

Research Article

The Relationship Between Corporate Governance Scores and Financial Performance: A Panel Data Analysis Approach on The Turkish Stock Exchange

Kurumsal Yönetim Puanları ve Finansal Performans Arasındaki İlişki: Türk Borsası Üzerine Panel Veri Analizi Yaklaşımı

Emine KAYA

Asst. Prof., Bingöl University

Social Science Vocational School

sauemineguler@gmail.com

<https://orcid.org/0000-0002-1823-162X>

Makale Geliş Tarihi	Makale Kabul Tarihi
01.06.2026	04.09.2026

Abstract

Financial crises and corporate scandals have led to serious vulnerabilities in corporate governance and deeply undermined market confidence in corporate organizations. The argument that inadequate governance mechanisms are one of the fundamental causes of these crises and scandals clearly demonstrates the great importance of the concept of corporate governance. This study aims to determine whether there is a relationship between the corporate governance scores and financial performance of 48 manufacturing firms included in the BIST Corporate Governance Index during the 2010-2025 period, using panel data analysis. The dependent variable is RoA, which is the ratio of net profit to total assets, while the independent variable is the Total Corporate Governance Score (TCGS). Due to the detection of cross-sectional dependence and slope heterogeneity in the panel dataset of 48 manufacturing firms for the 2010-2025 period, the Dynamic Least Squares Mean Group (DOLSMG) estimator, a second-generation estimator, was used. The analysis revealed a long-term and positive relationship between the RoA and TCGS variables. A one-unit increase in the TCGS variable increased the RoA variable by 0.08 units. In other words, the theory that high corporate governance quality in companies leads to lower costs of capital, increased financing opportunities, and improved liquidity has been proven to be valid for manufacturing companies included in the BIST Corporate Governance Index.

Keywords: Corporate Governance Scores, Financial Performance, Panel Data Analysis, BIST, Manufacturing Sector

Jel Codes : G34, L25, C33, G15, L60

Öz

Finansal krizler ve şirket skandalları, kurumsal yönetimde ciddi kırılmalara yol açmış ve piyasanın kurumsal kuruluşlara olan güvenini derinden sarsmıştır. Yetersiz yönetim mekanizmalarının bu kriz ve skandalların temel nedenlerinden biri olduğu argümanı, kurumsal yönetim kavramının ne kadar büyük önem taşıdığını açıkça göstermektedir. Bu çalışma panel veri analizi kullanarak, 2010-2025 döneminde BİST Kurumsal Yönetim Endeksi'nde yer alan 48 imalat firmasının kurumsal yönetim puanları ile finansal performansları arasında bir

Önerilen Atıf /Suggested Citation

Kaya, E., 2026, The Relationship Between Corporate Governance Scores and Financial Performance: A Panel Data Analysis Approach on The Turkish Stock Exchange, Üçüncü Sektör Sosyal Ekonomi Dergisi, 61(3), 3526-3539.

ilişki olup olmadığını belirlemeyi amaçlamaktadır. Bağımlı değişken, net kârın toplam varlığa oranıyla elde edilen RoA iken, bağımsız değişken Toplam Kurumsal Yönetim Puanı (TCGS)'dir. 2010-2025 periyodu için 48 imalat firmasına ait panel veri setinde yatay kesit bağımlılığı ve eğim heterojenliğinin varlığının tespit edilmesi nedeniyle ikinci nesil tahmincilerden Dinamik En Küçük Kareler Ortalama Grup (DOLSMG) tahmincisi kullanılmıştır. Analiz, RoA ve TCGS değişkenleri arasında uzun vadeli ve pozitif bir ilişki olduğunu ortaya koymuştur. TCGS değişkenindeki bir birimlik artış, RoA değişkenini 0,08 birim artırmıştır. Başka bir deyişle, şirketlerde yüksek kurumsal yönetim kalitesinin daha düşük sermaye maliyetlerine, artan finansman olanaklarına ve iyileştirmiş likiditeye yol açtığı teorisinin, BİST Kurumsal Yönetim Endeksi'ne dahil olan imalat şirketleri için geçerli olduğu kanıtlanmıştır.

Anahtar Kelimeler: Kurumsal Yönetim Notu, Finansal Performans, Panel Veri Analizi, BİST, İmalat Sektörü

Jel Sınıflaması: G34, L25, C33, G15, L60

1. Introduction

In the context of contemporary economic developments and the phenomenon of globalization, enterprises have been exposed to a highly competitive environment. Furthermore, recent financial crises and corporate scandals (e.g., Enron, WorldCom, Andersen, Xerox) have caused severe vulnerabilities in corporate managements and deeply undermined market confidence in corporate entities. The argument that inadequate management mechanisms are among the primary underlying causes of these crises and scandals has clearly demonstrated the paramount importance of the corporate governance concept.

Corporate governance is defined as a comprehensive set of approaches and principles grounded in equality, transparency, accountability, and responsibility within the contexts of business administration, operational processes, and stakeholder relations; aiming to enhance the efficiency and effectiveness of corporate activities, ensure reliability in reporting processes, achieve compliance with regulatory frameworks to protect the rights and interests of investors, and provide assurance to all stakeholders (Uzun, 2006: 8). In other words, it is stated that an effective corporate governance system is directly correlated with superior operational management, increased market value, and higher returns on investment, while simultaneously exerting a positive impact on firm performance (Drobetz et al., 2003: 7). Empirical studies conducted in the literature have demonstrated that robust corporate governance practices offer significant benefits from the perspectives of both firms and investors; furthermore, they have revealed that international investors evaluate corporate governance practices as a critical indicator at least as important as financial performance, believe that this issue is particularly crucial in investment decision-making processes for countries requiring structural reforms, and demonstrate a willingness to pay a premium for companies possessing high corporate governance standards (SPK, 2005: 2).

This study aims to determine, using panel data analysis, whether there is a relationship between the total corporate governance scores and return on assets of 48 manufacturing firms on the BIST Corporate Governance Index during the 2010-2025 period. In the vast majority of studies conducted on this subject, correlation and regression analyses are employed without performing homogeneity tests, using fixed effects or random effects estimators. Performing an analysis on panel data models without testing for heterogeneity leads to bias in parameter estimates. However, in this study, Swamy's (1971) S test was used to determine whether the slope and fixed parameters of the regression model were homogeneous or heterogeneous, and the analyses were conducted accordingly. This study is one of a very limited number of empirical studies both in terms of the duration of the period examined and the sample size. In this study, since the conditions of heterogeneity and cross-sectional dependence are met, the DOLSMG estimators were used to determine the long-term cointegration coefficient, which indicates the direction and magnitude of the identified relationship. In this sense, the study seeks to fill a gap in the existing literature both theoretically and methodologically.

2. Literature

Many studies have been conducted in the literature to determine the relationships between corporate governance scores and financial performance. The details of these studies are given below.

Erdoğan & Öztürk (2016) examined the relationship between the performance of firms listed on the BIST Corporate Governance Index and their respective corporate governance scores by utilizing panel

data analysis. The findings of the analysis demonstrated a statistically significant relationship between firm performance and corporate governance scores.

Abdallah & Ismail (2016) aimed to evaluate the relationship between the corporate governance scores and the financial performance of enterprises operating within the Gulf Cooperation Council member states. Based on the results of the regression analysis, a positive correlation was identified between corporate governance scores and financial performance.

Habib (2016) concluded that the corporate governance structures of 77 entities traded on the Dhaka Stock Exchange exert a positive impact on their return on assets.

Rizvan et al. (2016) determined in their research, which was based on the empirical data of 20 companies listed on the Karachi Stock Exchange, that corporate governance structures have a positive effect on financial performance.

Aydın (2017) examined the relationship between the corporate governance scores and the firm performance of 24 companies listed on the BIST Corporate Governance Index (XKURY) during the 2011-2015 period. The outcome of the research indicated a positive correlation between the corporate governance score and the return on assets.

Tükenmez et al., (2017) investigated the variances between five distinct corporate governance scores and the financial performance of entities within the financial sector listed on the Corporate Governance Index between 2009 and 2014 utilizing panel data analysis. According to the findings, a negative relationship was identified between the principles of public disclosure and transparency, financial leverage, and return on assets; conversely, a positive relationship was observed between firm size and return on assets.

Yıldırım et al., (2018) analyzed the corporate governance ratings and financial performance of five companies included in the BIST Corporate Governance Index spanning the years 2013-2016. Based on the empirical results, it was observed that no statistically significant relationship existed between the corporate governance ratings and the financial performance of the selected companies.

Mahrani & Soewarno (2018) investigated the relationship between corporate governance scores and financial performance. Based on the research findings, a positive correlation was established between corporate governance scores and financial performance metrics.

Kayalı & Doğan (2018) expanded the analysis regarding the interplay between corporate governance ratings and financial performance, utilizing fundamental data from the 2012-2016 period for enterprises operating within the BIST manufacturing sector. The findings denoted a significant relationship between corporate governance ratings and financial performance.

Ece & Güner (2018) examined the impact of corporate governance scores on firm performance across a sample of 30 companies between the years 2012 and 2017. The analysis revealed a positive correlation between corporate governance scores and company performance.

Saidat et al., (2019) investigated the association between corporate governance ratings and the financial performance of firms listed on the Amman Stock Exchange during the 2009-2015 timeframe. It was concluded from the study that a definitive relationship exists between the return on assets of the firms and their respective corporate governance ratings.

Turnacıgil et al., (2019) measured the correlation between the stock market performance and the corporate governance scores of 19 companies listed on the BIST XKURY index between 2009 and 2016. The analysis concluded that corporate governance scores did not yield an improvement in the stock market performance of the respective companies.

Karakılıç & Vuran (2019) examined the interaction between corporate governance variables and the financial performance of publicly traded companies listed on both the BIST 100 and the Corporate Governance Index from 2013 to 2016 utilizing panel data analysis. According to the outcomes derived from the applied data analysis method, a relationship was observed between the return on assets and board of directors practices.

Iqbal et al., (2019) analyzed the relationship between corporate governance scores and financial performance within micro-finance institutions located in Asia. The findings indicated a positive correlation between corporate governance scores and profitability ratios.

Güngör & Güney (2019) conducted a study encompassing 51 companies listed on the BIST Corporate Governance Index. According to the results of this research, which covered the period between 2010 and 2017, a positive relationship was identified between management performance and stock returns.

Suhadak et al., (2019) investigated the influence of corporate governance scores on stock returns. The study concluded that an increase in corporate governance scores was accompanied by a corresponding increase in stock returns.

Kyere & Ausloos (2021) examined the interplay between corporate governance scores and the financial performance of non-financial companies listed on the UK Stock Exchange utilizing regression analysis. The analytical results demonstrated that corporate governance scores are capable of exerting both positive and negative effects on financial performance.

Kısakürek et al., (2021) evaluated the corporate governance scores and performance metrics of 18 companies included in the Corporate Governance Index between the years 2012 and 2014. Within the scope of the study, the hierarchical positioning of the companies based on their corporate governance rating scores was juxtaposed with their rankings derived from financial performance. As a consequence of the research, it was determined that the corporate governance score rankings of the entities were incongruent with their corresponding performance rankings.

Düzer (2021) examined the relationship between corporate governance practices and financial performance spanning the years 2015 to 2019. The empirical findings revealed that firms incorporated within the corporate governance index exhibited superior results in terms of financial performance when compared to firms excluded from the index.

Tufan & Ege (2021) concluded in their study that a positive correlation exists between the corporate governance ratings of firms included in the BIST Corporate Governance Index during the 2009-2016 period and their return on assets.

Cengiz & Karabayır (2022) examined the mechanism through which corporate governance policies influence the financial outcomes of companies. The 2008-2018 timeframe was designated as the observation period. Based on the findings of the panel data analysis, a positive relationship was detected between the financial performance of the enterprises and their corporate governance practices.

Turnacıgil & Karakuş (2022) analyzed the dynamic between corporate governance scores and the return on assets of commercial entities utilizing data sourced from 16 enterprises between 2012 and 2019. In accordance with the results of the panel data analysis, it was observed that corporate governance scores exerted a positive effect on the return on assets.

Soylu & Ayanoğlu (2022) investigated the relationship between corporate governance compliance scores and financial performance metrics concerning 18 companies included in the BIST Corporate Governance Index during the year 2019. Based on the data acquired, no statistically significant relationship was established between financial performance and the compliance rating.

Ergun et al., (2022) explicitly examined the correlation between financial performance indicators and corporate governance scores for the 2016–2020 period. The outcomes derived from the GIA, TOPSIS, ARAS, and MOORA analytical methodologies revealed a substantive correlation between corporate governance scores and financial performance.

Küçükoğlu et al., (2022) investigated the relationship between the corporate governance rating scores of publicly traded firms incorporated in the BIST Corporate Governance Index and their respective share values, with a specific focus on the years 2016-2020. A significant statistical relationship was detected between corporate governance ratings and equity values.

Çekici & Babacan (2022) conducted a comparative analysis regarding the financial performance and corporate governance scores of 29 companies traded on the BIST Corporate Governance Index between 2015 and 2019. The financial performance of these 29 entities was assessed utilizing the Grey Relational

Analysis methodology. Consequently, the research indicated that the corporate governance scores of the companies did not impose a discernible impact on their financial performance.

Kurt & Elagöz (2022) examined the association between the financial performance metrics and the corporate governance scores of 15 companies that consistently maintained their status within the corporate governance index from 2013 to 2017. In light of the panel data analysis results, a negative relationship was identified between the return on assets and the corporate governance score.

El Khoury et al., (2023) investigated the relationship between the corporate governance ratings and the institutional performance of 46 banks operating across the Middle East, North Africa, and Turkey (MENAT) region spanning the years 2007 to 2019. According to the panel data analysis outcomes, a non-linear relationship was identified between corporate governance ratings and financial performance.

Yenisu & Türkoğlu (2023) investigated the intersection between the financial performance of companies and their corporate governance scores utilizing data encompassing the 2017–2019 operational period. Pursuant to the empirical outcomes, it was concluded that the inclusion of companies in the corporate governance index did not facilitate an enhancement in their financial performance.

Sönmez (2023) evaluated the relationship between financial performance indicators and corporate governance scores across a sample comprising 30 corporate entities. Utilizing data extracted from the 2015-2021 timeframe, the study demonstrated an absence of correlation between the specified variables.

Alptürk & Söker (2024) examined the connection between corporate governance ratings and stock returns observed during the period from 2014 to 2023. The results acquired through panel data analysis revealed a substantive relationship between the aforementioned variables.

Tunçel (2025) aimed to examine the relationship between corporate governance scores and financial performance of firms traded on the Istanbul Stock Exchange for the period 2010-2022 using panel data analysis method. The analysis results did not reveal a relationship between the variables.

Arslan & Erdoğan (2025) examined, using regression and correlation analysis, whether there was any relationship between the total corporate governance scores and financial performance of 19 manufacturing companies included in the BIST Corporate Governance Index for the period 2019-2021. The findings from the analyses revealed that corporate governance scores did not have a significant effect on return on assets.

Güler Özçalık et al., (2026) aimed to determine the relationship between the performance of 16 companies included in the BIST Corporate Governance Index and their corporate governance scores between 2010 and 2023. According to the analysis results, a negative correlation was found between return on assets and the total corporate governance score.

3. Data and Methodology

This study aims to determine, using panel data analysis, whether there is a relationship between the total corporate governance scores and return on assets of 48 manufacturing firms on the BIST Corporate Governance Index during the 2010-2025 period. Data from 48 companies was obtained from the Public Disclosure Platform and Turkey Corporate Governance Association database. A panel data analysis using a balanced panel data set was carried out to establish the relationship between total corporate governance scores (TCGS) and return on assets (RoA). The independent variable of the study was limited to corporate governance scores (TCGS). The dependent variable is that calculated as the ratio return on assets (RoA) commonly used in the literature (Habib, 2016); (Tükenmez et al., 2017); (Aydın, 2017); (Mahrani & Soewarno, 2018); (Karakılıç & Vuran, 2019); (Kyere & Ausloos, 2021); (Kısakürek et al., 2021); (Tufan & Ege, (2021); (Turnacıgil & Karakuş, 2022); (Kurt & Elagöz, 2022); (El Khoury et al., 2023); (Yenisu & Türkoğlu, 2023); (Sönmez, 2023); (Arslan & Erdoğan, 2025); (Güler Özçalık et al., 2026). The econometric analyses were conducted using the Stata 14.0 software package.

The generalized panel regression model used is shown below: In the model

$$RoA_{it} = \beta_0 + \beta_1 TCGS_{it} + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

In the model:

RoA_{it} = return on assets for firm i at time t ,

$TCGS_{it}$ = total corporate governance scores of firm i at time t .

Prior to the analysis, pre-tests for homogeneity, horizontal cross-sectional dependence and unit roots were carried out. Proceeding with the analysis without first testing for heterogeneity can result in deviated parameter predictions in panel data models. Homogeneity was tested for using Swamy's S Test. The S-test examines the difference between weighted average matrices of unit-specific least squares estimators and within-group estimators that ignore the panel structure of the data.

The test statistics for this method are calculated according to the formulas below.

$$\hat{S} = \sum_{i=1}^N (\hat{\beta}_i - \hat{\beta}_{WFE}) \frac{X_i' M_t X_i}{\sigma_i^2} (\hat{\beta}_i - \hat{\beta}_{WFE}) \quad (2)$$

Testing for horizontal cross-sectional dependence, which denotes that error terms of the model are related, is very significant for obtaining consistent analysis findings and selecting the unit root tests. There are various tests available in the literature for horizontal cross-sectional dependence. We used Breusch-Pagan's (1980) LM test ($N > T$) in this study. The test statistics for this method are calculated according to the formulas below.

$$LM = \sqrt{\frac{2T}{N(N-1)}} + \sum_{i=1}^{N-1} \sum_{j=i+1}^N \sqrt{T_{ij}} \hat{\rho}_{ij} \quad (3)$$

The analyses indicate that the model has a heterogeneous structure, meaning that the effect of ROA on TCGS differs across firms. LM Test results have identified horizontal cross-sectional dependence in the model. Therefore, second generation panel unit root tests, which account for horizontal cross-sectional dependence and heterogeneity were used in this study.

Following the identification of horizontal cross-sectional dependence and homogeneity, it became necessary to analyze panels using second generation methods and to this end the Horizontal Cross Section Expanded Panel Unit Root Test developed by Im (Pesaran and Shin, 2003) was used. In the cross-sectional extended panel unit root test developed by Pesaran, instead of estimating factor loadings, the lagged values of individual series and the cross-sectional means of the first difference values are added as factors to the Augmented Dickey-Fuller regression to test stationarity. This test, also called the "Cross-Sectional Extended Dickey-Fuller," gives consistent results when $N > T$.

The panel statistic is calculated as follows:

$$CIPS(N, T) = t - \bar{t} = N^{-1} \sum_{i=1}^N t_i(N, T) \quad (4)$$

In the Pesaran test, the presence of a unit root for each unit is first determined using Augmented Dickey-Fuller statistics, and the arithmetic mean of these statistics is taken to calculate the CIPS statistic (t -bar) for the entire panel. Then, the CIPS test statistic results are compared with the critical values given in the Pesaran (2006) study. If the CIPS statistic is greater than the critical values in absolute terms at the determined confidence level, the null hypothesis that 'The series are not stationary' is rejected, and the alternative hypothesis is accepted.

Following the stationarity of the panels in their first differences, it was deemed appropriate to investigate the cointegration relationship between the panels, and the cointegration test developed by Westerlund (2007), which is based on the assumption that the series forming the panel are stationary of the same degree and in the first difference $I(1)$, was used. Westerlund (2007) developed a cointegration test with four panels based on the error correction model, two of which are group mean statistics (G_t and G_a) and two are panel statistics (P_a and P_t). The P_a and P_t tests examine whether there is a cointegration relationship throughout the panel, while the G_t and G_a tests examine whether at least one unit is cointegrated. If there is inter-unit correlation in the series, it is necessary to make a decision based on

the bootstrap probability values of the test. The test is based on the null hypothesis "There is no cointegration" (Westerlund, 2007: 718).

The test statistic of this method is calculated as follows.

$$\Delta y_{it} = \delta' d_t + \alpha_i(y_{it-1} - \beta_i' X_{it-1}) + \sum_{j=1}^{pi} \alpha_{ij} \Delta y_{it-j} + \sum_{j=0}^{pi} y_{ij} \Delta x_{it-j} + e_{it} \quad (5)$$

4. Empirical Results

This section contains the results of the research data analysis.

In panel data analysis, there are some pre-tests that need to be implemented before identifying cointegration. The most frequently used pre-tests in the literature are checking for the presence of horizontal cross-sectional dependence, identifying homogeneity-heterogeneity and finally, identifying stationarity levels using unit root tests.

Table 1: Homogeneity and Horizontal Cross-sectional Dependence Test Results

	LM	S
MODEL	375.41 (0.00)*	55647.02 (0.00)*
RoA	7.21 (0.00)*	11.13(0.00)*
TCGS	2.31(0.00)*	26.32(0.00)*

Note: * indicates 5% level of significance.

Homogeneity check results indicate that the effect of changes in TCGS on RoA differs across firms. LM Test results have identified horizontal cross-sectional dependence. Therefore, we used prediction methods, and second generation panel unit root tests developed to account for horizontal cross-sectional dependence and heterogeneity to obtain robust and consistent parameter predictions.

Table 2: CIPS Panel Unit Root Test Results

	Level	First Difference
RoA	-1.105	-2.304*
TCGS	-1.001	-2.198*

Note: The * symbol indicates a significance level of 0.05. Before conducting unit root tests, the graphs of all variables were examined, and since the series did not contain a trend for all companies, a model with a constant term but no trend was used. The lag length was calculated using the Akaike Information Criterion, the critical value of the CIPS statistic (Pesaran, 2007) was found to be -2.060 at a 5% significance level.

In the phase of the study following the unit root test, we identified whether panels that are stationary at their level move together in the long term. To this end, we used the Pesaran (2004) CD test and Swamy's (1971) S test to check for the horizontal cross-sectional dependence and homogeneity of the cointegration model.

Table 3: Homogeneity and Horizontal Cross-Sectional dependence Test Results for the Cointegration Model

S Test	106.01 (0.00) *
CD Test	2.17 (0.00) *

Note: * indicates 5% level of significance.

The tests show that horizontal cross-sectional dependence is present and the cointegration coefficient is heterogenous. Therefore, we used the Westerlund (2007) panel cointegration test with interunit correlation and heterogeneity assumptions.

Table 4: Westerlund ECM Panel Cointegration Test Results

	ECM Test Statistics	Bootstrap Possibility Value
RoA		
Gt	-2.003	0.001
Ga	-3.165	0.041

Pt	-3.007	0.011
Pa	-3.202	0.018
TCGS		
Gt	-2.348	0.004
Ga	-3.112	0.005
Pt	-6.012	0.030
Pa	-4.138	0.008

Note: The bootstrap possibility value was obtained from a 1000 repeated distribution. We carried out the checks on the fixed model for 5% degree of significance. We did not run further tests to support the analysis, as all Gt, Ga, Pt and Pa statistics found a cointegration relationship between variables.

Results in Table 4 show that there is a cointegration relationship which establishes a long term relationship between RoA and TCGS variables. Research done by Kao and Chiang (2001) reached the conclusion that in Monte Carlo simulations, the FMOLS estimator generates seriously deviant and inconsistent results in all instances of heterogeneous panels (Tatoğlu, 2018: 216–217). Therefore having identified the long term co-movement of panels with the cointegration test, it used the DOLSMG estimator to determine the direction and size of the relationship. In the DOLSMG estimator, first the divergences of the variables from the horizontal cross-section means were obtained and the transformed model was estimated for each companies using dynamic least squares (DOLS). Then the results were consolidated for the using Pedroni (2001) mean group (MG) method. Results are shown in Table 5.

Table 5: Long Term Cointegration Coefficient Results

	Long-term coefficient	T statistic	R²	Adjusted R²
DOLSMG	0.083	2.358	0.849	0.835

A one-unit increase in the TCGS variable increased the RoA variable by 0.08 units based on the DOLSMG estimator. The predictions were carried out at the 5% level of significance. The T table value at 5% significance level is 1.96. The results show that relationship between the TCGS and RoA is significant and positive in the long run.

5. Conclusion

According to the Corporate Governance Committee, corporate governance can be broadly defined as the system by which companies are directed and controlled, and essentially involves the series of relationships between company management, the board of directors, shareholders, and other stakeholders (OECD, 1999: 9). Corporate governance brings together the interests of boards of directors, senior management, employees, shareholders, and other stakeholders in companies, ensuring the necessary checks and balances. It helps strengthen competition and implement the right strategies for accessing capital in global markets (Darman, 2008: 13). Due to the aforementioned benefits of corporate governance, corporate governance practices have gained importance. The reasons behind the increasing importance of the corporate governance concept in recent years are the economic crises and corporate scandals experienced worldwide. These corporate scandals around the world have led to a decrease in trust in large companies such as Enron, Worldcom, Global Crossing, Qwest, Adelpha, Xerox, and Tyco, increasing the concerns of shareholders and stakeholders. This is why, corporate governance is of great importance to address the concerns of shareholders and stakeholders (Yenice and Dölen, 2013: 201).

Good corporate governance practices have significant benefits for companies and countries. From a company perspective, high corporate governance quality means lower capital costs, increased financing opportunities and liquidity, easier recovery from crises, and preventing well-managed companies from being excluded from capital markets. From a country's perspective, good corporate governance means improving the country's image, preventing capital flight abroad, increasing foreign capital investments, increasing the competitiveness of the economy and capital markets, overcoming crises with less damage, more efficient allocation of resources, and ensuring and maintaining high welfare (SPK, 2005: 2).

This study aims to determine, using panel data analysis, whether there is a relationship between the total corporate governance scores and return on assets of 48 manufacturing firms on the BIST Corporate Governance Index during the 2010-2025 period. Data from 48 companies was obtained from the Public

Disclosure Platform and Turkey Corporate Governance Association database. A panel data analysis using a balanced panel data set was carried out to establish the relationship between total corporate governance scores (TCGS) and return on assets (RoA). The econometric analyses were conducted using the Stata 14.0 software package. Prior to the analysis, pre-tests for homogeneity, horizontal cross-sectional dependence and unit roots were carried out. The Dynamic Least Squares Mean Group (DOLSMG) estimator was used to determine the long-term cointegration coefficient, which expresses the direction and magnitude of the relationship. The analysis revealed a long-term and positive relationship between RoA and TCGS variables. A one-unit increase in the TCGS variable increased the RoA variable by 0.08 units. In other words, the theory that high corporate governance quality in companies leads to lower capital costs, increased financing opportunities, and improved liquidity has been proven valid for manufacturing companies included in the BIST Corporate Governance Index. The research findings were found to be similar to the results of the studies by (Abdallah & Ismail, 2016); (Rizvan et al., 2016); (Habib, 2016); (Tükenmez et al., 2017); (Aydın, 2017); (Mahrani & Soewarno, 2018); (Ece & Güner, 2018); (Iqbal et al., 2019); (Kyere & Ausloos, 2021); (Tufan & Ege, (2021); (Turnacıgil & Karakuş, 2022); (Cengiz & Karabayır, 2022).

This study has some limitations. Since the research data was obtained from manufacturing companies included in the BIST Corporate Governance Index, caution should be exercised in generalizing the results. Significant findings may be obtained by conducting analyses on these companies in the future, and these findings may guide the corporate governance policies of companies operating in other sectors. The research model does not include variables such as firm size, financial leverage, and growth. In future research, these variables may be included in the model to obtain more comprehensive analyses. The econometric analyses used in this study were performed using the Stata 14.0 software package. Future reviews may combine studies that combine qualitative and quantitative methods. Furthermore, different methodologies and much broader data sets may be used to examine the relationship between corporate governance and financial performance in greater depth.

References

- Abdallah, A.A.N., & Ismail, A.K. (2016). Corporate governance practices, ownership structure, and corporate performance in the GCC countries. *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, 46(2017), 98-115.
- Alptürk, Y., & Söker, F. (2024). Kurumsal yönetim notları hisse senedi getirilerini etkiler mi? Fourier tabanlı testler ile BIST XKURY endeksinden kanıtlar. *Alanya Akademik Bakış Dergisi*, 8(3), 823-839.
- Arslan, S., & Erdoğan, T. (2025). BİST Sürdürülebilirlik Endeksi'ndeki İmalat İşletmelerinde ESG ve Finansal Performans İlişkisi. *Politik Ekonomik Kuram*, 9(3), 976-987.
- Aydın, A. D. (2017). İyi yönetilen şirketlerin sırrı olarak kurumsal yönetim ve firma performansı üzerindeki etkisi. *Atatürk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 21(4), 1541-1553.
- Breusch, T. S., & Pagan, A. R. (1980). The Lagrange multiplier test and its applications to model specification in econometrics. *The review of economic studies*, 47(1), 239-253.
- Cengiz, S., & Karabayır, M. E. (2022). Kurumsal yönetim ile finansal performans ilişkisi: Türkiye'de ampirik bir araştırma. *Journal of Accounting and Taxation Studies*, 15(2), 321-348.
- Çekici, M. E., & Babacan, Ş. F. (2022). Gri ilişkisel analiz ile kurumsal yönetim ve finansal performans karşılaştırması: Borsa İstanbul'da bir uygulama. *Marmara Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi*, 44 (1), 221-238.
- Darman, M. G. (2008). *Küresel ekonomilerde kurumsal yönetim anlayışı ve Türkiye*, Ankara: TOBB ICC Türkiye Milli Komitesi.
- Drobtz, W., Schillhofer A. and Zimmenmann H. (2003). Corporate governance and expected stock returns: Evidence from Germany. *European Financial Management*, 10(2), 267-293.
- Düzer, M. (2021). Kurumsal yönetim, kurumsal sürdürülebilirlik ve finansal performans: BIST'te bir inceleme. *Uluslararası Yönetim İktisat ve İşletme Dergisi*, (17), 35-51.

- Ece, O., & Güner, M. (2018). Kurumsal yönetim uygulamaları ile firma piyasa performansı ve firma finansal performansı arasındaki ilişkinin analizi: BİST’te bir uygulama. *Türkiye Sosyal Araştırmalar Dergisi*, 22(4), 745-782.
- El Khoury, R., Nasrallah, N., & Alareeni, B. (2023). ESG and financial performance of banks in the MENAT region: concavity–convexity patterns. *Journal of Sustainable Finance & Investment*, 13(1), 406-430.
- Erdoğan, M., & Öztürk, M. S. (2016). Kurumsal yönetim endeksinde yer alan işletmelerin performansına etki eden finansal oranların incelenmesi. *World Of Accounting Science*, 18.
- Ergun, H., Sucu, M. Ç., Yaralı, M. C., Güllal, M., & Kılıçarslan, A. (2022). Finansal performans, kurumsal yönetim ve marka değeri arasındaki ilişki: Borsa İstanbul kurumsal yönetim endeksi kapsamındaki bankalar üzerine bir uygulama. *Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 12(2).
- Güler Özçalık, S., Uğurluel Atağan, G., & Eren, B. S. (2026). Kurumsal Yönetim Puanı ile Finansal Performans İlişkisi: BİST Kurumsal Yönetim Endeksinde Bir Uygulama. *Journal of Business in The Digital Age*, 8(2), 387-400.
- Güngör, B., & Güney, G. (2019). Kurumsal yönetim performansının hisse senedi getirileri ile ilişkisi: Türkiye örneği. *Atatürk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 23(1), 37–66.
- Habib, M.A. (2016). Relationship between corporate governance and firm performance: A case study in Bangladesh. *International Scholar Journal Accounting and Finance*, 2(1), 11-20.
- Im, K. S, Pesaran, M. H., & Shin, Y. (2003). Testing for unit roots in heterogeneous panels. *Journal of Econometrics*, 115(1), 53-74.
- Iqbal, S., Nawaz, A., & Ehsan, S. (2019). Financial performance and corporate governance in microfinance: Evidence from Asia. *Journal of Asian Economics*, 60, 1-13.
- Kao, C., & Chiang, M. H. (2001). On the estimation and inference of a cointegrated regression in panel data. *Advances in Econometrics*, 15, 179–222.
- Karakılıç, A. B., & Vuran, B. (2019). Kurumsal yönetim uygulamalarının firma değerine etkisi: Türkiye uygulaması. *Journal of Accounting Institute*, (60), 9-19.
- Kayalı, N., & Doğan, İ. (2018). Kurumsal Yönetim Derecelendirme Notu İle İşletmelerin Finansal Başarıları Arasındaki İlişkinin İncelenmesi. *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, 78, 111-124.
- Kısakürek, M., Yaşar, F., & Sakalsız, S. A. (2021). İşletmelerin kurumsal yönetim notları ile finansal performanslarının karşılaştırılması: BİST’te bir uygulama. *Muhasebe ve Denetim Bakış*, 20(62), 79-102.
- Kurt, A. & Elagöz İ. (2022). Kurumsal Yönetim ve Finansal Performans İlişkisi: Borsa İstanbul kurumsal yönetim endeksinde yer alan şirketlerde bir uygulama, *International Journal of Dicipines Economics & Administrative Sciences Studies*, 8(41): 330-344.
- Kurulu, S. P. (2005). Kurumsal yönetim ilkeleri. *Ankara: Sermaye Piyasası Kurulu Yayınları*.
- Küçüköğlu, S., Küçükçolak, N. İ., & Küçükçolak, R. A. (2022). Kurumsal yönetim derecelendirmesi ve pay değeri ilişkisi: Borsa İstanbul örneği. *Sosyoekonomi*, 30(52), 439-454.
- Kyere, M., & Ausloos, M. (2021). Corporate governance and firms financial performance in the United Kingdom. *International Journal of Finance & Economics*, 26(2), 1871-1885.
- Mahrani, M., & Soewarno, N. (2018). The effect of good corporate governance mechanism and corporate social responsibility on financial performance with earnings management as mediating variable. *Asian Journal of Accounting Research*, 3(1), 41-60.
- OECD. (1999). *Principles of corporate governance*. OECD. [https://one.oecd.org/document/C/MIN\(99\)6/En/pdf](https://one.oecd.org/document/C/MIN(99)6/En/pdf).
- Pedroni, P. (2001). Purchasing power parity tests in cointegrated panels. *Review of Economics and Statistics*, 83(4), 727-731.

- Pesaran, M. H. (2003). General diagnostic tests for cross section dependence in panels. Cambridge Working Papers. *Economics*, 1240(1).
- Pesaran, M. H. (2006). A simple panel unit root test in the presence of cross-section dependence. *Journal of Applied Econometrics*, 22(2), 265-312.
- Rizwan, M., Asrar, H., Siddiqui, N.A., & Usmani, W.U. (2016) The impact of corporate governance on financial performance: An empirical investigation. *International Journal of Management Sciences and Business Research*, 5(9), 11-27.
- Saidat, Z., Silva, M., & Seaman, C. (2019). the relationship between corporate governance and financial performance: Evidence from jordanian family and nonfamily firms. *Journal of Family Business Management*, 9(1), 54-78.
- Soylu, B., & Ayanoğlu, Y. (2022). Finansal ve finansal olmayan performans ile kurumsal yönetim arasındaki ilişkinin incelenmesi: Kurumsal yönetim endeksindeki işletmeler üzerine bir uygulama. *Muhasebe Bilim Dünyası Dergisi*, 24(MODAVICA Özel Sayısı), 202-227.
- Sönmez, A. R. (2023). Kurumsal yönetim derecelendirme puanının finansal performans üzerine etkisi: Türkiye örneği. *Stratejik Yönetim Araştırmaları Dergisi*, 6(1), 21-34. <https://doi.org/10.54993/syad.1242008>.
- Suhadak, S., Kurniaty, K., Handayani, S.R., & Rahayu, S.M. (2019). Stock return and financial performance as moderation variable in influence of good corporate governance towards corporate value. *Asian Journal of Accounting Research*. 4(1), 18-34.
- Swamy, P. A. V. B. (1971). *Statistical inference in random coefficient regression models*, 55, Springer Science & Business Media.
- Tatoğlu, F. Y. (2018). *Panel zaman serileri analizi*. İstanbul: Beta Yayınları.
- Tufan, H., & Ege, İ. (2021). Kurumsal yönetim ilkelerinin finansal performansa etkisi: Panel veri analizi. *Mersin Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 4(2), 41-57.
- Tunçel, M. B. (2025). Kurumsal yönetim notlarının finansal performans üzerindeki etkisi: Borsa İstanbul'da yer alan firmalar üzerine bir inceleme. *Alanya Akademik Bakış*, 9(1), 243-257.
- Turnacıgil, S., & Karakuş, T. F. (2022). Kurumsal yönetim puanlarının işletmelerin aktif karlılığı, özsermaye karlılığı ve borçlanma düzeylerine etkisi. *Kahramanmaraş Sütçü İmam Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 12(1), 145-159.
- Turnacıgil, S., Güler, H., & Doğukanlı, H. (2019). Kurumsal yönetimin hisse senedi getirisine etkisinin PVAR analizi ile ölçülmesi: BİST'te bir araştırma. *Uluslararası Ekonomi İşletme ve Politika Dergisi*, 3(2), 367-380.
- Tükenmez, N. M., Gençyürek, A. G. & Kabakçı, C. Ç. (2015). Türk bankacılık sektöründe sahiplik yoğunlaşması ile finansal performans ilişkisinin incelenmesine yönelik ampirik bir çalışma. *Atatürk Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi*, 30(3), 625-644.
- Uzun, A. K. (2006). Kurumsal yönetim ve iç denetimin etkinliğinde başarı faktörleri. *Deloitte*, Mayıs.
- Westerlund, J. (2007). Testing for error correction in panel data. *Oxford Bulletin of Economics and statistics*, 69(6), 709-748.
- Yenice, S., & Dölen, T. (2013). İMKB'de işlem gören firmaların kurumsal yönetim ilkelerine uyumunun firma değeri üzerindeki etkisi. *Uluslararası Yönetim İktisat ve İşletme Dergisi*, 9(19), 199-213.
- Yenisu, E., & Türkoğlu, D. (2023). Kurumsal yönetim ve finansal performans ilişkisi: BİST şirketleri üzerine bir uygulama. *Bahkesir Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 26(49), 219-239.
- Yıldırım, G., Kocamış, T. U., & Tokur, Ö. T. (2018). Sürdürülebilirlik ve firma performansı: BİST sürdürülebilirlik endeksi şirketleri üzerine bir uygulama. *Akademi Sosyal Bilimler Dergisi*, 5(15), 90-96.

Araştırma Makalesi

The Relationship Between Corporate Governance Scores and Financial Performance: A Panel Data Analysis Approach on The Turkish Stock Exchange

Kurumsal Yönetim Puanları ve Finansal Performans Arasındaki İlişki: Türk Borsası Üzerine Panel Veri Analizi Yaklaşımı

Emine KAYA

Asst. Prof., Bingöl University

Social Science Vocational School

sauemineguler@gmail.com

<https://orcid.org/0000-0002-1823-162X>

Genişletilmiş Özet

Çağdaş ekonomik gelişmeler ve küreselleşme olgusu bağlamında, işletmeler son derece rekabetçi bir ortama maruz kalmıştır. Dahası, son finansal krizler ve kurumsal skandallar (örneğin, Enron, WorldCom, Andersen, Xerox), kurumsal yönetimlerde ciddi kırılmalıklara yol açmış ve kurumsal kuruluşlara olan piyasa güvenini derinden sarsmıştır. Yetersiz yönetim mekanizmalarının bu krizlerin ve skandalların temel nedenlerinden biri olduğu argümanı, kurumsal yönetim kavramının son derece önemli olduğunu açıkça göstermiştir.

Kurumsal yönetim, işletme yönetimi, operasyonel süreçler ve paydaş ilişkileri bağlamında eşitlik, şeffaflık, hesap verebilirlik ve sorumluluk temellerine dayanan kapsamlı bir yaklaşım ve ilkeler bütünü olarak tanımlanır; kurumsal faaliyetlerin verimliliğini ve etkinliğini artırmayı, raporlama süreçlerinde güvenilirliği sağlamayı, yatırımcıların hak ve çıkarlarını korumak için düzenleyici çerçevelere uyumu sağlamayı ve tüm paydaşlara güvence vermeyi amaçlar (Uzun, 2006: 8). Başka bir deyişle, etkili bir kurumsal yönetim sisteminin, üstün operasyonel yönetim, artan piyasa değeri ve daha yüksek yatırım getirileriyle doğrudan ilişkili olduğu ve aynı zamanda şirket performansı üzerinde olumlu bir etki yarattığı belirtilmektedir (Drobtz vd., 2003: 7). Literatürde yapılan ampirik çalışmalar, güçlü kurumsal yönetim uygulamalarının hem şirketler hem de yatırımcılar açısından önemli faydalar sağladığını göstermiştir; ayrıca, uluslararası yatırımcıların kurumsal yönetim uygulamalarını en az finansal performans kadar önemli bir gösterge olarak değerlendirdiğini, bu konunun özellikle yapısal reformlara ihtiyaç duyan ülkeler için yatırım karar alma süreçlerinde çok önemli olduğuna inandığını ve yüksek kurumsal yönetim standartlarına sahip şirketler için prim ödemeye istekli olduklarını ortaya koymuştur (SPK, 2005: 2).

Iqbal vd., (2019), Asya'da bulunan mikrofinans kurumlarındaki kurumsal yönetim puanları ile finansal performans arasındaki ilişkiyi analiz etti. Bulgular, kurumsal yönetim puanları ile kârlılık oranları arasında pozitif bir korelasyon olduğunu gösterdi.

Suhadak vd., (2019), kurumsal yönetim puanlarının hisse senedi getirileri üzerindeki etkisini araştırdı. Kurumsal yönetim puanlarındaki artışın hisse senedi getirilerinde de karşılık gelen bir artışla birlikte olduğunu sonucuna vardı.

Kyere ve Ausloos (2021), regresyon analizi kullanarak, İngiltere Borsası'nda işlem gören finansal olmayan şirketlerin kurumsal yönetim puanları ile finansal performansları arasındaki etkileşimi

incelemiştir. Sonuçlar, kurumsal yönetim puanlarının finansal performans üzerinde hem olumlu hem de olumsuz etkiler gösterebildiğini ortaya koymuştur.

Kısakürek vd., (2021), 2012 ve 2014 yılları arasında Kurumsal Yönetim Endeksi'nde yer alan 18 şirketin kurumsal yönetim puanlarını ve performans metriklerini değerlendirmiştir. Şirketlerin kurumsal yönetim puanlarına göre hiyerarşik sıralaması, finansal performans sıralamalarıyla karşılaştırılmış ve kuruluşların kurumsal yönetim puanı sıralamalarının, karşılık gelen performans sıralamalarıyla uyumsuz olduğu belirlenmiştir.

Düzer (2021), 2015-2019 yılları arasında kurumsal yönetim uygulamaları ile finansal performans arasındaki ilişkiyi incelemiştir. Bulgular, kurumsal yönetim endeksine dahil olan firmaların, endekse dahil olmayan firmalara kıyasla finansal performans açısından üstün sonuçlar sergilediğini ortaya koymuştur.

Tufan ve Ege (2021) çalışmalarında, 2009-2016 döneminde BİST Kurumsal Yönetim Endeksi'ne dahil olan firmaların kurumsal yönetim derecelendirmeleri ile varlık getirileri arasında pozitif bir korelasyon olduğunu sonucuna varmışlardır.

Cengiz & Karabayır (2022), kurumsal yönetim politikalarının şirketlerin finansal sonuçlarını nasıl etkilediği mekanizmasını incelemiştir. 2008-2018 dönemi gözlem dönemi olarak belirlenmiştir. Panel veri analizi bulgularına göre, işletmelerin finansal performansı ile kurumsal yönetim uygulamaları arasında pozitif bir ilişki tespit edilmiştir.

Turnacıgil ve Karakuş (2022), 2012-2019 yılları arasında 16 işletmenin kurumsal yönetim puanları ile ticari kuruluşların varlık getirisi arasındaki dinamiği analiz etmiştir. Panel veri analizi sonuçlarına göre, kurumsal yönetim puanlarının varlık getirisi üzerinde pozitif bir etkiye sahip olduğu gözlemlenmiştir.

Soylu ve Ayanoglu (2022), 2019 yılında BİST Kurumsal Yönetim Endeksi'nde yer alan 18 şirketin kurumsal yönetim uyumluluk puanları ile finansal performans metrikleri arasındaki ilişkiyi incelemiştir. Elde edilen verilere göre, finansal performans ile uyumluluk derecelendirmesi arasında istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki tespit edilmemiştir.

Küçükoğlu vd., (2022), BİST Kurumsal Yönetim Endeksi'nde yer alan halka açık şirketlerin kurumsal yönetim derecelendirme puanları ile ilgili hisse değerleri arasındaki ilişkiyi, 2016-2020 yılları üzerinde yoğunlaşarak incelemiştir. Kurumsal yönetim derecelendirmeleri ile öz sermaye değerleri arasında istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki tespit edilmiştir.

Kurt ve Elagöz (2022), 2013-2017 yılları arasında kurumsal yönetim endeksindeki yerlerini sürekli olarak koruyan 15 şirketin finansal performans ölçütleri ile kurumsal yönetim puanları arasındaki ilişkiyi incelemiştir. Panel veri analizi sonuçları ışığında, varlık getirisi ile kurumsal yönetim puanı arasında negatif bir ilişki tespit edilmiştir.

El Khoury vd., (2023), 2007-2019 yılları arasında Orta Doğu, Kuzey Afrika ve Türkiye (MENAT) bölgesinde faaliyet gösteren 46 bankanın kurumsal yönetim derecelendirmeleri ile kurumsal performansları arasındaki ilişkiyi incelemiştir. Panel veri analizi sonuçlarına göre, kurumsal yönetim derecelendirmeleri ile finansal performans arasında doğrusal olmayan bir ilişki tespit edilmiştir.

Yenisu ve Türkoğlu (2023), 2017-2019 faaliyet dönemini kapsayan verileri kullanarak şirketlerin finansal performansları ile kurumsal yönetim puanları arasındaki kesişimi araştırmıştır. Ampirik sonuçlara göre, şirketlerin kurumsal yönetim endeksine dahil edilmesinin finansal performanslarında bir iyileşme sağlamadığı sonucuna varılmıştır.

Alptürk ve Söker (2024), 2014-2023 döneminde gözlemlenen kurumsal yönetim derecelendirmeleri ile hisse senedi getirileri arasındaki bağlantıyı incelemiştir. Panel veri analizi yoluyla elde edilen sonuçlar, söz konusu değişkenler arasında önemli bir ilişki olduğunu ortaya koymuştur.

Tunçel (2025) Borsa İstanbul'da işlem gören firmaların kurumsal yönetim notları ile finansal performansları arasındaki ilişkiyi 2010-2022 dönemi için panel veri analizi yöntemiyle incelemeyi amaçlamıştır. Analiz sonuçlarında değişkenler arasında bir ilişki tespit edilememiştir.

Arslan ve Erdoğan (2025) BİST Kurumsal Yönetim Endeksi'nde yer alan imalat sektöründe faaliyet gösteren 19 şirketin 2019-2021 dönemi için şirketlerin toplam kurumsal yönetim puanları ile finansal

performansları arasında herhangi bir ilişkinin olup olmadığını regresyon ve korelasyon analizi ile incelemiştir. Analizlerden elde edilen bulgular, aktif kârlılığı üzerinde kurumsal yönetim puanlarının anlamlı bir etkisinin olmadığı tespit edilmiştir.

Güler Özçalık vd., (2026) 2010-2023 yılları arasında BİST Kurumsal Yönetim Endeksi'nde yer alan 16 şirketin performansları ile kurumsal yönetim notları arasındaki ilişkinin tespit edilmesi amaçlamıştır. Analiz sonuçlarına göre aktif kârlılığı ile toplam kurumsal yönetim notu arasında negatif ilişki saptanmıştır.

Bu çalışma, 2010-2025 döneminde BİST Kurumsal Yönetim Endeksi'nde yer alan 48 imalat firmasının toplam kurumsal yönetim puanları (TCGS) ile varlık kârlılığı (ROA) arasında bir ilişki olup olmadığını panel veri analizi kullanarak belirlemeyi amaçlamaktadır. 48 şirkete ait veriler, Kamu Aydınlatma Platformu ve Türkiye Kurumsal Yönetim Derneği veri tabanından elde edilmiştir. Toplam kurumsal yönetim puanları (TCGS) ile varlık kârlılığı (ROA) arasındaki ilişkiyi belirlemek için dengeli panel veri seti kullanılarak panel veri analizi yapılmıştır. Ekonometrik analizler Stata 14.0 yazılım paketi kullanılarak gerçekleştirilmiştir. Analiz öncesinde homojenlik, yatay kesitsel bağımlılık ve birim kökler için ön testler yapılmıştır. İlişkinin yönünü ve büyüklüğünü ifade eden uzun vadeli eşbütünleşme katsayısını belirlemek için Dinamik En Küçük Kareler Ortalama Grup tahmincisi (DOLSMG) kullanılmıştır. Analiz, RoA ve TCGS değişkenleri arasında uzun vadeli ve pozitif bir ilişki olduğunu ortaya koymuştur. TCGS değişkenindeki bir birimlik artış, RoA değişkenini 0,08 birim artırmıştır. Başka bir deyişle, şirketlerde yüksek kurumsal yönetim kalitesinin daha düşük sermaye maliyetlerine, artan finansman fırsatlarına ve iyileştirilmiş likiditeye yol açtığı teorisi, BİST Kurumsal Yönetim Endeksi'ne dahil olan imalat şirketleri için geçerli olduğu kanıtlanmıştır. Araştırma bulgularının (Abdallah & Ismail, 2016); (Rizvan vd., 2016); (Habib, 2016); (Tükenmez vd., 2017); (Aydın, 2017); (Mahrani & Soewarno, 2018); (Ece & Güner, 2018); (Iqbal vd., 2019); (Kyer & Ausloos, 2021); (Tufan & Ege, (2021); (Turnacıgil & Karakuş, 2022); (Cengiz & Karabayır, 2022) çalışmalarının sonuçlarına benzer olduğu bulunmuştur.

Bu çalışmanın bazı sınırlılıkları bulunmaktadır. Araştırma verileri BİST Kurumsal Yönetim Endeksi'nde yer alan imalat şirketlerinden elde edildiğinden, sonuçların genelleştirilmesinde dikkatli olunmalıdır. Gelecekte bu şirketler üzerinde yapılacak analizlerle önemli bulgular elde edilebilir ve bu bulgular diğer sektörlerde faaliyet gösteren şirketlerin kurumsal yönetim politikalarına rehberlik edebilir. Araştırma modeli, firma büyüklüğü, finansal kaldıraç ve büyüme gibi değişkenleri içermemektedir. Gelecekteki araştırmalarda, daha kapsamlı analizler elde etmek için bu değişkenler modele dâhil edilebilir. Çalışmada kullanılan ekonometrik analizler Stata 14.0 yazılım paketi kullanılarak gerçekleştirilmiştir. Gelecekteki incelemeler, nitel ve nicel yöntemleri birleştiren çalışmaları bir araya getirebilir. Ayrıca, kurumsal yönetim ve finansal performans arasındaki ilişkiyi daha derinlemesine incelemek için farklı metodolojiler ve çok daha geniş veri kümeleri kullanılabilir.