

PAPER DETAILS

TITLE: KURUMSAL YÖNETİM İLE FİNANSAL PERFORMANS İLİSKİSİ: TÜRKİYE'DE AMPİRİK
BİR ARASTIRMA

AUTHORS: Sevgi CENGİZ,Mehmet Emin KARABAYIR

PAGES: 321-348

ORIGINAL PDF URL: <https://dergipark.org.tr/tr/download/article-file/2176980>

KURUMSAL YÖNETİM İLE FİNANSAL PERFORMANS İLİŞKİSİ: TÜRKİYE’DE AMPİRİK BİR ARAŞTIRMA*

Dr. Öğr. Üyesi Sevgi CENGİZ^a
Doç. Dr. Mehmet Emin KARABAYIR^b

Ampirik Araştırma
(Empirical Research)

Muhasebe ve Vergi
Uygulamaları Dergisi
Temmuz 2022; 15 (2): 321-348

ÖZ

Kurumsal yönetimin etkin bir şekilde uygulanmaması veya düşük kurumsal yönetim anlayışına sahip olma, özellikle son yıllarda artış gösteren mikro seviyede (işletme düzeyinde) ve makro seviyede (küresel ölçekte) finansal krizlerin ortaya çıkma sebeplerinden birisi olarak gösterilmektedir.

Kurumsal yönetimin doğru, güvenilir, şeffaf ve karşılaştırılabilir finansal bilgi üretimindeki rolü, gün geçtikçe daha fazla kaynak sıkıntısı çekmekte olan işletmelerin finansal performansını da doğrudan etkilemektedir.

Bu kapsamda, çalışmanın amacı Borsa İstanbul’da (BİST) 2008-2018 yılları arasında kesintisiz işlem gören 156 şirkette kurumsal yönetim uygulamaları ile finansal performans ilişkisini Dinamik Panel Veri Analizi Yöntemi ile tespit etmektir. Kurumsal yönetimin ölçümünde *Kurumsal Yönetim Derecelendirme Notu* kullanılırken, finansal performans için ise *Aktif Karlılığı (ROA)*, *Özsermaye Karlılığı (ROE)* ve *Tobin’s Q* vekil olarak kullanılmıştır. Çalışma sonucunda, şirketlerin kurumsal yönetim uygulamaları ile finansal performansı arasında pozitif bir ilişki olduğu, kurumsal yönetim arttıkça finansal performansın da arttığı tespit edilmiştir.

Anahtar Sözcükler: Kurumsal Yönetim, Kurumsal Yönetim Derecelendirmesi, Finansal Performans.

JEL Kodları: M41, G34, O16.

APA Stili Kaynak Gösterimi:

Cengiz, S., Karabayır, M. E. (2022). Kurumsal yönetim ile finansal performans ilişkisi: Türkiye’de ampirik bir araştırma. *Muhasebe ve Vergi Uygulamaları Dergisi*. 15 (2), 321-348.

* Makalenin gönderim tarihi: 06.01.2022; Kabul tarihi: 17.02.2022, iThenticate benzerlik oranı %20

^a Kafkas Üniversitesi, Sosyal Bilimler Meslek Yüksekokulu Öğretim Üyesi, sevgicengiz36@outlook.com ORCID: [0000-0002-5963-2585](https://orcid.org/0000-0002-5963-2585).

^b Kafkas Üniversitesi, İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Öğretim Üyesi, karabayir@hotmail.com ORCID: [0000-0001-6953-2468](https://orcid.org/0000-0001-6953-2468).

CORPORATE GOVERNANCE AND FINANCIAL PERFORMANCE: EMPIRICAL EVIDENCE FROM TURKEY

ABSTRACT

Ineffective implementation of corporate governance or having a low corporate governance understanding is shown as one of the reasons for the emergence of financial crises at micro (enterprise level) and macro level (global scale), which have increased in recent years.

The role of corporate governance in the production of accurate, reliable, transparent and comparable financial information directly affects the financial performance of enterprises that are facing more and more resource constraints.

In this context, the aim of this study is to determine the relationship between corporate governance practices and financial performance of 156 companies continuously traded in İstanbul Stock Exchange (BIST) during 2008-2018 period, using Dynamic Panel Data Analysis. While corporate governance rating is used as a measure of corporate governance, *Return on Assets (ROA)*, *Return on Equity (ROE)* and *Tobin's Q* are used as proxies of financial performance. The results revealed a positive relationship between corporate governance practices and the financial performance of companies, i.e., as corporate governance of firms increases, financial performance increases correspondingly.

Keywords: Corporate Governance, Corporate Governance Rating, Financial Performance.

JEL Codes: M41, G34, O16.

EXTENDED SUMMARY

Introduction

Ineffective implementation of corporate governance or having a low corporate governance understanding is shown as one of the reasons for the emergence of financial crises at the micro (business) level and the macro (global) level. The role of corporate governance in producing accurate, reliable, transparent and comparable financial information which directly affects the financial performance of businesses that have been facing more and more resource shortages in the recent years.

In this context, the aim of the study is to determine the relationship between corporate governance practices and financial performance in 156 companies that were continuously traded in İstanbul Stock Exchange (BIST) between 2008 and 2018 via Dynamic Panel Data Analysis. While Corporate Governance Rating is used to measure corporate governance; Return on Assets (ROA), Return on Equity (ROE) and Tobin's Q are used as proxies for financial performance. Results of the study show that there is a positive relationship between corporate governance practices and financial performance of companies, and as corporate governance increases, financial performance also increases.

Literature on Research

ROA, which shows how effective the company's assets are generating profit; ROE, which shows how much profit the company's shareholders make in return for the capital they put in; and Tobin's Q, which is used as an important indicator in making investment decisions regarding the company and to determine the company's future growth opportunities, are frequently used as financial performance indicators in studies where corporate governance and financial performance are examined together.

Kiel and Nicholson (2003) examined the relationship between corporate governance rating and firm performance in their study using data from the largest 348 companies traded in the stock exchange in Australia between 1996 and 1998.

Ehikioya (2009) examined the impact of corporate governance practices on financial performance by using the data of 107 companies traded in the Nigerian Stock Exchange between 1998 and 2002.

Moldasheva (2015) examined the effect between corporate governance practices and financial performance by using the data of 12 banks operating in the Kazakhstan Stock Exchange between 2008 and 2013.

Kowalewski (2016) examined the relationship between corporate governance rating, firm performance and dividend payments, using the data of 298 firms listed on the Warsaw Stock Exchange during the 2008 financial crisis.

Method of The Research

This study aims to determine whether the companies traded in Borsa Istanbul (BIST) implement corporate governance practices while performing their activities and to determine the relationship between corporate governance and financial performance through Dynamic Panel Data Analysis.

In the study, analyses were carried out using 1,716 observations of 156 companies traded on BIST for 2008-2018 period. Dynamic Panel Data Method (Arellano-Bond difference GMM), which includes the delay values of the variables in the model, was used in the analyses made with Eviews 10. Autocorrelation tests were performed for all models and no autocorrelation was found at AR(1) and AR(2) levels. According to the Sargan j test result, which tests internality, all the instrumental variables are exogenous (there is no correlation between the error term and the explanatory variables), and according to the Wald test result, the models are significant, and the independent variables are sufficient to explain the dependent variable.

Datastream, KAP (Public Disclosure Platform) and TKYD (Corporate Governance Association of Türkiye) databases constitute the source of the data used in the research.

The main hypothesis of the study is;

H1: Corporate governance has positive effects on financial performance.

Three different variables; ROA, ROE and Tobin's Q, were used to test the main hypothesis and three different models were established accordingly. Therefore, under the main hypothesis, the following three sub-hypotheses were formed and tested.

H1a: Corporate governance has positive effects on ROA.

H1b: Corporate governance has positive effects on ROE.

H1c: Corporate governance has positive effects on Tobin's Q.

The models built based on these hypotheses are as follows:

$$ROA_{it} = \beta_0 + \beta_1 ROA(-1)_{it} + \beta_2 KYDN_{it} + \beta_3 YKB_{it} + \beta_4 CEO\dot{I}K\dot{I}_{it} + \beta_5 DK_{it} + \beta_6 SY_{it} + \beta_7 FK_{it} + \beta_8 FB_{it} + \beta_9 FY_{it} + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

$$ROE_{it} = \beta_0 + \beta_1 ROE(-1)_{it} + \beta_2 KYDN_{it} + \beta_3 YKB_{it} + \beta_4 CEO\dot{I}K\dot{I}_{it} + \beta_5 DK_{it} + \beta_6 SY_{it} + \beta_7 FK_{it} + \beta_8 FB_{it} + \beta_9 FY_{it} + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

$$Tobin'sQ_{it} = \beta_0 + \beta_1 Tobin'sQ(-1)_{it} + \beta_2 KYDN_{it} + \beta_3 YKB_{it} + \beta_4 CEO\dot{I}K\dot{I}_{it} + \beta_5 DK_{it} + \beta_6 SY_{it} + \beta_7 FK_{it} + \beta_8 FB_{it} + \beta_9 FY_{it} + \varepsilon_{it} \quad (3)$$

In the equations above;

ROA	means	Return on Assets,
ROE	means	Return on Equity,
TOBIN'S Q	means	Approximate Q Value,
KYDN	means	Corporate Governance Rating,
YKB	means	Independence of the Board of Directors,
FB	means	Company Size,
FY	means	Company Age,
FK	means	Financial Leverage,
SY	means	Ownership Structure,
DK	means	Audit Quality,
CEOİKİ	means	CEO Duality.

Findings of The Research

According to the test results of hypothesis **H_{1a}**, ROA increases as the level of corporate governance practice increases. Increasing firm age, size, and audit quality also increase ROA, while increasing leverage, ownership, and CEO duality decrease ROA. Therefore, “**H_{1a}**: Corporate governance has a positive effect on ROA.” Therefore, hypothesis **H_{1a}** is accepted.

The model estimation results are in agreement with the studies (Kim and Yoon (2007); Aggarwal (2013); Moldasheva (2015); Rose (2016) and Moradi et al. (2017)) which concluded that effective corporate governance practices significantly increased ROA.

The results of hypothesis **H_{1b}** tests showed that there is a significant and positive relationship between ROE and KYDN, YKB, size, firm age and audit quality; while a negative significant relationship is found between leverage, ownership and CEO duality.

When the results of the analysis are evaluated within the scope of dependent and independent variables, it is seen that ROE increases as corporate governance increases. Increasing size, firm age, and audit quality increase ROE, while increasing leverage, ownership, and CEO duality decrease ROE.

Model estimation results are compatible with the literature (Gompers, Ishii, and Metrick (2003); Bohren and Odegaard (2003); Kim and Yoon (2007); Aggarwal (2013); Moldasheva (2015) agrees with Rose (2016) and Moradi et al. (2017)) which concluded that corporate governance practices significantly increase ROE. Therefore, hypothesis **H_{1b}** is accepted.

Test results of hypothesis **H_{1c}** revealed that while there is a significant and positive relationship between Tobin's Q and KYDN, YKB, size, firm age, leverage and audit quality; a negative significant relationship exists between ownership and CEO duality.

When the analysis results are evaluated within the scope of dependent and independent variables; it is seen that as KYDN, which is the corporate governance indicator used as an independent variable, increases in companies, Tobin's Q also increases. Increasing YKB, size, firm age, leverage, and audit quality increases Tobin's Q, while increasing ownership and CEO duality decreases Tobin's Q.

Estimation results of Model (3) are compatible with the former studies in relevant literature (Gompers et al. (2003); Bohren and Odegaard (2003); Kim and Yoon (2007); Aggarwal (2013); Moldasheva (2015); Rose (2016) and Moradi et al. (2017)). Therefore, hypothesis **H_{1c}** is also accepted.

Conclusion

The analyses revealed that as Corporate Governance Rating used to represent corporate governance increases, ROA, ROE and Tobin's Q, which are used as financial performance indicators, also increase significantly. According to the results, financial performance increases as control variables such as Independence of the Board of Directors, Firm Age and Firm Size increase; as ownership structure (control variable) increases, financial performance decreases; and as for audit quality and CEO duality variables which are included in the models as dummy variables, it was found that as audit quality increases, financial performance increases, whereas as CEO duality increases, financial performance decreases.

When corporate governance principles, which are important in determining corporate governance rating, are applied, more reliable and transparent results are achieved, increasing firm performance and maximizing firm value.

In future studies, increasing the number of observations, measuring corporate governance and financial performance using different proxies or different analysis methods, and making cross-country comparisons may add contribution to the literature.

1. GİRİŞ¹

Son 20 yılda yaşanma sıklığı artan küresel finansal krizler ve muhasebe skandalları, şeffaflık ve hesap verebilirliğin anahtarı durumunda olan kurumsal yönetim uygulamalarına olan talebi artırmıştır. Kurumsal yönetim uygulamaları başta firma düzeyinde, sonrasında ise ülke düzeyinde ve uluslararası düzeyde anlaşılabilirlik ve şeffaflık gibi temel faydalar sunmaktadır. Genel olarak bir ekonominin büyüme beklentilerini etkileyen önemli bir değişken olarak kabul edilir, çünkü en iyi yönetim uygulamaları yatırımcılar için riski azaltır, finansal performansı artırır ve yatırımcıları çekmeye yardımcı olur (Spanos, 2005).

Kurumsal yönetim; şirketlerin verimliliğini artıran, yatırımcıların güveninin kazanılmasında önemli rol oynayan, şirketin uzun dönemde belirlediği hedeflere ulaşılmasında öngörü sağlayan, şirketin performansına ilişkin denetimlerin nasıl yapılacağına dair yol gösteren ve şeffaflık, adillik, hesap verebilirlik ve sorumluluk olmak üzere dört temel ilkedен oluşan bir kavramdır (OECD, 2004: 11). Kurumsal yönetimin hızla yayılmaya ve gelişmeye başlamasıyla firmaların finansal performanslarının da önemi artarak, işletmeler daha kaliteli, verimli ve güvenilir raporlar sunmaya başlamıştır.

Kurumsal yönetimin etkin bir şekilde uygulandığı şirketler, ilgili taraflara karşı daha şeffaf ve adil olabilmekte, uyumsuzluk ve yolsuzluk problemlerine karşı hesap verebilmekte ve sorumluluk faaliyetlerini yerine getirebilmektedir. Kurumsal yönetimi, şirket performansının sürdürülebilirliğinin bir göstergesi olarak ifade eden Aras'a (2006) göre, kurumsal yönetimin temel ilkeleri (hesap verebilirlik, şeffaflık, sorumluluk, adil olma ve güvenilirlik) şirket performansını arttırmakta, şirket değerini maksimize etmekte ve şirkete süreklilik kazandırmaktadır. Kurumsal yönetim ile birlikte şirketlerin misyon, vizyon, politika uygulamaları ve finansal tablolarında doğruluk ve şeffaflık sağlanmış, bu durum ise şirketlerin finansal performanslarının artmasında büyük rol oynamıştır.

Shivaani vd. (2017) de, kurumsal yönetim uygulamalarının, daha kaliteli karar verme mekanizmaları yoluyla şirketin daha iyi performans göstermesine yardımcı olmasının beklendiğini ifade etmişlerdir. Ayrıca Botosan (2006), finansal raporlama ve kurumsal yönetim uygulamalarının uygun şekilde kamuya açıklanmasının öz sermaye maliyetini düşürmeye de yardımcı olduğunu kapsamlı bir literatür taramasıyla doğrulamıştır. Yan ve Yang (2012) da, gelişmiş kurumsal yönetim açıklamalarının öz sermaye

¹ Bu çalışma, Dr. Sevgi CENGİZ'in Doç. Dr. Mehmet Emin KARABAYIR danışmanlığında Kafkas Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İşletme Anabilim Dalı'nda savunduğu "Kurumsal yönetim, muhafazakar muhasebe ve finansal performans ilişkisi: Borsa İstanbul uygulaması" başlıklı doktora tezinden üretilmiştir.

malijetini düşürmeye yardımcı olduğunu belirtmiştir. Öz sermaye malijetinin düşmesi de finansal performansını artırıcı etki yapar.

Bu bağlamda çalışmanın amacı, Borsa İstanbul’da (BİST) 2008-2018 yılları arasında kesintisiz işlem gören 156 şirketin verileri kullanılarak, kurumsal yönetim uygulamaları ile finansal performans ilişkisini Dinamik Panel Veri Analizi Yöntemi ile tespit etmektir.

Çalışmanın ikinci bölümünde, kurumsal yönetim ile finansal performansa ilişkin teorik alt yapı ve literatür araştırmalarına yer verilmiştir. Üçüncü bölümde çalışmanın amacı ile kapsamı, yöntemi ve kısıtları açıklanmıştır. Dördüncü bölüm örneklem seçimi ve veri toplama tekniği ile ilgilidir. Beşinci bölümde hipotezler geliştirilmiş ve modeller oluşturulmuştur. Altıncı bölümde ilgili analizler vasıtası ile modeller tahmin edilmiş ve bulgular değerlendirilmiştir. Son bölümde ise sonuç ve önerilere yer verilmiştir.

2. TEORİK ÇERÇEVE VE LİTERATÜR ARAŞTIRMASI

Küreselleşme, finansal krizler, muhasebe skandalları, teknolojik gelişmeler, mülkiyet yoğunluğu ve yönetim kurullarının bağımsız olamaması gibi temel nedenler şeffaflık, bağımsızlık ve tarafsızlık unsurlarına duyulan ihtiyacı artırmış ve kurumsal yönetimi ortaya çıkararak önemli kılmıştır.

Kurumsal yönetim ile finansal performansın birlikte incelendiği çalışmalarda, finansal performans göstergesi olarak; şirket varlıklarının kâr yaratmada ne derece etkin olduğunu gösteren ROA, şirket ortaklarının koydukları sermaye karşılığında ne oranda kâr elde ettiğini gösteren ROE ve firmaya ilişkin yatırım kararı almada önemli bir gösterge olarak esas alınan ve şirketin gelecekteki büyüme fırsatlarını belirlemede kullanılan Tobin’s Q oranlarının sıklıkla kullanıldığı görülmektedir.

Finansal performansını temsilen kullanılan söz konusu oranlar ile kurumsal yönetim uygulamaları birlikte ele alındığında, temel amacın güvenilir bir firma değeri yaratmak olduğu ve güvenilir firmalara olan yatırım taleplerinin artması ile de firmaların yüksek performans göstereceği bilinmektedir. Ayrıca yüksek performansa sahip olan firmaların aynı zamanda kurumsal yönetimi etkin uygulayan firmalar olması nedeniyle bu firmalara, yatırımcıların talep ve ilgisinin her geçen gün daha çok arttığı bilinmektedir.

Kurumsal yönetim uygulamalarını etkin ve eksiksiz uygulayan firmalar, yönetim ve denetim alanlarında daha etkin olmakta, daha şeffaf, güvenilir ve doğru bilgiler sunmakta ve firmalara rekabet üstünlüğü sağladığından yüksek firma değerine sahip olmaktadır.

Kurumsal yönetim uygulamaları; şeffaf, hesap verilebilir, doğru, adil, tutarlı ve eş zamanlı bilgilerin sunulmasını esas alarak şirketlerin güçlü performans (kârlılık) göstermesine katkı sağlamıştır. Konuya ilişkin yapılan çalışmalarda, kurumsal yönetimin etkin uygulandığı şirketlerin performanslarının arttığı ya da kurumsal yönetim ile finansal performans arasında doğrudan etkinin olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Bu kapsamda konuya ilişkin yapılan çalışmalara bakıldığında;

Kiel ve Nicholson (2003), 1996-1998 yıllarında Avustralya'da halka açık en büyük 348 firma verilerini kullandıkları çalışmada kurumsal yönetim notu ile firma performansı ilişkisini incelemiştir. Firma performansı göstergelerinden piyasa değeri/defter değeri ve Tobin's Q oranını kullandıkları çalışmada, kurumsal yönetim derecelendirme notu ile firma performansı arasında pozitif bir ilişki tespit etmişlerdir.

Kim ve Yoon (2007), 662 Kore firmasının 2004-2005 dönemleri arasındaki verilerini kullanarak, kurumsal yönetim ile firma performansı ilişkisini araştırmışlardır. Çalışma sonucunda, kurumsal yönetim uygulamalarının firma performansı üzerinde pozitif etkisinin olduğuna ulaşmışlardır.

Ehikioya (2009), Nijerya Borsası'nda 1998-2002 yılları arasında işlem gören 107 firmanın verilerini kullanarak, kurumsal yönetim uygulamalarının finansal performans üzerindeki etkisini incelemiştir. Kurumsal yönetim vekilleri olarak; mülkiyet yoğunlaşması, yönetim kurulu yapısı, CEO ikiliği ve yönetim kurulunda yer alan aile üye sayıları kullanılırken, performans göstergesi olarak ise Tobin's Q değerini kullanmıştır. Çalışmada, mülkiyet yoğunlaşmasının, firma performansı üzerinde pozitif yönlü bir etkisinin olduğuna, CEO ikiliğinin ve yönetim kurulunda yer alan aile üye sayılarının fazla olmasının ise firma performansı ile negatif ilişkili olduğunu tespit etmiştir.

Moldasheva (2015), 2008-2013 yıllarında Kazakistan Menkul Kıymetler Borsası'nda faaliyet gösteren 12 bankanın verilerini kullanarak kurumsal yönetim uygulamasıyla finansal performans arasındaki etkiyi incelemiştir. Kurumsal yönetim uygulamaları (yönetim kurulu bağımsız üye sayısı ve özel yatırımcıların hissesi) bağımsız değişken olarak, finansal performans (aktif kârlılık oranı ve özsermaye kârlılık oranı, Tobin's Q ve Finansal Kaldıraç oranı) bağımlı değişken olarak belirlenmiştir. Çalışma sonucunda, yönetim kurulunda bulunan bağımsız üye sayısının finansal performansı önemli ölçüde pozitif yönde etkilediğine ulaşmıştır.

Rose (2016), 2010-2015 yılları arasında Nasdaq Kopenhag Borsası'nda yer alan 155 firma üzerinde kurumsal yönetim ilkelerine uyum derecesinin finansal performans ile ilişkisini araştırmıştır. Bağımlı değişken olarak aktif kârlılık ve özsermaye kârlılık oranını kullandığı çalışmada, kurumsal yönetim ile firma performansı arasında anlamlı bir ilişki olduğuna ulaşmıştır.

Kowalewski (2016), 2008 finansal kriz döneminde Varşova Menkul Kıymetler Borsası'nda yer alan 298 firmanın verisini kullanarak, kurumsal yönetim notu ile firma performansı ve temettü ödemeleri ilişkisini incelemiştir. Çalışma sonucunda, 2008 yılı finansal krizinde kurumsal yönetim notu yüksek olan firmaların performansının ve temettü ödemelerinin kurumsal yönetimi düşük olan firmalara göre finansal performansta daha iyi bir sonuç elde ettiğini tespit etmiştir.

Moradi, Velashani ve Omidfar (2017), 2004-2012 yılları arasında Tahran Menkul Kıymetler Borsası'nda işlem gören 112 şirket üzerinde kurumsal yönetim ve finansal performans ilişkisini incelemişlerdir. Bağımlı değişken olarak kurumsal yönetim uygulamalarını (yönetim kurulu bağımsızlığı, mülkiyet yoğunlaşması) bağımsız değişken olarak ise finansal performansı (özsermaye kârlılığı, aktif kârlılık oranı ve satışların getirisi) kullanmışlardır. Çalışmanın sonucunda, yönetim kurulu boyutu ve mülkiyet yoğunlaşması ile finansal performans arasında pozitif yönlü anlamlı bir ilişki olduğunu tespit etmişlerdir.

Kurt (2020), 2013-2017 yılları arasında Borsa İstanbul Kurumsal Yönetim Endeksi'nde kesintisiz işlem gören 15 şirket analize dahil edilerek, kurumsal yönetim ve finansal performans ilişkisi panel veri analizi aracılığıyla incelemiştir. Çalışma sonucunda, bağımlı değişken olarak kullanılan finansal performans ile bağımsız değişken olarak kullanılan kurumsal yönetim arasında eşbütünlüşme ilişkisinin olduğunu bulmuştur.

Yımgı (2021), 2012-2019 yıllarında borsa İstanbul 30 Endeksi'nde işlem gören şirketlerin verileri kullanılarak, kurumsal yönetim ve finansal performans ilişkisi incelenmiştir. Panel veri analizi yönteminin uygulandığı çalışma sonucunda, kurumsal yönetim ile finansal performans arasında uzun dönemli bir ilişkiye rastlanmamıştır.

Literatür araştırmaları kapsamında; son yıllarda artan skandal ve krizler nedeniyle her geçen gün daha çok önem kazanan kurumsal yönetim kavramına yer verilmesi, bu kavramın önemli ilişkisinin olduğu finansal performansla bütünleştirilerek değerlendirilmesi ve söz konusu konular analiz edilirken kullanılan değişken ve şirket-yıl (gözlem) sayısının fazla (1716) olması çalışmayı önemli ve farklı kılmaktadır.

3. ARAŞTIRMANIN AMACI, YÖNTEMİ VE KISITLARI

Çalışmanın temel amacı, Borsa İstanbul'da (BİST) işlem gören şirketlerin faaliyetlerini gerçekleştirirken kurumsal yönetimi uygulayıp uygulamadıklarını belirlemek ve kurumsal yönetim ile finansal performans ilişkisini dinamik panel veri analizi aracılığıyla tespit etmektir.

Çalışmada, BİST'de işlem gören 156 firmanın 2008-2018 yılları arasındaki verileri kullanılmıştır. Eviews 10 paket programı kullanılarak tahmin edilen

verilerin analizinde, değişkenlerin gecikme değerlerini de modele dâhil eden dinamik panel veri [Arellano-Bond Fark Genelleştirilmiş Momentler Yöntemi (GMM)] uygulanmıştır. Bu kapsamda tüm modeller için uygulanan otokorelasyon testleri olan AR(1) ve AR(2) düzeyinde otokorelasyonun bulunmadığı, içsellik test eden Sargan j testi sonucuna göre kullanılan tüm araç değişkenlerin dışsal olduğu (hata terimi ile açıklayıcı değişkenler arasında korelasyon olmadığı) ve son olarak uygulanan Wald testi ile de modellerin bir bütün olarak anlamlı olduğu ve bağımsız değişkenlerin bağımlı değişkeni açıklamada yeterli olduğu görülmüştür.

Çalışmanın kısıtı, şirketlerin kurumsal yönetim raporu düzenlemelerinin ancak 2007 yılından itibaren zorunlu hale getirilmesi nedeniyle bu tarihten öncesine ait verinin bulunmamasıdır.

4. ARAŞTIRMANIN ÖRNEKLEM SEÇİMİ VE VERİ TOPLAMA TEKNİĞİ

BİST'de işlem gören bütün şirketler çalışmanın ana kütlelerini oluşturmaktadır. Analiz sonuçlarının tutarlı olması açısından 2008-2018 yılları arasında borsada kesintisiz işlem gören, eksik verisi olmayan şirketler çalışmaya dâhil edilmiş; mali kuruluşlar, bankalar, holdingler, sigorta şirketleri, menkul kıymet ve gayrimenkul yatırım ortaklıkları farklı ticari teamüller, düzenlemeler ve farklı muhasebe uygulamalarına tabi olduklarından dolayı analize dâhil edilmemiştir. Sonuçta, toplamda 156 şirkete ait 1.716 gözlem sayısı ile analizler gerçekleştirilmiştir.

Araştırmada kullanılan verilerin kaynağını; Datastream, KAP (Kamuyu Aydınlatma Platformu) ve TKYD (Türkiye Kurumsal Yönetim Derneği) veri tabanları oluşturmaktadır.

5. ARAŞTIRMANIN HİPOTEZLERİ VE MODELLERİ

Kurumsal yönetimin ve finansal performansın doğrudan ölçülmesi mümkün olmadığı için, geçmiş literatüre (Kiel ve Nicholson, 2003; Kim ve Yoon, 2007; Ehikioya, 2009; Moldasheva, 2015; Rose, 2016, vb.) uygun olarak göstergeler (vekiller) kullanılarak hipotezler kurulmuştur. Bu hipotezler;

H₁: Kurumsal yönetimin finansal performans üzerinde pozitif etkisi vardır.

H_{1a}: Kurumsal yönetimin ROA üzerinde pozitif etkisi vardır.

H_{1b}: Kurumsal yönetimin ROE üzerinde pozitif etkisi vardır.

H_{1c}: Kurumsal yönetimin Tobin's Q üzerinde pozitif etkisi vardır.

5.1. Kurumsal Yönetim ve Finansal Performans

Kurumsal yönetim mekanizmalarının finansal performans üzerindeki etkisinin incelenmesi amacıyla üç ayrı model oluşturulmuştur. Modellerde, bağımlı değişken olarak ROA, ROE ve Tobin's Q oranı, bağımsız değişken olarak ise kurumsal yönetim mekanizmalarını temsilen kurumsal yönetim derecelendirme notu kullanılmaktadır. Yönetim kurulu bağımsızlığı, finansal kaldıraç, firma büyüklüğü ve firma yaşı kontrol değişkenleri, finansal performansı etkilediği düşünülen sahiplik yapısı düzenleyici değişken olarak ve kurumsal yönetimi etkilediği düşünülen CEO ikiliği ve denetim kalitesi ise kukla değişkenler olarak her üç modele de eklenmiştir.

$$ROA_{it} = \beta_0 + \beta_1 ROA(-1)_{it} + \beta_2 KYDN_{it} + \beta_3 YKB_{it} + \beta_4 CEOİKİ_{it} + \beta_5 DK_{it} + \beta_6 SY_{it} + \beta_7 FK_{it} + \beta_8 FB_{it} + \beta_9 FY_{it} + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

$$ROE_{it} = \beta_0 + \beta_1 ROE(-1)_{it} + \beta_2 KYDN_{it} + \beta_3 YKB_{it} + \beta_4 CEOİKİ_{it} + \beta_5 DK_{it} + \beta_6 SY_{it} + \beta_7 FK_{it} + \beta_8 FB_{it} + \beta_9 FY_{it} + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

$$Tobin's Q_{it} = \beta_0 + \beta_1 Tobin's Q(-1)_{it} + \beta_2 KYDN_{it} + \beta_3 YKB_{it} + \beta_4 CEOİKİ_{it} + \beta_5 DK_{it} + \beta_6 SY_{it} + \beta_7 FK_{it} + \beta_8 FB_{it} + \beta_9 FY_{it} + \varepsilon_{it} \quad (3)$$

Denklemlerde;

ROA	Aktif kârlılığını,
ROE	Özsermaye kârlılığını,
TOBIN'S Q	Yaklaşık Q değerini,
KYDN	Kurumsal yönetim derecelendirme notunu,
YKB	Yönetim kurulunun bağımsızlığını,
FB	Firma büyüklüğünü,
FY	Firma yaşını,
FK	Finansal kaldıraç,
SY	Sahiplik yapısını,
DK	Denetim kalitesini,
CEOİKİ	CEO ikiliğini temsil etmektedir.

Tablo-1: Çalışmada kullanılan değişkenlerin hesaplanma şekilleri

DEĞİŞKENLER	HESAPLAMA ŞEKLİ	KULLANILDIĞI ÇALIŞMALAR
Bağımlı ve Bağımsız Değişkenler	Aktif Kârlılığı Oranı (Return on Asset-ROA),	Net Kâr / Toplam Aktifler
	Özsermaye Kârlılığı Oranı (Return on Equity-ROE)	Net Kâr / Özsermaye
	Tobin's Q Oranı (Yaklaşık Q)	(MVE + PS + DEBT) / TA
	Kurumsal Yönetim (Kurumsal Yönetim Derecelendirme Notu)	Şirketlerin derecelendirme notu ağırlıklar (yüzdelik oranlar) ile çarpılarak sonuçlar toplanmaktadır.
Kontrol Değişkenleri	Yönetim Kurulu Bağımsızlığı	Bağımsız Üye Sayısı / Yönetim Kurulu Üye Sayısı
	Finansal Kaldıraç	Toplam Yabancı Kaynaklar / Toplam Varlıklar
	Şirket Büyüklüğü	Toplam Varlıkların Doğal Logaritması
	Şirket Yaşı	Kuruluş Yılı- Cari Yıl
Düzenleyici Değişken	Sahiplik Yapısı	En Büyük Ortağın Sermaye Payı
Kukla Değişkenleri	CEO İkiliği	Genel müdürün aynı zamanda yönetim kurulu üyesi olması durumunda 1, diğer durumda 0
	Denetim Kalitesi	Dört büyük denetim şirketi tarafından denetleniyorsa 1, diğer durumda 0

5.2. Araştırmada Kullanılan Değişkenlerin Tanımlayıcı İstatistikleri

Bağımlı ve bağımsız değişkenlerin tanımlayıcı istatistiklerine Tablo 1’de yer verilirken, kontrol değişkenleri, düzenleyici değişkenler ve kukla değişkenlerin tanımlayıcı istatistiklerine Tablo 2’de yer verilmiştir:

Tablo-2: Bağımlı ve bağımsız değişkenlerin tanımlayıcı istatistikleri

	ROA	ROE	Tobin’s Q	KYDN
Ortalama	0.031564	0.022747	0.837364	6.350291
Medyan	0.029472	0.071450	0.573902	6.000000
Maksimum	3.029044	9.137691	12.28660	9.900000
Minimum	-1.744942	-8.132746	-0.634533	4.300000
Std. Sapma	0.133155	0.519878	1.117775	1.230665
Çarpıklık	5.441608	-2.546403	4.364128	1.353916
Basıklık	176.9964	125.3569	30.62297	3.829164
Jarque-Bera	2173112.	1072296.	60003.59	573.4203
Olasılık	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000
Gözlem Sayısı	1716	1716	1716	1716

Finansal performansı temsil eden tanımlayıcı istatistikler değerlendirildiğinde; firmanın belirli bir zaman aralığındaki yatırımlarından elde ettiği verimliliği temsil eden ROA değişkeninin ortalamasının %1’in altında olması, firmanın varlıklarını çok etkin kullanmadığını göstermektedir (Çetenak, 2012: 15). Ortakların sermayelerine karşılık elde edilen kâr oranını temsil eden ROE ortalamasının %1’in altında olması, kaynakların verimli kullanılmadığı ve ortakların sermayelerine karşılık çok getiri elde edemediklerini göstermektedir (İzci, 2016: 35). Firma büyüklüğünün belirlenmesinde kullanılan Tobin’s Q değişkeninin ortalamasının %1’e yakın olması, firmanın yatırım getirisinin sermaye maliyetine neredeyse eşit olduğunu göstermektedir (Canbaş, Doğukanlı ve Düzakın, 2004: 58). Kurumsal yönetimi temsil eden KYDN değişkeninin genel ortalamasının 6’nın üzerinde olması ise, firmaların kurumsal yönetimi orta düzeyde uyguladığını göstermektedir (SPK, 2019).

Tablo-2: Kontrol, düzenleyici ve kukla değişkenlerin tanımlayıcı istatistikleri

	YKB	SY	FB	FK	FY	DK	CEOIKI
Ortalama	0.196016	51.22120	12.87936	0.520663	44.12027	0.607226	0.322261
Medyan	0.285714	49.99000	12.74609	0.502088	42.00000	1.000000	0.000000
Maksimum	0.500000	99.46000	18.51277	8.674316	132.0000	1.000000	1.000000
Minimum	0.000000	0.500000	7.963112	-0.016714	2.000000	0.000000	0.000000
Std.Sapma	0.157665	22.73563	1.680268	0.434357	22.03697	0.488510	0.467479
Çarpıklık	-0.229198	0.055870	0.267882	8.118910	1.342788	-0.439121	0.760637
Basıklık	1.404400	2.368189	2.978576	114.8906	5.586154	1.192827	1.578569
Jargue-Bera	197.0587	29.43449	20.55644	913997.5	993.8866	288.6585	309.9340
Olasılık	0.000000	0.000000	0.000034	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000
Gözlem Sayısı	1716	1716	1716	1716	1716	1716	1716

Bağımsız üye sayısının yönetim kurulu üye sayısına oranlanması sonucunda bulunan yönetim kurulu bağımsızlığı ortalamasının 1'in altında olması, yönetim kurulunda yer alan üyelerin bağımsızlık oranlarının düşük olduğunu göstermektedir. Bu durum ise, şirketin ve ilgili tarafların aleyhine keyfi kararlar alınmasına, tarafsızlık ilkesinin etkin uygulanamamasına ve kişisel menfaatlerin ön planda tutulmasına neden olabilir (Nicholson ve Kiel, 2007: 585-608).

Firmanın en büyük ortağının sermaye payını temsil eden sahiplik yapısı değişkeninin ortalamasının %51 olması, işletmenin sermayesinin yarısından fazlasının tek bir ortağa ait olduğunu ve işletme ile ilgili kararlarda tek bir kişinin yetkili olabileceğini göstermektedir. Sahiplik yapısının artması sonucunda ise yönetim kararlarında bağımsızlık ilkesine uyulmasında ve kontrol ve denetim faaliyetlerinin uygulanmasında problemler ortaya çıkmaktadır (Mizruchi, 2004: 585).

Firmanın toplam aktiflerini temsil eden firma büyüklüğü değişkeninin ortalamasının %12 olması, firmaların varlıklarının yüksek olduğunu göstermekte ve dolayısıyla büyük firmalar küçük firmalara kıyasla ölçek ekonomisi avantajından daha kolay yararlanabildiğinden piyasada rekabet avantajı elde edebilmektedir (Gschwandtner, 2005: 796).

Firmanın aktiflerinin borçlarla finanse edilme oranını gösteren kaldıraç değişkeninin ortalamasının %50'den fazla olması normal karşılanmakla birlikte, firma varlıklarının yüksek oranda borçlarla karşılandığını göstermekte ve şirketlerin kaldıraç oranlarının artması ise kaynak maliyetlerini arttırmakta ve riskli ortamlarda aşırı borçlanmaların yönetilememesine neden olmaktadır (Soysal, 2008: 372-373).

Firmanın deneyim ve hayatta kalma süresini temsil eden firma yaşı değişkeninin ortalamasının 44 yıl olması, firmaların genel olarak olgunluk safhasında olduğunu ve tecrübelerinin yüksek olduğunu ve (yaşı büyük olan şirketlerin piyasaya daha fazla hâkim olmalarından dolayı) yeniliklere daha hızlı adapte olabildiğini ve mevcut kaynak ve yatırımlarını daha etkin değerlendirebildiğini göstermektedir (Kakani vd., 2001: 5).

Denetim değişkeninin ortalamasının %60 olması, firmaların yarısından fazlasının dört büyük denetim şirketi tarafından denetlendiğini ve dolayısıyla denetim standartlarına uygun olarak yapılan kaliteli denetimler sayesinde, finansal tablolarının güvenilir, şeffaf ve kullanışlı olduğunu göstermektedir (Hassan ve Farouk, 2014: 17).

CEO ikiliği değişkeninin ortalamasının %30 olması, şirketlerin önemli bir kısmında genel müdürün yönetim kurulunda yer almadığını (CEO ikiliğinin düşük olduğunu) göstermektedir. Genel müdürün aynı zamanda yönetim kurulunda yer alması, yönetim kurulunda alınan kararların tarafsızlığını zedelediğinden ve genel müdürün kontrol edilmesini zorlaştırdığından bu oranın düşük olması olumlu karşılanmaktadır (Rechner ve Dalton 1991: 156).

6. MODELLERİN TAHMİNİ VE BULGULAR

Arellano-Bond Fark GMM tahmincisinin kullanıldığı bu çalışmada, hata terimlerinin değişen varyansa sahip olabileceğini dikkate alan 2 aşamalı tahminci kullanılmıştır. Modelde, bağımlı değişkenin olası bütün gecikme değerleri ile bağımsız değişkenlerin 2 ve 3 dönem gecikme değerleri araç değişken olarak kullanılmıştır.

6.1. Finansal Performans ve Kurumsal Yönetim İlişkisi Modeli Tahmin Sonuçları

6.1.1. ROA ile Kurumsal Yönetim İlişkisi

Model 1: $ROA_{it} = \beta_0 + \beta_1 ROA(-1)_{it} + \beta_2 KYDN_{it} + \beta_3 YKB_{it} + \beta_4 CEOiKI_{it} + \beta_5 DK_{it} + \beta_6 SY_{it} + \beta_7 FK_{it} + \beta_8 FB_{it} + \beta_9 FY_{it} + \varepsilon_{it}$

Tablo-4: ROA Arellano-Bond Fark GMM Tahmincilerinin Test Sonuçları

Dependent Variable: ROA

Method: Panel Generalized Method of Moments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
ROA(-1)	0.116152	0.000579	200.6195	0.0000
KYDN	0.010163	0.002292	4.433478	0.0000
YKB	0.034293	0.006439	5.326256	0.0000
FB	0.066951	0.003195	20.95336	0.0000
FY	0.005083	0.000561	9.059725	0.0000
FK	-0.501907	0.000939	-534.6223	0.0000
SY	-0.009550	0.000150	-63.69496	0.0000
CEOIKI	-0.056797	0.002943	-19.30131	0.0000
DK	0.090439	0.002350	38.48216	0.0000

Effects Specification

Cross-section fixed (first differences)

Mean dependent var	0.004369	S.D. dependent var	0.173878
S.E. of regression	0.139284	Sum squared resid	27.06307
J-statistic	148.0978	Instrument rank	156
Prob(J-statistic)	0.459087		

Arellano-Bond Serial Correlation Test:

Sample: 2008 2018

Test order	m-Statistic	rho	SE(rho)	Prob.
AR(1)	-2.337875	-5.934108	2.538249	0.0194
AR(2)	-1.251307	-1.690373	1.350886	0.2108

Wald Test:

Test Statistic	Value	Df	Probability
F-statistic	81922.78	(8, 1395)	0.0000
Chi-square	655382.2	8	0.0000

Arellano-Bond Fark GMM dinamik panel veri yöntemi tahmincilerinin geçerliliğinin test edilmesi amacıyla 3 temel test (Wald, J istatistiği ve AR(2)) kullanılmıştır. Bağımsız değişkenlerin ve modelin bir bütün olarak anlamlılığını test eden Wald testi istatistiğine (Wald: 0,00<0,05) göre H_0 hipotezinin reddedildiği ve alternatif hipotezin (H_1) kabul edildiği, yani bağımsız değişkenlerin bağımlı değişkenleri açıklama gücünün olduğu ve modelin bir bütün olarak anlamlı olduğu görülmüştür. Araç değişkenlerin geçerliliğini (içsellik) test eden J (Sargan) istatistiğine (Prob J: 0,45>0,05) göre H_0 hipotezinin reddedildiği ve alternatif hipotezin (H_1) kabul edildiği, yani modelde içsellik probleminin olmadığı ve araç değişkenlerin dışsal

olduğu görülmüştür. Modelde otokorelasyon sorunu olup olmadığını test eden AR(1) testine (AR(1): $0,01 < 0,05$) göre birinci mertebeden negatif otokorelasyon olduğu, AR(2) testine (AR(2): $0,21 > 0,05$) göre H_0 hipotezinin reddedildiği ve alternatif hipotezin (H_1) kabul edildiği, yani ikinci dereceden otokorelasyonun olmadığı ve tahmincilerin tutarlı olduğu görülmüştür.

Fark GMM yönteminin uygulandığı dinamik panel sonuçlarına göre tüm değişkenlerin %1 anlamlılık düzeyinde anlamlı (Prob: $0,00 < 0,01$) olduğu görülmektedir. Ayrıca, ROA'nın bir dönem gecikmeli değeri bağımlı değişkeni anlamlı ve pozitif yönde etkilemektedir. Bu sonuç, bağımlı değişken uzun dönemli etkiler gösterdiğinde ve geçmiş dönemin etkilerini içinde barındırdığında, modelin analizinde gecikme değerlerinin (dinamik yöntemin) kullanılması gerektiği yaklaşımını desteklemektedir.

Analiz sonuçları bağımlı ve bağımsız değişkenler kapsamında değerlendirildiğinde; şirketlerde, bağımsız değişken olarak kullanılan kurumsal yönetim uygulama düzeyi arttıkça ROA'nın da arttığı görülmektedir. Firma yaşı, büyüklük ve denetim kalitesinin artması ROA'yı arttırmaktayken kaldırıcı, sahiplik ve CEO ikiliğinin artması ROA'yı azaltmaktadır.

Model tahmin sonuçları, etkili kurumsal yönetim uygulamalarının finansal performans göstergesi olarak kullanılan ROA oranını önemli ölçüde arttırdığı sonucuna ulaşan çalışmalar (Kim ve Yoon (2007); Aggarwal (2013); Moldasheva (2015); Rose (2016) ve Moradi vd. (2017)) ile uyumluluk göstermektedir.

Kontrol, düzenleyici ve kukla değişkenlerin sonuçları; ROA ve yönetim kurulu bağımsızlığı arasında anlamlı pozitif ilişkiler bulan Kim ve Yoon (2007), Aggarwal (2013) ve Moldasheva (2015); ROA ve firma yaşı arasında anlamlı pozitif ilişkiler bulan Younas, Mahmood ve Saeed (2013) ve Ehikioya (2009); ROA ve büyüklük arasında anlamlı pozitif ilişkiler bulan Iqbal, Mulani ve Kabiraj (2013) ve Mule, Mukras ve Nzioka (2015); ROA ve kaldırıcı arasında anlamlı negatif ilişkiler bulan Bohren ve Odegard (2003) ve Moldasheva (2015); ROA ve sahiplik arasında anlamlı negatif ilişkiler bulan Pedersen ve Thomsen (1999) ve Moscu (2013); ROA ve denetim arasında anlamlı ve pozitif ilişkiler bulan Jusoh ve Ahmad (2014); ROA ve CEO ikiliği arasında anlamlı negatif ilişkiler bulan Ahmed ve Duellman (2007) ve Ehikioya'nın (2009) çalışmalarında ulaşılan sonuçlarla uyumluluk göstermektedir.

Yapılan analiz ve değerlendirmeler sonucunda H_1 hipotezinin kabul/red durumu şöyledir;

H₁: Kurumsal yönetimin finansal performans üzerinde pozitif etkisi vardır.

H_{1a} Kabul: Kurumsal yönetimin ROA üzerinde pozitif etkisi vardır.

6.1.2. ROE ile Kurumsal Yönetim İlişkisi Modeli Tahmin Sonuçları

$$\text{Model 2: } ROE_{it} = \beta_0 + \beta_1 ROE(-1)_{it} + \beta_2 KYDN_{it} + \beta_3 YKB_{it} + \beta_4 CEOIKI_{it} + \beta_5 DK_{it} + \beta_6 SY_{it} + \beta_7 FK_{it} + \beta_8 FB_{it} + \beta_9 FY_{it} + \varepsilon_{it}$$

Tablo-5: ROE Arellano-Bond Fark GMM Tahmincilerinin Test Sonuçları

Dependent Variable: ROE

Method: Panel Generalized Method of Moments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
ROE(-1)	0.070607	0.000795	88.85579	0.0000
KYDN	0.132851	0.005020	26.46529	0.0000
YKB	0.189224	0.007988	23.68743	0.0000
FB	0.128248	0.005129	25.00623	0.0000
FY	0.568767	0.003430	165.8113	0.0000
FK	-0.108702	0.003713	-29.27676	0.0000
SY	-0.010112	0.000110	-91.85259	0.0000
DK	0.027497	0.009279	2.963321	0.0031
CEOIKI	-0.041201	0.007081	-5.818852	0.0000

Effects Specification

Cross-section fixed (first differences)

Mean dependent var	0.003027	S.D. dependent var	0.551929
S.E. of regression	0.575868	Sum squared resid	462.6158
J-statistic	149.1777	Instrument rank	156
Prob(J-statistic)	0.434381		

Arellano-Bond Serial Correlation Test:

Sample: 2008 2018

Test order	m-Statistic	rho	SE(rho)	Prob.
AR(1)	-7.434142	-197.700951	26.593646	0.0000
AR(2)	1.566688	21.315409	13.605395	0.1172

Wald Test:

Test Statistic	Value	Df	Probability
F-statistic	78007.79	(8, 1395)	0.0000
Chi-square	624062.3	8	0.0000

Arellano-Bond fark GMM dinamik panel veri yöntemi tahmincilerinin geçerliliğinin test edilmesi amacıyla 3 temel test (Wald, J istatistiği ve AR(2)) kullanılmıştır. Bağımsız değişkenin ve modelin bir bütün olarak anlamlılığını test eden Wald testi istatistiğine (Wald: 0,00<0,05) göre H_0 hipotezinin reddedildiği alternatif hipotezin (H_1) kabul edildiği yani

bağımsız değişkenin bağımlı değişkeni açıklama gücünün olduğu ve modelin bir bütün olarak anlamlı olduğu görülmüştür. Araç değişkenlerin geçerliliğini (içsellikini) test eden J (Sargan) istatistiğine (Prob J: 0,43>0,05) göre H_0 hipotezinin reddedildiği alternatif hipotezin (H_1) kabul edildiği yani modelde içsellik probleminin olmadığı ve araç değişkenlerin dışsal olduğu görülmüştür. Modelde otokorelasyon sorunu olup olmadığını test eden AR(1) testine (AR(1): 0,00<0,05) göre birinci mertebeden negatif otokorelasyon olduğu, AR(2) testine (AR(2): 0,11>0,05) göre H_0 hipotezinin reddedildiği alternatif hipotezin (H_1) kabul edildiği yani ikinci dereceden otokorelasyonun olmadığı ve tahmincilerin tutarlı olduğu görülmüştür.

Fark GMM yönteminin uygulandığı dinamik panel sonuçlarına göre tüm değişkenlerin %1 anlamlılık düzeyinde anlamlı (Prob: 0,00<0,01) olduğu görülmektedir. Ayrıca, ROE'nin bir dönem gecikmeli değeri, bağımlı değişkeni anlamlı ve pozitif etkilemektedir. Bu sonuç, bağımlı değişken uzun dönemli etkiler gösterdiğinde ve geçmiş dönemin etkilerini içinde barındırdığında, modelin analizinde gecikme değerlerinin (dinamik yöntemin) kullanılması gerektiği yaklaşımını desteklemektedir.

ROE ile KYDN, YKB, büyüklük, firma yaşı ve denetim kalitesi arasında anlamlı ve pozitif bir ilişki bulunurken, kaldıraç, sahiplik ve CEO ikiliği arasında negatif anlamlı bir ilişki bulunmuştur.

Analiz sonuçları bağımlı ve bağımsız değişkenler kapsamında değerlendirildiğinde; şirketlerde, bağımsız değişken olarak kullanılan kurumsal yönetim arttıkça ROE'nin de arttığı görülmektedir. Büyüklük, firma yaşı ve denetimin artması ROE'yi arttırmaktayken kaldıraç, sahiplik ve CEO ikiliğinin artması ROE'yi azaltmaktadır.

Model tahmin sonuçları; kurumsal yönetim uygulamalarının finansal performans göstergesi olarak kullanılan ROE oranını önemli ölçüde arttırdığı sonucuna ulaşan literatür çalışmaları (Gompers, Ishii ve Metrick (2003); Bohren ve Odegaard (2003); Kim ve Yoon (2007); Aggarwal (2013); Moldasheva (2015); Rose (2016) ve Moradi vd. (2017)) ile uyumluluk göstermektedir.

Kontrol, düzenleyici ve kukla değişkenlerin sonuçları; ROE ve YKB arasında anlamlı ve pozitif ilişkiler bulan Kim ve Yoon (2007), Aggarwal (2013) ve Moldasheva (2015); ROE ve büyüklük arasında anlamlı pozitif ilişkiler bulan Ponnu ve Ramthandin (2008) ve Brown ve Caylor (2009); ROE ve firma yaşı arasında anlamlı pozitif ilişkiler bulan Ehikioya (2009) ve Younas vd. (2013); ROE ve kaldıraç arasında anlamlı negatif ilişkiler bulan Haniffa ve Hudaib (2006) ve Cheng (2008); ROE ve sahiplik arasında anlamlı negatif ilişkiler bulan Pedersen ve Thomsen (1999) ve Hamadi (2010); ROE ve denetim arasında anlamlı pozitif ilişkiler bulan Bouaziz ve Triki (2012) ve Jusoh ve Ahmad (2014); ROE ve CEO ikiliği arasında

anlamlı negatif ilişkiler bulan Ahmed ve Duellman (2007) ve Ehikioya'nın (2009) çalışmalarında elde edilen sonuçlarla paralellik göstermektedir.

Yapılan analiz ve değerlendirmeler sonucunda H_1 hipotezinin kabul/red durumu şöyledir;

H₁: Kurumsal yönetimin finansal performans üzerinde pozitif etkisi vardır.

H_{1a} Kabul: Kurumsal yönetimin ROE üzerinde pozitif etkisi vardır.

6.1.3. Tobin's Q ile Kurumsal Yönetim İlişkisi Modeli Tahmin Sonuçları

Model 3: $Tobin's\ Q_{it} = \beta_0 + \beta_1 Tobin's\ Q(-1)_{it} + \beta_2 KYDN_{it} + \beta_3 YKB_{it} + \beta_4 CEOIKI_{it} + \beta_5 DK_{it} + \beta_6 SY_{it} + \beta_7 FK_{it} + \beta_8 FB_{it} + \beta_9 FY_{it} + \epsilon_{it}$

Tablo-5: Tobin's Q Arellano-Bond Fark GMM Tahmincilerinin Test Sonuçları

Dependent Variable: TOBINQ

Method: Panel Generalized Method of Moments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
TOBINQ(-1)	0.085973	0.002869	29.96569	0.0000
KYDN	0.087656	0.007521	11.65517	0.0000
YKB	0.134527	0.011116	12.10170	0.0000
SY	-0.003828	0.000127	-30.17679	0.0000
FB	0.026867	0.006507	4.129078	0.0000
FY	0.011192	0.000919	12.17521	0.0000
FK	0.083764	0.002839	29.50649	0.0000
DK	0.498815	0.014788	33.73037	0.0000
CEOIKI	-0.032357	0.007869	-4.112102	0.0000

Effects Specification

Cross-section fixed (first differences)

Mean dependent var	0.038405	S.D. dependent var	0.380482
S.E. of regression	0.413255	Sum squared resid	238.2372
J-statistic	148.4890	Instrument rank	158
Prob(J-statistic)	0.496408		

Arellano-Bond Serial Correlation Test:

Sample: 2008 2018

Test order	m-Statistic	rho	SE(rho)	Prob.
AR(1)	-4.246957	-80.406816	18.932809	0.0000
AR(2)	1.627172	17.827568	10.956165	0.1037

Wald Test:

Test Statistic	Value	Df	Probability
F-statistic	42916.86	(8, 1395)	0.0000
Chi-square	343334.8	8	0.0000

Arellano-Bond fark GMM dinamik panel veri yöntemi tahmincilerinin geçerliliğinin test edilmesi amacıyla 3 temel test (Wald, J istatistiği ve AR(2)) kullanılmıştır. Bağımsız değişkenin ve modelin bir bütün olarak anlamlılığını test eden Wald testi istatistiğine (Wald: 0,00<0,05) göre H_0 hipotezinin reddedildiği alternatif hipotezin (H_1) kabul edildiği yani bağımsız değişkenin bağımlı değişkeni açıklama gücünün olduğu ve modelin bir bütün olarak anlamlı olduğu görülmüştür. Araç değişkenlerin geçerliliğini (içselliklerini) test eden J (Sargan) istatistiğine (Prob J: 0,49>0,05) göre H_0 hipotezinin reddedildiği alternatif hipotezin (H_1) kabul edildiği yani modelde içsellik probleminin olmadığı ve araç değişkenlerin dışsal olduğu görülmüştür. Modelde otokorelasyon sorunu olup olmadığını test eden AR(1) testine (AR(1): 0,00<0,05) göre birinci mertebeden negatif otokorelasyon olduğu, AR(2) testine (AR(2): 0,10>0,05) göre H_0 hipotezinin reddedildiği alternatif hipotezin (H_1) kabul edildiği yani ikinci dereceden otokorelasyonun olmadığı ve tahmincilerin tutarlı olduğu görülmüştür.

Fark GMM yönteminin uygulandığı dinamik panel sonuçlarına göre tüm değişkenlerin %1 anlamlılık düzeyinde anlamlı (Prob: 0,00<0,01) olduğu görülmektedir. Ayrıca, Tobin's Q'nun bir dönem gecikmeli değeri, bağımlı değişkeni anlamlı ve pozitif yönde etkilemektedir. Bu sonuç, bağımlı değişken uzun dönemli etkiler gösterdiğinde ve geçmiş dönemin etkilerini içinde barındırdığında, modelin analizinde gecikme değerlerinin (dinamik yöntemin) kullanılması gerektiği yaklaşımı desteklemektedir.

Tobin's Q ile KYDN, YKB, büyüklük, firma yaşı, kaldıraç ve denetim arasında anlamlı ve pozitif bir ilişki bulunurken sahiplik ve CEO ikiliği arasında negatif anlamlı bir ilişki bulunmuştur.

Analiz sonuçları bağımlı ve bağımsız değişken kapsamında değerlendirildiğinde; şirketlerde, bağımsız değişken olarak kullanılan kurumsal yönetim göstergesi olan KYDN arttıkça Tobin's Q'nun da arttığı görülmektedir. YKB, büyüklük, firma yaşı, kaldıraç ve denetimin kalitesinin artması Tobin's Q'yu artırmaktayken, sahiplik ve CEO ikiliğinin artması Tobin's Q'yu azaltmaktadır.

Model tahmin sonuçları; kurumsal yönetim uygulamalarının finansal performans göstergesi olarak kullanılan Tobin's Q oranını önemli ölçüde artırdığı sonucuna ulaşan literatür çalışmaları (Gompers vd. (2003); Bohren ve Odegaard (2003); Kim ve Yoon (2007); Aggarwal (2013); Moldasheva (2015); Rose (2016) ve Moradi vd. (2017)) ile uyumluluk göstermektedir.

Kontrol, düzenleyici ve kukla değişkenlerin sonuçları: Tobin's Q ve YKB arasında anlamlı pozitif ilişki bulan Kim ve Yoon (2007), Aggarwal (2013) ve Moldasheva (2015); Tobin's Q ve sahiplik arasında anlamlı negatif ilişkiler bulan Hamadi (2010) ve Reyna ve Encalada (2012); Tobin's Q ve büyüklük arasında anlamlı pozitif ilişkiler bulan Du, Wu ve Liang (2016); Tobin's Q ve firma yaşı arasında anlamlı pozitif ilişkiler bulan Younas vd.

(2013) ve Ehikioya (2009); Tobin's Q ve kaldıraç arasında anlamlı pozitif ilişkiler bulan Kyereboah-Coleman (2007) ve Jusoh ve Ahmad (2014); Tobin's Q ve denetim arasında anlamlı pozitif ilişkiler bulan Ziaee (2014) ve Jusoh ve Ahmad (2014); Tobin's Q ve CEO ikiliği arasında anlamlı negatif ilişkiler bulan Ahmed ve Duellman (2007) ve Ehikioya'nın (2009) çalışmalarında ulaştıkları bulguları desteklemektedir.

Yapılan analiz ve değerlendirmeler sonucunda H_1 hipotezinin kabul/red durumu şöyledir;

H₁: Kurumsal yönetimin finansal performans üzerinde pozitif etkisi vardır.

H_{1c} Kabul: Kurumsal yönetimin Tobin's Q üzerinde pozitif etkisi vardır.

7. BULGULARIN DEĞERLENDİRİLMESİ

Kurumsal yönetim uygulamalarının artması firmaların güçlü performans (kârlılık) göstermesine katkı sunduğunu belirten Akdoğan ve Boyacıoğlu'na (2010) göre, firmaların verimlilik ve performanslarının artırılmasında önemli rol oynayan kurumsal yönetim derecelendirme notlarının artması, firmanın performans ve verimliliğini arttırmaktadır. Kurumsal yönetimi, firma performansının sürdürülebilirliğinin bir göstergesi olarak ifade eden Aras'a (2006) göre, kurumsal yönetimin temel ilkeleri (hesap verebilir, şeffaf, sorumlu, adil ve güvenilir) firma performansını arttırmakta, firma değerini maksimize etmekte ve firmaya süreklilik kazandırmaktadır. Kurumsal yönetim ile birlikte firmaların misyon, vizyon, politika uygulamaları ve finansal tablolarında doğruluk ve şeffaflık sağlanmış bu durum ise firmaların finansal performanslarının artmasında büyük rol oynamıştır. Kurumsal yönetim uygulamaları getirdiği ilke ve yeniliklerle, firmalara ve firma faaliyetleri ile ilgili olan bütün taraflara fayda sağlayarak firma performansının gelişimine katkıda bulunmuştur (Sakarya, 2011: 148).

Yönetim kurulunda bağımsız üyenin artması ile firma ve tarafların lehine daha ılımlı ve tarafsız kararlar alındığından ve yönetimin keyfi ve kişisel menfaatlerinin önüne geçildiğinden firma performansında artış meydana gelmektedir. Firma büyüklüğü arttıkça finansal performansın artması durumunu, büyük firmaların küçük firmalara kıyasla ölçek ekonomisi avantajından daha kolay yararlanabilmesinden yola çıkarak piyasada rekabet avantajını elde edebilmesiyle açıklamak mümkündür.

Firma yaşı arttıkça finansal performansın artması, köklü firmaların piyasaya hakim olması nedeniyle yeniliklere daha hızlı adapte olabilmeleri ve mevcut kaynak ve yatırımlarını daha etkin değerlendirebildikleri için firmanın değerini ve performansını yükseltebilmeleri beklenti yönündedir. Kaldıraç oranı artarken finansal performansın, yüksek kaldıraçlı durumlarda kaynak maliyetlerin artması ve riskli ortamlarda aşırı borçlanmaların

yönetilememesi nedeniyle azalması beklenmektedir. Sahiplik yapısı arttıkça finansal performans azalmaktadır. Çünkü sahiplik yapısı (mülkiyet yoğunlaşması) arttıkça yönetim kararlarında bağımsızlık ilkesinin, kontrol ve denetim faaliyetlerinin etkin uygulanamaması nedeniyle performans azalmaktadır. Denetim kalitesi arttıkça finansal performans artmaktadır. Denetim standartlarına uygun olarak yapılan kaliteli denetimler, finansal tabloların güvenilir, şeffaf ve kullanışlı olduğuna dair güven vermesi nedeniyle firmanın performansını arttırdığı bilinmektedir. CEO ikiliği arttığında yani genel müdürün aynı zamanda yönetim kurulunda yer alması durumunda, yönetim kurulunda alınan kararların tarafsızlığının zedelenmesi ve genel müdürün kontrol edilmesini zorlaştırması nedeniyle şirketin finansal performansı azalmaktadır.

Çalışma sonucunda, kurumsal yönetim arttıkça finansal performansın artması çalışmanın beklentisi açısından istenilen bir durumdur ve literatür çalışmaları ile örtüşmektedir.

8. SONUÇ

Muhasebede yaşanan skandallar, ilgili taraflarda güven probleminin ortaya çıkmasına neden olmuştur. Bu güven problemini aşmak amacıyla dünyada ve Türkiye’de birtakım adımlar atılmaya başlanmıştır. 2002 yılında çıkarılan SOX yasası ile manipülasyonların önüne geçebilmek, 2005 yılından itibaren zorunlu olarak uygulanan UFRS ile uyumsuzluk problemlerini azaltmak, 2008 yılından itibaren zorunlu uygulanmaya başlanan kurumsal yönetim raporu düzenlemesi ile şeffaflık ve hesap verebilirliğin artırılması vb. amaçlar doğrultusunda bazı temel adımlar atılmıştır. Atılan bu adımlarla birlikte şirketlerin daha güvenilir faaliyetler ve raporlar sergileyip sergilemediklerini belirlemek amacıyla kurumsal yönetim ve finansal performans ilişkisi analiz edilerek sonuçlar tahmin edilmiştir.

Analiz sonucunda, kurumsal yönetimi temsilen kullanılan kurumsal yönetim derecelendirme notu arttıkça finansal performans göstergesi olarak kullanılan ROA, ROE ve Tobin’s Q’nun da anlamlı bir şekilde arttığı görülmektedir. Ayrıca söz konusu modelde, kontrol değişkeni olarak kullanılan yönetim kurulu bağımsızlığı, firma yaşı ve firma büyüklüğü arttıkça finansal performans artmakta, düzenleyici değişken olarak kullanılan sahiplik yapısı arttıkça finansal performans azalmakta, kukla değişken olarak kullanılan denetim ve CEO ikiliği değişkenlerinde, denetim kalitesi arttıkça finansal performansın arttığı buna karşın CEO ikiliği arttıkça finansal performansın azaldığı görülmektedir.

Kurumsal yönetim derecelendirme notunun belirlenmesinde önemli rol oynayan kurumsal yönetim ilkeleri uygulandığında daha güvenilir ve şeffaf

sonuçlara ulaşıldığından firma performansını artırmakta ve firma değerini maksimize etmektedir.

Konuya ilişkin gelecekte yapılacak çalışmalarda gözlem sayısının artırılması, kurumsal yönetimin ve finansal performansın farklı vekiller veya farklı analiz yöntemleri kullanılarak ölçülmesi ve ülkeler arası karşılaştırma yapılması önerilmektedir.

KAYNAKÇA

Aggarwal, P. (2013). *Impact of Corporate Governance on Corporate Financial Performance*. IOSR Journal of Business and Management, 13(3): 1-5.

Ahmed, A. S. ve Duellman, S. (2007). *Accounting Conservatism and Board of Director Characteristics: An Empirical Analysis*. Journal of Accounting and Economics, 43(2-3): 1-52.

Akdoğan, Y. E. ve Boyacıoğlu, M. A. (2010). *Türkiye’de Kurumsal Yönetim: Genel Bir Değerlendirme*. Selçuk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi, 24: 11-30.

Bøhren, Ø. ve Ødegaard, B. A. (2003). *Governance and Performance Revisited*. ECGI-Finance Working Paper, 1(28): 1-36.

Bouaziz, Z. ve Triki, M. (2012). *The Impact of the Presence of Audit Committees on the Financial Performance of Tunisian Companies*. International Journal of Management & Business Studies, 2(4): 57-64.

Brown, L. D. ve Caylor, M. L. (2009). *Corporate Governance and Firm Operating Performance*. Review of Quantitative Finance and Accounting, 32(2): 129-144.

Canbaş, S., Doğukanlı, H. ve Düzakın, H. (2004). *Tobin Q Oranı ve Günümüzde İşletme Kararları Açısından Önemi*. Çukurova Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi, 13(2): 57-74.

Çetenak, E. (2012). *İşletme Grubu İlişkisinin Firma Performansına Etkisi: IMKB’de Bir Uygulama*. Çukurova Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Doktora Tezi, Adana.

Du, J., Wu, F. ve Liang, X. (2016). *Corporate Liquidity and Firm Value: Evidence From China’s Listed Firms*. In SHS Web of Conferences. Published by: EDP Sciences, 24(16): 1-4.

Ehikioya, B. I. (2009). *Corporate Governance Structure and Firm Performance in Developing Economies: Evidence from Nigeria*. Corporate

- Governance: The International Journal of Business in Society, 9(3): 231-243.
- Fama, E. F. ve Jensen, M. C. (1983). *Separation of Ownership and Control*. The Journal of Law and Economics, 26(2): 301-325.
- Gompers, P., Ishii, J. ve Metrick, A. (2003). *Corporate Governance and Equity Prices*. The Quarterly Journal of Economics, 118(1): 107-156.
- Gschwandtner, A. (2005). *Profit Persistence in the Very Long Run: Evidence from Survivors and Exiters*. Applied Economics, 37 (7): 793-806.
- Hamadi, M. (2010). *Ownership Concentration, Family Control and Performance of Firms*. European Management Review, 7(2): 116- 131.
- Haniffa, R. ve Hudaib, M. (2006). *Corporate Governance Structure and Performance of Malaysian Listed Companies*. Journal of Business Finance & Accounting, 33(7-8): 1034-1062.
- Hassan, S. U. ve Farouk, M. A. (2014). *Impact of Audit Quality and Financial Performance of Quoted Cement Firms in Nigeria*. International Journal of Accounting and Taxation, 2(2): 1-22.
- Iqbal, A., Mulani, J. ve Kabiraj, S. (2013). *Leverage, Size of the Firm and Profitability: A Case of Pakistani Cement Industry*. International Journal of Business Insights & Transformation, 7(1): 16-22.
- İzci, N. A. (2016). *Kurumsal Sürdürülebilirliğin Firma Performansı Üzerine Etkisi: BİST Yıldız Pazarında İmalat Şirketleri Üzerine Bir Araştırma*. Çağ Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yüksek Lisans Tezi, Mersin.
- Jensen, M. C. ve Meckling, W. H. (1976). *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*. Journal of Financial Economics, 3(4): 305-360.
- Jusoh, M. A. ve Che-Ahmad, A. (2014). *Equity Ownership, Audit Quality and Firm Performance in Malaysia using Generalized Least Square Estimations Technique*. Journal of Emerging Issues in Economics. Finance and Banking (JEIEFB) An Online International Monthly Journal, 3(1): 976-991.
- Kakani, R. K., Saha, B. ve Reddy, V. N. (2001). *Determinants of Financial Performance of Indian Corporate Sector in the Post-Liberalization Era: An Exploratory Study*. National Stock Exchange of India Limited, NSE Research Initiative Paper, (5): 1-38.
- Kiel, G. C. ve Nicholson, G. J. (2003). *Board Composition and Corporate Performance: How the Australian Experience Informs Contrasting Theories of Corporate Governance*. Corporate Governance: An International Review, 11(3): 189-205.

- Kim, H. J. ve Yoon, S. S. (2007). *Corporate Governance and Firm Performance in Korea. Management and Accounting Review (MAR)*, 6(2): 1-16.
- Kowalewski, O. (2016). *Corporate Governance and Corporate Performance: Financial Crisis (2008). Management Research Review*, 39(11): 1494-1515.
- Kurt, A. (2020). *Kurumsal Yönetim ve Finansal Performans İlişkisi: Borsa İstanbul Kurumsal Yönetim Endeksinde Yer Alan Şirketlerde Bir Uygulama*. Çanakkale Onsekiz Mart Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Doktora Tezi, Çanakkale.
- Kyereboah-Coleman, A. ve Biekpe, N. (2006). *The Relationship Between Board Size, Board Composition, CEO Duality and Firm Performance: Experience from Ghana. Corporate Ownership and Control*, 4(2): 114-122.
- Mizruchi, M. S. (2004). *Berle and Means revisited: The Governance and Power of Large US Corporations. Theory and Society*, 33(5), 579-617.
- Moldasheva, G. (2015). *Ownership, Management Responsibility and Corporate Performance of the Listed Firms In Kazakhstan. World Academy of Science, Engineering and Technology, International Journal of Social, Behavioral, Educational, Economic, Business and Industrial Engineering*, 9(7): 2534-2542.
- Moradi, M., Bagherpour Velashani, M. A. ve Omidfar, M. (2017). *Corporate Governance, Product Market Competition and Firm Performance: Evidence from Iran. Humanomics*, 33(1): 38-55.
- Moscu, R. G. (2013). "The Relationship Between Firm Performance and Board Characteristics in Romania". *International Journal of Academic Research in Economics and Management Sciences*, 2(1): 167-175.
- Mule, K. R., Mukras, M. S. ve Nzioka, O. M. (2015). *Corporate Size, Profitability and Market Value: An Econometric Panel Analysis of Listed Firms in Kenya. European Scientific Journal*, 11(13): 376-396.
- Nicholson, G. J., & Kiel, G. C. (2007). *Can Directors Impact Performance? A Case-Based Test of Three Theories of Corporate Governance. Corporate Governance: An International Review*. 15(4), 585-608.
- OECD. (2004). *Principles of Corporate Governance*. 2004.
- Pedersen, T. ve Thomsen, S. (1999). *Economic and Systemic Explanations of Ownership Concentration Among Europe's Largest Companies. International Journal of the Economics of Business*, 6(3): 367-381.

- Ponnu, C. H. ve Ramthandin, S. (2008). *Governance and Performance: Publicly Listed Companies in Malaysia*. Journal of Business System, Governance and Ethic, 3(1): 35-39.
- Rechner, P. L. ve Dalton, D. R. (1991). *CEO Duality and Organizational Performance: A Longitudinal Analysis*. Strategic Management Journal, 12(2): 155-160.
- Reyna, J. M. ve Encalada, J. A. (2012). *The Relationship Among Family Business, Corporate Governance and Firm Performance: Evidence from the Mexican Stock Exchange*. Journal of Family Business Strategy, 3(2): 106-117.
- Rose, C. (2016). *Firm Performance and Comply or Explain Disclosure in Corporate Governance*. European Management Journal, 34(3): 202-222.
- Soysal, M. A. (2015). *Kurumsal Yönetim Uygulamalarının Finansal Performansa Etkileri Türkiye Uygulaması*. Kadir Has Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Doktora Tezi, İstanbul.
- Watts, R. L. ve Zimmerman, J. L. (1990). *Positive Accounting Theory: A Ten Year Perspective*. Accounting Review, 65(1): 131-156.
- Yımgı, P. J. (2021). *The Relationship Between Corporate Governance and Financial Performance: A Research on Some Listed Firms in Borsa İstanbul BIST-30 Stock Index*, İstanbul Aydın Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yüksek Lisans Tezi, İstanbul.
- Younas, Z. I., Mahmood, H. ve Saeed, A. (2013). *Effect of Firm Performance on Corporate Governance A Panel Data Analysis*. Asian Journal of Empirical Research, 3(1): 1-8.
- Ziaee, M. (2014). *The Effect of Audit Quality on the Performance of Listed Companies in Tehran Stock Exchange*. International Letters of Social and Humanistic Sciences, 21(10): 36-43.