

Kurumsal Yönetim İşletmelerinin Finansal Performansları Üzerine Etkisinin Analizi ve Bist Üzerine Bir Uygulama

(Analysis of the Effect of Corporate Governance on the Financial Performances of Businesses and an Application on Bist)

Jiyan ERENER ^a Sedat YENİCE ^a

^a Ankara Hacı Bayram Veli Üniversitesi, Lisans Üstü Eğitim Enstitüsü, Ankara, Türkiye. jiyan.eren@hbv.edu.tr

^b Ankara Hacı Bayram Veli Üniversitesi, Polatlı Sosyal Bilimler Meslek Yüksekokulu, Ankara, Türkiye. sedatyenice@gmail.com

MAKALE BİLGİSİ	ÖZET
<p>Anahtar Kelimeler: Finansal başarısızlık İşletme performans ölçütleri Kurumsal yönetim</p> <p>Gönderilme Tarihi 8 Ocak 2022 Revizyon Tarihi 17 Şubat 2022 Kabul Tarihi 25 Şubat 2022</p> <p>Makale Kategorisi: Araştırma Makalesi</p>	<p>Amaç – Çalışma kurumsal yönetim ile aktif ve öz sermaye kârlılık oranı arasında ilişkinin ne düzeyde olduğunu; kurumsal yönetimin endeksi kapsamında işletmelerin işletme performansına anlamlı bir etkisinin olup olmadığını araştırılması üzerine oluşturulmuştur.</p> <p>Yöntem – 2010-2020 yılları arasında kurumsal yönetim endeksi kapsamında olan 16 adet firma üzerinden; işletme performanslar ölçütleri kullanılarak değerlendirilmeye alınmıştır. Esas alınan performans ölçütleri ROA (İşletmelerin yapmış olduğu, tüm varlıklarını ve yatırımlarını hangi oranda etkin kullandığını gösteren oran) ve ROE (Öz sermaye karlılığı ile fonların bir birimine düşen karlılığı ölçen oran) olarak belirlenmiştir. Verilere panel veri analizini uygulanmıştır.</p> <p>Bulgu – Kurumsal yönetim derecelendirme notlarının başarısızlık ile ilişkili olduğu belirlenmiştir.</p> <p>Tartışma – Günümüzde işletmeler finansal açıdan sıkıntılı dönemler geçirebilmektedir. İşletmeler bu problemler ile başa çıkabilmek için finansal başarısızlığı tahmin ederek, bu zorlu sürecin olumsuz etkilerini en aza indirmesi mümkün olabilmektedir. Bu durumda işletmeler başarısızlık tahminine dayalı çalışmalar üzerinde yoğunlaşma gereği duymuşlardır. Panel veri analizi ile değişkenler arasında bağlantı kurularak hangi değişkenin bir diğer değişkeni nasıl etkilediğini görmekteyiz, bu yöntem finansal başarısızlığı ölçmede yaygın olarak kullanılmaktadır.</p>
ARTICLE INFO	ABSTRACT
<p>Keywords: Financial failure Business performance measures Corporate governance</p> <p>Received 8 January 2021 Revised 17 February 2022 Accepted 25 February 2022</p> <p>Article Classification: Research Article</p>	<p>Purpose – The study is to investigate whether the companies with the corporate governance index traded in the BIST affect the performance. The study was created to investigate the level of the relationship between corporate governance and return on assets and equity, and whether there is a significant effect on the performance of businesses that have the corporate governance index.</p> <p>Design/methodology/approach – Out of 16 companies within the scope of corporate governance index between 2010-2020; were evaluated using business performance criteria. The performance criteria based on are determined as ROA (the ratio that shows how effectively all assets and investments of the enterprises are used) and ROE (the ratio that measures the return on equity and the profitability per unit of the funds). Panel data analysis was applied.</p> <p>Finding – It was determined that corporate governance ratings were associated with failure.</p> <p>Discussion – Today, businesses are going through financially troubled times. In order to cope with these problems, businesses can predict financial failure and minimize the negative effects of this challenging process. In this case, businesses felt the need to concentrate on studies based on failure estimation. By establishing a connection between the variables with panel data analysis, we see which variable affects another variable and how, this method is widely used in measuring financial failure.</p>

Önerilen Atıf/ Suggested Citation

Erener, J., Yenice, S. (2022). Kurumsal Yönetim İşletmelerinin Finansal Performansları Üzerine Etkisinin Analizi ve Bist Üzerine Bir Uygulama, *İşletme Araştırmaları Dergisi*, 14 (1), 975-990.

1. GİRİŞ

Başarısızlık; işletmenin birçok farklı nedenlerle finansal sorumluluklarını yerine getirememesinden (faaliyetlerinin durdurulması) iflas etmesine kadar devam eden süreci ifade etmektedir (Akgüç, 2010: 947). Yani finansal başarısızlık; borcunu ödeme güçlüğü, borcunu ödeyememe, temerrüde düşme ve iflas terimleriyle açıklanabilmektedir (Vuran, 2012: 5).

Ekonomik bakış açısı ile başarısızlığa uğramış firmalar, alacaklılarının sermaye kazanma konusunda istekli oldukları ve paydaşların piyasa getiri oranının aşağısında bir kârı kabul ettikleri müddetçe faaliyetlerini sürdürebilirler. Ekonomik açıdan başarısız olan firmaların etkin bir nakit akım politikalarının olması gerekir; aksi takdirde bu durum başarısızlığa neden olan en önemli sorunların başında gelir. Bu sebeple işletmeler nakit yönetimlerini verimli kullanılmalıdır. Aynı zamanda ekonomik açıdan başarısızlığa uğramış işletmelerin ne kadar süre içinde faaliyetlerine devam edeceği dikkat edilmesi gereken diğer bir konudur (Gülcan, 2011: 5) Ülkeleri finansal krizden korumanın en önemli yolları mali yapıların güçlendirilmesi, sağlıklı ve verimli bir sistemin kurulması, kurumların sisteme uygun örgütlenmesidir.

Yönetim; belirli bir amaç doğrultusunda işletmedeki tüm bireylerin örgütlenmesinin belli planlar çerçevesinde yapılması sürecini ifade eder (Ergene, 2019: 4). Kurumsal yönetim kavramı işletmelerin kaynak maliyetlerinin azalmasına, verimliliğinin ve güven ortamının artırılarak işletmenin uzun dönem sürdürülebilirliğini sağlayan bir eylem olmakla birlikte aynı zamanda işletmenin amaçlarının nasıl gerçekleştireceğini ifade eden faaliyetler bütünüdür (Deloitte, 2006: 4).

Kurumsal yönetim, ise; hedef ve vizyonlara ulaşmayı sağlayan bir faaliyet zinciridir. Burada amaç, güven ortamının maksimum seviyeye getirilmesi, şirketin uzun dönemli faaliyet ve başarılarının izlenmesi, çevresel birtakım düzenlemelerin yerine getirilmesi, giderlerin düşürülmesi, verimliliğin artırılması adına yapılan düzenlemelerdir (OECD, 2004). İşletmelerin kurumsal yönetimdeki başarısı ve bununla birlikte kurumsal derecelendirme notlarının piyasada kullanılabilmesi, firma değer ve performansını etkileyen bir unsur olup olmadığı ve bununla birlikte performansı etkiliyor ise ne derecede etkilemektedir sorusunun yanıtını bulmaya çalışmışlardır. Kurumsal yönetimin temel amacı işletmelerin mali yapılarını düzenleyici bilgilere doğru ve zamanında ulaşılmasını sağlamak, menfaat sahiplerinin haklarını gözetmek, güven ortamı sağlamak ve sermaye maliyetini düşürmektir (Koçel, 2003: 466). Ülkeler bu krizlerin önüne geçebilmek için mikro ekonomik yapıları araştırmış, altında yatan temel yapı taşının kurumsal yönetim olduğu anlaşılmıştır (Maher ve Andersson, 1999: 4).

İşletme performansının artması kurumsal yönetimi sağlayıp sağlayamadığına göre değişmektedir. Performans değerlendirmelerin yapılması, çalışanların başarılarının ön plana çıkarılması kurumsal yönetim algısını getirir, kurumsal yönetimin olduğu işletmelerde başarı sağlanabilir (Hergüner ve Yaveroğlu, 2007: 6).

Bu çalışmanın amacı; finansal performans oranları ile kurumsal yönetim endeksine dahil olan firmaların başarısızlıklarının ölçülmesinin yapılmasıdır. Bu amacın en önemli sebeplerinden birisi şirket değerini arttırmaktır. Bu sebeple işletmenin kaynak kullanımını etkin hale getirmek son derece önemlidir. Bu doğrultuda; kurumsal yönetim endeksine dahil olan işletmelerin başarı performanslarının ölçülmesi üzerine ve değişkenlerin başarı performansını nasıl etkilediğini üzerinde durulmaktadır. Çalışma; firmaların, sektörün ve ülkenin ekonomik başarısızlıklar karşısında bu durumu nasıl ve ne şekilde bertaraf edebileceğini göstermeye çalışmaktadır.

2.LİTERATÜR TARAMASI

Literatür tarandığı da gerek finansal başarısızlık gerek kurumsal yönetim gerekse her ikisini birden kapsayan birçok çalışmaya rastlanmıştır. Bu çalışmaların bir kısmı uluslararası olup bir kısmı ulusal literatürde yer almaktadır.

Finansal Performansı ele alan literatür çalışmaları şu şekilde özetlenebilmektedir:

Akkoç(2007),çalışmasında 1983-2004 dönemleri için; İMKB’de işlem gören yaklaşık 142 firmanın finansal tablolarını inceleyerek sinirsel bulanık ağ modeli, yapay sinir ağları modeli ve çoklu ayırma analizi kullanarak firmaların başarısızlıklarını bir yıl öncesinden ölçmeye çalışmış; işletme aktiflerinin %10’unu

kaybetmiş olması, sermayesinin %50'sini kaybetmiş olması ve 3 sene art arda zarar etmiş olması ve borç ödeme gücü kriterlerini ele alınarak incelenmiştir. Çalışma sonucunda firmaların başarısızlıkları 1 yıl öncesi itibariyle %86,1 yapay sinir ağları %80,6 sinirsel bulanık ağ modeli %83,3 çoklu ayırma analizi ile tahmin edilmiştir.

İçerli ve Akkaya (2006), çalışmalarında 1990-2003 dönemleri için, 40 başarılı 40 başarısız işletmeyi çalışmaya tabi tutmuşlardır. 10 adet oran kullanılarak Z testi uygulanmış ve çalışma sonucunda; işletmeler arasında anlamlı bir fark gözlemlenmemiştir.

Torun(2007), çalışmasında 1992-2004 dönemleri için; 203 işletme ele almıştır, fakat daha sonra bazı işletmelerin verilerine ulaşamadığı için bu sayı 163'e düşmüştür. Bu 163 işletmeden 752'si başarısız 88'i başarılı ve 13 tanesi de rastgele seçilen işletmelerden oluşturulmuştur. Bu çalışmada hem diskriminant analizi hem de yapay sinir ağları modeli kullanılmıştır. Çalışma sonuçlarına göre bir veya 2 yıl öncesi yapay sinir ağları 5 yıl öncesini de diskriminant yöntemi daha doğru tahminleme yapmaktadır.

Çelik(2009), çalışmasında 1992-2008 dönemleri için; İMKB'de işlem gören 355 firmayı 25 oran kullanarak 194 başarılı 161 başarısız işletme arasından seçilmiş, bu çalışmada toplamda üç model kullanılmıştır. Bu modeller Altman Z skorları yöntemi, Diskriminant ve yapay sinir ağları modelidir. Bu modellerin başarı tahmin yüzdeleri Altman(%72), Diskriminant(%92,8), Yapay sinir ağları modeli (%94,9) olarak tespit edilmiştir.

Benli(2005), çalışmasında 1997-2001 dönemleri için; TMSF'ye devir edilen 17 başarısız sınıfına giren banka ile 21 başarılı sınıfına giren bankayı sinir ağları analizi ile tahmin etmek istemiştir. Bu bankaları yaklaşık 17 oran ile incelemiş, çalışma sonucunda yapay sinir ağları modelinin lojistik regresyon yöntemine göre başarısızlığı daha yüksek tahmin oranıyla elde ettiği saptanmıştır.

Feng ve Wong(2000), çalışmasında 2000 yılı için; 5 adet Tayvan havayolu firmasının ulaştırma ve finansal göstergelere göre firma performansları Topsis yöntemine göre değerlendirilmiş; elde edilen bulgulara göre; performans değerlendirilmesinde finansal göstergelerin daha anlamlı olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

Atan ve Güneş (2004), çalışmalarında 2002-2003 dönemleri için; İMKB'de işlem gören 201 firma üzerinden 42 oran kullanarak inceleme yapmışlardır. Finansal oranlar faktör analizine göre incelenmiş; her bir dönem için işletme başarısını etkileyen likidite ve kaldıraç oranı olduğu anlaşılmıştır. Bu oranlar düşünüldüğünde çalışma sonucunda başarıyı etkileyen en önemli unsurun likidite olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

Yıldırım (2007), çalışmasında 2002-2006 dönemleri için; BİST 100 Endeksinde yer alan 44 imalat sanayi sektörü işletmesinin kontrol yapısı ve mülkiyet yapısı vs gibi değişkenlerinin muhasebe esaslı değişkenler olan öz sermaye karlılığı, aktif karlılık, satış karlılığı arasında negatif ilişki içerisinde olduğu TobinQ değeri ile belirlenmiştir.

Ay(2010), çalışmasında 2003-2007 dönemleri için; İMKB'de işlem gören metal eşya sektöründe yer alan 20 işletmeyi test etmiş toplamda 40 oran kullanılmıştır. Faktör skorları kullanılarak tahmin yapılmış tahminin doğruluk derecesi %50 olarak belirlenmiştir.

Aygün(2010), çalışmasında 2006-2008 dönemleri için çalışma yönetim kurulu büyüklüğü ile banka performansı arasındaki ilişkiyi incelemiştir. BİST'te işlem gören 12 özel ve kamu bankaları üzerinde araştırma yapılarak; regresyon ve korelasyon analizi uygulanmıştır, çalışma sonucunda; banka karlılığı ile yönetim kurulu büyüklüğü arasında negatif ilişkiler tespit edilmiştir. TobinQ ile yönetim kurulu büyüklüğü değerleri arasında ise Pozitif anlamlı ilişkiler bulunmuştur.

Bülbül ve Köse (2009), çalışmalarında 2009 yılı için; İMKB'de işlem gören 19 firma üzerinden TOPSIS ve Electre yöntemi ile 8 oran kullanılarak uygulamaya konularak işletme performansları incelenmeye çalışılmıştır. Araştırma kullanılan 8 oranı şu şekilde sıralayabiliriz: nakit oranı, cari oran, toplam borçlar/toplam aktifler, likidite, Net satış/toplam aktifler, Net kar/öz kaynaklar, Net kâr/net satışlar ve net kâr toplam aktifler şeklinde kullanılmakla birlikte çalışma sonucunda her iki yöntemde benzer sonuçlar verdiği tespit edilmiştir.

Ünal ve Yüksel(2017), çalışmalarında 2015-2016 ve 2017(ilk 6 ayı) dönemleri itibariyle; BİST'te işlem gören bankaların finansal performansları ile hisse senedi arasındaki ilişkiyi incelemek için Promethee yöntemi

kullanılmış; çalışmada incelenen dönemin tamamında finansal performansta ilk sırada Akbank'ın yer aldığı tespit edilmiştir.

Kurumsal yönetimin önemi ve işletme performansını tahmin etme kabiliyetlerine ilişkin ampirik çalışmalar tatmin edici düzeyde değildir. (Gherghina, vd., 2014: 243).

Kurumsal yönetimi ele alan literatür çalışmalar aşağıda özetlenmiştir.

Black(2013), çalışmasında 2001 yılı için; Kore Menkul Kıymetler Borsası anket verileri dikkate alınarak kurumsal yönetim endeksi oluşturularak regresyon analizi yapılmıştır. Çalışmanın sonuçları dikkate alındığında; kurumsal yönetim endeksinde oluşan 10 puanlık bir artışın Tobin Q değerinde %5'lik bir artışa neden olduğu gözlenmiştir. Endekste oluşan 10 puanlık bir artışın piyasa değeri/defter değeri oranında ise; %14 lük bir artışa neden olduğu görülmüştür.

Yenice ve Dölen(2013), çalışmalarında 2007-2011 dönemleri için; kurumsal yönetim endeksinde yer alan işletmelerin borsa değerlerinin kurumsal yönetim derecelendirme notundan etkilenip etkilenmediğini araştırmak amacı ile Wilcoxon işaretli sıra sayıları testi ve bağımlı örneklem t-testi uygulanarak; kurumsal yönetim derecelendirme notu ile borsa değerleri arasında anlamlı bir ilişki olduğu ortaya konulmuştur.

Tükenmez(2017), çalışmasında 2009-2015 dönemleri için; kurumsal yönetim endeksine dahil 15 işletmeye panel veri analizi uygulanmış; kamuyu aydınlatma ve şeffaflık puanları arasında anlamlı ilişkiler tespit edilmiştir.

Yazgan(2017), çalışmasında 2011-2015 dönemleri için; kurumsal yönetim endeksine dahil 58 firma üzerinden kurumsal yönetim notu duyurusu ile hisse senedi getirileri arasındaki ilişki incelenmiştir. Olay araştırması yöntemi kullanılarak bu iki değişken arasında pozitif bir ilişki bulunamamıştır.

Finansal performans ile kurumsal yönetimi bir arada ele alan literatür çalışmaları aşağıda açıklanmıştır.

Demsetz ve Lehn (1985), çalışmalarında 1985 ABD'de faaliyet gösteren 511 firma üzerinden kurumsal bir yatırımcı tarafından yönetilip yönetilmemesi, kârlılık oranı, firma büyüklüğü gibi değişkenler kullanılarak, çalışmanın işletme sahiplik yapısı çeşitliliği ve performansı üzerinde etkisinin olduğu sonucuna varılmıştır.

Ersoy (2016), çalışmasında 1998-2007 dönemleri için; BİST'te işlem gören 51 firmanın yönetim kurulu üyesi, Yönetim kurulu başkanı olup olmaması, Yönetim kurulu üyesi, Yönetim kurulu Başkanı, yönetim kurulu üye sayısı büyüklüğü araştırılmış; panel lojistik regresyon yöntemi kullanılmıştır. Çalışma sonuçlarına göre değişkenlerin Tobinq değerini arttırdığı görülmüştür.

Renders (2010), çalışmasında 1999-2003 dönemleri için; kurumsal yönetim derecelerine sahip 14 Avrupa ülkesi işletmesinin performanslarının kıyas edilmesi üzerine kurulmuştur. Çalışma da panel veri analizi kullanılarak; derecelendirme notları (kurumsal) iyi olan işletmelerin performanslarının da olumlu olduğu sonucuna varılmıştır.

Shan Mclver(2011) çalışmasında 2001-2005 dönemleri için; Çinli şirketlerin finansal performansları üzerine yapılan bu çalışmada panel veri analizi kullanılmıştır. Çalışma sonucunda yönetim kurulu bağımsızlık derecesi son derece önemlidir fakat yalnız büyük işletmelerde olumlu etkisi olduğu gözlenmiştir. Aynı zamanda Çin'de kurumsal yönetim davranışlarının kurumların etkinliğinde iyileştirmeler yapmayı desteklediği gözlemlenmiştir.

Zagorchev ve Gao (2015) çalışmalarında 2002 -2009 dönemleri için; 820 adet işletmenin kurumsal yönetim uygulama düzeyi ile performansı arasındaki ilişki ele alınmış; bağımsız değişken olarak 79, kurumsal yönetim içeren kriter 41 olmak üzere bağımlı değişken ise Tobin Q olarak ele alınmış; çalışma sonucunda 2008 krizi hariç diğer dönemlerde değişkenler arasında pozitif yönde ilişki olduğu tespit edilmiştir.

Sarkar(2012), çalışmasında 2003-2008 döneminde elde edilen veriler üzerinden kurumsal yönetim, regresyonel bağları ile incelenmiş; çalışma sonucu itibariyle firma performansları arasında güçlü bağlar olduğunu tespit edilmiştir.

Kiel Nicholson (2003) çalışmasında 2003 yılı itibariyle 348 firmanın kurumsal yönetim notu ile performansı arasında ilişkiler Tobin Q ile incelenmiş, çalışma sonucuna göre; yönetim kurulu ilkelerinin finansal performansa pozitif yönlü etkisi gözlenmiştir.

Gampers(2003),çalışmasında 2003 yılı itibariyle ABD’de 1500 firma üzerinden 24 adet kurumsal yönetim kriteri ile kurumsal yönetim endeksi kurularak TobinQ ile ölçüm yapılmıştır. Kurumsal yönetimi firma performansına etkisi araştırılmış; elde edilen sonuçlara göre, kurumsal yönetim kalitesi düşük firmalardan kurumsal yönetim kalitesi yüksek firmalara yönelen yatırımcılarının getirilerinin yılda %8,5 düzeyinde arttığı bulgusuna ulaşılmıştır.

Kong ve Shivdasani (1995), çalışmasında 2007 yılı itibariyle 270 adet Japonya Menkul Kıymetler Borsasında işlem gören firmanın kurumsal yönetim uygulama düzeyi ile finansal performans arasında ilişki olup olmadığı lojistik regresyon yöntemi kullanılarak araştırılmıştır. Çalışma sonucunda; kurumsal yönetim uygulamalarının finansal performansı pozitif yönde etkilediği sonucu tespit edilmiştir.

Kim &Yoon (2007), çalışmalarında 2007 yılı itibariyle Kore’deki firmaların kurumsal yönetim ile performansları arasındaki ilişkinin olup olmadığını belirlemek amacı ile kurulmuştur. Çalışma sonucunda; işletmelerde bağımsız yönetim kurullarının oluşması ile karlılık arasında pozitif bir ilişki olduğu, ayrıca dış yatırımcı ve hissedarların artan faaliyetleri ve sahiplenilmelerinin karlılığı olumlu etkilediği tespit edilmiştir. Kurumsal yönetimin işletme performansı üzerinde pozitif yönlü etkileri vardır yargısına ulaşılmıştır.

Çonkar (2011), çalışmasında 2007-2008 dönemleri için; BİST’te işlem gören kurumsal yönetim endeksinde yer alan 2007 yılında 7, 2008 yılında 10 işletme çalışmaya dahil edilmiş; çok özellikli karar verme yöntemi olan Topsis ile test edilmiştir. Çalışma sonuçlarına göre; işletmelerin 2007 yılına göre 2008 yılında kurumsal yönetim kalitesinin arttığı gözlenmekle birlikte 2008 yılında işletmelerin kurumsal yönetim kalitesi artmış 2007 göre farklılık göstermiştir.

Dağlı(2010),çalışmasında 2007-2009 dönemleri için; işletme performans ölçütü olarak Sharpe, Treynor ve Jensen kriterleri kullanılmış; İMKB’ de Ulusal 30 endeksinin en başarılı endeks olduğu sonucuna varılmıştır. Kurumsal yönetim de ise; orta düzeyde başarılı olduğu sonucuna varılmıştır. Ayrıca finansal performans ölçütlerinin her üçü de birbiri ile aynı olmasa da birbirine yakın değerler almışlardır.

Karamustafa (2009), çalışmasında 2008 yılı itibariyle kurumsal yönetim endeksinde yer alan işletmelerin performansları incelenmiş; işletme endekse girmeden önceki beş çeyrek ile endekse girdikten sonraki iki çeyrek dönem kıyas edilmiştir. Faaliyet performansı ile finansal performans arasında anlamlı bir değişiklik olup olmadığı araştırılmıştır. Çalışma sonucuna göre; Öz sermaye karlılığı, aktif devir hızı ve aktif karlılık arasında anlamlı farklılıklar tespit edilirken; finansal kaldıraç derecesi, cari oran, net kâr marjı, borç oranı ve faaliyet kâr marjı oranlarında anlamlı farklılıklar olmadığı gözlenmiştir.

Hassan ve Halbouni (2013), çalışmalarında 2008 yılı itibariyle kurumsal yönetimin Birleşik Arap Birlikleri borsasındaki işletmelerin finansal performanslarının incelenmesi üzerine; kesit regresyon analizi yapılmıştır. 95 firma ele alınmış; bu firmaların yönetim mekanizmaları arasında anlamlı ilişkiler içinde olup olmadığını test etmek için; ROA, ROE ve Tobin Q muhasebe ölçüm araçları kullanılarak kurumsal yönetimin finansal performansı önemli ölçüde etkilediği kanısına varılırken; yönetim değişkenlerin hiçbirinin firmanın piyasa performansını önemli ölçüde etkilemediği gözlenmiştir.

Aghabaki (2014) çalışmasında 2008-2012 dönemleri için; BİST kurumsal yönetim endeksinde işlem gören firma verileri ile firma değeri ile kurumsal yönetim uygulamaları arasında bir ilişki olup olmadığının araştırılması üzerine kurulmuş; çalışma sonucunda işletmelerin kurumsal yönetim notu ile öz kaynak karlılığı arasında pozitif yönlü ilişki panel veri analizi ile tespit edilmiştir.

Şengür (2011), çalışmasında 2009 yılı itibariyle İMKB kurumsal yönetim endeksinde yer alan 24 firma üzerinden yönetim kurul yapısı ve işletme performansı arasındaki ilişkiyi incelemek adına t testi uygulanmıştır. Çalışma sonucunda, kurumsal yönetim komitesi ve denetim komitesinin pay seneti getirilerinin daha yüksek olduğu görülmüştür.

Acar Boyacıoğlu ve Akdoğan (2010), çalışmalarında 2009 yılı itibariyle BİST 100 endeksinde dahil işletmelerin kurumsal yönetim ilkeleri uygulama düzeyleri ile performansları arasında bir ilişki olup olmadığının araştırmak amacı ile incelenmiştir. Finansal performans ölçütü olarak ROA, ROE ve Tobin Q kullanılarak bu değerler arasında pozitif anlamlı ancak zayıf bir ilişki olduğu gözlenmiştir. Yine aynı çalışmada Tobin Q ile kurumsal yönetim arasında anlamlı bir ilişki bulunmadığı tespit edilmiştir.

Sakarya (2011), çalışmasında 2009 yılı itibariyle BİST Kurumsal Yönetim Endeksine dahil şirketlerin derecelendirme notunun derecelendirme notu ilanı ile hisse senedi getirisi arasındaki ilişkiyi incelemek amacı ile; 11 adet kurumsal yönetim endeksine sahip firmaya olay araştırması yöntemi uygulanmıştır. Çalışma sonucunda hisse senedi getirisi ile kurumsal yönetim derecelendirme notunun ilanı arasında pozitif yönlü bir ilişkinin olduğu tespit edilmiştir.

Kula ve Baykut (2014), çalışmalarında 2013 yılı itibariyle BİST'te yer alan 47 firma incelemeye sunulmuş bu firmaların kurumsal yönetim derecelendirme notları ile piyasa değeri arasındaki ilişki yatay kesit regresyon yöntemi ile analiz edilmiştir. Analiz sonuçlarına göre; kurumsal yönetim derecelendirme notları, kârlılık , ve sektörel ayırım ile şirketin piyasa değeri arasında pozitif yönlü; öz sermaye büyüklüğü ve piyasa değeri arasında ise negatif anlamlı sonuçlar elde edilmiştir.

Shahwan (2015), çalışmasında 2015 yılı itibariyle Mısırdaki bulunan kurumsal yönetim uygulamalarının kalitesini ölçmeye çalışmışlardır. 86 adet firma ele alınmış, bu firmalara Tobin Q yöntemi ile değerlendirilmiştir. Çalışma sonucunda kurumsal yönetim ile finansal performans arasında pozitif bir ilişki bulunmadığı tespit edilmiştir.

3. YÖNTEM

Değişkenler; gün, hafta, yıl, mevsim gibi zaman birimlerine göre değişimleri içeren verilere zaman serisi; zamanın bir noktasından farklı noktalara (hane halkı, firmalar, ülkeler) gibi veriler ise yatay kesit verileridir. Yatay kesit gözlemlerinin belirli dönem boyunca bir araya getirilmesi şeklinde oluşturulan veriler panel veri olarak adlandırılmaktadır. Yatay kesit; birden fazla birim için tek dönemlik verileri içermektedir. Zaman serileri ise; tek birim için farklı zamanlara ait sayısal verileri içermektedir.

Panel veri; farklı birimler - farklı dönemlere ait verileri bir arada içermeyi ifade eder. Dengeli panel ve Dengesiz panel olarak ikiye ayrılmaktadır. Panel veriler yatay ve zaman serisi olarak çeşitli avantaj ve dezavantajlara sahiptir. Panel veri avantajlarını şu şekilde sıralayabiliriz (Yaman,2020):

- Panel veriler bilgilendiricidir ve değişkenler arasında doğrusal bağlantı az; serbestlik derecesi fazla ve verimlilikte sağlamaktadır.
- Bireysel heterojenliğin kontrolünü sağlamaktadır.
- Uyum dinamiği çalışmalarından daha iyi sonuçlar çıkarmaktadır.
- Yatay kesit ve zaman serisi verilerinden tespit edilemeyen etkilerin tanımlanması ve ölçülebilmesi için daha uygundur.
- Panel veri; yatay kesit ve zaman serisi verilerinin karmaşık modelleri oluşturup bu modelleri test etmemizi sağlamaktadır.

Panel veri analizinin sınırlılıklarını şu şekilde sıralayabiliriz (Yaman,2020):

- 1)Panel veri yatay kesit veya zaman serisi verilerine göre verileri toplama ve tasarım süreci konusunda daha zorlu olmaktadır.
- 2)Panel veride net olmayan sorular bulunmakla birlikte ölçüm bozukluğu hataları ile karşılaşılabilir.
- 3)Panel veri analizi; uzun zaman boyutu ve kısa yatay kesit boyutu söz konusu olmaktadır. Bu tür panellerde ülkeler veya firmalar arasındaki yatay kesitin dikkate alınmaması yanıltıcı çıkarımlara neden olabilmektedir.

3.1.Araştırmanın Modeli

Menfaat sahipleri: İşletmenin faaliyetlerine devam etmesini sağlayan bir kimse ya da çıkar grupları menfaat sahipleri olarak tanımlanmaktadır (SPK, 2005: 24-32). Menfaat sahipleri; hedeflere ulaşmada işletme ve çıkar grupları arasındaki ilişkiyi ifade eder. Menfaat sahipleri olarak müşteriler, sendikalar, çalışanlar, tedarikçiler ve yatırımcıları da bu gruba dâhil etmek doğru olacaktır (Toraman ve Abdioğlu, 2008: 99).

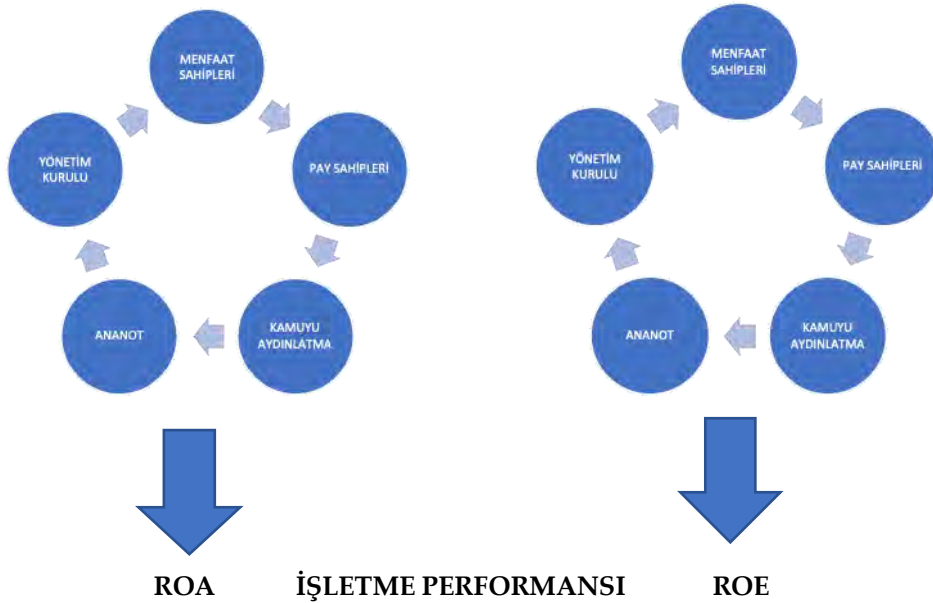
Yönetim Kurulu: Firmaların planlarının geliştirilmesinde yönetim kurulu yol gösterici bir konumdadır. Kurulun çıkar çatışmalarını önleyici ve ilişkileri düzenleyici özelliği bulunmaktadır. Yönetim kurulundaki yöneticilerin başarısı işletmenin performansının artmasına ve kar elde etmesine yardımcı olmaktadır.

Pay Sahipleri: Pay sahiplerinin eşit muamele görmesi gerektiği konusunda birçok maddeyi esas almaktadır. Bu maddeler içinde pay sahiplerinin temel bilgi alma, genel kurula katılma, pay hakları, oy verme hakları, payların devir hakkı, hakların kullanımı vs. konular da yer almaktadır (Gürsoy, 2012: 857-858). Pay sahipleri ekonomik anlamda işletmenin mülkiyetine sahip bireylerdir, işletme mülkiyetine sahip olmaları elbette yönetimde söz sahibi olmaları hakkına sahip olduklarını da göstermektedir (Akbulak, 2011: 114).

Kamuyu Aydınlatma: Hisse sahiplerinin, pay sahiplerinin, işletmenin çıkarının gözetilerek doğru zamanında, kolay ve düşük maliyetle bilgi aktarılması sürecini ifade eder. Bu kısımda işletme ile yönetim, yöneticiler, pay sahipleri arasındaki ilişkilerin ve mali tabloların bağımsız denetiminin nasıl olacağını düzenlemektedir.

Ananot: Firmaların kamuyu aydınlatma, menfaat sahipleri, yönetim kurulu ve pay sahipleri değişkenlerinin yıllık ortalamalarının alınmasıyla oluşturulmuştur.

Kurumsal yönetim derecelendirme notlarına paralel olarak; menfaat sahipleri, kamuyu aydınlatma, pay sahipleri ve yönetim kurulu ve ananot değişkenlerinin işletme performansına (ROA ve ROE) etkileri aşağıdaki şekilde gösterilmektedir.



Şekil:1 Bağımlı ve bağımsız değişkenler

3.2. Çalışmanın veri seti ve Kısıtları

Çalışma BİST'te işlem gören kurumsal yönetim endeksinde dahil kurumsal yönetim derecelendirme notlarına sahip işletmelerin finansal performanslarının değerlendirilmeyi amaçlamaktadır. İncelenen işletmeler KAP (Kamuyu Aydınlatma Platformu) ve işletmelerin web adreslerinden yararlanılarak elde edilmiştir. Kurumsal Yönetim Endeksinde yer alan firmalar içerisinde finansal sektör içerisinde yer alan, bankalar, kiralama şirketleri, holdingler, leasing - factoring şirketleri ve sigorta şirketleri çıkarılarak kalan 16 adet firma üzerinde analiz yapılmıştır. Finansal performans göstergesi olarak seçilen finansal oranlar 2010 ile 2020 yılları için ayrı ayrı hesaplanmıştır. Finansal başarı ya da başarısızlık ölçüsü olarak şirketlerin yıllık ROA, ROE oranı kullanılmıştır. Çalışmanın uygulama kısmında işletmelerin finansal performansları, Kurumsal Yönetim Derecelendirme Notları ile karşılaştırılarak analiz edilmiş, çalışmada elde edilen veriler panel veri yöntemi ile analiz edilerek sonuçlar değerlendirilmiştir.

Tablo 1: Analize Dahil Edilen Firmalar

NO	FİRMA ADI	KOD
1	TOFAŞ TÜRK OTO. FABRİKASI A.Ş	TOASO
2	TÜPRAŞ TÜRKİYE PETROL RAFİNELERİ A.Ş	TUPRS
3	TÜRK TRAKTÖR VE ZİRAAT MAKİNELERİ A.Ş	TTRAK
4	OTOKAR OTO. VE SAVUNMA SANAYİ A.Ş	OTKAR
5	HÜRRİYET GAZETECİLİK VE MATBAACILIK A.Ş	HURGZ
6	ANADOLU EFES BİRACILIKVE MALT SANAYİ A.Ş	AEFES
7	COCA COLA İÇECEK A.Ş	CCOLA
8	ARÇELİK A.Ş	ARCLK
9	LOGO YAZILIM SANAYİ VE TİCARET A.Ş	LOGO
10	TÜRK TELEKOMÜNİKASYON A.Ş	TTKOM
11	TÜRK PRYSMIAN KABLO VE SİSTEMLERİ A.Ş	PRKAB
12	VESTEL ELEKTRONİK SANAYİ VE TİCARET A.Ş	VESTL
13	TURCAS PETROL A.Ş	TRCAS
14	AYGAZ A.Ş	AYGAZ
15	İHLAS EV ALETLERİ İMALAT SANAYİ VE TİCARET A.Ş	IHLAS
16	DOĞUŞ OTOMOTİV SERVİS VE TİCARET A.Ş	DOAS

3.3.Verilerin Analizi

Panel veri analizleri Eviews 12 ve Gauss 10 ekonometrik analiz programları kullanılarak gerçekleştirilmiştir. Panel veri analizleri gerçekleştirilirken öncelikle çeşitli varsayım testleri yapılmış ardından analiz sonuçları elde edilmiş ve yorumlanmıştır. Panel veri analizi ile geliştirilen korelasyon matrisi ve buna ek olarak VIF analizi, yatay kesit bağımlılığı, değişkenlerin homojen ve heterojen olup olmama durumları, birim köklerinin test edilmesi (birinci nesil), ve panel veri sonuçları ile değerlendirilip; yorumlanabilmesini ve başarı / başarısızlık hakkında fikir elde edilmesini sağlamaktadır. Panel veri analizi literatür taramasında sıkça görülmekte olan bir analiz türüdür. Gerçekleştirilen analizlerde izlenen metodolojik süreç ve uygulanan testler ile açıklanmıştır.

4.Bulgular

Panel veri analizleri Eviews 12 ve Gauss 10 ekonometrik analiz programları kullanılarak gerçekleştirilmiştir. Panel veri analizleri gerçekleştirilirken öncelikle çeşitli varsayım testleri yapılmış ardından analiz sonuçları elde edilmiş ve yorumlanmıştır. Gerçekleştirilen analizlerde izlenen metodolojik süreç ve uygulanan testler aşağıda açıklanmıştır.

4.1.Korelasyon matrisi

Panel veri analizinde değişkenler arasındaki ilişkiler çoklu doğrusal bağlantı ile yani bir farklı ifade ile yüksek korelasyon değeri ile ifade edilir. Yüksek ilişki düzeyine sahip olan değişkenler arasında bu modele dâhil edilen bağımsız değişkenlerin regresyon sayılarının belirsiz ve standart hataların sonsuz olabilmesi, modelin R² değerinin yüksek olması ve değişkenlerin büyük bir kısmının anlamsız sonuçlar doğurmasına, eklentilerle çelişmesine ve yorumlama konusunda yanlışlık yapılmasına neden olabilmektedir (Yaman,2020).

Tablo 2: Korelasyon Matrisi

	Pay Sahipleri	Kamu Aydınlatma	Menfaat Sahipleri	Yönetim Kurulu	Ananot
Pay Sahipleri	1				
Kamu Aydınlatma	0,569031	1			
Menfaat Sahipleri	0,571401	0,621742	1		
Yönetim Kurulu	0,589832	0,541619	0,413056	1	
Ananot	0,105558	0,069107	0,029186	0,087468	1

Çalışmada bağımsız değişkenler arasındaki ilişkiler sperman korelasyon analizi ile ve varyans arttırıcı faktör (VIF) yöntemleri ile incelenmiştir. Bağımsız değişkenler, pay sahipleri, kamuyu aydınlatma, menfaat sahipleri, yönetim kurulu ve ananot olarak veri seti korelasyon analizi sonucunda ele alınmış; bu değerler Tablo 2’de sırasıyla yer almaktadır.

Bağımsız değişkenler arasında 0,75’ten yüksek veya -0,75’ten düşük korelasyonun bulunmadığını tespit edilmiştir. Bu durumda oluşturulan modellerde çoklu doğrusal bağlantı sorununun olmadığı yani diğer bir ifade ile değerlendirilen değişkenlerin aynı modellerde bağımsız değişken olarak yer almalarında bir sakıncanın görülmediği tespit edilmiştir.

4.2.VIF analizi

(VIF – Variance Inflation Factor) yönteminde; kurulan model değişkenlerinin ise bağımlı ve bağımsız değişken olarak yer aldığı en küçük kareler regresyon modelleriyle tahmin edilen R² değerleri kullanılarak ve bu değerlerin 1/(1-R²) formülü olarak hesaplanmakla birlikte; VIF değerinin 4 e eşit veya 4 den büyük panel regresyon modeline bağımsız değişken olarak dâhil edilmesi; bağlantı sorunu yaşamaya sebebiyet vermiştir. VIF değeri bu çalışmada 4 olarak ifade edilmiştir. Fakat bazı çalışmalarda 5 veya 10 olarak kabul edilebilmektedir (Sökmen, Yaman, Tuncel,2021).

Tablo 3: VIF Analizi

	R ²	VIF
Pay sahipleri	0,496697	1,986875
Kamuyu aydınlatma	0,500885	2,003546
Menfaat sahipleri	0,45815	1,845529
Yönetim kurulu	0,411497	1,699227
Ananot	0,014317	1,014525

Tablo 3’da VIF analizi sonuçları incelendiğinde; veri seti korelasyon analizi sonucunda bağımsız değişkenlerin hiçbirinin 4’ün üzerinde VIF değere sahip olmadığı görülmektedir. Dolayısıyla, VIF analizi sonuçları ile sperman korelasyon analizi sonuçlarının tutarlı olduğu ve değişkenlerin aynı modellerde kullanılmasının çoklu doğrusal bağlantıya neden olmayacağı söylenebilir.

4.3. Yatay Kesit Bağımlılığı

Küreselleşme ile birlikte; bir ülkeyi etkileyen bir şok etkisinin diğer ülkelere de yansması şüphesizdir. (Menyah vd., 2014: 389). Yaşanan bu şok etkisini yatay kesit bağımlılığı ile açıklayabiliriz. Analizin veri setinde yer alan birimler arasında gözlenen yatay kesit bağımlılığı serinin sonuçlarını önemli ölçüde etkilemektedir. (De Hoyos & Safaridis, 2016: 482-483).

Yatay kesit bağımlılığının test edilmesi için birçok test uygulanmaktadır. Serilerde yatay kesit bulunup bulunmamasına göre uygulanacak test değişiklik gösterecektir. Bu çalışmada literatürde sıkça kullanılan, çalışmanın veri setine uygun olarak CD testi uygulanmış buna bağlı yorumlamalar yapılmıştır.

Tablo 4 : Yatay Kesit Bağımlılığı CD Testi Sonuçları

CD TEST SONUÇLARI			
Değişkenler	İstatistik	Olasılık	Karar
Pay sahipleri	-2,848	0,002***	Var
Kamuyu aydınlatma	-0,041	0,484	Yok
Menfaat sahipleri	-0,407	0,342	Yok
Yönetim kurulu	0,385	0,350	Yok
Ananot	-0,597	0,275	Yok
DROA	-0,210	0,417	Yok
DROE	-1,797	0,036**	VAR

Not: ***,** sırasıyla 0,01, 0,05 önem seviyelerini göstermektedir.

Tablo 4’te yer alan Pesaran vd.(2008) CD testi sonuçlarına göre pay sahipleri, kamu aydınlatma, menfaat sahipleri, yönetim kurulu, ananot değişkenleri değerlendirilmeye alınmıştır. Bağımsız değişkenlerine ilişkin olasılık değerleri pay sahipleri için % 1 anlamlılık düzeyine sahiptir, H_0 hipotezini reddetmektedir ve dolayısıyla yatay kesit bağımlılığı mevcuttur. Droe ise %5 anlamlılık düzeyine sahip olup yatay kesit bağımlılığı vardır ve H_0 hipotezini reddetmektedir. Değişkenlerine ilişkin olasılık değerlerinin anlamlı olduğu ve bu değişkenler özelinde veri setinde yatay kesit bağımlılığının bulunduğu tespit edilmiştir. Yatay kesit bağımlılığının olması H_0 hipotezinin reddedilmesi anlamına gelmektedir. Değişkenlerde yatay kesit

bağımlılığının söz konusu olması değişkenlerdeki durağanlık için ikinci nesil birim kök testlerinin kullanılması gerektiği anlamına gelmektedir. Yatay kesit bağımlılığının bulunmadığını ve değişkenlerde durağanlık sınaması için ise, birinci nesil birim kök testleri ile açıklanmaktadır. Kamu aydınlatma, menfaat sahipleri, yönetim kurulu ve ananot, droa, değişkenlerinin olasılık değeri %10 üzerindedir ve $\overline{H_0}$ hipotezi reddedilememiştir. Yatay kesit mevcut olmadığı sonucuna varılmıştır.

4.4.Homojenlik / Heterojenlik

Birim kök testleri ve uygulanan modellere göre testler değişmekle birlikte aynı zamanda serilerde ve modellerde eğim katsayılarının homojenlik/ heterojenlik durumları incelenmektedir. Çalışmada seri ve modellerde eğim katsayılarının homojen/ heterojenlik durumları Pesaran & Yagamata (2008) tarafından geliştirilen Δ ve Δadj testleriyle incelenmiştir.

Tablo 5: Homojenlik / Heterojenlik

DEĞİŞKENLER	DELTA TILDE		DELTA TILDE ADJUSTED		KARAR
	İSTATİSTİK	OLASILIK	İSTATİSTİK	OLASILIK	
Pay sahipleri	-0,080	0,532	-0,093	0,537	HOMOJEN
Kamu aydınlatma	2,479	0,007***	2,907	0,002***	HETEROJEN
Menfaat sahipleri	3,651	0.000***	4,281	0.000***	HETEROJEN
Yönetim Kurulu	-1,149	0,875	-1,348	0,911	HOMOJEN
Ananot	-1,311	0,905	-1,538	0,938	HOMOJEN
DROA	-0,658	0,745	-0,771	0,78	HOMOJEN
DROE	-1,035	0,85	-1,214	0,888	HOMOJEN

Not: *** 0,01 önem seviyesini göstermektedir.

Çalışmadaki serilerde homojenlik ve heterojenlik kıyası Pesaran ve Yamagata (2008) delta ve düzeltilmiş delta (Delta adj.) testleri ile açıklanmaya çalışılmıştır. Analiz sonuçları Delta adj. Testi doğrultusunda yorumlanmıştır.

Tablo 5’da yer alan Pesaran ve Yagamata (2008) Delta adj. Testi ile Roa ,Roe, Kamu aydınlatma, Menfaat sahipleri, Pay sahipleri, Yönetim kurulu, Ananot ,değişkenlerine ilişkin olasılık değerleri; Kamu Aydın ve Menfaat Sahipleri değişkenlerine ilişkin testlerin olasılık değerleri %5 anlamlılık düzeyinin altında olduğu için bu testler heterojendir ve $\overline{H_0}$ hipotezi reddedilir.

ROA, ROA, Kamu Aydınlatma, Menfaat Sahipleri, Pay Sahipleri, Yönetim Kurulu ,Ananot, değişkenlerinin homojenlik / heterojenlik özelliğe sahip olup olmadığı değişkenlerdeki durağanlığa göre homojenite / heterojenite dikkate alan birim kök testlerinin dikkate alınması gerekmektedir.

4.5.Birim Kök Testleri:

Panel veri analizleri yapılmadan önce gerçekleştirilen ön testlerden birisi birim kök testleridir. Panel veri analizi birim kök sınaması yapılırken; yatay kesiti dikkate almayan (birinci nesil) ile yatay kesit bağımlılığını dikkate alan (ikinci nesil) birim kök testleri kullanabilmektedir.

Tablo 6: Birim Kök Testleri

TEST : LEVİN,LIN VE CHU					
SABİT			SABİT VE TRENDLİ		
	İSTATİSTİK	OLASILIK		İSTATİSTİK	OLASILIK
DROA	-59,2618	0,0000		-46,1155	0,0000
Yon.kur	-23,7311	0,0000		-34,101	0,0000
Ananot	-21,8544	0,0000		-19,5979	0,0000

1.nesil homojenik birim kök test sonuçlarına göre Tablo 6’de bağımsız değişkenler, Droa, Yönetim Kurulu, Ananot olarak belirlenmiş; bu belirleme yatay kesit bağımlılığının olmadığı homojen 1.nesil kökleri için

Levin, Lin ve Chu testine tabii tutulmuştur. Mevcutta bulunan üç bağımsız değişken için öncelikle Droa için %1 anlamlılık düzeyinden düşük olduğu, birim kökün bulunmadığı dolayısıyla durağanlığın var olduğu, H_0 hipotezini reddedip H_1 hipotezinin kabul edildiğini sonucuna varılmıştır. Yönetim Kurulu değişkeni için, %1 anlamlılık seviyesinden düşük olduğu, birim kökün olmadığı H_0 hipotezinin reddedildiği ve serinin durağan olduğu; Ananot değişkeni için; %1 anlamlılık seviyesinden düşük olduğu olduğu, birim kökün bulunmadığı dolayısıyla durağan olduğu, H_0 hipotezinin reddedildiği sonucuna ulaşılmıştır.

Tablo 7: Birim Kök (Im peseran,ADF,PP) Test Sonuçları

TEST: IM, Peseran								
SABİT			SABİT VE TRENDLİ					
İSTATİSTİK OLASILIK			İSTATİSTİK OLASILIK					
Kamu Aydın.	1,54941	0,9394	-1,57135	0,0581				
Menfaat Sahipleri	-4,15232	0,0000	-2,11494	0,0172				
(ADF) SABİT			SABİT VE TRENDLİ			SABİT VE TRENDLİ (PP)		
İSTATİSTİK OLASILIK			İSTATİSTİK OLASILIK			İSTATİSTİK OLASILIK		
Kamu Aydın	19,3983	0,9609	47,9913	0,0345	38,2789	0,2059	53,484	0,0100
Menfaat Sahipleri	66,1589	0,0004	61,6252	0,0013	77,3666	0,0000	77,2945	0,0000

1. nesil heterojenik birim kök testi için Tablo 7'de Kamu Aydın ve Menfaat Sahipleri bağımsız değişkenlerine Im Peseran, ADF ve PP testleri ile değerlendirmeler yapılmıştır. Kamu Aydın bağımsız değişkenine Sabit IM (Peseran, ADF ve PP testi uygulanmış testin sonuçlarına göre IM (Peseran) testi %10 anlamlılık düzeyinden yüksek olduğu, birim kökün bulunduğu ve durağanlığın olmadığı tespit edilmiştir. ADF testinde anlamlılık düzeyinin %10' dan yüksek olduğu birim kökün olduğu ve durağanlığın olmadığını, PP testinde ise %10 anlamlılık düzeyinden yüksek olduğu, birim kökün var olduğu durağanlığın olmadığı tespit edilmiştir. Kamu Aydın değişkeninin sabit ve trendli olarak Im (Peseran), ADF ve PP testleri uygulanmıştır. IM(Peseran) testinde %5 anlamlılık düzeyinden yüksek olduğu, birim kökün olduğu durağanlığın olmadığı, ADF testinde %5 anlamlılık düzeyinden düşük olduğu birim kökün olmadığı ve durağanlığın mevcut olduğu; PP testinde ise %5 anlamlılık düzeyinden düşük olduğunu birim kökün olmadığını ve durağanlığın var olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

Kamu Aydınlatma değişkeninin IM, Peseran, ADF test sonuçları farkları sabit etkilerde %5 anlamlılık düzeyinden düşük olduğu, birim kökün olmadığı, durağanlığın olduğudur. Sabit ve trendli etkiler modelinde; test sonuçları %5 anlamlılık düzeyinin altında olduğu, birim kökün olmadığı, durağanlığın olduğu sonucuna varılmıştır.

Menfaat Sahipleri değişkeni için; IM (Peseran), ADF, PP testleri uygulanmış testin sonuçlarına bağlı olarak %5 anlamlılık düzeyinde birim kökün var olmadığı durağanlığın mevcut olduğu sabit etkiler sonucuna ulaşılmıştır. Sabit ve trendli modelde ise yapılan IM (Peseran), ADF, PP testleri %5 anlamlılık düzeyinden düşük olduğu için birim kök yoktur ve durağanlık vardır sonucuna varılmıştır.

Tablo 8: Panel Veri Analizi Sonuçları

BAĞIMSIZ DEĞİŞKENLER	MODEL 1		MODEL 2	
	KATSAYI	OLASILIK	KATSAYI	OLASILIK
Pay Sahipleri	0,168579	0,8664	1,422238	0,1572
Kamu Aydınlatma	2,161271	0,0324**	1,954427	0,0527*
Menfaat Sahipleri	-1,78062	0,0772*	-1,750000	0,0823*
Yönetim Kurulu	-0,94089	0,3484	0,780562	0,4364

Ananot	-4,01847	0,0001***	-4,06042	0,0001***
--------	----------	-----------	----------	-----------

Not: ***,** ve *sırasıyla 0,01, 0,05 ve 0,10 önem seviyelerini göstermektedir. +

Tablo 9: Panel Veri F-istatistik ve Olasılık Değerleri

	MODEL 1	MODEL 2
R²	0,593130	0,642526
F-İSTATİSTİK	10,1316	12,49195
F-OLASILIK	0,000000***	0,000000***

Not: *** 0,01 önem seviyesini göstermektedir.

Tablo 8’de ve Tablo 9’de finansal başarısızlık modelleri ışığında hesaplanan finansal başarısızlık skorları ile kurumsal yönetim değişkenleri arasındaki ilişkilere yönelik panel veri analizi sonuçları yer almaktadır. Panel veri sonuçları F olasılık değeri ile incelendiğinde Model 1 ve Model 2 de 0,01’den düşük olduğu, dolayısıyla %1 anlamlılık düzeyinde anlamlı olduğu sonucuna ulaşılmaktadır.

Model 1 ve Model 2’ye ilişkin F istatistik değerleri göz önüne alındığında Model 2’nin en yüksek değere sahip olduğu görülmektedir. Bu durumda Model 2 Model 1’e göre daha yüksek anlamlılık düzeyindedir sonucuna ulaşabiliriz.

Modelde yer alan bağımsız değişkenlerin bağımlı değişkenleri açıklama gücü olarak ifade bulan R² değerleri incelemeye alındığında ise; Model 1’in R² değeri %59,31 Model 2’nin R² değeri ise %64,25 olarak elde edilmiştir. Modellerin olasılık değerleri ve bu olasılık değerlerinin anlamlı olması, değişkenlerin yorumlanabilmesine imkân vermektedir.

5.SONUÇ VE TARTIŞMA

Araştırmada kurumsal yönetim notlarına sahip 16 adet işletmenin 2010-2020 yılları arasında finansal performanslarının başarısızlık değişkenlerini nasıl etkilediğini incelemek amacı ile panel veri analizi yapılmıştır. Finansal performans ve kurumsal yönetim notları çerçevesinde gerçekleşen analiz sonuçlarına göre; literatür çalışmalarına da göz önüne alındığında; kurumsal yönetim derecelendirme notlarının başarısızlık ile ilişkili olduğu belirlenmiştir.

Analiz gerçekleştirilmeden önce bağımlı ve bağımsız değişkenler belirlenmiş ilgili hipotezler kurulmuş ve panel veri analizi yapılmıştır. Panel veri sonuçları dikkate alındığında; modellerin anlamlılığının test edildiği F testi olasılık değerlerinin tüm modellerde yani Model 1 ve Model 2 de 0,01’den düşük olduğu, dolayısıyla tüm modellerin %1 anlamlılık düzeyinde olduğu tespit edilmiştir.

Panel veri analizi sonuçlarına göre, Model 1’de kamuyu aydınlatma, menfaat sahipleri ve ananot değişkenleri ROA ile istatistiksel olarak anlamlı ilişkili bulunmuştur. Bu bağlamda kamuyu aydınlatma değişkeni ROA değişkeni üzerinde pozitif yönde etkili, menfaat sahipleri ve ananot değişkenleri ise ROA üzerinde negatif yönde etkili olarak tespit edilmiştir. Model 1’de kamu aydınlatmada meydana gelen %1’lik bir artış ROA değişkeninde 2,16’lık bir artışa, menfaat sahiplerinde meydana gelen %1’lik bir artış -1,78’lik bir azalışa, ananotta meydana gelen %1’lik bir artış -4,01’lik bir azalışa neden olmaktadır. Model 1’e ilişkin panel veri analiz sonucuna göre, ROA değişkeni ile pay sahipleri ve yönetim kurulu değişkenleri arasında istatistiksel olarak anlamlı ilişki olmadığı görülmüştür.

Panel veri analizi sonucuna göre, Model 2’de kamuyu aydınlatma, menfaat sahipleri ve ananot değişkenleri ROE ile istatistiksel olarak anlamlı ilişkili bulunmuştur. Kamuyu aydınlatma değişkeni ROE değişkeni üzerinde pozitif yönde etkili, menfaat sahipleri ve ananot değişkenleri ise ROE üzerinde negatif yönde etkili olarak tespit edilmiştir. Model 2’de kamu aydınlatmada meydana gelen %1’lik bir artış ROE değişkeninde 1,95’lik bir artışa, menfaat sahiplerinde meydana gelen %1’lik bir artış -1,75’lik bir azalışa ve ananot değişkeninde %1’lik bir artış %4,06’lık bir azalışa neden olmaktadır. Analiz sonucunda, Model 2’de pay sahipleri ve yönetim kurulu değişkenleri ROE değişkeni ile istatistiksel olarak anlamlı ilişkili olmadığı sonucuna varılmıştır. Kurumsal derecelendirme notlarındaki artışın finansal başarıyı arttırdığı

söylenilmektedir. Kapsamda firmaların kurumsal yönetime ağırlık vermeleri işletme başarısını arttırmaları bakımından önem arz etmektedir.

Firmaların kurumsal yönetim çerçevesinde finansal performans ölçüleriyle birlikte ilgili alan yazın taraması sonucunda çalışmamızla benzer sonuçlar tespit edilen; Demsetz ve Lehn(1985), Ersoy(2016), Renders(2010), Shan Mclver (2011), Zagorchev Gao (2015), Sarkar(2012), Kiel Nicholson (2003), Kong Shivdasani(1995), Kim & Yoon (2007), Hassan ve Halbouni (2013), Aghabaki (2014), Sakarya (2011), Shahwan (2015) çalışmaları mevcut iken; çalışmamızla aynı sonuca ulaşmayan; Kula ve Baykut (2014), Acar Boyacıoğlu ve Akdoğan(2010) çalışmalarında da negatif anlamlı sonuçlar elde edildiği görülmektedir.

Bu çalışmada birden fazla sektöre ait firmalar sunulmuştur. İleride yapılacak çalışmalarda, sektörler arası farklılıkların araştırılması ve değerlendirilmesi ve farklı modeller kullanılarak bulguların kıyaslanabilmesi önerilebilir.

KAYNAKÇA

- Acar Boyacıoğlu, M. ve Akdoğan, Y. E. (2010), "Corporate Governance in Financial Institutions: An Application on The Istanbul Stock Exchange", *Journal of Academic Research in Economics*, 2 (2), 180-196.
- Aghabaki, M. (2014). *Kurumsal Yönetim ilkeleri ile Firma Değeri ve Hisse Senedi Getiri Oranı Arasındaki ilişkisi: İMKB'de Bir Uygulama*. Atatürk Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Doktora Tezi, Erzurum.
- Akdoğan, Y. E. ve Acar Boyacıoğlu, M. (2010), "Corporate Governance in Turkey: An Overview", *Selçuk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 24, 11- 30.
- Akgüç, Ö. (2010). *Finansal Yönetim* (8. Baskı). Ankara: Avcıol Basım Yayın.
- Akgüç, Öztin. *Finansal Yönetim*. 5. bs. İstanbul: Avcıol Basım Yayın, 1989.
- Aktan, C. C. (2006), *Kurumsal Yönetim, Kurumsal Şirket Yönetimi*, Ankara: SPK Yayınları.
- Aktan, C., 2006. *Kurumsal Şirket Yönetimi*. No:4. Yayın No:196. Ankara: Sermaye Piyasası Kurumu Kurumsal Araştırmalar Serisi.
- Altaş, D., ve Giray, S. (2005). "Mali Başarısızlığın Çok Değişkenli İstatistiksel Yöntemlerle
- Ay, M.F. (2010). *İşletmelerde Finansal Başarısızlık Tahmin Modelleri Ve İMKB'de İşlem Gören Firmalar Üzerinde Bir Uygulama*, Gaziosmanpaşa Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yüksek Lisans Tezi, İstanbul.
- Aygün, M, Taşdemir, A, ve Çavdar, E. (2011). *Banka Performansı Üzerinde Yönetim Kurulu Büyüklüğünün Etkisi*. Atatürk Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi, 24 (3), 67-78. Belirlenmesi: *Tekstil Sektörü Örneği*". *Anadolu Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, 5 (2): 13-28.
- Benli, Y. K. (2006). *Mali Açından Başarılı ve Başarısız İşletmelerin Mali Oranları Arasındaki İlişkilerin Faktör Analizi İle İncelenmesi*. *Muhasebe ve Denetime Bakış*, 17, 53-71.
- Bianco, M., ve Casavola, P. (1999), "Italian Corporate Governance: Effects on Financial Structure and Firm Performance", *European Economic Review*, 43(6), 1057-1069.
- Black, B., (2001), "The Corporate Governance Behavior and Market Value of Russian Firms", *Bernard Black Stanford Law School*
- Black, B., Jang, H., ve Kim, W. (2006), "Does Corporate Governance Predict Firms' Market Values? Evidence from Korea", *Journal of Law, Economics, and Organization*, 22, 366-413
- Boyacıoğlu, Namika (2017) *Firma Değeri ve Firma Performansları Üzerinde Kurumsal Yönetimin Rolü: BIST Kurumsal Yönetim Endeksine Kayıtlı Firmalar Üzerinde Bir Uygulama*. Mehmet Akif Ersoy Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Doktora Tezi, Burdur.

- Bülbül, S. ve Köse, A. (2009), "Türk Gıda şirketlerinin Finansal Performanslarının Çok Amaçlı Karar Verme Yöntemleriyle Değerlendirilmesi", 10. Ekonomi ve İstatistik Sempozyumu, Atatürk Üniversitesi, Erzurum, 27 – 29 Mayıs.
- Çatıkkaş, Ö. (2013). "Kurumsal Yönetim İlkeleri". Marmara Üniversitesi Sürekli Eğitim Merkezi.
- Çelik, M.K. (2010). "Bankaların Finansal Başarısızlıklarının Geleneksel ve Yeni Yöntemlerle Öngörüsü". Celal Bayar Üniversitesi Yönetim ve Ekonomi Dergisi, 17 (2)
- Çonkar, K, Elitaş, C, Atar, G. (2011). İMKB Kurumsal Yönetim Endeksi'ndeki (XKURY) Firmaların Finansal Performanslarının Topsis Yöntemi ile Ölçümü ve Kurumsal Yönetim Notu ile Analizi. İstanbul Üniversitesi İktisat Fakültesi Mecmuası, 61 (1), 81-115.
- Dağlı, H., Ayaydın, H. ve Eyüboğlu, K. (2010), " Kurumsal Yönetim Endeks Performans Değerlemesi: Türkiye Örneği", Muhasebe ve Finansman Dergisi, 48, 18-3
- Dağlı, H., Ayaydın, H. ve Eyüboğlu, K., (2010). Kurumsal Yönetim Endeksi Performans Değerlendirmesi: Türkiye Örneği. Muhasebe ve Finansman Dergisi, s 48 18-3
- DELOITTE, (2006). Nedir bu kurumsal yönetim. TKYD Kurumsal Yönetim Serisi, 1-16, 12 Nisan 2014 tarihinde www.tkyd.org/tr/yayinlar/tkyd-yayinlari.html
- Demsetz, H. (1983), "The Structure of Ownership and The Theory of The Firm", Journal of Law and Economics, 26, 375–390.
- Ersoy, E., Bayrakdaroğlu, A., ve Şamiloğlu, F., (2011). Türkiye'de Kurumsal Yönetim ve Firma Performansı (Tobin Q ve Anormal Getiri) Arasındaki İlişkinin Analizi. Finans Politik ve Ekonomik Yorumlar, 48(554).
- Feng, C-M. ve Wang, R-T. (2000), "Performance Evaluation for Airlines Including The Consideration of Financial Ratios", Journal of Air Transport Management, 6, 133-142.
- Gompers, P., Ishii, J. ve Metrick, A. (2003), "Corporate Governance and Equity Prices", The Quarterly Journal of Economics, 118(1), 107-156.
- Gürsoy, H. (2012). OECD Model Vergi Anlaşmasının 26'ncı Maddesi ile Vergi Konularındaki İdari Yardım Sözleşmesinin Bilgi Değişimi Maddelerinin Karşılaştırılması", Vergi Dünyası Dergisi, 377, s.47-53.
- Hassan, M. K., ve Halbouni, S. S., (2013). Corporate Governance, Economic Turbulence and Financial Performance of UAE Listed Firms. Studies in Economics and Finance, Studies in Economics and Finance, 30(2), 118-138.
- Hergüner, Ü. ve Yaveroğlu, L. (2007), Nedir Bu Kurumsal Yönetim, Türkiye Kurumsal Yönetim Derneği ve Deloitte Ortak Yayımları, <http://www.denetimnet.net/UserFiles/Documents/Nedir%20bu%20kurumsal20yonetim.pdf>, Erişim Tarihi: 01.04.2021.
- Kang, J. K. ve Shivdasani, A. (1995), "Firm Performance, Corporate Governance, and Top Executive Turnover in Japan", Journal of Financial Economics, 38(1), 29-58.
- Karamustafa, O. ve Varıcı Ğ., Er B., (2009), "Kurumsal Yönetim ve Firma Performansı: İMKB Kurumsal Yönetim Endeksi Kapsamındaki Firmalar Üzerinde Bir Uygulama", Kocaeli Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi, S.17, (100 – 119)
- Karamustafa, O., Varıcı, Ş. ve Er, B. (2009), "Kurumsal Yönetim ve Firma Performansı: İMKB Kurumsal Yönetim Endeksi Kapsamındaki Firmalar Üzerinde Bir Uygulama", Kocaeli Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi, 17, 100-119.
- Kiel, G. C. ve Nicholson, G. J. (2003), "Board Composition and Corporate Performance: How The Australian Experience Informs Contrasting Theories of Corporate Governance", Corporate Governance: An International Review, 11(3), 189-205.
- Koçel, T., 2005. İşletme Yöneticiliği. 10 Basım. İstanbul: Arıkan Basım Yayımları Dağıtım Ltd. Şti.

- Kula, V., ve Baykut, E. (2013). Kurumsal Yönetim Endeksinde Yer Almanın Mevduat Bankalarının Performansına Etkisi: BIST Örneği. *Afyon Kocatepe University Journal of Social Sciences*, 15(2).
- Kula, V., ve Baykut, E. (2013). Kurumsal Yönetim Endeksinde Yer Almanın Mevduat Bankalarının Performansına Etkisi: BIST Örneği. *Afyon Kocatepe University Journal of Social Sciences*, 15(2).
- OECD. (2004). *Principles of Corporate Governance*. Paris. Retrieved December 20, 2012, from www.oecd.org, E.T. 13.02.2020
- Sakarya, Ş. (2012). İMKB Kurumsal Yönetim Endeksi Kapsamındaki Şirketlerin Kurumsal Yönetim Derecelendirme Notu ve Hisse Senedi Getirileri Arasındaki İlişkinin Olay Araştırması Yöntemi Analizi. *Uluslararası Yönetim İktisat ve İşletme Dergisi*, 7(13), 147-162.
- Shahwan, T. M., (2015). The Effects of Corporate Governance on Financial Performance and Financial Distress: Evidence from Egypt. *Corporate Governance*, 15(
- Shan, Y. G., ve McIver, R. P. (2011). Corporate Governance Mechanisms and Financial Performance in China: Panel Data Evidence on Listed Non Financial Companies. *Asia Pacific Business Review*, 17(3), 301-324.
- Sökmen, F.Ş. & S. Yaman & M.B. Tunçel (2021), “Piyasa Güven Endeksi ile Finansal Yatırım Araçları Arasındaki İlişki: BRICS ve MIST Ülkeleri Üzerine Bir Araştırma”, *Sosyoekonomi*, 29(50), 361-386.
- Şengür, E. D. ve Püskül, Özbek, A., S. (2011), “İMKB Kurumsal Yönetim Endeksindeki Şirketlerin Yönetim Kurulu Yapısı ve İşletme Performansının Değerlendirilmesi”, *Dumlupınar Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, 31, 35- 50
- Torun, T. (Aralık 2007). Finansal Başarısızlık Tahmininde Geleneksel İstatistikî Yöntemlerle Yapay Sinir Ağlarının Karşılaştırılması ve Sanayi İşletmeleri Üzerinde Uygulama, *Kayseri*.
- Tükenmez, N. M., Gençyürek, A. G., ve Karakelleoğlu, M. Ş. (2017). Kurumsal Yönetim Derecelendirme Notlarının Şirketlerin Finansal Performansı Üzerindeki Etkisi. *Ege Stratejik Araştırmalar Dergisi*, 8(1), 1-18.
- Ünal, S., ve Yüksel, R. (2017). Finansal Performans ve Hisse Senedi Getirisi İlişkisi: BIST Sürdürülebilirlik Endeksindeki Bankalar Üzerine Bir İnceleme. *Uluslararası Yönetim İktisat ve İşletme Dergisi*, 13(5), 264-270.
- Xu, X. ve Wang, Y., (1999), “Ownership Structure And Corporate Governance in Chinese Stock Companies”, *China Economic Review*, C.10, (75-99).
- Yaman, S(2020),Finansal Başarısızlık Modellerinin Çalışma Sermayesi Yönetimi Ve Sermaye Yapısı Teorileri Doğrultusunda İncelenmesi: BİST Firmaları Üzerine bir araştırma Mersin Üniversitesi ,Sosyal Bilimler Enstitüsü İşletme Ana Bilim dalı, Doktora tezi.
- Yazgan, K. F. (2017). Kurumsal Yönetim Derecelendirmesinin Hisse Senedi Performansına Etkisi: BIST Kurumsal Yönetim Endeksi Üzerine Bir İnceleme, *Balıkesir Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Balıkesir*.
- Yenice, S, ve Dölen, T. (2013). İMKB’de İşlem Gören Firmaların Kurumsal Yönetim İlkelerine Uyumunun Firma Değeri Üzerindeki Etkisi. *Uluslararası Yönetim İktisat ve İşletme Dergisi*, 199,213
- Yıldırım, İ. (2006). İşletmelerde Mali Başarısızlıkların Tahmininde Erken Uyarı Sistemleri ve Türkiye İçin Bir Model Önerisi. Ankara: T.C. Gazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yüksek Lisans Tezi.
- Zagorchev, A. ve Gao, L. (2015), “Corporate Governance and Performance of Financial Institutions”, *Journal of Economics and Business*, 82, 17-41.