

Araştırma Makalesi

Kurumsal Yönetim ve Muhasebe Bilgisinin Firma Değeri Üzerine Etkisi

The Effect of Corporate Governance and Accounting Knowledge on Firm Value

Gökhan ÖZER Prof. Dr., Gebze Teknik Üniversitesi İşletme Bölümü ozergtu@gtu.edu.tr https://orcid.org/0000-0002-3255-998X	Nagihan AKTAŞ Arş. Gör., Gebze Teknik Üniversitesi İşletme Bölümü naktas@gtu.edu.tr https://orcid.org/0000-0002-4810-2351	İlhan ÇAM Arş. Gör. Dr., Gebze Teknik Üniversitesi İşletme Bölümü icam@gtu.edu.tr https://orcid.org/0000-0002-3076-0639
--	--	--

Makale Geliş Tarihi	Makale Kabul Tarihi
26.05.2022	16.08.2022

Öz

Bu çalışmanın amacı, kurumsal yönetim ve muhasebe bilgisinin firma değeri üzerindeki etkisini ortaya koymaktır. Çalışmanın hipotezlerini test etmek için gerekli olan veri, BİST'te 2008-2019 yılları arasında işlem gören, finans sektörü dışında kalan ve yetkili kurumlar tarafından kurumsal yönetim puanları hesaplanmış 29 halka açık firmadan elde edilmiştir. Ohlson modeli kullanılarak tasarlanan modelin analizinden elde edilen bulgular gerek muhasebe bilgileri gerekse firmaların kurumsal yönetim düzeyleri arttıkça, firmaların piyasa değerlerinin arttığını göstermektedir. Kurumsal yönetim puanı unsurlarının etkisinin dikkate alındığı modelde; muhasebe bilgilerine ek olarak yalnızca yönetim kurulu bileşeninin anlamlı olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Pay sahipleri, kamuyu aydınlatma ve şeffaflık ve menfaat sahipleri kurumsal yönetim bileşenleri ile firma değeri arasında herhangi bir istatistiksel ilişki elde edilememiştir. Bu bulgular genel kurumsal yönetim uygulamalarının ve özellikle de güçlü yönetim kurulu yapılarının önemli olduğunu ve bu tarz bilgilerin piyasa katılımcıları nezdinde değer ilişkisi taşıdığını göstermektedir.

Anahtar Kelimeler: Kurumsal yönetim; Yönetim kurulu; Firma değeri; Ohlson modeli; Değer ilişkisi

Jel Sınıflandırması: G30; G32; G34

Abstract

The aim of this study is to reveal the effect of corporate governance and accounting knowledge on firm value. The data required to test the hypotheses of the study were obtained from 29 publicly traded companies that were traded in the BIST between 2008-2019, outside the finance sector, and whose corporate governance scores were calculated by authorized institutions. The findings obtained from the analysis of the model designed using the Ohlson model show that the market values of the firms increase as both the accounting information and the corporate governance levels of the firms increase. In the model in which the effect of the elements of the corporate governance score is taken into account, in addition to the accounting information, it was concluded that only the board of directors component is significant. No statistical relationship was found between other corporate governance components such as shareholders, public disclosure and transparency, and stakeholders and firm value. These findings show that general corporate governance practices and especially strong board structures are important and that such information has a value relation for market participants.

Keywords: Corporate governance; Board of Directors; Firm value; Ohlson model; Value relevance

Jel Classification: G30; G32; G34

Önerilen Atıf /Suggested Citation

Özer, G., Aktaş, N., Çam, İ., 2022 Kurumsal Yönetim ve Muhasebe Bilgisinin Firma Değeri Üzerine Etkisi, Üçüncü Sektör Sosyal Ekonomi Dergisi, 57(3), 1905-1919.

1. Giriş

Dünya genelinde yaşanan muhasebe hileleri ve skandallarının önüne geçilmesinde faydalanan ve yatırımcılara belirli düzeyde koruma sağlayan firma içi uygulamalar kurumsal yönetim uygulamalarıdır. Kurumsal yönetim, firmaları finanse eden yatırımcıların, gerçekleştirdikleri bu yatırımlar karşılığında getiri elde etmelerini güvence altına alan bir yapıdır (Shleifer ve Vishny, 1997: s. 737). Enron, Worldcom ve Tyco gibi tanınmış halka açık sermaye şirketlerinde meydana gelen muhasebe ve denetim skandalları dünyanın pek çok bölgesinde piyasalara, düzenleyicilere ve firmalara duyulan güvende azalmalara neden olmuş ve bunun bir sonucu olarak kurumsal yönetim uygulamaları giderek daha önemli bir hale gelmiş (Aluchna, 2009; Garanina ve Kaikova, 2016) ve halka açık şirketlerde etkin bir iç kontrol sisteminin oluşturulabilmesi için Sarbanes-Oxley Yasası çıkarılmıştır (Özer vd., 2018: s. 592). Sarbanes-Oxley Yasası kurumsal yönetimin bu önemli konumunu yasal bir zemine oturtmuştur (Agrawal ve Chadha, 2005: s. 403).

İyi kurumsal yönetim uygulamaları değer arttırıcıdır (Lee, Lin ve Chang, 2011: s. 420). İyi bir kurumsal yönetim uygulamasına sahip olmak yöneticilerin fırsatçı davranışlarda bulunmasını azaltmanın yanı sıra muhasebe bilgilerinin değer ilişkisi düzeyini de arttırmaktadır (Shan, 2015: s. 204). Yapılan ampirik araştırmaların bulguları, güçlü bir kurumsal yönetim uygulamasına sahip olan firmaların muhasebe bilgilerinin değer ilişkisini arttırdığını ortaya koymuştur (Habib ve Azim, 2008: s. 169). Shil (2008) iyi tanımlanmış hissedar hakları, güvenilir bir kontrol ortamı, yüksek düzeyde şeffaflık ve açıklama, yetkilendirilmiş bir yönetim kurulu gibi pek çok açıdan iyi oluşturulmuş bir kurumsal yönetim ortamının, bir firmayı gerek yatırımcılar gerekse de borç verenler açısından daha cazip ve daha kârlı bir hale getireceğini belirtmektedir (Shil, 2008: s. 29).

Kurumsal yönetimin hem firma yönetimi hem de firma paydaşları açısından ortaya çıkan bu önemi, bu çalışmada kurumsal yönetimin ve kurumsal yönetim bileşenlerinin (pay sahipleri, kamuyu aydınlatma ve şeffaflık, menfaat sahipleri ve yönetim kurulu) firmaların piyasa değerleri üzerinde etkilerinin olup olmadığının incelenmesi konusunda motive etmiştir. Teorik olarak, daha yüksek kurumsal yönetim notuna sahip olan firmaların piyasanın ve yatırımcıların daha fazla ilgisini çekerek daha yüksek piyasa değerlerine sahip olacağı ileri sürülmektedir (Chen, Chen ve Wei, 2009; Renders, Gaeremynck ve Sercu, 2010; Mishra ve Mohanty, 2013). Bu çalışmanın amacı ileri sürülen bu varsayımı ampirik olarak test etmektir. Bu amaçla Borsa İstanbul (BİST)'te finans sektörü dışında kalan 29 halka açık firmanın 2008-2019 yılları arasındaki dönemi kapsayan kurumsal yönetim puanlarından oluşan veri setine panel veri analizleri gerçekleştirilmiştir. Ampirik modeller, değer ilişkisi literatüründe sıkça faydalanan Ohlson (1995) değerlendirme modeline dayandırılmıştır. Modeller sabit etkiler regresyon modelleri kullanılarak Driscoll-Kraay standart hatalar yöntemi ile tahmin edilmiştir.

Makalenin giriş bölümünden sonraki 2. bölümde konuya ilişkin kavramsal çerçeve gözden geçirilmekte, 3. bölümde ise ilgili literatürden de yararlanılarak araştırma hipotezleri oluşturulmaktadır. 4. bölümde araştırmanın metodolojisi, örneklem, veriler ve değişkenler hakkında bilgi verilerek 5. bölümde elde edilen ampirik bulgular tartışılmaktadır. Son olarak 6. bölüm ile makale sonuçlandırılmaktadır.

2. Kavramsal Çerçeve

Günümüzde iş ortamının karmaşık ve belirsizlik içeren yapısı, firmaların gerçekleştirecekleri eylemleri şekillendirirken ve temel hedeflerini belirlerken dikkat edilmesi gereken bir etkiye sahiptir (Garanina ve Kaikova, 2016: s. 347). Dünyanın pek çok bölgesinde meydana gelen muhasebe skandalları ve hileler sonucunda piyasalara, düzenleyicilere ve firmalara duyulan güvende azalmalar meydana gelmiş, bunun yanı sıra yatırımcılar hayal kırıklığına uğramıştır (Aluchna, 2009: s. 185). Firmalar, asil ile vekil arasındaki sorunlara minimum düzeyde maruz kalmak için özellikle hissedarların ve yöneticilerin çıkarları arasında uyum sağlayabilmek amacıyla kurumsal yönetim uygulamalarına giderek daha çok önem vermeye başlamıştır (Garanina ve Kaikova, 2016: s. 347). Enron, Worldcom ve Tyco gibi tanınmış firmalarda meydana gelen muhasebe skandalları sonucunda kurumsal yönetim düzenlemeleri kapsamlı bir şekilde yeniden gözden geçirilmiştir. Bu amaçla ilk olarak, ABD 2002 yılının Temmuz ayında, hisseleri ABD borsasında işlem gören tüm halka açık firmalar için geçerli olan Sarbanes-Oxley Yasası'nı kabul etmiştir (Agrawal ve Chadha, 2005: s. 403).

Kurumsal yönetim, firmaları finanse eden yatırımcıların, gerçekleştirdikleri bu yatırımlar karşılığında bir getiri elde etmelerini güvence altına alan bir yapıdır (Shleifer ve Vishny, 1997: s. 737). Gompers,

Ishii ve Metrick (2003), firmaları nihai yetkinin hissedarlara ait olduğu bir cumhuriyet olarak nitelendirmektedir. Burada hissedarlar çoğu karar alma yetkisini yöneticilere devreden yönetim kurulu üyelerini seçmektedirler. Firmada güç paylaşımı belirli kurumsal yönetim kurallarına bağlıdır. Demokratik bir ortamda, hissedarların yöneticileri hızlı ve kolay bir şekilde değiştirmesine izin veren, yönetim için çok az güç ayıran bir durum mevcuttur. Diktatör bir ortamda ise, demokratik ortamın aksine hissedarların sahip olduğu yöneticileri değiştirme yeteneğine kısıtlamalar getirilmekte ve yönetime geniş yetki alanları bırakılmaktadır. Hissedarlar, servetlerini maksimize edebilmek için sahip oldukları bu hakların kısıtlanmasını kabul edebilmektedirler. Ancak ideal olan güç dengesi hakkında çok fazla şey bilinmemektedir (Gompers ve ark., 2003: s. 107).

Kurumsal yönetim, halka açık firmaların neler yapabileceklerini, kim tarafından kontrol edildiklerini, bu kontrollerin nasıl yapıldığını, bunun yanı sıra firma faaliyetlerinden kaynaklanan risk ve getirilerin nasıl dağıtıldığını belirleyen yasal, kültürel ve kurumsal düzenlemelerin bir bütünüdür (Blair, 1995'ten aktaran: Davis, 2005: s. 143). Kurumsal yönetim, bir kurumda hissedarların değerini yasal, etik ve sürdürülebilir bir temelde en üst düzeye çıkarırken, her paydaşa (müşteriler, çalışanlar, yatırımcılar, devlet ve toplum gibi) eşitlik ve şeffaflık sağlar. Kurumsal yönetim tüm bu paydaş grupları için gerekli olan değerleri sağlayabilmek için bir zorunluluk niteliğindedir (Shil, 2008: s. 23).

Kurumsal yönetimin önemli fonksiyonlarından biri, hissedarları, yöneticiler veya hakim hissedarlar tarafından gerçekleştirilen kamulaştırmaya karşı korumaktır. Bir başka deyişle, kurumsal yönetim vekalet problemlerini azaltmak amacıyla kullanılan bir mekanizmadır. Dolayısıyla, daha iyi bir kurumsal yönetim mekanizmasına sahip olan firmalar daha yüksek değere sahip olmalıdır (Chen ve ark., 2009: s. 273-274).

Kurumsal yönetim mekanizmalarının bulunmadığı veya düzgün bir şekilde çalışmadığı durumlarda, yatırımcılar firmalara borç vermek veya hisse senetlerini almak konusunda istekli olmazlar. Böyle bir durumun yaşanmasıyla birlikte, firmalar yalnızca iç kaynaklarını kullanmak zorunda kalacaktır. Dolayısıyla finansman sıkıntısı yaşanacak ve iş fırsatları uygun bir şekilde değerlendirilemeyecektir. Bireysel olarak firmalarda meydana gelen bu sıkıntı genel ekonomik performansın da zarar görmesine neden olacaktır (Emmons ve Schmid, 1999: s. 2). İyi tanımlanmış hissedar hakları, güvenilir bir kontrol ortamı, yüksek düzeyde şeffaflık ve açıklama, yetkilendirilmiş bir yönetim kurulu gibi pek çok açıdan iyi oluşturulmuş bir kurumsal yönetim ortamı, bir firmayı gerek yatırımcılar gerekse de borç verenler açısından daha cazip ve daha kârlı bir hale getirecektir (Shil, 2008: s. 29).

Yatırımcılar, daha iyi bir kurumsal yönetim uygulamasına sahip olan firmalarla çalışmayı tercih etmektedir (Mishra ve Mohanty, 2013: s. 265). Aynı kazanç ve cari temettüye sahip firmalar arasında karar vermek isteyen yatırımcılar tercihlerini daha iyi yönetilen firmalar için kullanmakta bu durum ise daha iyi yönetilen firmaların daha düşük bir sermaye maliyetinden yararlanmasına yol açmaktadır (Black, Jang ve Kim, 2006: s. 411). McKinsey (2002) tarafından yapılan bir araştırmaya göre yatırımcıların %60'ından fazlası, yatırım kararı verirken bir firmadaki kurumsal yönetim uygulamalarının önemli bir unsur olduğunu belirtmişlerdir. Bu sebeple başarılı kurumsal yönetim uygulamaları firmalar için gurur verici bir unsur hâline gelmiştir. (Shil, 2008: s. 23).

Günümüzde bilgi çoğu kişi ve kurum için önemli bir kaynak haline gelmiştir. Firmaların rekabet gücü elde etmelerinde fiziki ürünlerden ziyade bilgi gibi entelektüel değerler kullanılmaya başlanmıştır. Kurumsal yönetimin de ana unsuru olarak nitelendirilen bilgilerden biri muhasebe bilgisidir. Muhasebe bilgisi, kurumsal yönetim mekanizmaları için önemli bir girdi niteliğindedir. Muhasebe bilgisinin etkisi yalnızca sahipler ve yöneticilerle sınırlı değil gerek firma içindeki gerekse firma dışındaki pek çok kişiyi kapsamaktadır (Dinç ve Abdioğlu, 2009: s. 158; Sloan, 2001: s. 344; Kothari, 2019: s. 359). Yönetimsel verimsizliğin farkına varıldığı ve bu verimsizlikler nedeniyle cezalandırmaların gerçekleştiği kurumsal yönetim süreci içerisinde muhasebe bilgisinin önemli bir rol oynadığı yapılan çalışmalarda da belirtilmiştir (Collins ve DeAngelo, 1990: s. 213).

Muhasebe bilgisi, paydaşların firmanın sağlığını ve sürdürülebilirliğini değerlendirmeleri için kullandıkları geleneksel bir standarttır (Anderson, Mansi ve Reeb, 2004: s. 316). Muhasebe, sermaye sağlayıcılar için yöneticilerin gerçekleştirdiği performans hakkında bağımsız bir şekilde doğrulanmış bilginin ana kaynağını oluşturmaktadır. Bu nedenle, kurumsal yönetim ve muhasebe arasında bir ilişki olduğu açıktır (Sloan, 2001: s. 336).

3. Araştırma Modeli ve Hipotezler

Kurumsal yönetim ve muhasebe bilgisinin değer ilişkisini konu alan pek çok çalışma yapılmıştır. Black ve ark. (2006), Kore’deki halka açık firmalar üzerinde gerçekleştirdikleri araştırmada kurumsal yönetim endeksinin firmaların piyasa değerini açıklamada önemli bir değişken olduğunu tespit etmişlerdir. Avustralya’da borsada işlem gören 500 firmanın verilerini kullanarak bir çalışma gerçekleştiren Habib ve Azim (2008) ise, güçlü bir kurumsal yönetim yapısına sahip olan firmaların, finansal raporların değer ilişkisini pozitif bir şekilde etkilediğini bulmuşlardır. Berthelot, Morris ve Mornill (2010), kurumsal yönetim sıralamalarının yatırımcıların firmalara verdiği değeri yansıtıp yansıtmadığını araştırdıkları çalışmalarında, kurumsal yönetim sıralamalarının piyasa değeri ve muhasebe sonuçlarıyla ilişkili olduğu sonucuna ulaşmışlardır. Daha iyi bir kurumsal yönetim yapısını temsil etmek için daha yüksek kurumsal yönetim derecelendirme notlarının kullanılması durumunda, daha yüksek kurumsal yönetim derecelendirmesine sahip olmanın firma performansını iyileştirdiği ve daha yüksek bir piyasa değeri anlamına geldiği belirtilmiştir (Renders ve ark., 2010: s. 77). Bin Khidmat, Wang ve Awan (2018), iyi kurumsal yönetim uygulamalarının hem defter değerinin hem de kazançların değer ilişkisi üzerinde pozitif bir etkiye sahip olduğunu ortaya koymuştur. Balagobei (2018), Sri Lanka’da Colombo Menkul Kıymetler Borsası’nda işlem gören otel ve seyahat firmalarının muhasebe bilgilerinin değer ilişkisi üzerinde kurumsal yönetimin etkisini araştırmıştır. Güçlü kurumsal yönetim uygulamalarına sahip firmaların, muhasebe bilgilerinin daha yüksek bir değer ilişkisi sergilediği görülmüştür. Önce ve Çavuş (2019), BIST Kurumsal Yönetim Endeksinde yer alan ve almayan firmalardan iki örneklem oluşturarak bir araştırma yapmışlardır. Çalışmalarında değer ilişkisi modelinden elde ettikleri sonuçlar incelendiğinde endekste yer almanın firmaların finansal raporlama kalitesinde farklılık yarattığını ve finansal raporlama kalitesini arttırdığını tespit etmişlerdir.

Vekalet problemlerini azaltmak amacıyla kullanılan kurumsal yönetim uygulamaları sayesinde firmaların karşı karşıya kalabileceği maliyetlerin en az düzeye indirilebilmesi ve böylece, daha iyi bir kurumsal yönetim mekanizmasına sahip olan firmaların daha yüksek değerlemelere sahip olmaları mümkün olabilir (Chen ve ark., 2009). Mishra ve Mohanty (2013)’e göre de yatırımcılar, daha iyi kurumsal yönetim uygulamalarına sahip olan firmalara yatırım yapmayı tercih etmektedirler. Bu çalışmalardan hareketle aşağıdaki temel hipotez geliştirilmiştir:

H: Firmaların kurumsal yönetim puanları ile piyasa değerleri arasında pozitif bir ilişki vardır.

Ayrıca, kurumsal yönetim bileşenlerinin etkilerini incelemek, kurumsal yönetim ile firma değeri arasındaki bağı anlamaya daha fazla ışık tutacaktır. Bu nedenle, tamamlayıcı hipotezler olarak, firma değerinin kurumsal yönetim bileşenlerinden pozitif etkilendiği savından hareketle aşağıdaki hipotezler önerilmiştir:

H1: Firmaların pay sahipleri puanı ile piyasa değerleri arasında pozitif bir ilişki vardır.

H2: Firmaların kamuyu aydınlatma ve şeffaflık puanı ile piyasa değerleri arasında pozitif bir ilişki vardır.

H3: Firmaların menfaat sahipleri puanı ile piyasa değerleri arasında pozitif bir ilişki vardır.

H4: Firmaların yönetim kurulu puanı ile piyasa değerleri arasında pozitif bir ilişki vardır.

4. Metodoloji

4.1. Örneklem ve Değişkenler

Araştırma örneklemini 2008-2019 yılları arasında kurumsal yönetim puanlarına ulaşılabilen finans sektörü dışındaki firmalardan oluşmaktadır. Firmaların kurumsal yönetim puanlarına ilişkin veriler Türkiye Kurumsal Yönetim Derneği internet sayfasındaki Kurumsal Yönetim Derecelendirme Raporlarından elde edilmiştir. Dolayısıyla kurumsal yönetim endeksinin 2007 yılında hesaplanmaya başlanmasından ve 2007 yılı için eksik gözlemlerin olmasından dolayı, araştırma örneklemini 2008 yılından başlatılmıştır. Ayrıca COVID-19 Pandemisi’nin firma faaliyetlerini ve dolayısıyla da finansal raporları büyük oranda etkilemesinden dolayı, 2020 ve 2021 yılı da örnekleme dâhil edilmemiştir. Finansal tablo bilgilerine ilişkin veriler Thomson Reuters Eikon veri tabanından elde edilmiştir. Eksik veriler çıkartıldıktan sonra araştırma örneklemini, 29 firma ve 257 firma yılı gözleminde oluşmuştur. Değişkenlerin tanımları Tablo 1’de yer almaktadır.

4.2. Araştırma Modelleri

Ohlson (1995) bir firmanın piyasa değerini muhasebe bilgilerine (kazançlar ve defter değeri) bağlayan bir model geliştirmiştir. Modelde firmanın piyasa değeri kazançların, defter değerinin ve değerle ilişkili diğer bilgilerin bir fonksiyonu olarak ifade edilmektedir. Ohlson modelinde kullanılan verilere erişim kolaydır, bu da araştırmalarda kullanılma olasılığını artırmaktadır. Modelin değerlendirme ve muhasebe rakamları arasında resmi bir bağlantı kurması da muhasebe araştırmacıları tarafından istenen bir özelliğidir. Bunun yanı sıra muhasebe araştırmalarında piyasa değerinde meydana gelen değişiklikler ile muhasebe bilgileri arasında zayıf bir bağlantı olduğunu belirten geleneksel yaklaşımların aksine Ohlson modeli bu ilişkinin güçlü olduğunu göstermektedir (Lo ve Lys, 2000). Tüm bu nedenlerden dolayı Ohlson modeli pek çok araştırmacı tarafından kullanılan bir modeldir (Hellström, 2006; Habib ve Azim, 2008; Jamaluddin ve Ahmad, 2009; Fiador, 2013; Alfraih ve Alanezi, 2015; Özer ve Çam, 2017; Tshipa, Brummer, Wolmarans ve Du Toit, 2018; Almujafer ve Alfraih, 2020; Çam ve Özer, 2022b). Bu makalede de önceki çalışmalar takip edilerek Ohlson değerlendirme modelinden faydalanılmıştır. Model aşağıdaki gibi gösterilebilir:

$$Hisse Fiyat_{it} = \alpha + \beta_1 Defter Değeri_{it} + \beta_2 HBK_{it} + \beta_3 Kontrol_{it} + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

$$Hisse Fiyat_{it} = \alpha + \beta_1 Defter Değeri_{it} + \beta_2 HBK_{it} + \beta_3 KY_{it} + \beta_4 Kontrol_{it} + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

Modeldeki *i* indisi firmaları ve *t* indisi ise yılları ifade etmektedir. *Hisse Fiyat_{it}*, firmaların hisse senetlerinin yıl sonu kapanış fiyatıdır. *Defter Değeri_{it}*, firmaların defter değerini; *HBK_{it}*, hisse başına kâr; *KY_{it}*, kurumsal yönetim notunu veya kurumsal yönetimin dört bileşeninden birini; *Kontrol_{it}* ise kaldıraç, likidite ve firma büyüklüğü kontrol değişkenlerini ifade etmektedir. ε_{it} , hata terimidir. Tüm değişkenler Tablo 1’de tanımlanmıştır.

Tablo 1: Araştırma Değişkenleri

Değişkenler	Değişkenlerin Açıklamaları
Bağımlı Değişken	Hisse Fiyatı <i>Hisse fiyatı</i> , firmaların hisse senetlerinin yıl sonu kapanış fiyatı olarak tanımlanmaktadır.
Bağımsız Değişkenler	Defter Değeri <i>Hisse başına defter değeri</i> , toplam öz kaynakların hisse senedi sayısına bölümü olarak tanımlanmaktadır.
	HBK <i>Hisse başına kâr</i> , vergi sonrası net kârın hisse senedi sayısına bölümü olarak tanımlanmaktadır.
	Kur_Yön <i>Kurumsal yönetim notu</i> , SPK tarafından yetkilendirilmiş derecelendirme kuruluşları tarafından verilen notlar olarak tanımlanmaktadır. Not 1-10 arasında olup, kurumsal yönetim endeksinde yer alabilmek için en az 7 olması gerekmektedir. Pay sahipleri notunun %25’i, kamuyu aydınlatma ve şeffaflık notunun %25’i, menfaat sahipleri notunun %15’i ve yönetim kurulu notunun %35’i dikkate alınarak hesaplanmaktadır.
	Pay_Sahip <i>Pay Sahipleri</i> , pay sahipliği haklarının kullanımının kolaylaştırılması, bilgi alma ve inceleme hakları, azlık hakları, genel kurul, oy hakkı, kâr payı hakkı ve payların devri konuları dikkate alınarak hesaplanmaktadır. Not 1-100 arasında bir değer almaktadır.
	Kamu_Aydın <i>Kamuyu Aydınlatma ve Şeffaflık</i> , kurumsal internet sitesi, faaliyet raporu ve bağımsız denetim konuları dikkate alınarak hesaplanmaktadır. Not 1-100 arasında bir değer almaktadır.
	Mnft_Sahip <i>Menfaat Sahipleri</i> , menfaat sahiplerine ilişkin şirket politikası, menfaat sahiplerinin şirket yönetimine katılımının desteklenmesi, şirketin insan kaynakları politikası, müşteriler ve tedarikçilerle ilişkiler, etik kurallar ve sosyal sorumluluk ve sürdürülebilirlik konuları dikkate alınarak hesaplanmaktadır. Not 1-100 arasında bir değer almaktadır.
	Yön_Kurulu <i>Yönetim Kurulu</i> , yönetim kurulunun işlevi, yönetim kurulunun faaliyet esasları, yönetim kurulunun yapısı, yönetim kurulu toplantılarının şekli, yönetim kurulu bünyesinde oluşturulan komiteler ve yönetim kurulu üyelerine ve idari sorumluluğu bulunan yöneticilere sağlanan mali haklar

		konuları dikkate alınarak hesaplanmaktadır. Not 1-100 arasında bir değer almaktadır.
Kontrol Değişkenleri	Kaldıraç	<i>Kaldıraç</i> , toplam borcun toplam varlıklara oranı olarak tanımlanmaktadır.
	Likidite	<i>Likidite</i> , dönen varlıkların kısa vadeli yükümlülüklerle oranı olarak tanımlanmaktadır.
	Büyüklik	<i>Firma Büyüklüğü</i> , toplam varlıkların doğal logaritması olarak tanımlanmaktadır.

4.3. Tanımlayıcı İstatistikler

Modeldeki değişkenlere ait gözlem sayısı, ortalama, standart sapma, medyan, minimum ve maksimum değerlere ilişkin bilgiler Tablo 2’de gösterilmiştir. Kurumsal yönetim notunun ortalaması ise 8,98’dir. Tablo 2’de yer alan ortalamalar incelendiğinde firmaların, menfaat sahipleriyle ilgili kurumsal yönetim uygulamalarını yerine getirmeye daha çok önem verdikleri söylenebilir.

Tablo 2: Tanımlayıcı İstatistikler

Değişkenler	Gözlem S.	Ortalama	St. Sapma	Medyan	Minimum	Maksimum
Hisse Fiyatı	257	13,5	21,2	5,41	0,28	140,2
Defter Değeri	257	7,72	7,85	5,63	0,55	52,2
HBK	257	1,32	2,36	0,77	-4,61	15,3
Büyüklik	257	21,6	2,09	22,1	9,39	25,2
Likidite	257	1,73	1,25	1,43	0,46	11,5
Kaldıraç	257	0,24	0,17	0,25	0,00	0,58
Kur_Yön	257	8,98	0,50	9,12	7,12	9,72
Pay_Sahip	257	88,4	6,18	88,4	57,7	97,6
Kamu_Aydın	257	92,7	4,69	93,3	74,3	99,4
Mnft_Sahip	257	93,7	5,88	95,7	66,3	99,5
Yön_Kurulu	257	85,6	9,50	89,7	60,1	97,8

Bu tablo değişkenlerin tanımlayıcı istatistiklerini raporlamaktadır. Örneklem, 2008-2019 dönemi boyunca kurumsal yönetim puanı hesaplanan 29 firmayı içermektedir. Araştırma değişkenlerinin tanımları Tablo 1’de gösterilmektedir.

Tablo 3’te değişkenler için korelasyon matrisi raporlanmaktadır. Tablo 3’teki bulgular ışığında hisse fiyatı, likidite dışındaki tüm değişkenlerle pozitif yönde, likiditeyle ise negatif yönde ilişkilidir. Aynı regresyon modellerindeki değişkenler arasında yüksek bir korelasyon değeri (0,70’in üzerinde) çoklu doğrusal bağlantı sorununa yol açabileceği için arzu edilen bir durum değildir. Varyans enflasyon faktörü hesaplanarak çoklu doğrusal bağlantı sorunu olup olmadığı hesaplanmış ve raporlanmıştır. Sonuçlara göre bütün araştırma modellerinde değişkenler arasında doğrusallık sorunu olmadığı sonucuna ulaşılmıştır.

Tablo 3: Korelasyon Matrisi

Değişkenler	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)	(11)
Hisse Fiyatı	(1)	1									
Defter Değeri	(2)	0,73***	1								
HBK	(3)	0,75***	0,75***	1							
Büyüklik	(4)	0,26***	0,37***	0,26***	1						
Likidite	(5)	-0,10	-0,14**	-0,07	-0,37***	1					
Kaldıraç	(6)	0,32***	0,23***	0,20***	0,47***	-0,40**	1				
Kur_Yön	(7)	0,27***	0,36***	0,19***	0,34***	-0,14**	0,28***	1			
Pay_Sahip	(8)	0,19***	0,25***	0,10*	0,26***	-0,16**	0,18***	0,79***	1		
Kamu_Aydın	(9)	0,18***	0,27***	0,12*	0,38***	-0,03	0,32***	0,79***	0,48***	1	
Mnft_Sahip	(10)	0,31***	0,37***	0,25***	0,45***	-0,28***	0,30***	0,70***	0,52***	0,58***	1
Yön_Kurulu	(11)	0,22***	0,29***	0,16**	0,16**	-0,06	0,15**	0,87***	0,55***	0,56***	0,40***

Bu tablo değişkenler için korelasyon matrisini raporlamaktadır. Araştırma değişkenlerinin tanımları Tablo 1’ de gösterilmektedir. Örneklem 2008-2019 dönemi boyunca kurumsal yönetim puanı hesaplanan 29 firmayı içermektedir. *, ** ve *** sırasıyla %10, %5 ve %1 seviyelerinde istatistiksel anlamlılığı göstermektedir.

5. Bulgular

Kurumsal yönetimin piyasa değeri üzerindeki etkisine ilişkin sonuçları Tablo 4'tedir. 1. modelde temel Ohlson modeline (OM) eklenen kontrol değişkenlerinin eklenerek hisse fiyatı üzerindeki etkisi incelenmiştir. 2-6. modellerde ise sırasıyla kurumsal yönetim notu, pay sahipleri, kamuyu aydınlatma ve şeffaflık, menfaat sahipleri ve yönetim kurulu ölçümleri eklenmiştir.

Tablo 4: Kurumsal Yönetim ve Firma Değeri

	Ohlson Modeli	Kurumsal Yönetim	Pay Sahipleri	Kamuyu Aydınlatma	Menfaat Sahipleri	Yönetim Kurulu
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
Defter Değeri	1,312*** (3,31)	1,077* (2,08)	1,204** (2,60)	1,262** (2,76)	1,253** (2,84)	1,068* (2,17)
HBK	3,001** (2,80)	3,014** (2,75)	3,031** (2,78)	3,015** (2,74)	3,029** (2,77)	2,946** (2,74)
Büyüklik	0,374 (0,43)	-0,233 (-0,31)	0,129 (0,17)	0,284 (0,38)	0,180 (0,26)	-0,315 (-0,37)
Likidite	0,869 (1,64)	1,024* (2,16)	0,905 (1,76)	0,894 (1,78)	0,832 (1,61)	1,211** (2,46)
Kaldıraç	11,081 (0,94)	5,248 (0,41)	7,487 (0,56)	9,998 (0,76)	10,302 (0,84)	5,051 (0,43)
Kur_Yön		6,163* (2,13)				
Pay_Sahip			0,303 (1,35)			
Kamu_Aydın				0,181 (0,47)		
Mnft_Sahip					0,238 (0,88)	
Yön_Kurulu						0,354*** (3,16)
Sabit Terim	-12,801 (-0,83)	-52,132 (-1,50)	-32,733 (-1,12)	-27,025 (-0,61)	-30,259 (-0,87)	-25,389 (-1,21)
Gözlem S.	257	257	257	257	257	257
Firma S.	29	29	29	29	29	29
R-kare	0,754	0,761	0,755	0,753	0,754	0,769
F - değeri	17,05***	26,53***	26,53***	24,46***	20,89***	58,54***
ΔF- değeri		8,68***	2,29	0,49	1,23	15,72***

Bu tablo, bağımlı değişkenin hisse fiyatı olduğu regresyon sonuçlarını göstermektedir. (1)-(6). Sütun sırasıyla temel Ohlson modeli, kurumsal yönetim notu, pay sahipleri, kamuyu aydınlatma ve şeffaflık, menfaat sahipleri ve yönetim kurulu değişkenlerinin etkilerini analiz etmektedir. Araştırma değişkenlerinin tanımları Tablo 1'de gösterilmektedir. Örneklem, 2008-2019 dönemi boyunca kurumsal yönetim puanı hesaplanan 29 firmayı içermektedir. Modeller, Driscoll-Kraay standart hatalar yöntemleri ile sabit etkiler regresyon modelleri kullanılarak tahmin edilmektedir. T istatistikleri parantez içindedir. *, ** ve *** sırasıyla %10, %5 ve %1 seviyelerinde iki yönlü istatistiksel anlamlılığı göstermektedir.

Tablo 4'teki F değeri, R-kare ve P değerleri incelendiğinde tüm modellerin istatistiksel olarak anlamlı olduğu görülmektedir. Bu durum, tüm modellerin hisse senedi fiyatı üzerinde istatistiksel olarak anlamlı bir tahmin etme kabiliyetine sahip olduğunu göstermektedir. Tüm modellerde, defter değeri ve hisse başına kâra ilişkin katsayı tahminleri pozitif ve istatistiksel olarak anlamlıdır. Bu bulgular önceki çalışmaların bulgularıyla da tutarlıdır (Karğın, 2013; Baboukardos ve Rimmel, 2016; Badu ve Appiah, 2018). Bu nedenle, çalışmadaki ampirik bulgular OM'nin uygunluğunu doğrulamakta ve defter değerinin ve hisse başına kârın örnekleme yer alan firmaların piyasa değerleri üzerinde açıklayıcı bir güce sahip olduğu sonucunu ortaya koymaktadır. Bu destekleyici kanıt, kurumsal yönetim ile firma piyasa değeri arasındaki ilişkilere ilişkin bulguların tutarlı olabileceğine dair düşünceleri güçlendirmektedir.

Tablo 4'te kurumsal yönetimin dahil edildiği 2. modeldeki *Kur_Yön* katsayısının (β : 6,163, $p<0,10$) istatistiksel olarak anlamlı olması kurumsal yönetim notunun firmaların hisse senedi fiyatları üzerinde pozitif bir etkiye sahip olduğunu göstermekte, bu sonuç ise H hipotezinin desteklenmesini gerektirmektedir. Bu bulgu beklendiği gibi firmaların kurumsal yönetim notu ne kadar yüksek olursa piyasa değerlerinin o kadar yüksek olacağını öngören ana hipotezi (H) desteklemektedir. Bu sonucun desteklediği geçmişte yapılmış olan bazı araştırmalardan söz edilebilir. Örneğin Bauer, Guenster ve Otten (2004), 2000-2001 yıllarında FTSE Eurotop 300 endeksinde yer alan firmalar üzerinde gerçekleştirdikleri araştırmada kurumsal yönetim ile firma değeri arasında güçlü bir pozitif ilişki bulmuş ve daha iyi yönetilen firmaların daha yüksek bir firma değerlemesine sahip olduğunu belirtmişlerdir. Benzer şekilde, Gerged ve Agwil (2019)'e göre de daha iyi kurumsal yönetim uyumuna sahip olan firmalar genel olarak daha iyi bir piyasa değeri elde etmektedirler.

Çalışmada elde edilen ana bulgular, BIST Kurumsal Yönetim Endeksi'nde yer alan firmaların, diğerlerine göre daha yüksek bir finansal raporlama kalitesine sahip olduğu sonucuna ulaşan Önce ve Çavuş (2019)'un bulgularını da desteklemektedir. Finansal raporlama kalitesi arttıkça muhasebe bilgilerinin değer ilişkisi de artmaktadır.

Tablo 4'te ayrıca belirli bir modele herhangi bir değişkeni eklemenin istatistiksel olarak anlamlı olup olmadığını test eden ikinci F-değerleri (ΔF - değeri) de raporlanmıştır. İncelendiğinde Model 2'nin ΔF -değeri (26,53; $P<0,01$), R-kare değişiminin istatistiksel olarak anlamlı olduğunu göstermektedir. Sonuç olarak, bu bulgular, firmaların kurumsal yönetim düzeylerinin hisse senedi fiyatı üzerinde pozitif bir etkiye sahip olduğunu, dolayısıyla değer ilişkisi taşıdığını göstermektedir.

Tablo 4'te 3-5. Sütunlara bakıldığında *Pay_Sahip*, *Kamu_Aydın* ve *Mnft_Sahip* katsayılarının sırasıyla 0,303, 0,181 ve 0,238 olduğu görülmektedir. Bu katsayılar hisse senedi fiyatı üzerinde pozitif bir etkiye sahip olsa da bu etkiler istatistiksel olarak anlamlı değildir. Model 3-5'in ΔF - değerleri (2,29; 0,49; 1,23) de ilgili değişkenleri modele eklemenin istatistiksel olarak anlamlı bir değişime neden olmadıklarını ortaya koymaktadır. Tablo 4'teki 6. Sütun *Yön_Kurulu* katsayısının 0,354 olduğunu ve yüzde 1 düzeyinde istatistiksel olarak anlamlı olduğunu göstermektedir. Bakıldığında yönetim kurulu bileşeninin firmaların hisse senedi fiyatları üzerinde pozitif bir etkiye sahip olduğunu doğrulamaktadır. Bu sonuç firmaların yönetim kurulu notu ne kadar yüksekse piyasa değerlerinin de o kadar yüksek olacağını öngören H4 hipotezi ile desteklemektedir.

Bu bulgu Almujaed ve Alfraih (2020)'nin, yönetim kurulu özelliklerinin muhasebe bilgilerinin değer ilişkisi üzerindeki bulgularını destekleyecek niteliktedir. Daha iyi yapılandırılmış olan yönetim kurulları daha kaliteli finansal raporlama sağlayarak muhasebe bilgilerinin değer ilişkisini de artırmaktadır (Habib ve Azim, 2008). Diğer kurumsal yönetim bileşenlerinin katsayılarının anlamsız olmaları göz ardı edilirse, yönetim kurulu değişkeninin katsayısının diğer bileşenlerden büyük olduğu görülmektedir. Bu durum da yönetim kurulunun hisse senedi fiyatı üzerinde en güçlü etkiye sahip değişken olduğunu tekrar desteklemektedir. Model 6'nın ΔF - değerine bakıldığında (15,72; $P<0,01$), R-kare değişiminin istatistiksel olarak anlamlı olduğu görülmektedir. Sonuç olarak, bu bulgular, firmaların daha yüksek yönetim kurulu notunun hisse senedi fiyatı üzerinde pozitif bir etkiye sahip olduğunu öne süren H4'i desteklemektedir.

6. Sonuç

Kurumsal yönetim, firmaları finanse eden yatırımcıların, gerçekleştirdikleri bu yatırımlar karşılığında bir getiri elde etmelerini güvence altına alan bir yapıdır (Shleifer ve Vishny, 1997: s. 737). Dolayısıyla

uygulamada yaşanan kurumsal yönetim eksiklikleri tüm paydaşları olumsuz bir şekilde etkileyebilmektedir. Özellikle, Enron, Worldcom ve Tyco gibi tanınmış firmalarda meydana gelen muhasebe skandalları ve hileler sonucunda piyasalara, düzenleyicilere ve firmalara duyulan güvende azalmalar meydana gelmiş, bunun yanı sıra yatırımcılar hayal kırıklığına uğramıştır (Aluchna, 2009: s. 185; Günlük ve Özcan, 2020: 181). Bu yüzden, kurumsal yönetim düzenlemeleri kapsamlı bir şekilde yeniden gözden geçirilmiş ve özellikle ABD’de Sarbanes-Oxley Yasası yürürlüğe girmiştir (Özcan ve Günlük, 2021: 292).

İyi tanımlanmış hissedar hakları, güvenilir bir kontrol ortamı, yüksek düzeyde şeffaflık ve açıklama, yetkilendirilmiş bir yönetim kurulu gibi pek çok açıdan iyi oluşturulmuş bir kurumsal yönetim ortamı, bir firmayı gerek yatırımcılar gerekse de borç verenler açısından daha cazip ve daha kârlı bir hale getirecektir (Shil, 2008: s. 29). Bu yüzden daha yüksek kurumsal yönetim notuna sahip olan firmaların piyasanın ve yatırımcıların daha fazla ilgisini çekerek daha yüksek piyasa değerlerine sahip olması teorik olarak beklenebilir. Bu makalede bu teorik beklentinin ampirik olarak test edilmesi amaçlanmıştır. Daha açık olmak gerekirse, makalede, kurumsal yönetimin ve kurumsal yönetim bileşenlerinin (pay sahipleri, kamuyu aydınlatma ve şeffaflık, menfaat sahipleri ve yönetim kurulu) firmaların piyasa değerleri hakkında anlamlı bilgilere sahip olup olmadığı incelenmiştir. Ampirik modeller Ohlson (1995) değerlendirme modeline dayandırılmıştır. Modeller sabit etkiler regresyon modelleri kullanılarak Driscoll-Kraay standart hatalar yöntemi ile tahmin edilmiştir.

Çalışma sonucunda edinilen bilgiler ışığında tüm modellerde, defter değeri ve hisse başına kâra ilişkin katsayı tahminleri, pozitif ve istatistiksel olarak anlamlıdır. Bu bulgular önceki çalışmaların bulgularıyla da desteklenmektedir (bakınız, Karğın, 2013; Baboukardos ve Rimmel, 2016; Badu ve Appiah, 2018). Bu nedenle, çalışmadaki ampirik bulgular Ohlson (1995) değerlendirme modelinin uygunluğunu doğrulamakta ve defter değerinin ve hisse başına kârın örneklemde yer alan firmaların piyasa değerleri üzerinde açıklayıcı bir güce sahip olduğu sonucunu ortaya koymaktadır. Çalışmanın temel amacı çerçevesinde elde edilen bulgulara göre ise firmaların kurumsal yönetim düzeyleri/puanları arttıkça piyasa değerleri de artmaktadır. Bu bulgu beklenildiği gibi firmaların kurumsal yönetim notu ne kadar yüksek olursa piyasa değerlerinin o kadar yüksek olacağını öngören çalışmanın temel argümanını desteklemektedir. Kurumsal yönetim bileşenlerinden ise pay sahipleri, kamuyu aydınlatma ve şeffaflık ve menfaat sahipleri bileşenleri ile istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki elde edilememişken, yönetim kurulu bileşeninin ise firmaların piyasa değeri üzerinde istatistiksel olarak anlamlı bir etkiye sahip olduğu bulgusuna ulaşılmıştır

Kurumsal yönetimin değer ilişkisine sahip olup olmadığı, dolayısıyla piyasa katılımcılarının kararlarını etkileyip etkilemediği ile ilgili uluslararası literatürde pek çok çalışma yapılmıştır (bakınız, Balagobei, 2018; Berthelot ve ark., 2010; Bin Khidmat ve ark., 2018; Black ve ark., 2006; Habib ve Azim, 2008; Renders ve ark., 2010). Yapılan bu çalışmalarda elde edilen temel bulguya göre kurumsal yönetim ve kurumsal yönetim uygulamaları firmaların piyasa değerini açıklamada önemli bir değişkendir ve dolayısıyla da yatırımcılar nezdinde değer ilişkisine sahiptir. Bu çalışmayla ilgili olan ve bu çalışmayla birlikte kurumsal yönetim literatürüne katkı sağlayan diğer önemli bir çalışmada ise Önce ve Çavuş (2019), BIST Kurumsal Yönetim Endeksinde yer alan ve almayan firmalardan iki örneklem oluşturarak bir araştırma gerçekleştirmişlerdir. Çalışmalarında değer ilişkisi modelinden elde ettikleri sonuçlara bakıldığında endekste yer almanın firmaların finansal raporlama kalitesinde farklılık yarattığını ve finansal raporlama kalitesini arttırdığını tespit etmişlerdir. Dolayısıyla, literatürde, Türkiye’de halka açık faaliyet gösteren firmaların yetkili kurumlar tarafından açıklanmış kurumsal yönetim puanlarının hisse senedi fiyatları üzerindeki direkt etkisini inceleyen herhangi bir çalışmaya rastlanmamasından dolayı, bu çalışmanın literatüre önemli bir katkı yapacağı düşünülmektedir.

Kaynaklar

- Agrawal, A., & Chadha, S. (2005). Corporate governance and accounting scandals. *The Journal of Law and Economics*, 48(2), 371-406.
- Alfraih, M. M., Alanezi, F. S., & Alanzi, K. A. (2015). Do the characteristics of the board of directors affect the value relevance of accounting information?. *International Journal of Accounting and Finance*, 5(2), 172-187.

- Almujamed, H. I., & Alfraih, M. M. (2020). Corporate governance and value relevance of accounting information: Evidence from Kuwait. *International Journal of Ethics and Systems*, 36(2), 249-262.
- Aluchna, M. (2009). Does good corporate governance matter? Best practice in Poland. *Management Research News*, 32(2), 185-198.
- Anderson, R. C., Mansi, S. A., & Reeb, D. M. (2004). Board characteristics, accounting report integrity, and the cost of debt. *Journal of accounting and economics*, 37(3), 315-342.
- Baboukardos, D., & Rimmel, G. (2016). Value relevance of accounting information under an integrated reporting approach: A research note. *Journal of Accounting and Public Policy*, 35(4), 437-452.
- Badu, B., & Appiah, K. O. (2018). Value relevance of accounting information: an emerging country perspective. *Journal of Accounting & Organizational Change*, 14(1), 473-491.
- Balagobei, S. (2018). Corporate governance and value-relevance of accounting information of listed hotels and travels in Sri Lanka. *Asia-Pacific Management Accounting Journal (APMAJ)*, 13(2), 113-126.
- Bauer, R., Guenster, N., & Otten, R. (2004). Empirical evidence on corporate governance in Europe: The effect on stock returns, firm value and performance. *Journal of Asset management*, 5(2), 91-104.
- Berthelot, S., Morris, T., & Morrill, C. (2010). Corporate governance rating and financial performance: a Canadian study. *Corporate Governance: The international journal of business in society*.
- Bin Khidmat, W., Wang, M., & Awan, S. (2018). Corporate governance, earnings management and the value-relevance of accounting information: Evidence from Pakistan. *International Journal of Financial Engineering*, 5(03), 1850025.
- Black, B. S., Jang, H., & Kim, W. (2006). Does corporate governance predict firms' market values? Evidence from Korea. *The Journal of Law, Economics, and Organization*, 22(2), 366-413.
- Chen, K. C., Chen, Z., & Wei, K. J. (2009). Legal protection of investors, corporate governance, and the cost of equity capital. *Journal of corporate finance*, 15(3), 273-289.
- Collins, D. W., & DeAngelo, L. (1990). Accounting information and corporate governance: Market and analyst reactions to earnings of firms engaged in proxy contests. *Journal of Accounting and Economics*, 13(3), 213-247.
- Çam, İ., & Özer, G. (2022a). Intellectual Capital and Firm Value: An Investigation of Turkish Manufacturing Companies. *Istanbul Business Research*, 51(1), 257-277.
- Çam, İ., & Özer, G. (2022b). A Detailed Investigation of the Effects Of Human Capital on Firm Value: An Application on BIST. *Yakın Doğu Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, 15(1), 5-37.
- Davis, G. F. (2005). New directions in corporate governance. *Annual Review of Sociology*, 31, 143-162.
- Dinç, E., & Abdioğlu, H. (2009). İşletmelerde kurumsal yönetim anlayışı ve muhasebe bilgi sistemi ilişkisi: İMKB-100 şirketleri üzerine ampirik bir araştırma. *Balıkesir Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 12(21), 157-184.
- Emmons, W. R., & Schmid, F. A. (1999). Corporate governance and corporate performance. *Federal Reserve Bank of St. Louis Working Paper Series*, (1999-018).
- Fiador, V. O. (2013). Corporate governance and value relevance of financial information: evidence from the Ghana Stock Exchange. *Corporate Governance: The international journal of business in society*, 13(2), 208-217.
- Garanina, T., & Kaikova, E. (2016). Corporate governance mechanisms and agency costs: cross-country analysis. *Corporate Governance*, 16(2), 347-360.

- Gerged, A. M., & Agwili, A. (2020). How corporate governance affect firm value and profitability? Evidence from Saudi financial and non-financial listed firms. *International Journal of Business Governance and Ethics*, 14(2), 144-165.
- Gompers, P., Ishii, J., & Metrick, A. (2003). Corporate governance and equity prices. *The quarterly journal of economics*, 118(1), 107-156.
- Günlük, M., & Özcan M. (2020). İç Denetim ve İç Denetim Etkinliği Olgusu: Literatür Üzerine Bir İnceleme. A. Alagöz ve S. Çil Koçyiğit (Ed.), *Denetimde Seçme Konular-6* içinde (s. 181-216). Ankara: Gazi Kitabevi.
- Habib, A., & Azim, I. (2008). Corporate governance and the value-relevance of accounting information: Evidence from Australia. *Accounting Research Journal*.
- Hellström, K. (2006). The value relevance of financial accounting information in a transition economy: The case of the Czech Republic. *European accounting review*, 15(3), 325-349.
- Jamaluddin, A., & Ahmad, A. E. (2009). Corporate governance reform and the value relevance of equity Book value and earnings in Malaysia. *Journal of Financial Reporting and Accounting*, 7(2), 41-59.
- Karğın, S. (2013). The impact of IFRS on the value relevance of accounting information: Evidence from Turkish firms. *International Journal of Economics and Finance*, 5(4), 71-80.
- Kothari, S. P. (2019). Accounting Information in corporate governance: Implications for standard setting. *The Accounting Review*, 94(2), 357-361.
- Lee, S. C., Lin, C. T., & Chang, P. T. (2011). An Ohlson valuation framework for valuing corporate governance: The case of Taiwan. *Pacific-Basin Finance Journal*, 19(4), 420-434.
- Lo, K., & Lys, T. (2000). The Ohlson model: contribution to valuation theory, limitations, and empirical applications. *Journal of Accounting, Auditing & Finance*, 15(3), 337-367.
- Mishra, S., & Mohanty, P. (2014). Corporate governance as a value driver for firm performance: evidence from India. *Corporate Governance*, 14(2), 265-280.
- Ohlson, J. A. (1995). Earnings, book values, and dividends in equity valuation. *Contemporary accounting research*, 11(2), 661-687.
- Önce, S., & Çavuş, G. (2019). Evaluation of the Effects of Corporate Governance on Financial Reporting Quality. *Journal of Modern Accounting and Auditing*, 15(8), 385-395.
- Özer, G., & Çam, İ. (2017). The Moderating Effect of Human Capital on Innovation Capital and Firm Market Value Relationship: An Application on BIST. *International Journal of Management Economics & Business/Uluslararası Yönetim İktisat ve İşletme Dergisi* 13(13), 512-522.
- Özer, G., Günlük, M., & Okutan, K. (2018). İç ve Bağımsız Denetçiler Arasındaki İlişkilerin, Üst Yönetim Destəğinin ve İç Denetimin Bağımsızlığının İç Denetimin Etkinliği Üzerindeki Etkileri. *Muhasebe Bilim Dünyası Dergisi*, 20, 590-613.
- Özcan, M., & Günlük, M. (2021). COSO İç Kontrol Modelinin Finansal Raporlamanın Doğruluğunu ve Güvenilirliğini Sağlamadaki Rolü. R. Güneş, S. Karabınar ve M. Saban (Ed.), *Denetimde Seçme Konular-7* içinde (s. 291-328). Ankara: Gazi Kitabevi.
- Renders, A., Gaeremynck, A., & Sercu, P. (2010). Corporate-governance ratings and company performance: A cross-European study. *Corporate Governance*, 18(2), 87-106.
- Shan, Y. G. (2015). Value relevance, earnings management and corporate governance in China. *Emerging Markets Review*, 23, 186-207.
- Shil, N. C. (2008). Accounting for good corporate governance. *JOAAG*, 3(1), 22-31.
- Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1997). A survey of corporate governance. *The journal of finance*, 52(2), 737-783.

- Sloan, R. G. (2001). Financial accounting and corporate governance: a discussion. *Journal of accounting and economics*, 32(1-3), 335-347.
- Tshipa, J., Brummer, L., Wolmarans, H., & Du Toit, E. (2018). The impact of flexible corporate governance disclosures on value relevance. Empirical evidence from South Africa. *Corporate Governance: The International Journal of Business in Society*. 18(3). 369-385.

Research Article

Kurumsal Yönetim ve Muhasebe Bilgisinin Firma Değeri Üzerine Etkisi

The Effect of Corporate Governance and Accounting Knowledge on Firm Value

Gökhan ÖZER Prof. Dr., Gebze Teknik Üniversitesi İşletme Bölümü ozerg@gtu.edu.tr https://orcid.org/0000-0002-3255-998X	Nagihan AKTAŞ Arş. Gör., Gebze Teknik Üniversitesi İşletme Bölümü naktas@gtu.edu.tr https://orcid.org/0000-0002-4810-2351	İlhan ÇAM Arş. Gör. Dr., Gebze Teknik Üniversitesi İşletme Bölümü icam@gtu.edu.tr https://orcid.org/0000-0002-3076-0639
--	--	--

Extensive Summary

Corporate governance is a structure that ensures that investors who finance companies get a return on their investments (Shleifer and Vishny, 1997: p. 737). Thus, corporate governance deficiencies experienced in practice may adversely affect all stakeholders. In particular, as a result of accounting scandals and frauds in well-known companies such as Enron, Worldcom and Tyco, confidence in the markets, regulators and companies decreased, as well as investors were disappointed (Aluchna, 2009: p. 185). Therefore, corporate governance regulations have been extensively revised and especially in the USA, the Sarbanes-Oxley Act has been enacted.

Today, information has become an important resource for most individuals and institutions. Intellectual values such as knowledge have begun to be used rather than physical products for companies to gain competitive power. One of the information that is considered as the main element of corporate management is accounting information. Accounting knowledge is an important input for corporate governance mechanisms. The impact of accounting information is not limited to owners and managers, but includes many people both inside and outside the firm (Dinç and Abdioğlu, 2009: p. 158; Sloan, 2001: p. 344; Kothari, 2019: p. 359). It has also been stated in the studies that accounting information plays an important role in the corporate governance process, in which managerial inefficiency is recognized and punishments are realized due to these inefficiencies (Collins and DeAngelo, 1990: p. 213).

Accounting information is a traditional standard used by stakeholders to evaluate the health and sustainability of the firm (Anderson et al., 2004: p. 316). Accounting is the main source of independently verified information about the performance performed by managers for capital providers. Therefore, it is clear that there is a relationship between corporate governance and accounting (Sloan, 2001: p. 336).

Good corporate governance practices add value (Lee et al., 2011: p. 420). Having a good corporate governance practice not only reduces the opportunistic behavior of managers, but also increases the level of value relationship of accounting information (Shan, 2015: p. 204). The empirical results obtained in the researches revealed that the accounting information of the companies with a strong corporate governance practice increases the value relationship (Habib and Azim, 2008: p. 169). A well-established corporate governance environment in many ways, such as well-defined shareholder rights, a trusted control environment, a high level of transparency and disclosure, and an empowered board of directors, will make a firm more attractive and more profitable to investors and lenders alike (Shil, 2008: p. 29). Therefore, it can theoretically be expected that companies with higher corporate governance ratings will attract more attention from the market and investors and have higher market values.

This importance of corporate governance in terms of both company management and company stakeholders has motivated the examination of whether corporate governance and corporate governance components (shareholders, public disclosure and transparency, stakeholders and board of directors) have a significant effect on the market values of companies in this study. Theoretically, it is argued that companies with higher corporate governance ratings will attract more attention from the market and investors and have higher market values. In order to empirically test this hypothesis, panel data analyzes were conducted on a sample consisting of 29 publicly traded companies, which were outside the finance sector and whose corporate governance scores were calculated between 2008-2019. The data regarding the corporate governance scores of the companies were obtained from the Corporate Governance Rating Reports on the Corporate Governance Association of Turkey website. Therefore, since the corporate governance index was started to be calculated in 2007 and there were missing observations for 2007, the research sample was started in 2008. In addition, 2020 and 2021 were not included in the sample, since the COVID-19 Pandemic seriously affected the company's activities and therefore the financial reports. Data on financial statement information was obtained from Thomson Reuters Eikon database. After removing the missing data, the research sample consisted of 29 firm and 257 firm year observations. The empirical models are based on the Ohlson (1995) valuation model, which is frequently used in the value relation literature. Models were estimated using the Driscoll-Kraay standard errors method using fixed effects regression models.

In the light of the information obtained as a result of the study, the coefficient estimates for book value and earnings per share are positive and statistically significant in all models. These findings are also supported by the findings of previous studies (see Kargın, 2013; Baboukardos and Rimmel, 2016; Badu and Appiah, 2018). Therefore, the empirical findings in the study confirm the appropriateness of the Ohlson (1995) valuation model and reveal that book value and earnings per share have an explanatory power on the market values of the firms included in the sample. According to the findings obtained within the framework of the main purpose of the study, as the corporate governance levels of the companies increase, their market values also increase. As expected, this finding supports the main argument of the study, which predicts that the higher the corporate governance rating of the companies, the higher their market values will be. While no statistically significant relationship could be obtained with the components of corporate governance, shareholders, public disclosure and transparency, and stakeholders, it was found that the board of directors component had a statistically significant effect on the market value of the companies.

Many studies have been conducted in the international literature on whether corporate governance has a value relationship and thus affects the decisions of market participants (see Balagobei, 2018; Berthelot et al., 2010; Bin Khidmat et al., 2018; Black et al., 2006; Habib and Azim, 2008; Renders et al., 2010). According to the main finding obtained in these studies, corporate governance and corporate governance practices are an important variable in explaining the market value of companies and therefore have a value relationship for investors. In another important study, which is related to this study and contributes to the corporate governance literature with this study, Önce and Çavuş (2019) conducted a research by creating two samples from companies that are included in the BIST Corporate Governance Index and those that are not. Looking at the results they obtained from the value relationship model in their studies, they determined that being included in the index makes a difference in the financial reporting quality of the companies and increases the financial reporting quality. Therefore, it is thought that this study will make an important contribution to the literature, since there is no study in the literature examining the direct effect of corporate governance scores announced by authorized institutions on stock prices of publicly traded companies in Turkey.