij}} \quad (2)$$

Denklem (2)'de μ_{Tij} varyansı gösterirken u_{Tij} ise ortalamayı göstermektedir. Bu modelle birlikte ortalamadan muhtemel sapmalar neticesinde meydana gelebilecek yanlış test istatistik değerleri görülmeyecek ve bu sayede daha güvenilir olacaktır. Pesaran vd. (2008)'in geliştirdiği testin H0 hipotezi panel bazında yatay kesit bağımlılığı bulunmadığını, alternatif hipotez ise panel bazında yatay kesit bağımlılığı bulunduğunu ortaya koymaktadır.

Yatay kesit bağımlılığı testlerinden sonra paneldeki birim köklerin tespiti için Fourier PANKPSS testleri uygulanmıştır. Nazlıoğlu ve Karul'un (2017) geliştirdiği yöntemin önemli özelliği, ise yumuşak geçişli yapısal kırılmaları göz ardı etmemesidir. Testin H0 hipotezi, panelin durağan yapıda olduğunu, alternatif hipotezin ise panelin bir köklü olduğunu belirtmektedir. Yöntem, aslında yapısal kırılmalı Carrion-i-Silvestre ve Sansó (2007) testine, Becker vd. (2006) tarafından hesaplanan Fourier formunun eklenmiş halini ifade etmektedir. Testin bireysel istatistikleri şu şekilde hesaplanmaktadır (Becker vd., 2006, s. 386):

$$\eta_i(k) = \frac{1}{T^2} \frac{\sum_{t=1}^T \hat{S}_{it}(k)^2}{\hat{\sigma}_{\epsilon_i}^2} \quad (3)$$

Panelin durağanlığının tespit edilmesi akabinde yapılan işlemler, nedensellik ve eşbütünleşme durumlarının test edilmesidir. Çalışmanın da özgün yanını oluşturan ve literatürde yeni olan Fourier formundaki eşbütünleşme ve nedensellik testleri tercih edilmiştir. Çalışmada ilk olarak Olayeni vd. (2020) tarafından geliştirilen hem yatay kesit bağımlılığını hem de yumuşak geçişleri dikkate alan (FFFFF) panel Fourier eşbütünleşme testi kullanılmıştır, modelin ilk aşaması şu şekilde hesaplanmaktadır:

$$Y_{i,t} = \beta_{0,i} + \beta_{1,i}Z_{i,t} + v_{i,t} \quad (4)$$

Modelin artık değerleri ise eşitlik (5)'deki gibi hesaplanmaktadır:

$$\hat{v}_{i,t} = Y_{i,t} - (\hat{\beta}_{0,i} + \hat{\beta}_{1,i}Z_{i,t}) \quad (5)$$

Artık değerler üzerindeki yumuşak geçişli yapısal kırılmaların etkilerini eşitlik (6)'daki gibi tahmin edilmektedir:

$$\tilde{v}_{i,t} = \hat{v}_{i,t} - \hat{\alpha}_i - \hat{\omega}_i \sin\left(\frac{2\pi kt}{T}\right) - \hat{\psi}_i \cos\left(\frac{2\pi kt}{T}\right) \quad (6)$$

Testin, H0 hipotezi, paneller arasında bir eşbütünleşme ilişkisinin bulunmadığını olmadığını ifade ederken, alternatif hipotez ise uzun dönemde panellerin birlikte hareket ettiğini, diğer bir ifade ile eşbütünleşme ilişkisi içerisinde olduğunu göstermektedir. Eşbütünleşme analizlerinin akabinde çalışmada nedensellik ilişkilerini araştırmak üzere Yılancı ve Görüş'ün (2020) çalışmalarında kullandığı Granger (1969) nedensellik testinin Fourier fonksiyonu ile yine aynı yazarlar tarafından önerilen Toda ve Yamamoto (1995) nedensellik testinin Fourier versiyonu kullanılmıştır. Fourier Toda-Yamamoto nedensellik testinin VAR modeli aşağıdaki gibi tahmin edilmektedir (Yılancı ve Görüş, 2020, s. 40557):

$$Y_{i,t} = \mu_i + \sum_{j=1}^{ki+d_{max_i}} A_{11}\gamma_{i,t-j} + \sum_{j=1}^{ki+d_{max_i}} A_{12}x_{i,t-j} + A_{13} \sin\left(\frac{2\pi t f_i}{T}\right) + A_{14} \cos\left(\frac{2\pi t f_i}{T}\right) + u_{i,t} \quad (7)$$

$$x_{i,t} = \mu_i + \sum_{j=1}^{ki+d_{max_i}} A_{21} \gamma_{i,t-j} + \sum_{j=1}^{ki+d_{max_i}} A_{22} x_{i,t-j} + A_{23} \sin\left(\frac{2\pi t f_i}{T}\right) + A_{24} \cos\left(\frac{2\pi t f_i}{T}\right) + u_{i,t} \quad (8)$$

4. ARAŞTIRMANIN BULGULARI

Bu bölümde Kurumsal Yönetim Notları (KYN) ile Hisse Senetleri Getirileri (HSG) arasındaki ilişkileri ortaya koymak üzere uygulanan testler ve sonucunda tespit edilen bulgular sunulmuştur.

4.1. Tanımlayıcı İstatistikler

Değişkenlere ait tanımlayıcı istatistikler Tablo 4'te sunulmuştur.

Tablo 4. Tanımlayıcı İstatistikler

	Ortalama		Maksimum		Minimum		Std. Sapma	
	KYN	HSG	KYN	HSG	KYN	HSG	KYN	HSG
AEFES	95,81	0,00	96,67	0,06	94,20	-0,10	0,67	0,05
AGHOL	93,98	0,06	95,68	0,21	91,30	-0,18	1,96	0,10
AKSA	96,34	0,03	97,50	0,14	92,18	-0,08	1,67	0,06
AKSGY	95,05	0,08	96,37	0,42	91,50	-0,04	1,70	0,17
ALBRK	89,15	0,00	92,49	0,18	84,44	-0,15	2,62	0,09
ARCLK	95,29	0,00	96,86	0,14	92,80	-0,15	1,21	0,08
ASELS	92,47	0,05	94,11	0,27	90,94	-0,07	1,05	0,09
AYGAZ	94,32	0,02	96,58	0,08	92,92	-0,04	1,10	0,04
CCOLA	94,31	0,03	94,81	0,15	92,47	-0,11	0,69	0,06
CRDFA	85,78	0,02	89,02	0,18	77,90	-0,07	3,54	0,08
DOAS	95,87	0,00	97,60	0,09	92,50	-0,09	1,68	0,06
DOHOL	94,60	0,01	95,71	0,12	93,53	-0,13	0,82	0,08
ENKAI	92,15	0,06	93,11	0,22	90,22	-0,02	0,88	0,08
GARAN	95,62	0,06	98,08	0,18	91,41	-0,03	2,67	0,07
GARFA	93,34	0,05	95,20	0,44	89,00	-0,23	1,89	0,18
GLYHO	90,56	0,02	92,60	0,17	87,92	-0,23	1,42	0,12
HALKB	93,76	-0,02	94,64	0,07	91,93	-0,18	0,94	0,07
HURGZ	92,69	0,03	93,58	0,38	91,27	-0,10	0,58	0,15
IHEVA	83,20	0,06	85,50	0,33	77,90	-0,22	2,72	0,16
IHLAS	82,86	0,17	85,06	0,70	78,40	-0,15	2,48	0,25
LOGO	92,02	0,01	94,81	0,22	90,29	-0,16	1,48	0,13
OTKAR	93,71	-0,01	95,60	0,09	91,03	-0,09	1,52	0,06
PETUN	92,90	0,07	93,80	0,26	90,13	-0,04	1,13	0,09
PGSUS	94,01	0,09	97,50	0,29	87,70	-0,23	3,35	0,15
PINSU	94,68	0,03	95,50	0,19	92,77	-0,11	0,94	0,09
PNSUT	92,73	0,10	93,51	0,32	90,93	-0,04	0,84	0,14
PRKAB	92,89	0,09	95,52	0,39	90,62	-0,03	2,05	0,14
PRKME	90,56	0,05	91,31	0,29	89,45	-0,14	0,63	0,13
SISE	94,95	0,04	96,40	0,13	92,78	-0,06	1,11	0,05
SKBNK	93,07	0,02	95,03	0,17	90,91	-0,08	1,57	0,07
TAVHL	96,09	0,03	96,88	0,17	94,15	-0,09	0,91	0,08
TOASO	91,88	0,02	92,69	0,12	90,09	-0,18	0,95	0,10
TRCAS	94,72	-0,02	96,10	0,16	90,90	-0,12	1,77	0,09
TSKB	95,42	0,14	95,86	1,27	94,43	-0,15	0,41	0,41
TTKOM	92,13	0,04	94,03	0,22	87,24	-0,08	2,48	0,08
TTRAK	92,66	0,05	94,58	0,34	90,46	-0,13	1,53	0,14
TUPRS	95,14	0,02	96,80	0,15	93,10	-0,10	1,16	0,07
VESTL	94,73	0,35	96,62	3,00	90,39	-0,13	2,27	0,95
YKBNK	95,27	0,00	97,15	0,08	92,51	-0,14	1,72	0,06

4.2. Panel Yatay Kesit Bağımlılığı Testi Sonuçları

Panellerdeki yatay kesit bağımlılığı sonuçları Tablo 5'te sunulmuştur.

	KYN	HSG
LM	125,32 (0,0000) ***	5,85 (0,0000) ***
LM _{adj}	71,06 (0,0000) ***	3,37 (0,0007) ***

Tablo 5 incelendiğinde KYN ve HSG panellerinin yatay kesit bağımlılığı içerdiği görülmektedir. Zaman ve kesit boyutuna uygun bir şekilde uygulanan (LM) ve (LM_{adj}) test istatistikleri %99 güvenilirlik oranı ile anlamlıdır.

4.3. Panel Birim Kök Testi Sonuçları

Tablo 6'da yer alan sonuçlara göre kurumsal yönetim notları ile hisse senedi getirileri panel değişkenlerinin seviye değerlerinde birim kök içerdikleri, ilk farkları alındıktan sonra ise durağanlaştıkları görülmektedir. Öte yandan analizde dikkat edilmesi gereken bir husus, ise yöntemin geleneksel olarak uygulanan yöntemlere göre farklı işlemesidir. Fourier KPSS birim kök testleri, modelin H_0 hipotezinin serilerin durağan olduğu varsayımı ile kurulmuştur. Dolayısıyla durağanlığın tespit edilebilmesi için H_0 hipotezinin kabul edilene kadar fark alma işlemi sürdürülmektedir.

	KYN	HSG
I(0)	5,0826 (0,00)	5,9679 (0,00)
I(1)	1,2783 (0,10) ***	1,5930 (0,06) ***

4.4. Panel Eşbütünleşme Testi Sonuçları

İncelenen panel değişkenlerinin yatay kesit bağımlılığı içermesi ve I(1) seviyesinde durağanlaşması nedeniyle paneller arasında eşbütünleşme ilişkisi araştırılabilmektedir. Tablo 7'de panel eşbütünleşme sonuçları sunulmuştur.

Firmalar	İstatistik	GLS			PP			
		%1	%5	%10	İstatistik	%1	%5	%10
AEFES	-2,93**	-4,26	-2,90	-1,41	-2,60**	-5,83	-2,53	-1,15
AGHOL	-14,80***	-4,49	-2,83	-0,30	-8,66***	-7,32	-2,54	-0,40
AKSA	-2,34**	-3,52	-2,24	0,61	-2,12**	-3,13	-1,82	-0,26
AKSGY	-6,86***	-5,51	-3,09	-0,27	-9,22***	-6,79	-2,89	-0,78
ALBRK	-2,14*	-4,61	-2,74	-0,86	-2,06**	-4,28	-1,98	0,10
ARCLK	-5,33***	-4,58	-3,06	-1,32	-5,04**	-6,14	-2,91	-0,91
ASELS	-4,34***	-4,14	-3,07	-1,43	-7,57***	-5,20	-2,93	-1,01
AYGAZ	-4,59***	-4,69	-3,13	-0,90	-4,22**	-6,77	-3,21	-0,99
CCOLA	-2,61**	-3,76	-2,32	-1,29	-2,50**	-4,45	-2,34	-0,68
CRDFA	-2,97**	-4,67	-2,68	-1,17	-3,20**	-4,88	-2,26	-0,45
DOAS	-3,52**	-4,35	-2,36	-1,07	-3,24**	-4,27	-2,13	-1,01
DOHOL	-5,80***	-5,79	-3,04	-0,72	-10,75***	-6,69	-3,16	-0,96
ENKAI	-2,29*	-4,11	-2,55	-1,05	-2,09**	-4,61	-2,08	0,00
GARAN	-5,25***	-4,79	-3,03	-0,24	-6,89***	-4,70	-2,82	-0,80
GARFA	-2,68*	-4,18	-2,76	-1,05	-2,54**	-5,59	-2,21	-0,80
GLYHO	-3,37**	-4,17	-2,87	-0,73	-3,07**	-4,59	-2,50	-1,10
HALKB	-5,43***	-4,42	-2,81	-0,59	-5,00***	-4,11	-2,35	-0,57
HURGZ	-5,33***	-4,10	-2,43	-0,15	-6,80***	-6,13	-2,25	1,49
IHEVA	-2,88**	-3,98	-2,33	-0,72	-2,70**	-4,07	-1,89	-0,18
IHLAS	-5,16***	-5,02	-2,85	-0,73	-3,86**	-5,72	-2,31	-0,50
LOGO	-2,59*	-4,19	-2,91	-1,68	-3,24**	-6,46	-3,06	-1,02
OTKAR	-7,76***	-5,70	-3,37	-0,37	-5,81**	-6,56	-3,48	-0,93

PETUN	-6,19***	-5,46	-2,74	-0,64	-7,14***	-6,92	-2,49	-0,57
PGSUS	-3,38**	-4,29	-2,54	-1,02	-3,06**	-4,29	-2,24	-0,39
PINSU	-4,46***	-3,78	-2,51	-0,61	-4,66**	-4,72	-2,24	-0,73
PNSUT	-3,22**	-4,08	-2,78	-1,34	-2,92**	-4,46	-2,49	-0,52
PRKAB	-3,70**	-6,06	-3,44	-1,33	-10,28***	-8,17	-3,33	-1,21
PRKME	-8,41***	-5,25	-3,04	0,71	-12,96***	-9,76	-3,73	-0,91
SISE	-3,05**	-4,77	-3,02	-1,01	-7,19***	-6,56	-2,93	-1,10
SKBNK	-3,04**	-4,57	-2,83	-0,67	-2,72**	-5,02	-2,57	-0,78
TAVHL	-4,71***	-3,88	-2,57	-0,60	-7,84***	-4,26	-2,23	-0,60
TOASO	-8,02***	-5,45	-2,83	-0,43	-14,49***	-9,17	-2,84	-0,66
TRCAS	-6,44***	-4,27	-2,45	-0,89	-7,20***	-5,41	-2,10	-0,28
TSKB	-3,79**	-4,72	-3,05	-0,55	-7,85***	-5,59	-2,55	0,19
TTKOM	-5,09***	-5,06	-2,88	-0,14	-13,43***	-6,37	-2,58	-0,35
TTRAK	-4,80**	-5,10	-3,08	-1,33	-4,58**	-7,53	-3,11	-0,74
TUPRS	-2,75**	-4,68	-2,72	-1,53	-2,50**	-5,32	-2,49	-0,69
VESTL	-4,35***	-4,03	-2,64	-0,50	-3,97**	-4,75	-2,48	-0,72
YKBNK	-2,08**	-4,45	-2,49	-0,84	-1,74**	-2,71	-1,59	-0,23

Not: ***, **, * sırasıyla %99, %95 ve %90 düzeyinde anlamlılığı göstermektedir.

Tablo 7’de gösterilen sonuçlarına göre incelenen firmaların tamamında kurumsal yönetim notları ile hisse senedi getirilerinin uzun dönemde birlikte hareket ettiği belirlenmiştir. Paneller arasında eşbütünleşme ilişkisi bulunması nedeniyle Pedroni (2001) FMOLS tahmincisi ile eşbütünleşme katsayıları belirlenmiştir.

Tablo 8. FMOLS Katsayı Tahmin Sonuçları

Firmalar	Katsayı	St. Hata	t-İstatistiği	Anlamlılık
AEFES	-0,109	0,050	-2,191	0,064*
AGHOL	0,014	0,018	0,809	0,444
AKSA	0,028	0,014	2,057	0,078*
AKSGY	0,049	0,018	2,704	0,030**
ALBRK	0,009	0,009	0,980	0,359
ARCLK	-0,009	0,030	-0,300	0,772
ASELS	0,042	0,032	1,283	0,240
AYGAZ	0,013	0,007	1,722	0,128
CCOLA	0,016	0,058	0,274	0,791
CRDFA	-0,002	0,009	-0,264	0,799
DOAS	-0,010	0,007	-1,320	0,228
DOHOL	0,047	0,030	1,593	0,155
ENKAI	0,071	0,045	1,580	0,158
GARAN	0,015	0,006	2,442	0,044**
GARFA	0,030	0,058	0,520	0,619
GLYHO	0,038	0,023	1,606	0,152
HALKB	-0,034	0,025	-1,347	0,219
HURGZ	0,048	0,083	0,579	0,580
IHEVA	-0,018	0,020	-0,908	0,393
IHLAS	-0,001	0,046	-0,016	0,987
LOGO	-0,027	0,025	-1,096	0,309
OTKAR	-0,003	0,016	-0,223	0,829
PETUN	0,057	0,050	1,138	0,292
PGSUS	0,008	0,010	0,789	0,455
PINSU	0,058	0,032	1,825	0,110
PNSUT	0,141	0,053	2,667	0,032**

PRKAB	0,003	0,010	0,301	0,772
PRKME	0,123	0,072	1,696	0,133
SISE	-0,042	0,006	-6,303	0,000***
SKBNK	-0,019	0,011	-1,660	0,140
TAVHL	0,029	0,043	0,681	0,517
TOASO	-0,009	0,029	-0,325	0,754
TRCAS	0,021	0,026	0,813	0,442
TSKB	0,847	0,549	1,542	0,166
TTKOM	0,019	0,008	2,266	0,050**
TTRAK	0,039	0,014	2,695	0,030**
TUPRS	0,021	0,018	1,156	0,285
VESTL	-0,338	0,113	-2,972	0,020**
YKBNK	0,001	0,010	0,096	0,925

Not: ***, **, * sırasıyla %99, %95 ve %90 düzeyinde anlamlılığı göstermektedir.

Tablo 8'deki FMOLS katsayı tahmin sonuçlarına bakıldığında, KYN ile HSG arasında AKSA, AKSGY, GARAN, PNSUT, TTKOM, TTRAK firmaları için istatistiksel olarak anlamlı ve pozitif ilişkiler tespit edilirken, AEFES, SISE, VESTL firmaları içinse istatistiksel olarak anlamlı ve negatif yönlü ilişkiler tespit edilmiştir. Diğer bir ifadeyle, AKSA, AKSGY, GARAN, PNSUT, TTKOM, TTRAK firmalarının kurumsal yönetim notlarını ilan etmesi, bu şirketlerin hisse senetleri getirilerini pozitif yönde etkilerken, AEFES, SISE, VESTL firmalarının kurumsal yönetim notlarını ilan etmesi ise hisse senetlerinin getirilerini negatif yönde etkilemektedir. Ayrıca, ilişki tespit edilen 9 firma dışındaki AGHOL, ALBRK, ARCLK, ASELS, AYGAZ, CCOLA, CRDFA, DOAS, DOHOL, ENKAI, GARFA, GLYHO, HALKB, HURGZ, IHEVA, IHLAS, LOGO, OTKAR, PETUN, PGSUS, PINSU, PRKAB, PRKME, SISE, SKBNK, TAVHL, TOASO, TRCAS, TSKB, TUPRS, YKBNK, firmalarının tamamında KYN ile HSG arasında istatistiksel olarak ilişki bulunmadığı belirlenmiş, bu firmaların kurumsal yönetim notlarını ilan etmesinin hisse senetlerinin getirileri üzerinde herhangi bir etkisinin olmadığı tespit edilmiştir.

4.5. Panel Nedensellik Testi Sonuçları

Çalışmanın bu aşamasında, aynı seviyelerde durağanlaşan KYN ile HSG arasındaki ilişkiyi araştırmak amacıyla Panel Fourier Granger Nedensellik ve Panel Fourier Toda-Yamamoto Nedensellik testleri kullanılmıştır.

Tablo 9. Panel Fourier Nedensellik Sonuçları

	Panel Fourier Toda-Yamamoto		Panel Fourier Granger	
	KYN →→→ HSG		KYN →→→ HSG	
	İstatistik	Anlamlılık	İstatistik	Anlamlılık
AEFES	2,455	0,36	1,854	0,17
AGHOL	213,293	0,05**	3,010	0,08*
AKSA	0,215	0,70	1,300	0,25
AKSGY	5,561	0,24	2,540	0,11
ALBRK	6,720	0,23	1,055	0,30
ARCLK	0,119	0,79	0,005	0,95
ASELS	0,917	0,53	1,436	0,23
AYGAZ	0,038	0,89	1,694	0,19
CCOLA	0,253	0,70	0,058	0,81
CRDFA	63,441	0,09*	0,008	0,93
DOAS	0,215	0,74	1,752	0,19
DOHOL	40,675	0,10	0,526	0,47
ENKAI	32,602	0,13	2,520	0,11
GARAN	0,035	0,87	2,987	0,08*
GARFA	0,689	0,54	0,078	0,78
GLYHO	153,611	0,06**	0,843	0,36
HALKB	0,454	0,59	4,161	0,04**

HURGZ	0,083	0,80	0,441	0,51
IHEVA	1104,683	0,02**	0,455	0,50
IHLAS	1,012	0,51	0,470	0,49
LOGO	161,359	0,05**	0,367	0,54
OTKAR	0,111	0,80	0,212	0,65
PETUN	0,625	0,57	0,431	0,51
PGSUS	2,831	0,34	0,725	0,39
PINSU	0,787	0,54	2,124	0,14
PNSUT	1,596	0,43	2,342	0,13
PRKAB	1,001	0,49	0,186	0,67
PRKME	4,859	0,26	0,047	0,83
SISE	2,197	0,40	1,491	0,22
SKBNK	0,153	0,76	2,965	0,09*
TAVHL	3,140	0,34	1,026	0,31
TOASO	0,636	0,57	0,013	0,91
TRCAS	5985,106	0,01**	0,134	0,71
TSKB	0,000	0,99	0,394	0,53
TTKOM	1,721	0,40	5,688	0,02**
TTRAK	1,389	0,44	3,228	0,07*
TUPRS	19,405	0,14	0,426	0,51
VESTL	0,910	0,55	0,480	0,49
YKBNK	1102,331	0,03**	0,043	0,84
PANEL	97,143	0,11	1,269	0,23

Not: ***, **, * sırasıyla %99, %95 ve %90 düzeyinde anlamlılığı göstermektedir.

Tablo 9 incelendiğinde, Panel Fourier Granger sonuçlarından elde edilen bulgulara göre kurumsal yönetim notlarından, hisse senedi getirilerine doğru panel bazında bir nedensellik ilişkisi tespit edilemezken, firma bazında ise AGHOL, GARAN, HALKB, SKBNK, TTKOM, TTRAK firmaları için kurumsal yönetim notlarından, hisse senedi getirilerine doğru bir nedensellik ilişkisi tespit edilmiştir. Öte yandan, Panel Fourier Toda–Yamamoto sonuçlarına bakıldığında, ise kurumsal yönetim notlarından, hisse senedi getirilerine doğru panel bazında, Panel Fourier Granger’ı destekleyen bir sonuç elde edilmiş ve panelde herhangi bir nedensellik ilişkisi bulunamamıştır. Ancak firma bazında AGHOL, CRDFA, GLYHO, IHEVA, LOGO, TRCAS, YKBNK firmaları için kurumsal yönetim notlarından, hisse senedi getirilerine doğru bir nedensellik ilişkisi tespit edilmiştir.

5. SONUÇ

21. yüzyılda yaşanan kurumsal başarısızlıklar, muhasebe skandalları ve finansal krizler, piyasaların verimli bir şekilde işlemesi için kurumsal yönetim anlayışının ortaya çıkmasına neden olmuş ve bu konuda gerek ülke bazlı gerekse firma bazlı farkındalık artmıştır. Öte yandan, teknolojik gelişmeler yatırımcıların bilgiye daha kolay ulaşmasını sağlamış ve yatırımcı davranışlarını da etkilemiştir. Bilgiye kolay ulaşabilen yatırımcılar ise yatırım kararlarını verirken pek çok faktörü dikkate almaktadırlar. Bu faktörlerden birisi de kurumsal yönetim anlayışıdır. Çünkü düzgün bir şekilde uygulanan kurumsal yönetim, yatırımcılar dâhil olmak üzere bütün paydaşlara katkı sunmaktadır. Kurumsal yönetim, önemi her geçen gün artan, güncelliğini koruyan bir kavramdır ve birçok akademik çalışmaya konu olmaktadır.

Bu çalışmanın amacı, kurumsal yönetim notlarıyla hisse senedi getirileri arasındaki ilişkiyi araştırmaktır. Bu amaçla, BIST XKURY endeksinde işlem gören 39 firmanın kurumsal yönetim not açıklamalarının hisse getirilerini etkileyip etkilemediği, güncel bir yöntem olan Fourier tabanlı panel veri analizleriyle test edilmiştir. Testlerde değişkenler arasındaki ilişkinin incelenmesi amacıyla öncelikle panel verilere yatay kesit bağımlılığı testleri uygulanmış ve panelde yatay kesit bağımlılığının varlığı bulunmuştur. Yatay kesit bağımlılığı testlerinin ardından Fourier Panel KPSS ile değişkenlerin durağanlıkları sınanmış ve değişkenlerin bir farkları alındıktan sonra durağanlaştığı belirlenmiştir.

Değişkenler arasında yatay kesit bağımlılığı bulunması ve ilk farkları alındığında durağanlaşmaları sebebiyle, Fourier panel eşbütünlük testiyle, paneldeki eşbütünlük ilişkileri araştırılmıştır. Test sonuçlarına göre incelenen firmaların tamamında kurumsal yönetim notları ve hisse senetlerinin getirileri arasında uzun dönemli bir ilişki bulunmuştur. Akabinde FMOLS katsayı tahmincisi ile panelin katsayıları tahmin edilmiş, kurumsal

yönetim notları ile hisse getirileri arasında AKSA, AKSGY, GARAN, PNSUT, TTKOM, TTRAK firmaları için pozitif yönlü ilişki tespit edilmiş, AEFES, SISE, VESTL firmaları içinse negatif yönlü ilişki tespit edilmiştir. Öte yandan, bu pozitif ve negatif ilişki tespit edilen firmaların dışında kurumsal yönetim notları ile hisse getirileri arasında diğer firmalar için herhangi bir ilişki bulunamamıştır.

Son olarak, değişkenler arasındaki nedensellik ilişkileri, Panel Fourier Granger Nedensellik ve Panel Fourier Toda-Yamamoto Nedensellik testleriyle araştırılmıştır. Panel bazında Panel Fourier Granger testine göre bir nedensellik ilişkisi bulunamazken, benzer bir şekilde Panel Fourier Toda-Yamamoto testine göre de kurumsal yönetim notlarından hisse senetleri getirilerine doğru panel bazında bir nedensellik ilişkisi olmadığı tespit edilmiştir. Öte yandan, Panel Fourier Granger testine göre firma bazında AGHOL, GARAN, HALKB, SKBNK, TTKOM, ve TTRAK içim kurumsal yönetimden, hisse senetleri getirilerine doğru bir ilişki bulunurken, Panel Fourier Toda-Yamamoto testine göre de AGHOL, CRDFA, GLYHO, IHEVA, LOGO, TRCAS ve YKBNK firmaları için kurumsal yönetim notlarından hisse senetleri getirilerine doğru bir nedensellik ilişkisi tespit edilmiştir.

BIST XKURY endeksinde işlem gören 39 firma üzerine yapılan çalışmanın sonuçları göstermektedir ki kurumsal yönetime ilişkin yapılan not açıklamalarının hisse senedi getirileri üzerindeki etkisi sınırlıdır ve firmaların büyük çoğunluğunda ilişki tespit edilememiştir. İlişki bulunan firmalarda ise elde edilen bulgular pozitif ve negatif olarak değişmektedir. Elde edilen bu sonuçlar, yatırımcıların firmaların kurumsal yönetim notunun açıklanma sürecinde hisse senetlerinden getiri elde etmelerinin genel olarak mümkün olmadığını göstermekte ve getiri elde etmenin firma özelinde sınırlı kaldığını ortaya koymaktadır.

Çalışmanın sonuçları, yatırımcılar açısından olduğu kadar firmalar açısından da önem arz etmektedir. Kurumsal yönetim uygulamalarını takip eden ve iyi uygulayan firmalar, yatırımcılar nezdinde iyi yönetilen firmalar olarak görülmekte ve yatırım kararlarında, yatırım yapılabilir olarak değerlendirilmektedir. Bu sebeple, kurumsal yönetim notlarının ilanı sonucunda, hisse senedi getirileri olumlu etkilenen firmalar, bu olumlu etkilerin nedenini araştırarak bu durumu lehlerinde kullanabilirler. Çünkü kurumsal yönetim ilkeleri çerçevesinde oluşturulmuş kurallara göre notlandırılan firmalar, bu yönleriyle diğer firmalara göre finansman sağlama gibi birtakım avantajlara sahip olabilmektedir. Öte yandan, kurumsal yönetim not ilanlarının, hisse senedi getirilerini olumsuz etkilediği firmalar ise bunun sebeplerini araştırarak, kayıplarını azaltmak adına çeşitli önlemler alabilir.

Çalışmanın modern testler kullanılarak yapılmasının, araştırmacılara bu yönüyle katkı sağlayacağı ve yeni bir koridor açacağı düşünülmektedir. Bundan sonraki yapılacak çalışmalarda ise uygun veri setinin oluşturulması durumunda çeşitli ekonometrik yöntemlerden yararlanılarak, ülkeler arası veya sektörel bazda karşılaştırmalar yapılabilir. Ayrıca çalışmadan elde edilen sonuçlar: Bozcuk (2010), Kandır (2013), Aksu ve Aytekin (2015), Yavuz vd. (2015), Wardhana vd. (2017), Sakarya vd. (2017), Küçükoğlu vd. (2022)'nin bulguları ile uyumakta ve literatürü takip etmektedir. Öte yandan çalışmada uygulanan yöntemlerin güncel ve oldukça yeni olması çalışmayı özgün kılmakta ve bu yönüyle literatüre katkı sağlanacağı düşünülmektedir.

EXTENDED SUMMARY

The aim of this study is to examine whether the disclosure of corporate governance ratings of companies listed on the BIST XKURY index has any effect on stock returns. The development of the corporate governance approach in recent years and its adoption by companies, as well as the increase in the stock ownership rate and the importance of the corporate governance approach in investment decisions by investors, attract the attention of researchers, and the relationships between corporate governance and stock returns are currently being researched. It is seen that the relationship between variables is generally examined with the event study method in research, and the limited number of studies examined with panel data analysis shows that there is a significant gap in the literature on this subject. The main motivation for working in this direction is the desire to contribute to the need in the literature. In addition, the fact that the methods applied in the study are up to date and quite new makes the study original and it is aimed to contribute to the literature in this respect.

For the purpose of the study, the annual data of 39 companies listed on the BIST XKURY index, whose corporate governance notes for the years 2014-2023 are regularly disclosed and whose data are accessed in a healthy way were tested with fourier-based panel data analysis, which is an up to date method. In order to examine the relationship between variables in the tests, firstly cross-sectional dependency tests were applied to the panel data and the presence of cross-sectional dependency in the panel was found. Following the cross-section dependence tests, the stationarity of the variables was tested with the Fourier Panel KPSS and it was determined that the variables became stationary after taking their differences. Since there is cross-sectional dependence between the variables and they become stationary when their first differences are taken, cointegration relationships in the panel were investigated using the Fourier panel cointegration test. According to the test results, a long-term relationship was found between corporate governance ratings and stock returns in all companies examined. Subsequently, the coefficients of the panel were estimated with the FMOLS coefficient estimator, and a positive relationship was detected between corporate governance ratings and stock returns for AKSA, AKSGY, GARAN, PNSUT, TTKOM, TTRAK companies, and a negative relationship was found for AEFES, SISE, VESTL companies. On

the other hand, apart from the companies in which this positive and negative relationship was detected, no relationship was found between corporate governance ratings and stock returns for other companies. Finally, causality relationships between variables were investigated with Panel Fourier Granger Causality and Panel Fourier Toda-Yamamoto Causality tests. While no causality relationship could be found on a panel basis according to the Panel Fourier Granger test, similarly, according to the Panel Fourier Toda-Yamamoto test, it was determined that there was no causality relationship on a panel basis from corporate governance ratings to stock returns. On the other hand, according to the Panel Fourier Granger test, there is a relationship from corporate governance to stock returns on a company basis for AGHOL, GARAN, HALKB, SKBNK, TTKOM, TTRAK, while according to the Panel Fourier Toda-Yamamoto test, a causality relationship was determined from corporate governance ratings to stock returns for AGHOL, CRDFA, GLYHO, IHEVA, LOGO, TRCAS, YKBNK companies.

The results of the study conducted on 39 companies listed on the BIST XKURY index show that the effect of corporate governance ratings announcements on stock returns is limited and no relationship is detected in the majority of companies. The findings obtained in companies with which we have a relationship vary between positive and negative. The results obtained show that it is generally not possible for investors to obtain returns from stocks during the disclosure process of companies' corporate governance ratings, and that obtaining returns is limited specific to the company. It is thought that the results obtained in the study will support the decision making process of investors.

KAYNAKÇA

- Aksu, M., & Aytekin, S. (2015). Kurumsal yönetim ilkelerine uyum notu ile hisse senedi getirisi ilişkisi: BIST kurumsal yönetim endeksi (XKURY) üzerine bir uygulama. *Gümüşhane Üniversitesi Sosyal Bilimler Elektronik Dergisi*, 6(13), 201-219. <https://dergipark.org.tr/pub/gumus/issue/42868/518435>
- Ammann, M., Oesch, D., & Schmid, M. M. (2011). Corporate governance and firm value: International evidence. *Journal of Empirical Finance*, 18(1), 36-55. <https://doi.org/10.1016/j.jempfin.2010.10.003>
- Ararat, M., Black, B. S., & Yurtoglu, B. B. (2017). The effect of corporate governance on firm value and profitability: Time-series evidence from Turkey. *Emerging Markets Review*, 30, 113-132. <https://doi.org/10.1016/j.ememar.2016.10.001>
- Baek, J. S., Kang, J. K., & Park, K. S. (2004). Corporate governance and firm value: Evidence from the Korean financial crisis. *Journal of Financial Economics*, 71(2), 265-313. [https://doi.org/10.1016/S0304-405X\(03\)00167-3](https://doi.org/10.1016/S0304-405X(03)00167-3)
- Balachandran, B., & Faff, R. (2015). Corporate governance, firm value and risk: Past, present, and future. *Pacific-Basin Finance Journal*, 35(PA), 1-12. <https://doi.org/10.1016/j.pacfin.2015.07.00>
- Bauer, R., Guenster, N., & Otten, R. (2004). Empirical evidence on corporate governance in Europe: The effect on stock returns, firm value and performance. *Journal of Asset Management*, 5, 91-104. <https://doi.org/10.1057/palgrave.jam.2240131>
- Bebczuk, R. N. (2005). *Corporate governance and ownership: Measurement and impact on corporate performance and dividend policies in Argentina*, (IIE, Working Papers 059). Universidad Nacional de La Plata. <https://www.depeco.econo.unlp.edu.ar/wp-content/uploads/2017/05/doc59.pdf>
- Becker, R., Enders, W., & Lee, J. (2006). A stationarity test in the presence of an unknown number of smooth breaks. *Journal of Time Series Analysis*, 27(3), 381-409. <https://doi.org/10.1111/j.1467-9892.2006.00478.x>
- Ben Fatma, H., & Chouaibi, J. (2023). Corporate governance and firm value: A study on European financial institutions, *International Journal of Productivity and Performance Management*, 72(5), 1392-1418. <https://doi.org/10.1108/IJPPM-05-2021-0306>
- Borsa İstanbul (t.y.). *Kurumsal yönetim endeksi*, 7 Aralık 2023 tarihinde <https://www.borsaistanbul.com/tr/sayfa/163/kurumsal-yonetim-endeksi> adresinden elde edilmiştir.
- Black, B. S., Kim, W., Jang, H., & Park, K. S. (2015). How corporate governance affect firm value? Evidence on a self-dealing channel from a natural experiment in Korea. *Journal of Banking & Finance*, 51, 131-150. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2014.08.020>
- Bozcuk, A. (2010). Price reaction to corporate governance rating announcements at the Istanbul stock exchange. *International Journal of Economics and Finance Studies*, 2(1), 1-6. <https://dergipark.org.tr/pub/ijefs/issue/26156/275493>

- Brown, L. D., & Caylor, M. L. (2006). Corporate governance and firm valuation. *Journal of accounting and public policy*, 25(4), 409-434. <https://doi.org/10.1016/j.jaccpubpol.2006.05.005>
- Carrion-i-Silvestre, J. L., & Sansó, A. (2007). The KPSS test with two structural breaks. *Spanish Economic Review*, 9, 105-127. <https://doi.org/10.1007/s10108-006-9017-8>
- Carter, D. A., Simkins, B. J., & Simpson, W. G. (2003). Corporate governance, board diversity, and firm value. *The Financial Review*, 38(1), 33-53. <https://doi.org/10.1111/1540-6288.00034>
- Cengiz, S., & Karabayır, M. E. (2022). Kurumsal yönetim ile finansal performans ilişkisi: Türkiye’de ampirik bir araştırma. *Journal of Accounting and Taxation Studies*, 15(2), 321-348. <https://doi.org/10.29067/muvu.1053921>
- Chen, W. P., Chung, H., Hsu, T. L., & Wu, S. (2010). External financing needs, corporate governance, and firm value. *Corporate Governance: An International Review*, 18(3), 234-249. <https://doi.org/10.1111/j.1467-8683.2010.00801.x>
- Chong, A., Guillen, J., & Lopez-de-Silanes, F. (2009). Corporate governance reform and firm value in Mexico: an empirical assessment. *Journal of Economic Policy Reform*, 12(3), 163-188. <https://doi.org/10.1080/17487870903105346>
- Claessens, S. (2006). Corporate governance and development. *The World Bank Research Observer*, 21(1), 91-122. <https://doi.org/10.1093/wbro/lkj004>
- Çekici, M. E., & Babacan, Ş. F. (2022). Gri ilişkisel analiz ile kurumsal yönetim ve finansal performans karşılaştırması: Borsa İstanbul’da bir uygulama. *Marmara Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi*, 44(1), 221-238 <https://doi.org/10.14780/muiibd.1135582>
- Çetin, H., Salur, M. N., & Akusta, A. (2020). Kurumsal yönetim derecelendirme notu ile hisse senedi getirileri arasındaki ilişki: BIST gayrimenkul yatırım ortaklığı şirketleri üzerine bir inceleme. *Ekonomi Maliye İşletme Dergisi*, 3(1), 66-74. <https://doi.org/10.46737/emid.746029>
- Drobtz, W., Schillhofer, A., & Zimmermann, H. (2003). Corporate governance and firm performance: Evidence from Germany. Erişim tarihi: 15.12.2023. <http://www.cofar.uni-mainz.de/dgf2003/paper/paper146.pdf>.
- Düzer, M. (2021). Kurumsal yönetim, kurumsal sürdürülebilirlik ve finansal performans: BIST’te bir inceleme. *Uluslararası Yönetim İktisat ve İşletme Dergisi*, (17), 35-51. <https://doi.org/10.17130/ijmeh.834409>
- Ege, İ., Topaloğlu, E. E., & Özyamanoğlu, M. (2013). Finansal performans ile kurumsal yönetim notları arasındaki ilişki: BIST üzerinde bir uygulama. *Akademik Araştırmalar ve Çalışmalar Dergisi*, 5(9), 100-117. <https://doi.org/10.20990/aacd.84316>
- Ergun, H., Sucu, M. Ç., Yaralı, M. C., Güllal, M., & Kılıçarslan, A. (2022). Finansal performans, kurumsal yönetim ve marka değeri arasındaki ilişki: Borsa İstanbul kurumsal yönetim endeksi kapsamındaki bankalar üzerine bir uygulama. *Nevşehir Hacı Bektaş Veli Üniversitesi SBE Dergisi*, 12(2), 852-869. <https://doi.org/10.30783/nevsosbilen.1064918>
- Eyüboğlu, K. (2011). Kurumsal yönetimin hisse senedi getirileri üzerindeki etkisi: İMKB kurumsal yönetim endeksindeki şirketler açısından bir değerlendirme. *Karadeniz Teknik Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 1, 55-69. https://www.ktu.edu.tr/dosyalar/sbedergisi_a6e6a.pdf
- Garay, U., & González, M. (2008). Corporate governance and firm value: The case of Venezuela. *Corporate Governance: An International Review*, 16(3), 194-209. <https://doi.org/10.1111/j.1467-8683.2008.00680.x>
- Gillan, S. L., & Starks, L. T. (1998). A survey of shareholder activism: Motivation and empirical evidence. *SSRN*, 1-38. <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.663523>
- Gompers, P., Ishii, J., & Metrick, A. (2003). Corporate governance and equity prices. *The Quarterly Journal of Economics*, 118(1), 107-155. <http://www.jstor.org/stable/25053900>
- Granger, C. W. J. (1969). Investigating causal relations by econometric models and cross-spectral methods. *Econometrica*, 37(3), 424-438. <https://doi.org/10.2307/1912791>
- Gupta, P. P., Kennedy, D. B., & Weaver, S. C. (2009). Corporate governance and firm value: Evidence from Canadian capital markets. *Corporate Ownership & Control*, 6(3-2), 293-307. <https://doi.org/10.22495/cocv6i3c2p4>

- Güngör, B., & Güney, G. (2019). Kurumsal yönetim performansının hisse senedi getirileri ile ilişkisi: Türkiye örneği. *Atatürk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 23(1), 37-66. <https://dergipark.org.tr/tr/pub/ataunisosbil/issue/43928/537360>
- Hiraki, T., Inoue, H., Ito, A., Kuroki, F., & Masuda, H. (2003). Corporate governance and firm value in Japan: Evidence from 1985 to 1998. *Pacific-Basin Finance Journal*, 11(3), 239-265. [https://doi.org/10.1016/S0927-538X\(03\)00023-4](https://doi.org/10.1016/S0927-538X(03)00023-4)
- 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. <http://www.jstor.org/stable/41476031>
- Kandır, S. Y. (2013). Kurumsal yönetim derecelendirme notu açıklamalarının hisse senedi getirileri üzerindeki etkisinin incelenmesi. *Bankacılar*, 24(85), 21-31. <https://dergipark.org.tr/tr/pub/bankacilar/issue/3385/46676>
- Kamuyu Aydınlatma Platformu (t.y.). *Endeksler*. 5 Ocak 2024 tarihinde <https://www.kap.org.tr/tr/Endeksler> adresinden elde edilmiştir.
- Kevser, M., & Doğan, M. (2021). Kurumsal yönetim derecelendirme notu duyurularının hisse senedi getirisi üzerindeki etkisi: Türkiye için olay çalışması. *Journal of Management and Economics Research*, 19(1), 166-184. <https://doi.org/10.11611/yead.815123>
- Klapper, L. F., & Love, I. (2004). Corporate governance, investor protection, and performance in emerging markets. *Journal of Corporate Finance*, 10(5), 703-728. [https://doi.org/10.1016/S0929-1199\(03\)00046-4](https://doi.org/10.1016/S0929-1199(03)00046-4)
- Küçüköğlü, S., İltar Küçükçolak, N., & Küçükçolak, R. A. (2022). Kurumsal yönetim derecelendirmesi ve pay değeri ilişkisi: Borsa İstanbul örneği. *Sosyoekonomi*, 30(52), 439-454. <https://doi.org/10.17233/sosyoekonomi.2022.02.22>
- Liu, C., Uchida, K., & Yang, Y. (2012). Corporate governance and firm value during the global financial crisis: Evidence from China. *International Review of Financial Analysis*, 21, 70-80. <https://doi.org/10.1016/j.irfa.2011.11.002>
- Nazlıoğlu, S., & Karul, C. (2017). A panel stationarity test with gradual structural shifts: Re-investigate the International Commodity Price Shocks. *Economic Modelling*, 61, 181-192. <https://doi.org/10.1016/j.econmod.2016.12.003>
- Olayeni, R. O., Tiwari, A. K., & Wohar, M. E. (2020). Fractional frequency flexible fourier form (FFFFF) for panel cointegration test. *Applied Economics Letters*, 28(6), 482-486. <https://doi.org/10.1080/13504851.2020.1761526>
- Pamungkas, I. D., Purwantoro, P., Sari, M. P., & Hersugondo, H. (2023). Corporate governance and financial performance on firm value: The case of Indonesia. *WSEAS Transactions on Business and Economics*, 20, 92-103. <https://doi.org/10.37394/23207.2023.20.10>
- Pedroni, P. (2001). Fully modified OLS for heterogeneous cointegrated panels. B. H. Baltagi, T. B. Fomby ve R. Carter Hill (Ed.), *Nonstationary Panels, Panel Cointegration, and Dynamic Panels Advances in Econometrics*, Vol. 15, (pp. 93-130). Emerald Group Publishing Limited. [https://doi.org/10.1016/S0731-9053\(00\)15004-2](https://doi.org/10.1016/S0731-9053(00)15004-2)
- Pesaran, M. H., Ullah, A., & Yamagata, T. (2008). A bias-adjusted LM test of error cross-section independence. *The Econometrics Journal*, 11(1), 105-127. <http://www.jstor.org/stable/23116064>
- SAHA Kurumsal Yönetim ve Kredi Derecelendirme Hizmetleri (t.y.a). *Kurumsal yönetim derecelendirme metodolojisi*. 15 Aralık 2023 tarihinde <https://saharating.com/hizmetlerimiz/kurumsal-yonetim-derecelendirmesi/kurumsal-yonetim-derecelendirme-metodolojisi/> adresinden elde edilmiştir.
- SAHA Kurumsal Yönetim ve Kredi Derecelendirme Hizmetleri (t.y.b). *Kurumsal yönetim derecelendirme notlarının anlamı*. 15 Aralık 2023 tarihinde <https://saharating.com/hizmetlerimiz/kurumsal-yonetim-derecelendirmesi/kurumsal-yonetim-derecelendirme-notlarinin-anlami/> adresinden elde edilmiştir.
- Sakarya, Ş. (2011). İMKB kurumsal yönetim endeksi kapsamındaki şirketlerin kurumsal yönetim derecelendirme notu ve hisse senedi getirileri arasındaki ilişkinin olay çalışması event study yöntemi ile analizi. *Uluslararası Yönetim İktisat ve İşletme Dergisi*, 7(13), 147-162. <https://dergipark.org.tr/tr/pub/ijmeh/issue/54852/751138>
- Sakarya, Ş., Yazgan, K. F., & Yıldırım, H. H. (2017). Kurumsal yönetim derecelendirmesinin hisse senedi performansına etkisi: BIST kurumsal yönetim endeksi üzerine bir inceleme. *Sosyal ve Beşeri Bilimler Araştırmaları Dergisi*, 18(40), 55-76. <https://dergipark.org.tr/tr/pub/sobbiad/issue/36459/413122>

- Shahzad, A., Nazir, M. S., Qamar, M. A. J., & Abid, A. (2023). Impact of corporate governance on firm value in the presence of earning quality and real earnings management. *International Journal of Business Excellence*, 29(3), 409-436. <https://doi.org/10.1504/IJBEX.2023.129103>
- Shen, C.-H., & Lin, K.-L. (2010). The impact of corporate governance on the relationship between fundamental information analysis and stock returns. *Emerging Markets Finance and Trade*, 46(5), 90-105. <https://doi.org/10.2753/REE1540-496X460506>
- Siagian, F., Siregar, S. V., & Rahadian, Y. (2013). Corporate governance, reporting quality, and firm value: Evidence from Indonesia. *Journal of Accounting in Emerging Economies*, 3(1), 4-20. <https://doi.org/10.1108/20440831311287673>
- Soylu, B., & Ayanoğlu, Y. (2022). Finansal ve finansal olmayan performans ile kurumsal yönetim arasındaki ilişkinin incelenmesi: Kurumsal yönetim endeksindeki işletmeler üzerine bir uygulama. *Muhasebe Bilim Dünyası Dergisi*, 24(MODAVICA Özel Sayısı), 202-227. <https://doi.org/10.31460/mbdd.1065876>
- Sönmez, A. R. (2023). Kurumsal yönetim derecelendirme puanının finansal performans üzerine etkisi: Türkiye örneği. *Stratejik Yönetim Araştırmaları Dergisi*, 6(1), 21-34. <https://doi.org/10.54993/syad.1242008>
- Spanos, L. J. (2005). Corporate governance in Greece: developments and policy implications, *Corporate Governance*, 5(1), 15-30. <https://doi.org/10.1108/14720700510583430>
- Sermaye Piyasası Kurulu (t.y.). *Kurumsal yönetim ilkelerine uyum derecelendirmesi ile yetkili derecelendirme kuruluşları iletişim bilgileri*. 10 Şubat 2024 tarihinde <https://spk.gov.tr/kurumsal-iletisim/dkkyi> adresinden elde edilmiştir.
- Sermaye Piyasası Kurulu (2005). *İMKB şirketleri tarafından 2005 yılında yayınlanan kurumsal yönetim uyum raporlarına ilişkin genel değerlendirme*. 5 Aralık 2023 tarihinde <https://spk.gov.tr/data/61e87f6a1b41c611a4c53a96/e0b1ed49707b469ee976715b5806246c.pdf> adresinden elde edilmiştir.
- Sermaye Piyasası Kurulu (2011). *Kurumsal yönetim ilkelerinin belirlenmesine ve uygulanmasına ilişkin tebliğ*. 6 Aralık 2023 tarihinde <https://spk.gov.tr/data/61e87f0b1b41c611a4c53a90/2fb4947cb75a159d431a0ed205cdbc7c.pdf> adresinden elde edilmiştir.
- Sermaye Piyasası Kurulu (2019). *Kurumsal yönetim raporlama rehberi*. 4 Aralık 2023 tarihinde <https://spk.gov.tr/data/61e87fe81b41c611a4c53a9f/1297.pdf> adresinden elde edilmiştir.
- Türkiye Kurumsal Yönetim Derneği (t.y.a). *Hakkımızda*, 5 Aralık 2023 tarihinde www.tkyd.org/kyd/hakkimizda adresinden elde edilmiştir.
- Türkiye Kurumsal Yönetim Derneği (t.y.b). *Halka açık şirketler çalışma grubu & b1st kurumsal yönetim endeksi*, Türkiye Kurumsal Yönetim Derneği. 1 Ocak 2024 tarihinde <https://www.tkyd.org/faaliyetler/calisma-gruplari/halka-acik-sirketler/> adresinden elde edilmiştir.
- Toda, H. Y., & Yamamoto, T. (1995). Statistical inferences in vector autoregressions with possibly integrated processes. *Journal of Econometrics*, 66(1-2), 225-250. [https://doi.org/10.1016/0304-4076\(94\)01616-8](https://doi.org/10.1016/0304-4076(94)01616-8)
- Türk Sanayicileri ve İş Adamları Derneği (2002). *Kurumsal yönetim en iyi uygulama kodu: Yönetim kurulunun yapısı ve işleyişi*, (Yayın No. TÜSİAD-T/2002-12/336). 3 Aralık 2023 tarihinde https://tusiad.org/tr/yayinlar/raporlar/item/download/1775_a0ee99fa6cd348256296c7766bd9ec68 adresinden elde edilmiştir.
- 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. [http://dx.doi.org/10.21511/imfi.14\(3-2\).2017.02](http://dx.doi.org/10.21511/imfi.14(3-2).2017.02)
- Yavuz, S., Yıldırım, S., & Elmas, B. (2015). Kurumsal yönetim endeksi ile şirket hisse senedi getiri ilişkisi: BIST’de bir uygulama. *Erzincan Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 8(2), 73-82. <https://dergipark.org.tr/pub/erzisosbil/issue/45169/565522>
- Yen, S-W. (2005). Are well governed firms safe investments? *SSRN*, 1-39. <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.648401>
- Yenice, S., & Dölen, T. (2013). İMKB’de işlem gören firmaların kurumsal yönetim ilkelerine uyumunun firma değeri üzerindeki etkisi. *Uluslararası Yönetim İktisat ve İşletme Dergisi*, 9(19), 199-213. <https://doi.org/10.11122/ijmeb.2013.9.19.332>

- Yenisu, E., & Türkoğlu, D. (2023). Kurumsal yönetim ve finansal performans ilişkisi: BIST şirketleri üzerine bir uygulama. *Balıkesir Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 26(49), 219-239. <https://doi.org/10.31795/baunsobed.1222847>
- Yılanrı, V., & Görüş, M.S. (2020). Does economic globalization have predictive power for ecological footprint in MENA countries? A panel causality test with a Fourier Function. *Environmental Science and Pollution Research*, 27, 40552–40562. <https://doi.org/10.1007/s11356-020-10092-9>
- Zuva, J., & Zuva, T. (2018). Corporate governance and organisational performance. *International Journal of Business and Management Studies*, 10(1), 16-29. <https://dergipark.org.tr/en/pub/ijbms/issue/36084/405165>