

KURUMSAL YÖNETİM İLE FİRMA KARLILIĞI ARASINDAKİ İLİŞKİ: BORSA İSTANBUL' DA BİR UYGULAMA*

THE RELATIONSHIP BETWEEN CORPORATE GOVERNANCE AND FIRM PROFITABILITY: A CASE FROM BORSA ISTANBUL

Enes KÖMEÇOĞLU**
Bengü VURAN***

ÖZET

Kurumsal yönetim, şirketlerin yönetim kurullarının, çalışanlarının ve hissedarlarının kısacası tüm paydaşları ile ilişkileri belirli bir düzende tutan, karşılıklı menfaatleri sağlayan bir yönetim şekli olarak tanımlanabilir. Şirketler, daha profesyonel bir yönetim ile yönetilmek isterler. Yöneticiler bu yönetim tarzının firma performansını pozitif etkileyeceğini düşünmektedirler.

Bu çalışma, değeri gün geçtikçe daha önemli hale gelen kurumsal yönetim hakkında bilgi vermeyi amaçlarken, aynı zamanda kurumsal yönetim faaliyetlerinin Borsa İstanbul'da işlem gören ve kurumsal yönetim endeksinde bulunan, üretim, ulaşım, gıda ve çeşitli sektörlerde yer alan 72 firma üzerindeki etkisini açıklamayı hedeflemektedir.

72 firmanın faaliyet raporlarından ve Bloomberg veri tabanından elde edilen 2012-2016 dönemine ait veriler ile STATA programı kullanılarak panel veri analizi yapılmıştır. Yapılan panel veri analizi, kurumsal yönetim uygulamalarının bu 72 firmanın karlılığı üzerinde etkisi olup olmadığını açıklama yönündedir. Analiz sonucunda ise kurumsal yönetim ile şirketin piyasa değeri arasında anlamlı bir ilişki saptanmış olup kurumsal yönetim bileşenlerinden olan yönetim kurulunun bağımsızlığı ve kurumsal yatırımcı sahipliği ile şirket piyasa değeri arasında anlamlı ve pozitif bir sonuç elde edilmiştir. Analiz sonuçlarında kurumsal yönetimin firma karlılığına etkisinin olmadığı gözlemlenmiştir. Anahtar Kelimeler: Kurumsal Yönetim İlkeleri, Borsa İstanbul A.Ş., Sermaye Piyasası Kurulu, OECD, Firma Karlılığı, Panel Data

JEL Kodu: G34, 016,C33

ABSTRACT

Corporate governance can be defined as a method of management coordinating the relationship among firm's executives, employees, shareholders so briefly all stakeholders and providing mutual benefit between them. Firms desire to be managed by a more professional governance. Executive managers think that such type of management affects the company's performance positively.

This study aims to inform whether the corporate governance practices which have critical importance on firm performance have been understood more deeply and to investigate the effect of corporate governance practices on profitability performances of 72 firms which operate in the manufacturing, transportation, nutrition and various sectors in Borsa Istanbul .

After analyzing annual reports of 72 firms and obtaining necessary data both from these reports and Bloomberg Database, panel data model is applied for 2012 - 2016 period on STATA software. The panel data analysis aims to explain whether corporate governance is effective on the performance of the companies which are traded in Borsa Istanbul. As a result of the analysis, a significant positive relationship is found between corporate governance and market capitalization. Additionally the empirical results suggest that independence of board of directors and institutional ownership are significantly positively related to market value of the companies.

Key words: Corporate Governance Principles, Borsa Istanbul, Security Market Board, OECD, Firm Profitability, Panel Data

JEL Code: G34, 016,C33

* Bu makale İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İşletme Anabilim Dalı Finans Bilim Dalı'nda Enes Kömeçoğlu tarafından sunulan aynı adlı yüksek lisans tez çalışmasından elde edilmiştir.

**Enes Kömeçoğlu, İstanbul Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, eneskomecoglu@hotmail.com

** Doç. Dr. Bengü Vuran, İstanbul Üniversitesi, İşletme Fakültesi, benguv@istanbul.edu.tr.

1. GİRİŞ

Günümüzün küreselleşen dünyasında, piyasalar ile bireyler aracılığıyla kıtalararası mesafeler birbirlerine bağlanmıştır. Bu bağ, şirketleri aktif büyüklüğüne göre pozitif veya negatif etkileyebilmektedir. Negatif durumların gerçekleşmesi halinde şirketler finansal bir kriz ile karşılaşabilir, riski yönetmek için fon arayışı içine girebilirler. Şirketler yönetim yapıları doğrultusunda gerekli şartları sağladıklarında fon ihtiyaçlarını karşılayabilmek için kredi kullanabilirler. Fon ihtiyaçlarını karşılayabilmelerinin farklı yolları bulunmaktadır. Şirket ya banka tarafından verilen ticari kredileri ile uzun dönem borçlanarak fon ihtiyacını karşılayacak ya da şirket hisselerini halka arz edecektir. Hisselerin satışa çıkarılması şirketlerin karşılaştıkları finansal riski yönetmesini sağlayabilir fakat bilinçli yatırımcılar her arz edilen şirketi tercih etmeyecek olup hisselerde tasarruflarını değerlendirmeden önce şirket yönetim yapısı, geçmiş dönem finansal durumları gibi önemli bilgileri erişmek isteyeceklerdir.

Bilinçli yatırımcılar daha sistematik bir şekilde yönetilen şirketlerin hisseleriyle özellikle ilgilenmektedir. Bu noktada şirketlerin kurumsal yönetim tarzıyla yönetilip yönetilmediği ve bu yönetim tarzının önemi ortaya çıkmaktadır. Uluslararası düzeyde olan bazı büyük şirketlerin yaşadığı krizler, skandallar sonrasında OECD kurumsal yönetim ilkelerini yayınlamış, dünyada ilkelere yönelik bazı standartlar oluşmaya başlamıştır. Ülkemizde de son yıllarda bu yönetim tarzına ilgi oldukça artmış, kurumsal yönetimin firma karlılığına bir etkisini olup olmadığı hakkında birçok çalışma yapılmıştır.

Kurumsal yönetim için firma içi düzeni ve karlılığını arttıran kurallar bütünüdür. Bu kavram ilk kez 1990'lı yıllarda ortaya çıkmıştır. Dünyada İngilizce karşılığı olarak *corporate governance*, ülkemizde ise *kurumsal yönetim* ve *kurumsal yönetim* diye geçmektedir ve birçok kişi ve kurum tarafından farklı şekilde tanımlanmıştır. Kurumsal yönetim kuralları birçok ülkede standartlara bağlanmıştır. Dünyada OECD tarafından geliştirilen ve yayımlanan kurumsal yönetim ilkeleri ülkemizde SPK tarafından getirilmiştir. Bu standart olarak getirilen kurallar, firmalar için zorunlu kılınmamış ve uygulanması isteğe bırakılmıştır. Uygulandığında ise firmalara artı değer kattığı bilinmektedir.

Kurumsal yönetim ilkeleri, şirket performansını geliştirme, amaçlarının gerçekleştirilmesi amacıyla birbiriyle ilişkilendirilmektedir. OECD tarafından yayımlanan kurumsal yönetim ilkeleri, bütün ülkeler tarafından uygulanması zorunlu değildir, ülkelerin özel durumuna göre uygulanabilir, tek bir ilkelere düzeni şeklinde olmayıp sürekli değişime ve gelişime uygun açık ilkelere kurumsal yönetim ilkelerine uyulduğunda ilgili kurum birçok olumsuzluğu önceden tespit edip, önleme imkanı ile olumsuz sonuçların ortaya çıkmasını engelleyebilecektir.

Dünyada kurumsal yönetim kavramının kuralları OECD tarafından hazırlanır ve ülkemizin de takip ettiği kurumsal yönetim ilkeleri dört temel ilke esas alınarak tasarlanmıştır. Bu ilkelere; adilik, şeffaflık, hesap verebilirlik ve sorumluluk ilkesidir.

Bu çalışmanın amacı; 2012-2016 yılları arasında Borsa İstanbul kurumsal yönetim endeksinde yer alan üretim, ulaşım, gıda ve çeşitli sektörlerinde faaliyet gösteren 72 şirketin kurumsal yönetim uygulamalarının firma karlılığına nasıl bir etkisi olduğunu açıklamaktır. Çalışmanın analizi için 72 şirkete ait veriler Bloomberg üzerinden ve şirketlerin kurumsal yönetim uyumluluk raporlarından elde edilmiştir.

2. LİTERATÜR ÖZETİ

Chaghadari ve Chaleshtori (2011), kurumsal yönetimin firma performansına etkisinin incelendiği araştırmalarında Malezya Borsası'na kayıtlı rastgele seçilen 30 firmanın verileri ile regresyon analizi uygulamıştır. Kurumsal yönetimin değişkenlerinden biri olan firma genel müdürünün aynı zamanda yönetim kurulu başkanı olarak görev alması ile firma karlılığı arasında negatif ve anlamlı bir sonuç elde edilmiştir. Fakat yönetim kurulunun bağımsız olması, yönetim kurulunun büyüklüğü veya mülkiyet yapısının firma karlılığıyla anlamlı bir ilişkisi olduğu sonucuna varılamamıştır.

Yalçiner (2012), kurumsal yönetimin 2004 yılından 2009 yılına kadar olan 6 yıllık süreçteki gelişimini ve bu yönetim tarzını esas almış firmalara etkisini incelemiştir. Bu 6 yıllık süre içerisinde incelenen 215 şirketin kurumsal yönetim derecelendirme notunda yükseliş olduğunu tespit etmiş olup, bu yönetim tarzının firmalara etkisini ortaya çıkarmak istemiştir. Araştırmacı, firmaların kurumsal yönetim notlarını ve diğer değişkenleri ile firma değerini gösteren değişkenleri kullanarak varsayımını test etmiştir. Test sonucunda ise birçok ülke için kurumsal yönetim ile firma değeri, dolayısıyla karlılığı arasında pozitif ilişki ortaya çıkarılmıştır.

Zelka (2013), araştırmada Borsa İstanbul A.Ş. kurumsal yönetim endeksinde kayıtlı firmalardan sadece üretim sektöründe olan 126 firmanın 2005-2011 yılları arasındaki firma performansında kullanılacak değerleri dikkate almış ve veri setinde kullanmıştır. Araştırmacı analizi için bağımlı ve bağımsız değişkenler ve kontrol değişkenleri üzerinden hareket etmiştir. Analizinde bağımlı değişken olarak özsermaye karlılığını ve Tobin's Q değerlerini seçmiş, bağımsız değişken olarak kurumsal yönetim

parametreleri ve kontrol değişkenlerini kullanmıştır. Çalışma sonucu, kurumsal yönetimin firma karlılığı üzerinde anlamlı olmadığını göstermiştir.

Aghabaki (2014), araştırmasını İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nda bulunan firmaların 2008-2012 yılları arasındaki hisse senedi verilerini incelemiş olup, kurumsal yönetim uygulamaları ile bu verileri araştırmasının hipotezi doğrultusunda regresyon analizini panel veri uygulamalarında yapmıştır. Araştırmacı regresyon analizleri sonucunda kurumsal yönetimin şirketin öz kaynak net karlılığını pozitif etkilediğinin sonucuna ulaşmıştır.

Zengin (2014) çalışmasında diğer çalışmalardan farklı olarak firmaların kurumsal yönetim endeksine girmeden önceki ve girdikten sonraki durumlarının işletmenin karlılığına etkisini araştırmıştır. Araştırmacı firma karlılığı göstergesi olarak Tobin's Q değerini kullanmış olup tespit ettiği verileri panel veri analizinde değerlendirmiştir. Panel veri analizinin örneklemini 2008-2013 yılları arası XKURY' de yer alan 35 işletme oluşturmaktadır. Analiz sonucunda Tobin's Q değerinin toplam borç/özsermaye oranları, işletmenin net kar payı oranları ve fiyat/kazanç oranları arasında pozitif, anlamlı bir sonuca ulaşmıştır.

Dabor ve Isiauwe (2015), araştırmada Nijerya Borsa endeksine kayıtlı rastgele seçilmiş 248 firmanın verileriyle gerçekleştirilmiştir. Araştırma kullanılan veriler kurumsal yönetim değişkenlerinden olan yönetim kurulu yapısı, büyüklüğü ve bağımsızlığı ile mülkiyet yapısı verileridir. Çalışma sonuçlarına göre yönetim kurulu üye sayısının firma performansı ile arasında negatif bir ilişki olduğu, yönetim kurulu bağımsızlığı ve mülkiyet yapısının firma performansı arasında ise anlamsız bir ilişki çıkmıştır.

Aytekin ve Sönmez (2016) çalışmalarında Borsa İstanbul'da ulaştırma sektöründe faaliyet gösteren işletmelerin 2010-2014 yıllarına ait açıklanan finansal ve faaliyet raporlarından elde ettikleri veri seti üzerinden panel veri analizi uygulamışlardır. Araştırmacılar, analiz sonucunda yönetim kurulunun büyüklüğü arttıkça aktif karlılığa bir etkisinin olmadığını ortaya koymuşlar fakat kurumsal yatırım payı ile aktif karlılığı arasında negatif bir sonuç elde etmişlerdir. Yabancı yatırımcı oranı üzerinden bir analiz yapıldığında aktif karlılığı ile ilgili pozitif bir sonuca ulaşılmıştır. Bir diğer analizde ise işletmenin hisse senedindeki halka arz oranının işletme karlılığına negatif etkisinin olduğunu ortaya çıkmıştır. Yönetim kurulunun büyüklüğüne ait veriler üzerinde bir analiz yapıldığında ise firmanın aktif karlılığına pozitif veya negatif bir etkisinin olmadığı sonucuna varılmıştır.

Yeğen (2016) araştırmasında kurumsal yönetim endeksinde yer alan 31 işletmenin 2011-2015 yılları arasında kurumsal yönetim derecelendirme notunun firma performansı ile nasıl bir ilişkisi olduğunu ortaya çıkarmayı amaçlamaktadır. Çalışmada firma performansını gösteren Tobin's Q değeriyle işletmelerin kurumsal yönetim derecelendirme notları regresyon analizinde değerlendirilmiştir. Regresyon analizi sonucunda bu derecelendirme notu ile Tobin's Q değeri arasında anlamlı bir ilişki çıktığı gözlemlenmiştir. Aynı zamanda bu derecelendirme notunun aktif karlılığı ve özkaynak karlılığı arasında anlamlı bir sonuç tespit edilememiştir.

Yazgan (2017), işletmelerin kurumsal yönetim uyumluluğu notunun duyuru zamanı öncesi ve sonrasında hisse senedi getirilerinde anlamlı bir fark olup olmadığını incelemiştir. Araştırma verileri olarak 2011-2015 yılları arasında işletmelerin kurumsal yönetim notunun duyurusunun gerçekleşmesinden 10 gün önce ve 10 gün sonrasında hisse senedi getirileri elde edilmiştir. Araştırmanın sonucunda işletmelerin kurumsal yönetim notu duyuru zamanı ile hisse senedi getirileri arasında anlamlı bir sonuç bulunamamıştır.

Sakarya, Yazgan ve Yıldırım (2017), çalışmalarında Borsa İstanbul'da kurumsal yönetim endeksinde bulunan 58 firmanın 2011-2015 yılları arasındaki verileri kullanılmış ve kurumsal yönetim ile yönetilen bu firmaların hisse senedi değerlerine etkisinin ne derece olduğunu tespit etmek amaçlanmıştır. Çalışma analizi event-study yöntemiyle yapılmıştır. Yapılan analiz sonucunda kurumsal yönetim derecelendirme notu ile hisse senedi getirileri arasında pozitif ve anlamlı bir ilişkinin olmadığı tespit edilmiştir.

Kayalı ve Doğan (2018), Borsa İstanbul'da üretim sektöründe faaliyet gösteren firmaların kurumsal yönetim derecelendirme notunun finansal performansına etkisini Altman, Springate ve Fulmer Skor modelleriyle 2012-2016 yılları arasındaki veriler kullanarak incelemiştir. Analizlerin sonucunda firmaların kurumsal yönetim notlarının finansal başarıları arasında anlamlı bir sonuç elde edilmiştir.

Mohan ve Chandramohan (2018), çalışmalarında Bombay Borsa endeksine kayıtlı 30 firmanın verileriyle regresyon analizi uygulayarak kurumsal yönetim değişkenlerinin firmaların performanslarına etkilerini açıklamışlardır. Araştırmacılar kurumsal yönetimin değişkenlerini yönetim kurulu yapısı, yönetim kurulu üye sayısı ve yönetim kurulu başkanının firmanın genel müdürü olması olarak belirlemiştir. Regresyon analizleri sonucunda, yönetim kurulu yapısı ile firma performansı arasında anlamlı olmayan bir ilişki saptanırken, yönetim kurulu üye sayısı ve şirket genel müdürün yönetim kurulu başkanı olması ile firma performansı arasında anlamlı ve negatif bir ilişki tespit edilmiştir.

3. VERİ SETİ

Kurumsal yönetim uygulamalarının firma karlılığı üzerindeki etkisinin araştırılması konu edilen bu çalışmada Borsa İstanbul'da işlem gören BIST100'de yer alan şirketlerden holdinglerin, banka ve finans şirketlerinin çıkarılması sonucu belirlenen 72 firmanın verileri kullanılmıştır. Söz konusu 72 firmanın 2012-2016 dönemi yıllık verilerinden yararlanılmıştır. İncelenen firmalara ilişkin kurumsal yönetim ve karlılık verileri genel olarak Bloomberg veri tabanından elde edilmiştir. Kurumsal yönetim uygulamalarından yönetim kurulunda aile bireylerinin olması değişkeni oluşturulan modellerde kontrol edilmiş, sözkonusu veri ise şirketlerin yıllık olarak yayınladıkları faaliyet raporları tek tek incelenerek elde edilmiştir. Çalışmada kullanılan değişkenler ve hesaplanmış yöntemleri Tablo 1'de verilmiştir.

Tablo 1: Çalışmada Yer Alan Değişkenler ve Hesaplanma Yöntemi

DEĞİŞKEN	KOD	HESAPLANMA YÖNTEMİ
Aktif Karlılığı	AK	Dönem Net Kârı / Toplam Aktifler
Öz Sermaye Karlılığı	ÖSK	Dönem Net Kârı / Toplam Özsermaye
Yatırılan Sermaye Karlılığı	YSK	$YSK_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 GMYK_{i,t} + \beta_2 * BYKO_{i,t} + \beta_3 * KYS_{i,t} + \beta_4 * YKAile_{i,t} + \beta_5 * DKBsiz + \beta_6 * KO + \beta_7 * FB + u_{i,t}$
Satışların Karlılığı	SK	Faiz ve Vergi Öncesi Kar/Net Satışlar
Piyasa Değeri	PD	Yılsonu Hisse Senedi Fiyatı x Hisse Senedi Adedi
Bağımsız Yönetim Kurulu Üyesi	BYKO	Yönetim kurulundaki üyelerden şirket bünyesindeki müdür, yönetici konumunda sorumluluğu olmayanların oranıdır.
Yönetim Kurulunda Bulunan Aile Bireylerinin Oranı	(YKAile)	Yönetim kurulundaki aile bireylerinin sayısı / Yönetim kurulu üye sayısı
Kurumsal Yatırımcının Sahiplik Oranı	KYS	Dolaşımdaki hisselerin ne kadarlık kısmının kurumsal yatırımcılar tarafından satın alındığını gösteren orandır.
Genel Müdürün Yönetim Kurulu Başkanı Olup Olmadığı	GMK	Yönetim kurulunda genel müdürün etkili olup olmadığı bilgisini vermektedir. Kukla değişkendir.
Denetim Kurulunun Bağımsızlığı	DKBsiz	Denetim Kurulu Başkanının şirkette yönetici pozisyonunda çalışıp çalışmadığını gösteren bir kukla değişkendir.
Firma Büyüklüğü	FB	Log(Satış Hacmi)
Kaldıraç Oranı	KO	Toplam Borçlar / Toplam Aktifler

Aktif Karlılığı (AK), firmaların bir birim aktif üzerinden ne kadar net kar elde ettiğini göstermektedir. Dönem Net Kârı / Toplam Aktifler oranı olarak hesaplanmıştır.

Özsermaye Karlılığı (ÖSK), firmaların bir birim değerindeki özsermayesi ile ne kadar net kar elde edildiğini göstermektedir. Dönem Net Kârı / Toplam Özsermaye oranı olarak hesaplanmıştır.

Yatırılan Sermaye Karlılığı (YSK), vergi sonrası faaliyet karının yatırılan sermayenin getirisini ifade etmektedir. Bu çalışmada literatürde yaygın olarak kullanılan ve benzer bir yapıya sahip olan $YSK_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 GMYK_{i,t} + \beta_2 * BYKO_{i,t} + \beta_3 * KYS_{i,t} + \beta_4 * YKAile_{i,t} + \beta_5 * DKBsiz + \beta_6 * KO + \beta_7 * FB + u_{i,t}$ formülü kullanılmıştır.

Yatırılan sermayenin getirisi olan "ROIC" kavramı firma yöneticilerinin etkinliğini arttırmak için geliştirilmiş bir kavramdır. Firmanın ya da firmanın herhangi bir bölümünün başarısını faaliyet karı ile yatırılan sermayeyi karşılaştırarak değerlendirmektedir.

Satışların Karlılığı (SK) şirketin faiz ve vergi öncesi karının şirketin net satışlarına bölünmesi ile hesaplanmıştır.

Piyasa Değeri (PD) şirketin yılsonu hisse senedi fiyatının şirketin hisse senedi adedi ile çarpılması sonucu elde edilmiştir. Modelde piyasa değerinin logaritmik değeri bağımlı değişken olarak kullanılmıştır.

Bağımsız Yönetim Kurulu Üyesi Oranı (BYKO) yönetim kurulundaki üyelerden şirket bünyesinde müdür, yönetici konumunda sorumluluğu olmayanların oranını göstermektedir. Bağımsız üyelerin oranının artmasının yönetim kurulunun daha etkin kararlar almasını sağlayacağı varsayılmaktadır.

Yönetim Kurulunda Bulunan Aile Bireylerinin Oranı (YKAile), yönetim kurulunda bulunan aile bireylerinin sayısının yönetim kurulu üye sayısına oranını göstermektedir. Yönetim kurulundaki aile

bireylerinin oranının yüksek olmasının firmanın kurumsallaşmasının önünde bir engel olduğu varsayılmaktadır. Dolayısıyla karlılık ile negatif ilişkisinin olması beklenmektedir.

Kurumsal Yatırımcının Sahiplik Oranı (KYS), dolaşımdaki hisselerin ne kadarlık kısmının kurumsal yatırımcılar tarafından satın alındığını gösteren orandır. Kurumsal yatırımcılar riskli yatırımlardan kaçınan yatırımcılar olduğundan KYS oranının artması, şirketin risk seviyesini azalttığı veya diğer şirketlerden daha risksiz bir politika izlediği anlamına gelebilmektedir.

Genel Müdürün Yönetim Kurulu Başkanı Olup Olmadığı (GMYK), kukla değişken olarak alınmıştır. Yönetim kurulunda genel müdürün etkili olup olmadığı bilgisini vermektedir. Yönetim kurulunda genel müdürün ağırlığı hissedilmediği takdirde alınan kararlar firma performansını artırıcı etki oluşturacağı varsayıldığından karlılık ile *Genel Müdürün Yönetim Kurulu Başkanı olması arasında negatif bir ilişki beklenmektedir*.

Denetim Kurulunun Bağımsızlığı (DKBsiz): Denetim Kurulu Başkanının şirkette yönetici pozisyonunda çalışıp çalışmadığını gösteren bir kukla değişkendir. Denetim kurulu başkanı şirkette çalışmıyorsa, şirket bağımsız kukla değişken 1 değerini almakta, denetim kurulu başkanı aynı zamanda şirkette de yönetici pozisyonunda çalışıyorsa, denetim kurulu bağımsız değil, kukla değişken de sıfır değerini almaktadır.

Firma Büyüklüğü (FB), firmaların piyasa büyüklüğü hakkında bilgi vermektedir. Piyasa değeri büyük olan firmaların daha az maliyetle borçlanmaya gidebilecek olması, hâlihazırda yatırımcıların güvenini kazanmış olması ve rakip firmalarla baş edebilecek güçte olması nedeniyle FB oranındaki artış, firma karlılığında da artışı beraberinde getirebilecektir. Firma büyüklüğünün göstergesi olarak satış hacminin logaritması kullanılmıştır.

Kaldıraç Oranı (KO), firmaların kaynak yapısını göstermektedir ve varlıkların hangi kaynaklarla ne oranda karşılandığı hakkında bilgi sahibi olunmasını sağlamaktadır. Daha açık bir ifadeyle firmanın varlıklarının yüzde kaçının borçlanma ile finanse edildiğini gösterir. Firmaların baskı altında olmayacağı ve finansal kaldıraç etkisi elde edebileceği borçlanma seviyelerinin karlılığı arttırması beklenirken, aşırı borçlanmanın firmaya kaldıramayacağı maliyetler getirmesi ve borç verenlerin yönetim kararlarında söz sahibi olabileme olasılıklarını doğurması nedeniyle kârlılığı azaltıcı etki oluşturabileceği beklenmektedir. Dolayısıyla kaldıraç oranının firma performansı üzerinde hem pozitif hem de negatif yönlü etkisi beklenmektedir. Çalışmada kaldıraç oranı, Toplam Borçlar / Toplam Aktifler olarak hesaplanmıştır.

4. METODOLOJİ

Çalışmanın bu bölümünde elde edilen deneysel sonuçlara ve onların açıklanmasına yer verilmiştir. Çalışmanın en temel amacı kurumsal yönetim uygulamalarının firma karlılığı üzerindeki etkisini incelemektir. Bunun için öncelikle tanımlayıcı istatistiklere yer verilmiş, sonra birim kök testi yapılarak değişkenleri durağan olup olmadıkları belirlenmiştir. Daha sonra çoklu doğrusal bağlantının var olup olmadığı gerek korelasyon tablosu ile gerekse varyans artış faktörü (VIF) ile kontrol edilmiştir. Son olarak Hausman Testi ile modelin sabit etki varsayımı ile mi rassal etki varsayımı ile mi kurulacağına karar verilmiş ve kurulan modele göre elde edilen sonuçlar yorumlanmıştır. Tablo 2’de modelde kullanılan değişkenlerin özet istatistikleri yer almaktadır.

Tablo 2: Modelde Kullanılan Değişkenlerin Özet İstatistikleri

Değişkenler	Gözlem Sayısı	Ortalama	Standart Sapma	min	max
OSK	339	0.0214	1.044	-17.97	3.124
AK	340	0.0652	0.0701	-0.258	0.384
YSK	340	0.0791	0.447	-7.871	0.493
SK	340	0.0307	0.538	-7.457	0.470
GMYK	337	0.0920	0.289	0	1
BYKO	337	0.850	0.165	0	1
KYS	334	36.92	32.78	0	99.18
YKAile	331	1.335	1.593	0	6
DKBsiz	329	0.991	0.0952	0	1
KO	340	0.274	0.197	0	0.783
FB	340	3.164	0.727	-0.249	4.628

Tablo 2’de görüleceği üzere gözlem sayısı her bir değişken için aynı değildir. Örneğin yatırılan sermaye karlılığına ilişkin 340 adet gözlem elde edebilmişken, denetim kurulunun bağımsızlığına ilişkin 329 adet gözlem elde edilmiştir. Dolayısıyla uygulanacak panel data analizi dengeli olmayacaktır. Diğer yandan firma karlılığını ölçmede bağımlı değişken olarak kullanılacak ortalama özsermaye karlılığı (OSK),

aktifler karlılığı (AK), yatırılan sermaye karlılığı (YSK) ve satışlar karlılığı (SK) tanımlayıcı istatistiklerine baktığımızda AK'nin firma karlılığına ilişkin en uygun istatistiklere sahip olduğu görülmektedir. AK'nin ortalaması ve standart sapması yaklaşık % 7 iken, OSK, YSK ve SK'da standart sapmaların sırasıyla % 104, % 45 ve % 54 olduğu görülmektedir.

Genel müdür ile yönetim kurulu üyesinin aynı olup olmadığına ilişkin oluşturduğumuz kukla değişkene baktığımızda sözkonusu kukla değişkenin hem 1 hem de 0 değeri aldığı, ancak bu kukla değişkenin ortalama değerinin 0.09 olması çalışmada yer alan şirketlerin çoğunda genel müdür ile yönetim kurulu başkanının aynı kişiler olmadığı anlaşılmaktadır.

Bağımsız yönetim kurulu oranına baktığımızda bu oranın da 0 ile 1 arasında değiştiği ancak şirketlerin yönetim kurulu üyelerinin yaklaşık % 85'inin bağımsız olduğu görülmektedir.

Diğer kurumsal yönetim verilerinden kurumsal yabancı sahiplik oranının (KYS) ortalama % 37, yönetim kurullarında yer alan ortalama aile bireylerinin sayısının ise 1.3 olduğu görülmektedir. Yönetim kurulunda en fazla aile bireyi barındıran iki şirket ise Kardemir Demir Çelik Sanayi A.Ş ile Alkim Kimya A.Ş. olmuştur. Bu iki şirketin yönetim kurullarında 6 aile bireyi yer almaktadır.

Denetim kurullarının bağımsızlığına (DKBsiz) ilişkin özet istatistiklere baktığımızda, gözlemlerimizin % 99.1'inin denetim kurullarının bağımsız olduğu anlaşılmaktadır.

Çalışmada kontrol değişkeni olarak kaldıraç oranı (KO) ve firma büyüklüğü (FB) kullanılmıştır. En düşük kaldıraç oranının 0 olduğu göz önüne alındığında çalışmamızda yer alan şirketlerden bir kısmının belli dönemler uzun vadeli borçlarının 0 olduğu görülmektedir. 2012 yılında Aygaz A.Ş, 2012, 2013 ve 2015 yıllarında BİM AŞ, 2014 yılında Ege Enerji A.Ş ilgili dönemlerde bilançolarında uzun vadeli yabancı kaynak yer almayan şirketler olarak göze batmaktadır.

Firma büyüklüğü olarak çalışmada satışların logaritması kullanılmıştır. Bu bağlamda firmaların ortalama büyüklüğü 3.16 olarak gerçekleşmiştir.

4.1. Çoklu Bağlantı Sorunu Tespiti

Model oluşturulurken karşılaşılabilecek problemlerden bir tanesi de çoklu doğrusal bağlantı sorunudur. Hem korelasyon matrisi ile hem de varyans artış faktörü ile modelde çoklu doğrusal bağlantı olup olmadığı test edilmiş ve Tablo 3'teki sonuçlara ulaşılmıştır.

Tablo 3: Model Değişkenlerinin Korelasyon Matrisi

	GMKY	BYKO	KYS	YKAile	DKBsiz	KO	FB
GMKY	1						
BYKO	-0.1985	1					
KYS	-0.177	0.1656	1				
YKAile	0.1324	0.1837	-0.2877	1			
DKBsiz	-0.195	-0.046	0.0347	-0.0408	1		
KO	-0.0409	-0.1144	-0.0345	0.0691	-0.0835	1	
FB	0.0804	-0.0029	0.3644	-0.0987	0.0082	0.1533	1

Korelasyon matrisinde de görüldüğü üzere bağımsız değişkenlerimiz arasındaki en yüksek korelasyon KYS ile FB arasında gerçekleşmiş ancak bu da sadece 0.36 olarak gözlenmiştir. Dolayısıyla modelde korelasyon matrisine göre çoklu doğrusal bağlantı sorunu ortaya çıkmayacağı gözükmektedir.

Tablo 4: Varyans Artış Faktörü İstatistikleri

Değişkenler	VIF
KYS	1.36
FB	1.23
YKAile	1.19
GMKY	1.18
BYKO	1.18
KO	1.08
DKBsiz	1.06

Çoklu doğrusal bağlantının var olup olmadığını anlamının bir diğer yöntemi varyans artış faktörü (VIF) istatistiğinin kontrolüdür. Tablo 4'te de görüleceği üzere VIF istatistiği her bir bağımsız değişken için 10'un çok daha altında çıkmıştır. Sonuçlar modelde çoklu doğrusal bağlantı sorununun olmadığını göstermektedir.

4.2. Model Seçimi

Kurumsal yönetim uygulamalarının firmaların karlılığı üzerindeki etkisinin test edildiği çalışmada karlılığına ilişkin 5 farklı değişken kullanılmıştır. Kurumsal yönetim uygulamalarının en iyi şekilde açıklanacak değişken elde edilen regresyon sonuçlarına göre belirlenecektir. Kurulan beş regresyon denklemi aşağıda belirtilmiştir.

$$OSK_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 GMYK_{i,t} + \beta_2 * BYKO_{i,t} + \beta_3 * KYS_{i,t} + \beta_4 * YKAile_{i,t} + \beta_5 * DKBsiz + \beta_6 * KO + \beta_7 * FB + u_{i,t} + \quad (1)$$

$$AK_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 GMYK_{i,t} + \beta_2 * BYKO_{i,t} + \beta_3 * KYS_{i,t} + \beta_4 * YKAile_{i,t} + \beta_5 * DKBsiz + \beta_6 * KO + \beta_7 * FB + u_{i,t} \quad (2)$$

$$YSK_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 GMYK_{i,t} + \beta_2 * BYKO_{i,t} + \beta_3 * KYS_{i,t} + \beta_4 * YKAile_{i,t} + \beta_5 * DKBsiz + \beta_6 * KO + \beta_7 * FB + u_{i,t} \quad (3)$$

$$SK_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 GMYK_{i,t} + \beta_2 * BYKO_{i,t} + \beta_3 * KYS_{i,t} + \beta_4 * YKAile_{i,t} + \beta_5 * DKBsiz + \beta_6 * KO + \beta_7 * FB + u_{i,t} \quad (4)$$

$$LogPiyasaDeğeri_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 GMYK_{i,t} + \beta_2 * BYKO_{i,t} + \beta_3 * KYS_{i,t} + \beta_4 * YKAile_{i,t} + \beta_5 * DKBsiz + \beta_6 * KO + \beta_7 * FB + u_{i,t} \quad (5)$$

Regresyon denklemleri yukarıda belirlendikten sonra her bir denklemin sabit etkili modele göre mi rassal etkili modele göre mi oluşturulması gerekeceğine Hausman testi ile karar verilir.

Tablo 5: Regresyon Analizinde Kullanılacak Denklemlerin Hausman Testi Sonuçları

<u>Model</u>	<u>Hausman P-Value</u>	<u>Ho (Rassal Etkili Model)</u>	<u>Tercih Edilecek Model</u>
<u>1</u>	<u>0.0233</u>	<u>Red</u>	<u>Sabit Etki</u>
<u>2</u>	<u>0.3840</u>	<u>Kabul</u>	<u>Rassal Etki</u>
<u>3</u>	<u>0.4404</u>	<u>Kabul</u>	<u>Rassal Etki</u>
<u>4</u>	<u>0.0118</u>	<u>Red</u>	<u>Sabit Etki</u>
<u>5</u>	<u>0.3000</u>	<u>Kabul</u>	<u>Rassal Etki</u>

Tablo 5'te görüleceği üzere Hausman Testi, her biri farklı bir bağımlı değişkenden oluşan 5 modelden bağımlı değişkeni özsermaye karlılığı (OSK) ve satışların karlılığı (SK) olan modeller için sabit etki modelini, bağımlı değişkeni aktiflerin karlılığı (AK), yatırılan sermaye karlılığı (YSK) ve şirketin piyasa değerinin logaritması olan modeller için rassal etki modelini önermektedir.

Tablo 6'da Hausman Testi'ne göre oluşturulan modellerin regresyon sonuçlarına yer verilmiştir.

Tablo 6: Hausmann Testine Göre Oluşturulan Modellerin Regresyon Sonuçları

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
	OSK	AK	YSK	SK	LogPiyasa
GMK	1.121** (0.514)	-0.00382 (0.0164)	0.138 (0.120)	-0.00298 (0.0289)	0.1517 (0.1567)
BYKO	-0.380 (1.003)	-0.0328 (0.0307)	0.0933 (0.214)	-0.0479 (0.0564)	0.5* (0.296)

KYS	-0.00165 (0.00494)	0.000131 (0.000156)	0.00170 (0.00114)	-0.000221 (0.000278)	0.0032** (0.0015)
YKAile	0.0447 (0.128)	0.00728** (0.00352)	0.0221 (0.0227)	0.00723 (0.00720)	0.039 (0.035)
DKBsiz	-1.576 (0.898)	-0.0277 (0.0289)	0.0297 (0.278)	-0.0895 (0.0472)	-0.348 (0.264)
KO	-1.802** (0.819)	-0.0787*** (0.0253)	-0.0618 (0.175)	-0.00391 (0.0459)	0.1139 (0.244)
FB	-0.223 (0.694)	0.0235** (0.0112)	-0.00079 (0.0587)	0.140*** (0.0375)	1.776*** (0.1242)
_cons	3.011 (2.401)	0.0526 (0.0549)	-0.118 (0.395)	-0.242 (0.126)	1.302** (0.55)
<i>N</i>	315	316	316	316	316
<i>R</i> ²	0.058	0.063	0.012	0.067	0.7057

İlk dört modelde özsermaye karlılığı (OSK), aktif karlılık (AK), yatırılan sermaye karlılığı (YSK), satışların karlılığı gibi hesaplanmasında firmanın faaliyetlerine ilişkin gelirlerinin kullanıldığı değişkenler bağımlı değişken olarak kullanılmışken, (5) numaralı modelde firmanın piyasa değerinin logaritmik değeri bağımlı değişken olarak kullanılmıştır.

İlk dört modele baktığımızda kurumsal yönetimin bileşenleri ile muhasebe karlılığı baz alınarak elde edilen karlılık değişkenleri arasında % 5 düzeyinde anlamlı ilişkiye sadece (1) ve (2) numaralı modellerde ulaşılmıştır. (1) numaralı modele göre özsermaye karlılığı ile genel müdürün yönetim kurulu başkanı olması arasında % 5 anlamlılık düzeyinde pozitif anlamlı bir ilişkinin vardır. Ancak (2), (3) ve (4) numaralı modellerde söz konusu ilişki sırasıyla aktif karlılığı, yatırılan sermaye karlılığı ve satışların karlılığı ile test edilmiş, bu modellerin hiçbirinde genel müdürün yönetim kurulu başkanı olması ile şirket karlılığı arasında anlamlı bir ilişkiye rastlanmamıştır. Dolayısıyla (1) numaralı modelin önermiş olduğu anlamlı ilişkiye şüpheyle yaklaşılması gerekmektedir.

(2) numaralı modelde ise yönetim kurulundaki aile üyesi sayısı ile şirket karlılığı arasında % 5 düzeyinde anlamlı bir ilişki tespit edilmiştir. Bu modelde ise şirket karlılığının göstergesi olarak aktif karlılığı kullanılmıştır. Her ne kadar (2) no'lu model yönetim kurulundaki aile üyesi sayısı ile şirket karlılığı arasında anlamlı bir ilişkinin varlığını önerse de söz konusu ilişki diğer karlılık değişkenlerinin kullanıldığı (1), (3) ve (4) numaralı modeller ile doğrulanmamıştır. Söz konusu modellerin hiçbirinde yönetim kurulundaki aile üyesi sayısı ile şirket karlılığı arasında anlamlı bir ilişkiye rastlanmamıştır.

Diğer yandan modellerin *R*² değerlerine Tablo 5'in en alt satırında yer verilmiştir. Söz konusu *R*² değerleri firma karlılığındaki değişimin modeller tarafından açıklanabilen kısmını ifade eder. Buna göre (1) numaralı model firma karlılığındaki değişimin sadece % 5.8'lik kısmını açıklarken bu oran (3) numaralı modelde % 1.2'ye kadar düşmüş; (2) ve (4) numaralı modellerde ise sırasıyla % 6.3 ve % 6.7 olarak gerçekleşmiştir. Dolayısıyla gerek ilk dört regresyon sonuçlarına göre kurumsal yönetim ile şirket karlılığı arasında tutarlı bir ilişkinin tespit edilememesi, gerekse ilk dört modelin *R*²'nin oldukça düşük düzeyde çıkması firmaların karlılığı ile kurumsal yönetim arasında anlamlı bir ilişkinin varlığına yeterli kanıtın bulunmadığını göstermektedir.

Diğer yandan (5)'inci modelde bağımlı değişken olarak firmanın piyasa değerinin logaritması kullanılmıştır. Her ne kadar firmanın piyasa değerini belirleyen en önemli faktörlerden birinin, doğal olarak, firmanın karlılığı olması beklense de şirkete ilişkin pozitif-negatif beklentiler de firmanın piyasa değerinin oluşmasında karlılık kadar etkili olabilir. Bu bağlamda kurumsal yönetim ile piyasa değeri arasında anlamlı

bir ilişkinin var olup olmadığının test edilmesi de önem arz etmektedir. (5) numaralı modelden elde edilen regresyon sonuçlarına göre yönetim kurulu bağımsız üye oranı ile piyasa değeri arasında pozitif ve anlamlı bir ilişki tespit edilmiştir. Buna göre yönetim kurulu bağımsız üye oranındaki % 10 düzeyindeki artış, şirketin piyasa değerini % 5 arttırır. Benzer şekilde (5) no'lu modele göre kurumsal yatırımcı sahiplik oranı ile piyasa değeri arasında da anlamlı bir ilişki vardır. Kurumsal yatırımcı sahiplik oranının katsayısına ilişkin p-değerinin % 3.3 olması söz konusu ilişkinin % 5 düzeyinde anlamlı olduğunu göstermektedir. Buna göre kurumsal yatırımcı sahiplik oranındaki % 10'luk artış şirketin piyasa değerini % 3.2 arttırır.

(5) numaralı modele göre şirketin büyüklüğü ile şirketin piyasa değeri arasında beklendiği gibi % 1 düzeyinde dahi pozitif anlamlı bir ilişki tespit edilmiştir. Söz konusu pozitif ve anlamlı ilişki (2) ve (4) numaralı modellerde de doğrulanmıştır. Her iki modele göre de şirket büyüklüğü ile piyasa değeri arasında % 1 düzeyinde pozitif ve anlamlı ilişki vardır. Buna göre satışların % 1 artması şirketin piyasa değerinin % 1.78 arttırır.

Kurumsal yönetim değişkenlerinden bağımsız yönetim kurulu üyesi oranı ile kurumsal yatırımcı sahiplik oranının şirketin piyasa değeri ile anlamlı ilişkisinin olması modelin R^2 'sine de arttırmıştır. (5) no'lu model piyasa değerindeki değişimin % 71'lik kısmını açıklayabilmektedir. Bu oran ilk dört model ile karşılaştırıldığında (5) no'lu modelin sonuçlarının daha tutarlı olduğu sonucuna ulaşılır.

8. SONUÇ

Literatürde yer alan çalışmalar incelendiğinde, çoğunlukla kurumsal yönetim ilkelerinin firma performansı ile veya firmaların hisse senedi değerleriyle olan ilişkileri incelenmiş olup, analizlerin büyük bir kısmında kurumsal yönetimin firma hisse senedi değerine pozitif bir ilişkisi olmadığı gözükmektedir. Bu yönetim tarzının hisse senedi getirisine pozitif bir etkisinin olmamasının nedeni, yatırımcıların finansal okuryazarlığı seviyesinin düşük olmasıdır. Yatırımcılar, tasarruflarını firma hisse senetleri üzerinde değerlendirmek istediklerinde, hisse senetleri değerlerinin gösterildiği birkaç grafiğe dikkat etmektedirler. Ancak bu doğru bir yatırım şekli olmayıp, yatırımcıların bunun yanı sıra yatırım yapacağı şirketin yönetim şekli araştırılmalı, kamuoyuna açıklanmış olan finansal raporları yıl bazlı incelenmelidir. Bu noktada finansal okuryazarlık eğitiminin önemi bir kez daha vurgulanmaktadır. O halde kurumsal yönetim anlayışının gelişmesi toplumun finansal okuryazarlık seviyesi ile doğru orantılıdır. Bu konu hakkında üniversitelerde ders niteliğinde eğitim verilmeli, bir yatırımcının hangi şartlardaki firma hisselerine yatırım yapacağı öğretilmeli ve bilinçli yatırım yapacak bir toplum oluşturulmalıdır. Sadece üniversiteler değil ülkemizde mevcut halka eğitim veren devlet kurumları da finansal okuryazarlık kursları açıp, yatırımcıların bilinçlendirilip daha dikkatli yatırım yapmalarını sağlamalıdır.

Yapılan bu çalışma sonucunda ülkemizde kurumsal yönetim ile firmaların karlılıkları arasında anlamlı ve tutarlı bir ilişki tespit edilememiştir. Bu bulgu genel müdürün aynı zamanda yönetim kurulu başkanı olması, yönetim ve denetim kurullarının bağımsızlığı, yönetim kurulundaki aile üye oranı ve kurumsal yatırımcı sahipliği gibi kurumsal yönetim bileşenlerinin ülkemizde firmaların karlılıkları üzerinde belirleyici olmadıklarını göstermektedir. Diğer yandan karlılık yanında çok değişik faktörlerden de etkilenen firmanın piyasa değeri üzerinde kurumsal yönetimin anlamlı etkisi olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Kurumsal yönetim bileşenlerinden yönetim kurulu bağımsızlığı ile kurumsal yatırımcı sahipliği ile şirketin piyasa değeri arasında pozitif ve anlamlı ilişki tespit edilmiştir. Dolayısıyla çalışma sonucunda her ne kadar kurumsal yönetimin firma karlılığı üzerinde etkili olmadığı sonucuna ulaşılsa da sermayenin globalleştiği, uluslararası ve ulusal sermayenin şirketler için en önemli finans kaynaklarından biri olduğu günümüzde kurumsal yönetim bileşenlerinin şirketin piyasa değeri üzerindeki etkisinin göz ardı edilmemesi gerekmektedir.

KAYNAKÇA

Aghababi, M.,(2014), “**Kurumsal Yönetim İlkeleri İle Firma Değeri ve Hisse Senedi Getiri Oranı Arasındaki İlişkisi**” (Yayınlanmamış Doktora Tezi). Atatürk Üniversitesi, Erzurum, 2014.

Aytekin, M. – Sönmez, A. R., (2016), “**Kurumsal Yönetim Uygulamalarının İşletme Performansı Etkisi**”, Türk Sosyal Bilimler Araştırma Dergisi/ Journal of Turkish Social Sciences Research, 2016, s.30-39, Nisan/2016.

Chaghadari, M.F. - Chaleshtori, G. N., (2011), “**Corporate Governance and Firm Performance**”, *2011 International Conference on Sociality and Economics Development IPEDR vol.10* 2011, s.484-489, 2011.

Dabor, A., Isiauwe, D., (2015), “**Impact of Corporate Governance on Firm’s Performance**”, *International Journal of Economics, Commerce and Management*, 3(6), s.634-653, 2015.

Kayalı, N. – Doğan, İ., (2018), “**Kurumsal Yönetim Derecelendirme Notu İle İşletmelerin Finansal Başarıları Arasındaki İlişkinin İncelenmesi**”, *Muhasebe ve Finansman Dergisi, Nisan/2018*, s.111-123, 2018.

Mohan, A. - Chandramohan, S., (2018), “**Impact of Corporate Governance on Firm Performance: Empirical Evidence from India**”, *International Journal of Research in Humanities, Arts and Literature*, 6(2), s.209-218, 2018.

Yalçın, B.,(2012), “**Kurumsal Yönetim ve Firma değeri İlişkisi: Türkiye Örneği**” (Yayınlanmamış Doktora Tezi). Hacettepe Üniversitesi, Ankara, 2012.

Yazgan, K. F., (2017), “**Kurumsal Yönetim Derecelendirmesinin Hisse Senedi Performansına Etkisi: BIST Kurumsal Yönetim Endeksi Üzerine Bir İnceleme**” (Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi). Balıkesir Üniversitesi,Sosyal Bilimler Enstitüsü, Balıkesir.

Sakarya Ş. - Yazgan K. F. - Yıldırım H.H., (2017), “**Kurumsal Yönetim Derecelendirmesinin Hisse Senedi Performansına Etkisi: BİST Kurumsal Yönetim Endeksi Üzerine Bir İnceleme**”, *Sosyal ve Beşeri Bilimler Araştırmaları Dergisi*, 18(40), s.55-76, 2017.

Yeğen, S., (2016), “**Kurumsal Yönetim İlkelerine Uyum Derecesi İle Firma Performansı Arasındaki İlişkinin İncelenmesi**”, (Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi). Hacettepe Üniversitesi, Ankara, 2016.

Zelka, A.,(2014), “**Kurumsal Yönetimin Firma Performansı Üzerine Etkisi: Türkiye Uygulaması**” (Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi). Mustafa Kemal Üniversitesi.

Zengin, A. N., (2014), “**Kurumsal Yönetim İlkeleri ve Borsa'da İşlem Gören Şirketlerin Kurumsal Yönetim İlkeleri Çerçevesinde Performanslarının Değerlendirilmesi**” (Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi). Bahçeşehir Üniversitesi, İstanbul.