

Kurumsal Yönetim ve Finansal Başarısızlık

Bilal Akkaynak¹

Özet

Bu çalışma kurumsal yönetim ve finansal başarısızlık arasındaki ilişkiyi belirlemeyi amaçlamaktadır. Kurumsal yönetim ilkeleri işletmelerin şeffaf, adil, etkili ve denetlenebilir bir yönetim anlayışıyla sevk ve idare edilmesini amaçlamaktadır. Getirilen kurumsal yönetim ilkeleri ise işletmenin sürdürülebilir bir büyüme ve başarı sağlamasını hedeflemektedir. Çalışmanın uygulama örneğini BİST imalat sanayi endeksinde listelenen işletmeler oluşturmaktadır. BİST imalat sanayi endeksinde listelenen ve 2015-2019 yılları arasında sürekli olarak verilerine ulaşılabilen 102 işletmenin bilgileri derlenmiştir. Çalışmada finansal başarısızlığı temsilen Altman Z-Skoru, kurumsal yönetim uygulamalarını temsilen yönetim kurulu üye sayısı, yönetim kurulu kadın üye oranı, halka açıklık oranı, toplantı sayısı, denetim komitesi üye sayısı, bağımsız üye oranı ve denetim komitesi toplantı sayısı değişkenleri kullanılmıştır. Aktif karlılık, toplam aktif, satışlar ve net kar marjı değişkenleri ise modele kontrol değişkeni olarak dahil edilmiştir. Analiz sonucunda yönetim kurulu üye sayısı finansal başarısızlık ile pozitif ilişkili, halka açıklık oranı ve toplantı sayısı finansal başarısızlık ile negatif ilişkili olarak bulunmuştur.

1. GİRİŞ

Kurumsal Yönetim ilk olarak 1992 yılında Cadbury raporunun yayınlanması ile gündeme gelmiştir. Yaşanan finansal krizler, işletme kurum ve kuruluşların kötü yönetimi organizasyonların profesyonel yönetilmesi adına bir takım kurumsal ilkelerin geliştirilmesi gerekliliğini doğurmuştur. Kurumsal yönetim en öz ifade ile bir şirket, kurum, kuruluş ya da devlet olarak örneklendirilebilecek bir organizasyonun etkili, adil, şeffaf ve denetlenebilir biçimde yönetilmesine olanak sunan birtakım ilke ve uygulamalar olarak tanımlanabilir. 1990'lardan günümüze Ekonomik ve Kalkınma İş Birliği

1 Doç. Dr., EBYÜ İİBE İşletme Bölümü, bakkaynak@erzincan.edu.tr,
Orcid: 0000-0003-1300-2112

Örgütü (OECD) kendi kurumsal yönetim uygulamalarını geliştirmiştir. Geliştirilen ilkeler tüm paydaşların korunması, adil, hesap verilebilir nitelikte, şeffaf ve sorumluluk sahibi bir yönetim anlayışına sahip olmayı sağlamaya yönelik ilkelerdir. Zamanla OECD tarafından geliştirilen uygulamalara olan güvenin artmasıyla örgüt üyesi olmayan taraflarca da kurumsal yönetim ilkeleri benimsenmeye başlamıştır (Al Hares, 2020: 863).

İşletmelerin piyasalarda belirli taraflara sorumlulukları bulunmaktadır. Bu sorumluluklar hukuki, ekonomik, toplumsal, çevresel ve etik sorumluluklar olarak gruplanmaktadır. Vergi ödemek, çalışan haklarına saygı duymak, iş sağlığı ve güvenliği ilkelerine uyum sağlamak ve tüketici haklarına saygı duymak işletmenin hukuki sorumlulukları arasında yer alır. Finansal bakımdan sürdürülebilirliği sağlamak, çalışanlara hak ettikleri ödemeleri yapmak ve işletme paydaş değerini artırmak işletmelerin ekonomik sorumlulukları arasında sayılabilir. Toplumsal sorumluluklar daha çok toplum yararına katkı sunmayı, çevresel sorumluluklar işletmelerin çevreye duyarlı olmalarını ve etik sorumluluklar ise adil, etik ve ilkeli ticaret yapılması gerekliliği ile ilgili sorumluluklardır (Demir ve Songür, 1999: 151). Kurumsal yönetim ilkeleri işletmenin bu sorumluluklarını yerine getirmede yardımcı olabilecek uygulamalardır. Kurumsal yönetim ilkeleri, işletmelerin daha etkili ve verimli yönetilebilmeleri adına, işletme yönetici ve sahiplerinin alacağı keyfi ve hissi kararların önüne geçilmesini, işletme sahip ve yöneticileri arasında çıkması muhtemel çıkar çatışmalarının bertaraf edilmesi ve yöneticilerin işletmenin piyasa değerini etkileyecek kararlarının denetlenmesini hedefler. Bu kapsamda kurumsal yönetim, paydaşlar ve yöneticiler arasındaki çıkar ve amaçları düzenleyerek ortaklar tarafından sunulan fonların yöneticilerce daha etkili ve verimli kullanılmasına olanak sağlar (Lopez vd., 2019: 266).

Kurumsal yönetim ilkelerinin işletmelerde etkilerini incelemeye dönük olarak gerçekleştirilen birçok araştırma bulunmaktadır. Başlıcaları Öztürk ve Demirgüneş (2008) ve Yılmaz (2011) tarafından gerçekleştirilen kurumsal yönetim ve entelektüel sermaye ilişkisi, Karamustafa vd. (2009), Çonkar vd. (2011) ve Sandallı (2012) tarafından gerçekleştirilen kurumsal yönetim ve finansal performans ilişkisi, Kavut (2010) ve Önder ve Kaya (2018) tarafından gerçekleştirilen kurumsal yönetim ve sosyal sorumluluk ilişkisi, Eser (2011) ve Ayrıçay ve Ayşe (2019) tarafından gerçekleştirilen kurumsal yönetim ve sermaye yapısı ilişkisi ve Kayalı ve Doğan (2018), Gör (2018) ve Türkmen (2020) tarafından gerçekleştirilen kurumsal yönetim finansal başarısızlık ilişkisi olarak örneklendirilebilir.

Kurumsal yönetim uygulamaları da diğer birçok girişim ve uygulama gibi temelde başarı hedefli uygulamalardır. Ancak bazı durumlarda

işletme hedef ve planlamalarından saparak başarısız olabilir. İşletme başarısızlığın altında yatan nedenleri tespit edebilmeli ve nedenleri iyi irdelemelidir. Başarısızlık en öz ifade ile beklentilerden ve planlamalardan sapma olarak ifade edilebilir (McGrath, 1999: 14). Başarısızlık bazı durumlarda geçmiş veriler ile kıyaslanıp gelişim gösterilmediğinde, bazen rakiplerin ortalama olarak gerisinde kalındığında, bazen yükümlülüklerin yerine getirilemediğinde, bazen de hedeflenen amaçlara ulaşamadığında söz konusu olabilmektedir. Başarısızlık işletme faaliyetleri kapsamında başlıcaları üretim, pazarlama, müşteri ilişkileri, tedarik zinciri, yatırımcılar ve yönetim faaliyetleri gibi örneklendirilebilecek birçok noktada kendini gösterebilse de genel olarak işletme başarısızlığı denildiğinde, işletmelerin finansal anlamda karşılaşılabileceği ve önlem alınmadığı takdirde işletmeyi iflasa sürükleyebilecek başarısızlıklar akla gelmektedir (Park ve Hancer, 2012: 313).

Literatürde finansal başarısızlık çoğunlukla Altman Z-skor ile ölçülmektedir. Altman Z-Skor Edward I. Altman tarafından 1968 yılında geliştirilen bir ölçümdür. Altman Z-skoru kamuya açık işletmelerin verileri ile hesaplanmaktadır. Skor, işletme ile ilgili finansal anlamda ne derece işlerin yolunda gittiğini ve işletmenin iflas olasılığı taşıyıp taşımadığı hakkında bilgiler sunmaktadır. Skorun hesaplanmasında işletme sermayesi, dağıtılmamış karlar, faaliyet karı, işletme piyasa değeri, satışlar, varlık toplamı ve toplam borç değişkenleri kullanılmaktadır. Skor değerine göre işletmeleri “iflas riskinin düşük”, “finansal anlamda risk var” ve “iflas riski var” olmak üzere üç gruba ayırmaktadır (Yıldız, 2014: 77).

Bu çalışma ile işletmelerin Altman Z-Skorunun hesaplanması ve iflas olasılıklarının belirlenmesi sonrasında kurulacak bir panel veri modeli ile kurumsal yönetim uygulamalarının işletmelerin finansal başarısızlıkları üzerindeki etkisinin belirlenmesi amaçlanmaktadır. Çalışmanın uygulama örneklemini BİST imalat sanayi işletmelerinden oluşturulmuştur. İmalat sanayi ülkenin teknolojik, ekonomik ve sermaye birikimi bağlamında gelişmişliğinin en belirgin göstergelerindedir. Ülkenin imalat sanayi ne kadar gelişmiş ise ülke bir o kadar toplumunun ihtiyaçlarını karşılayabilen, dışa bağımlılığı düşük, altyapı ve endüstriyel anlamda gelişmiş, rekabet gücü yüksek ve ekonomik çeşitlendirmeye hakimdir. Kısacası imalat sanayi ülkenin teknoloji, inovasyon, ar-ge, ekonomi ve istihdam açısından vazgeçilmez öneme sahip sektörlerindedir. İmalat sanayinin ülke için mevcut önemi de her dönem araştırmacıların dikkatini çekmektedir. Bu çalışmada da uygulama örnekleminin imalat sanayi işletmeleri olarak belirlenmesi sektörün değinilen öneminden kaynaklanmaktadır. Çalışmanın devam eden kısımlarında konu ile ilgili literatür taramasına ve devamında yöntem ve bulgulara değinilecektir.

Sonuç kısmında ise elde edilen bulgular yorumlanarak sektör ve sonraki araştırmacılar için çıkarımlarda bulunulacaktır.

2.LİTERTÜR

Literatürde finansal başarısızlık ve kurumsal yönetim üzerine yapılmış çokça çalışma bulunmakta olup bunların başlıcaları kronolojik olarak aşağıdaki şekilde özetlenebilir.

Fich ve Slezak (2008), finansal başarısızlık ve kurumsal yönetim arasındaki ilişkiyi incelemeyi amaçlamışlardır. Bu amaçla 1992 ve 2000 yılları arasında bilgilerine ulaştıkları 781 farklı sektördeki işletmeye ait verileri panel veri analizi yöntemi ile incelemişlerdir. Çalışmada finansal başarısızlığı temsilen Altman Z-Skoru, kurumsal yönetim uygulamalarını temsilen yönetim kurulu üye sayısı, iç yönetim kurulu üye sayısı, şirketle yakın ilişkilere sahip yönetim kurulu üye sayısı, dış yönetim kurulu üye sayısı, kurumsal yatırımcı oranı, yönetim kurulu sahiplik oranı, kurucu aile üyesinin yönetim kurulundaki varlığı, CEO yaşı, CEO görev süresi ve yönetim kurulundan ayrılan üye sayısı değişkenlerini kullanmışlardır. Araştırma sonucunda genel olarak kurumsal yönetim uygulamalarının finansal anlamda başarısız olarak kabul edilen işletmelerde iflas olasılığını etkilediği, dış yönetim kurulu üyesi olan nispeten küçük ve bağımsız işletmelerde kurumsal yönetim uygulamalarının finansal başarısızlığı azaltıcı etki doğurduğu bulgusuna ulaşmışlardır.

Bayraktaroğlu ve Çelik (2015), kurumsal yönetim uygulamalarının borsaya kote işletmelerde getiri oynaklığı üzerindeki ilişkisinin belirlenmesini amaçlamışlardır. Bu amaçla 31 Ağustos 2007 ve 27 Mayıs 2014 tarihleri aralığında BİST 30, BİST 100 ve kurumsal yönetim endeksine dahil edilen firmaların günlük verilerini derlemişlerdir. Çalışmalarında GARCH volatilité modellerini kullanmışlardır. Araştırma sonucunda kurumsal yönetim uygulamalarının getiri oynaklığı ile negatif ilişkili olduğu bulgusunu elde etmişlerdir.

Gör vd. (2015), kurumsal yönetim uygulamaları ve finansal raporlama arasındaki ilişkiyi BİST kurumsal yönetim endeksinde listelenen işletmeler örnekleminde incelemeyi amaçlamışlardır. Bu amaçla 2009 ve 2014 yılları aralığında 45 işletmenin verilerini derlemişlerdir. Panel veri analizi yöntemini kullandıkları çalışmalarında bağımlı değişken olarak finansal raporlama süresini, kurumsal yönetim uygulamalarını temsilen ise yönetim kurulu üye sayısı, yönetim kurulundaki bağımsız üye sayısı, yönetim kurulu üyelerinin işletme ve yönetim bilimi mezun sayısı, yönetim kurulu kadın üye varlığı, CEO ikiliği, kurumsal sahiplik, yönetici sahipliği, yabancı yatırımcı sahipliği, denetim komitesi varlığı, finansal başarısızlık olasılığı, dipnot açıklama oranı

değişkenlerini kullanışlardır. Analiz sonucunda Yönetim kurulu üye sayısı, dipnot açıklama oranı ve CEO ikiliği değişkenleri finansal raporlama süresi ile pozitif ilişkili iken yabancı yatırımcı sahipliği finansal raporlama süresi ile negatif ilişkilidir. Buna göre yönetim kurulu üye sayısı, dipnot açıklama oranı ve CEO ikiliği arttıkça finansal raporlama süresi de artış göstermektedir. Firmada yabancı yatırımcı sahipliği arttıkça finansal raporlama süresi azalış göstermektedir.

Manzane vd. (2016), finansal başarısızlık ve kurumsal yönetim arasındaki ilişkiyi İspanya borsasında faaliyet gösteren işletmeler örneğinde incelemeyi amaçlamışlardır. Bu amaçla 2007 ve 2012 yılları aralığında bilgilerine ulaştıkları 308 işletmenin verilerini lojistik regresyon yöntemi ile incelemişlerdir. Faiz ve vergi öncesi karı yıllık finansal harcamalarından düşük olan işletmeleri finansal başarısız olarak nitelendirdikleri çalışmada bağımlı değişken olarak finansal başarısızlığın varlığını kurumsal yönetim uygulamalarını temsilen ise CEO ikiliği, bağımsız üye oranı, yönetim kurulu üye sayısı, yönetim kurulu hisse oranı ve en büyük hissedar oranı değişkenlerini kullanmışlardır. Firma büyüklüğü ve karlılık değişkenlerini ise kontrol değişkeni olarak modele eklemişlerdir. Analiz sonucunda bağımsız üye oranı, yönetim kurulu hisse oranı ve yönetim kurulu üye sayısının finansal başarısızlıkla negatif ilişkili olduğu bulgusuna ulaşmışlardır. Buna göre bağımsız üye oranı artan, yönetim kurulu üyelerinde sahiplik oranı artan ve yönetim kurulu üye sayısı artan işletmelerin finansal başarısızlık olasılıkları daha düşük olabilecektir.

Gör (2018), finansal başarısızlığı önlemede kurumsal yönetimin yeri üzerine bir araştırma yapmayı amaçlamışlardır. Bu amaçla BİST 100 endeksinde sürekli faaliyet gösteren işletmelerin 2009 ve 2016 yılları aralığındaki veri setini derlemiştir. Finansal başarısızlığın göstergesi olarak Altman Z-Skor'u kullandığı araştırmasında kurumsal yönetim uygulamalarını temsilen kurumsal yönetim endeksini, yönetim kurulu bağımsız üye oranını, CEO ikiliğini yönetim kurulu kadın üye oranını ve halka açıklık oranı değişkenlerini kullanmıştır. İşletme büyüklüğü, aktif karlılık, finansal kaldıraç ve sektör değişkenlerini ise kontrol değişkeni olarak modele dahil etmiştir. Araştırma sonucunda kurumsal yönetim endeksi, sektör ve işletmenin finansal kaldırıcı finansal başarısızlık ile pozitif ilişkili iken yönetim kurulundaki bağımsız üye oranı, yönetim kurulundaki kadın üye oranı, halka açıklık oranı ve aktif karlılık finansal başarısızlık ile negatif etkilidir. Gör (2018)'e göre yönetim kurulundaki bağımsız üye oranı, yönetim kurulundaki kadın üye oranı ve halka açıklık oranı arttıkça işletmelerin finansal başarısızlık oranı azalmaktadır.

Kayalı ve Doğan (2018), BİST kurumsal yönetim endeksinde yer alan imalat sanayi işletmeleri örnekleminde finansal başarısızlık ve kurumsal yönetim derecelendirme notu arasındaki ilişkiyi incelemeyi amaçlamışlardır. Bu amaçla 2012 ve 2016 yılları aralığında sürekli ilgilerine ulaşabildikleri işletmelere ait verileri panel veri analizi yöntemi ile incelemişlerdir. Finansal başarısızlığı temsilen Altman Z-Skoru, bağımsız değişken olarak kredi derecelendirme notlarını, net işletme sermayesinin toplam aktif içindeki payı, dağıtılmamış karların toplam aktif içindeki payı, faiz ve vergi öncesi karın toplam aktif içindeki payı, net satışların toplam aktife oranı ve cari sermaye büyüklüğünün borçlar ile oranı değişkenlerini kullanmışlardır. Araştırma sonucunda işletmelerde finansal başarısızlık ile kredi derecelendirme notları arasında negatif bir ilişkinin varlığı bulgusuna ulaşmışlardır. Buna göre işletmelerde kredi derecelendirme notu yükseldikçe işletmelerin finansal başarısızlık olasılığı azalmaktadır.

Aslan ve Topaloğlu (2020), Finansal başarısızlık ve kurumsal yönetim arasındaki ilişkiyi bankalar örnekleminde incelemeyi amaçlamışlardır. Bu amaçla BİST kurumsal yönetim endeksinde yer alan bankaların 2011 ve 2019 yılları aralığındaki veri setlerini inceleyerek bankaların kurumsal yönetim derecelendirme notlarını derlemişlerdir. Panel veri analizi yöntemini kullandıkları çalışmalarında finansal başarısızlığı temsilen Altman Z-Skor göstergesini kullanmışlardır. Kurumsal yönetim uygulamalarını temsilen ise kurumsal yönetim derecelendirme notunu kullanmışlardır. Analiz sonucunda kurumsal yönetim derecelendire notunun finansal başarısızlık ile pozitif ilişkili olduğu bulgusunu elde etmişlerdir. Buna göre kurumsal yönetim derecelendirme notunun yüksekliği işletmeleri finansal başarısızlığa yöneltebilmektedir.

Sönmez (2020), Çok uluslu ve ulusal işletmelerde kurumsal yönetim uygulamaları ve finansal başarısızlık arasındaki ilişkileri incelemeyi amaçlamıştır. Bu amaçla 2015 ve 2019 yılları aralığında BİST imalat sanayi verilerini derlemiştir. Panel veri analizi yöntemini kullandığı çalışmasında finansal başarısızlığı temsilen Altman Z-Skorunu kullanmıştır. Kurumsal yönetim uygulamalarını temsilen ise yönetim kurulundaki toplam üye sayısı, yönetim kurulundaki bağımsız üye oranını, yönetim kurulundaki kadın üye oranını, en büyük hissedarın tuttuğu hisse oranını, yönetim kurulu toplantı sıklığını, denetim komitesindeki toplam üye sayısını, risk komitesindeki toplam üye sayısını, denetim komitesi toplantı sıklığını ve risk komitesi toplantı sıklığı değişkenlerini kullanmıştır. Araştırma sonucunda yönetim kurulu üye sayısı, bağımsız üye oranı ve yönetim kurulu kadın üye oranı değişkenlerinin finansal başarısızlık ile negatif ilişkili olduğu bulgusunu elde etmiştir. Buna göre yönetim kurulunda bağımsız üyesi oranı, yönetim

kurulundaki kadın üye oranı ve yönetim kurulu üye sayısı arttıkça finansal başarısızlık oranı azalacaktır.

Türkmen (2020), Finansal başarısızlık ve kurumsal yönetim ilkeleri arasındaki ilişkiyi incelemeyi amaçlamıştır. Bu kapsamda 2009 ve 2015 yılları arasında Borsa İstanbul BİST 100 endeksinde işlem gören firmalara ait verileri derlemiştir. Lojistik regresyon yöntemini kullanıldığı çalışmada başarısızlık göstereci olarak Altman Z-Skoru, negatif çalışma sermayesi, dönem zararı, negatif nakit akışı ve negatif özkaynak değişkenlerini, kurumsal yönetim uygulama göstergeleri olarak ise yönetim kurulu üye sayısı, bağımsız yönetim kurulu üye sayısı, kadın yönetim kurulu üye sayısı, denetim komitesi üye sayısı, kurumsal sahiplik, yönetici sahipliği, yabancı sahipliği ve CEO ikiliği değişkenlerini kullanmıştır. Finansal kaldıraç oranı ve işletme büyüklüğü değişkenlerini ise kontrol değişkeni olarak modele dahil etmiştir. Araştırma sonucunda yönetim kurulu üye sayısı ve kurumsal sahipliğin arttıkça finansal başarısızlık olasılığının azaldığını yönetici sahipliği, CEO ikiliği ve finansal kaldıraç arttıkça finansal başarısızlık olasılığının artış gösterdiğini tespit etmiştir. Türkmen (2020)'ye göre işletmede yaşanacak CEO ikiliği ve yabancı sahipliği finansal başarısızlığı artırarak iken kurumsal sahiplik ve yönetim kurulu üye sayısının artışı finansal başarısızlığı azaltıcı uygulamalardır.

Kurt ve Elagöz (2022), kurumsal yönetim uygulamalarının finansal performans ile ilişkisini incelemeyi amaçlamışlardır. Bu amaçla 2013 ve 2017 yılları arasında sürekli olarak BİST kurumsal yönetim endeksinde listelenen 15 işletmenin verilerini derlemiştir. Panel veri analizi yöntemini kullandıkları çalışmalarında aktif karlılık, öz sermaye karlılığı ve Tobin Q oranlarını finansal performansını temsilen bağımlı değişken olarak, pay sahipleri ilkesi puanı, menfaat sahipleri ilkesi puanı, kamuyu aydınlatma ve şeffaflık ilkesi puanı, yönetim kurulu ilkesi puanı ve toplam kurumsal yönetim puanı değişkenlerini ise kurumsal yönetim uygulamalarını temsilen bağımsız değişken olarak modele dahil etmişlerdir. Analiz sonucunda bağımsız değişkenlerin tümünün bağımlı değişkenler ile eş bütünleşik olduğu sonucuna ulaşmışlardır.

Sönmez ve Yılmaz (2022), Finansal performans ve kurumsal yönetim ilişkisini BİST sanayi endeksi örneğinde incelemeyi amaçlamışlardır. Bu amaçla 2012 ve 2019 yılları aralığında BİST imalat sanayi endeksinde listelenen 104 işletmenin verilerini panel veri analizi yöntemi ile incelemiştir. Finansal performansını temsilen ROA, Kurumsal yönetim uygulamalarını temsilen yönetim kurulu üye sayısı, yönetim kurulundaki bağımsız üye oranını, yönetim kurulundaki kadın üye oranını, sahiplik yapısı,

yönetim kurulu toplantı sıklığı, denetim komitesi üye sayısı, risk komitesi üye sayısı, denetim komitesi toplantı sıklığı ve risk komitesi toplantı sıklığı değişkenlerini kullanmışlardır. Analiz sonucunda risk komitesi üye sayısı ve risk komitesi toplantı sayısı değişkenlerinin finansal performans ile pozitif ilişkili olduğu bulgusunu elde etmişlerdir. Buna göre risk komitesi üye sayısı ve toplantı sıklığı arttıkça finansal performansında artış göstermesi umulmalıdır.

3.YÖNTEM VE BULGULAR

Bu çalışma BİST imalat sanayi endeksinde listelenen işletmeler örnekleminde kurumsal yönetim uygulamalarının finansal başarısızlık üzerindeki etkisini belirlemeyi amaçlamaktadır. Bu amaçla 2015 ve 2019 yılları arasında BİST imalat sanayinde listelenen ve düzenli olarak verileri temin edilebilen 102 işletmenin verileri derlenmiştir. İşletmeler ile ilgili veriler Kamuyu Aydınlatma Platformu ve Finner'ten elde edilmiştir. Veriler Stata 14 programı marifeti ve panel veri analizi yöntemiyle analiz edilmiştir. Panel veri analizi yöntemi yata ve zaman kesitlerinin birlikte yer aldığı zaman serilerine göre daha nitelikli sonuçlar elde edilebilen bir analiz yöntemidir. Standart bir panel veri analizi aşağıdaki denklem ile modellenmektedir (Pazarlıoğlu vd. 2007: 37);

$$Y_{i,t} = \beta_{1it} + \beta_{2i,t}X_{2i,t} + \dots + \beta_{ki,t}X_{ki,t} + \varepsilon_{i,t} \dots\dots\dots(1)$$

Y = Bağımlı değişken

X = Bağımsız değişken

β_1 = Sabit değişim katsayısı

$\beta_2 \dots \beta_k$ = Eğim katsayıları

ε = Hata terimi

i = Alt İndis (Birey, İşletme, Ülke) $i = 1, 2, 3 \dots N$

t = Alt indis (zaman) $t = 1, 2, 3, \dots T$

Araştırma konusu modelde kullanılan değişkenler Altman Z-Skoru, yönetim kurulu üye sayısı, yönetim kurulu kadın üye oranı, halka açıklık oranı, toplantı sayısı, denetim komitesi üye sayısı, bağımsız üye oranı, denetim komitesi toplantı sayısı, aktif karlılık, toplam aktif, satışlar ve net kar marjı değişkenleridir. Tablo 1'de çalışmada kullanılan değişkenler bağımlı, bağımsız ve kontrol değişken grubu olmak üzere özetlenmektedir.

Tablo 1. Bağımlı ve Bağımsız Değişkenler

Kısaltma	Bağımlı Değişken	Literatür
Zs	Altman Z-Skoru- İflas Olasılığı	Fich ve Slezak (2008), Gör (2018), Aslan ve Topaloğlu (2020), Sönmez (2020), Türkmen (2020)
Kısaltma	Bağımsız Değişkenler	
Ykus	Yönetim Kurulu Üye Sayısı	Fich ve Slezak (2008), Şengür ve Püskül (2011), Manzane vd. (2016), Sönmez (2020), Türkmen (2020)
Ykkuo	Yönetim Kurulu Kadın Üye Oranı	Şengür ve Püskül (2011), Gör (2018), Sönmez (2020), Türkmen (2020)
Hao	Halka Açıklık Oranı	Gör (2018), Önder ve Kaya (2018)
Ts	Toplantı Sayısı	Şengür ve Püskül (2011), Sönmez (2020)
Dkus	Denetim Komitesi Üye Sayısı	Şengür ve Püskül (2011), Lakshan ve Wijekoon (2012), Sönmez (2020), Türkmen (2020)
Buo	Bağımsız Üye Oranı	Fich ve Slezak (2008), Şengür ve Püskül (2011), Lakshan ve Wijekoon (2012), Manzane vd. (2016), Gör (2018), Sönmez (2020)
Dkts	Denetim Komitesi Toplantı Sayısı	Şengür ve Püskül (2011), Sönmez (2020)
Kısaltma	Kontrol Değişkenler	
Roa	Aktif Karlılık	Karamustafa vd. (2009), Sönmez (2022)
Ta	Toplam Aktif	Tükenmez vd (2017), Dizgil ve Reis (2021)
S	Satışlar	Çonkar vd. (2011), Aslan ve Topaloğlu (2020)
Nkm	Net Kar Marjı	Karamustafa vd. (2009), Çonkar vd. (2011), Tükenmez vd (2017)

1 numaralı formülde yer alan bağımlı ve bağımsız değişken bölümlerine Tablo 1’de yer alan bağımlı ve bağımsız değişkenler kullanılarak araştırma konusu model aşağıdaki şekilde oluşturulmuştur.

$$(Zs)_it = \alpha + \beta_1 Y_{it} + \beta_2 Ykkuo_{it} + \beta_3 Hao_{it} + \beta_4 Ts_{it} + \beta_5 Dkus_{it} + \beta_6 Buo_{it} + \beta_7 Dkts_{it} + \beta_8 Roa_{it} + \beta_9 Ta_{it} + \beta_{10} S_{it} + \beta_{11} Nkm_{it}$$

Çalışmada Altman Z-Skoru (Zs) bağımlı değişken, yönetim kurulu üye sayısı (Yus), yönetim kurulu kadın üye oranı (Ykkuo), halka açıklık oranı (Hao), toplantı sayısı (Ts), denetim komitesi üye sayısı (Dkus), bağımsız üye oranı (Buo), denetim komitesi toplantı sayısı (Dkts) araştırma konusu bağımsız değişkenler, aktif karlılık, toplam aktif, satışlar ve net kar marjı değişkenleri ise kontrol değişken olarak modele dahil edilmiştir.

Modelde uygun tahmincinin seçimi için veri setine öncelikle F, LM ve Hausman testleri uygulanmalıdır. F testi modelin sabit etkiler modeli ve klasik model arasından uygun olanın tercihine yönelik bir testtir. LM testi ise

modelin rassal etkiler modeli ve klasik modellerden uygun olanının tercihine yönelik bir testtir. Hausman testi ise modelin sabit etkiler modeli ve rassal etkiler modeli arasından uygun olanın tercihine yönelik bir testtir. Tablo 2'de F, LM ve Hausman test sonuçları yer almaktadır.

Tablo 2. F, LM ve Hausman Testleri

F Testi		LM Testi		Hausman Testi	
İstatistik	Olasılık	İstatistik	Olasılık	İstatistik	Olasılık
12.00	0.000*	323.10	0.000*	92.68	0.000*

*Not: *, **, *** sırasıyla %1, %5 ve %10 önem düzeyinde anlamlılığı temsil etmektedir.*

Tablo 2'deki sonuçlar yorumlandığında F testi sonuçları %1 önem düzeyinde anlamlı kabul edilmektedir. Buna göre modelin çözümü klasik modelden ziyade sabit etkilere uygundur. LM testi sonuçlarına bakıldığında ise sonuçlar %1 önem düzeyinde anlamlı kabul edilmekte ve modelin çözümü klasik modelden ziyade rassal etkiler modeline uygundur. Hausman test sonuçlarına bakıldığında ise sonuçlar %1 önem düzeyinde anlamlı kabul edilmekte ve modelin çözümü rassal etkilerden ziyade sabit etkiler modeline uygundur.

Panel veri analizlerinde modelin analizi için uygun tahmincinin belirlenmesinin ardından modelde değişen varyans, otokorelasyon ve yatay kesit bağımlılığının varlığı sınanmalıdır. Değişen varyansın varlığı Greene (2000) değiştirilmiş Wald (W) testi ile sınanmıştır. Otokorelasyonun varlığı ise Baltagi-Lee (1995) LM ve Born-Breitung (2016) \widetilde{LM} testleri ile sınanmıştır. Yatay kesit bağımlılığının varlığı ise Pesaran CD test ile sınanmıştır. Test sonuçları Tablo 3'te yer almaktadır.

Tablo 3. Değişen Varyans, Otokorelasyon ve Yatay Kesit Bağımlılığı Test Sonuçları

Değişen Varyans		Otokorelasyon		Yatay Kesit Bağımlılığı	
W		LM	\widetilde{LM}	Pesaran	
İstatistik	Olasılık	İstatistik	İstatistik	İstatistik	Olasılık
1.00E+06	0.000*	1.3627	1.8683	4.346	0.000*

*Not: *, **, *** sırasıyla %1, %5 ve %10 önem düzeyinde anlamlılığı temsil etmektedir.*

Tablo 3'te yer alan sonuçlar incelendiğinde modelde değişen varyans ve yatay kesit bağımlılığının varlığını sınanan test sonuçları %1 önem düzeyinde

anlamli olarak tespit edilmiştir. Buna göre modelde değişen varyans ve yatay kesit bağımlılığı bulunmaktadır. Modelde otokorelasyonun varlığının sınıandığı LM ve \widetilde{LM} test istatistik sonuçları 2 kritik değerin altında olması nedeni ile modelde otokorelasyonun varlığı anlamlı kabul edilmiştir.

Modelde değişen varyans, otokorelasyon ve yatay kesit bağımlılığının bulunması durumunda modelden bu etkiler arındırılmalı ya da bu etkilerin varlığında tahminleme yapabilen bir dirençli tahminci kullanılmalıdır. Driscoll Kraay tahmincisi her üç etkinin varlığında sınıama yapabilen bir dirençli tahmincidir. Driscoll Kraay dirençli tahmincisi ile elde edilen regresyon sonuçları Tablo4'te yer almaktadır.

Tablo 4. Panel Regresyon Sonuçları

Bağımsız Değişkenler	Bağımlı Değişken	
	Zscore	
	İstatistik	Olasılık
Ykus	0.0006403	0.061***
Ykkuo	0.0051153	0.132
Hao	-0.0122634	0.008*
Ts	-0.0000216	0.05***
Dkus	-0.0032417	0.228
Buo	-0.0049225	0.122
Dkts	0.0002489	0.122
Roa	0.0004131	0.001*
Ta	-18.800.013	0.001*
S	7.160.014	0.003*
Netkm	-40.005.708	0.003*

*Not: *, **, *** sırasıyla %1, %5 ve %10 önem düzeyinde anlamlılığı temsil etmektedir.*

Tablo 4'te yer alan regresyon sonuçlarına bakıldığında halka açıklık oranının finansal başarısızlık üzerindeki etkisinin %1 önem düzeyinde anlamlı olduğu, yönetim kurulu üye sayısının ve toplantı sayısının ise %10 önem düzeyinde istatistiksel olarak anlamlı olduğu gözlemlenebilmektedir.

Kontrol değişkenlerin finansal başarısızlık üzerindeki etkisine bakıldığında aktif karlılık, toplam aktif, satışlar ve net kar marjı değişkenlerinin tümünün finansal başarısızlık üzerindeki etkisi istatistiksel olarak anlamlı olduğu görülmektedir.

Kurumsal yönetim uygulamalarından istatistiksel olarak anlamlı olan uygulamaların finansal başarısızlık üzerindeki etki yönüne bakıldığından yönetim kurulu üye sayısı finansal başarısızlık ile pozitif ilişkili iken halka açıklık oranı ve toplantı sayısının finansal başarısızlık ile negatif ilişkili olduğu görülmektedir.

Modele dahil edilen kontrol değişkenlerin istatistiksel olarak anlamlı olanların finansal başarısızlık üzerindeki etki yönüne bakıldığında aktif karlılık ve satışlar değişkeninin finansal başarısızlık ile pozitif ilişkili olduğu, toplam aktif ve net kar marjı değişkenlerinin ise finansal başarısızlık ile negatif ilişkili olduğu gözlemlenmektedir.

SONUÇ

Kurumsal yönetim, organizasyonların şeffaf, etkili, denetlenebilir ve adil bir biçimde yönetilebilmesi için geliştirilmiş uygulamalardır. 1990'lı yıllarda gündeme gelmesinden günümüze değin özellikle kamuya açık işletmelerin özen gösterdiği uygulamalardır. Öyle ki işletmelerin kurumsal yönetim ilkelerine uygunluk derecesi bağımsız denetim kurumlarınca izlenir ve derecelenir. Bu gözlem işletme ile ilgili taraflara işletmenin kurumsal yönetim ilkelerini ne derece sahiplendiği hususu ile ilgili fikir vermektedir. Kurumsal yönetim ilkelerinin benimsenmesi adına gerçekleştirilen yönelimler mutlak surette önemlidir. Ancak işletmelerin kurumsal yönetim ilkelerini işletmelerinin geleceği için kendi istek ve arzuları ile gönülden uygulamaları çok daha etkili olacağı düşünülmektedir.

Çalışmada işletmelerin kurumsal yönetim uygulamalarının olası finansal başarısızlıkları üzerindeki etkisinin incelenmesi amaçlanmıştır. Finansal başarısızlık genellikle ölçümünde Altman Z-Skorun kullanıldığı, iyi yönetilemedi takdirde işletmeyi iflasa sürükleyebilen dikkat edilmesi gereken bir durumdur. İşletmelerin başarılı bir biçimde geleceklerini planlayabilmeleri tüzel kişilikleri bağlamında her şeyden önce geleceği düşünüldüğünde olası finansal başarısızlıkları üzerindeki bir etkinin belirlenmeye çalışılması önemlidir.

Analiz sonucunda yönetim kurulu üye sayısı finansal başarısızlık ile pozitif ilişkili olarak bulunmuştur. Yönetim kurulu genel kurulca işletmenin yönetsel sorumluluğunun verildiği ve yetkilendirildiği kuruldur. Finansal başarısızlık ile pozitif ilişkili regresyon sonucu, yönetim kurulu üye sayısı artıka finansal başarısızlık olasılığının artacağı anlamına gelse de bu sonuç, yönetim kurulu üye sayısının optimum sayıda olması gerektiği, bu sayının devamında yönetim kurulu üye sayısının artmasının işletmenin alacağı kararlarda yönetimin pasif kalabileceğini, olması gerekenden fazla yönetim

kurulu ye sayısının yönetimsel zafiyetlere yol açabileceğini ve işletmeyi finansal başarisızlığa yöneltebileceği şeklinde yorumlanabilir. Nitekim yönetim kurulu ye sayısı optimumdan fazla artıkça kurulda koordinasyon sorunları baş gösterebilir ve karar verme süreci yavaşlayabilir. Üyelerin vizyon ve stratejileri farklılaşabilir ve bu durum çıkar çatışmalarına sebep olabilir.

Halka açıklık oranı ile finansal başarisızlık arasında negatif yönlü bir ilişkinin varlığı tespit edilmiştir. Buna göre işletmelerin halka açıklık oranının artması işletmenin finansal başarisızlık olasılığını azaltmaktadır. Işletmeler halka açık ise finansal raporlama ve denetim gibi birtakım standartlara uymak zorundadırlar bu durum işletmelerin daha şeffaf olmaları sonucunu doğuracaktır. Halka açıklık oranının artması işletmenin toplumun geneline yayılan bir sahiplik yapısına ulaştığı anlamına gelmektedir. Bu durumda işletme yönetimi faaliyetlerinde daha özenli olacak ve kritik kararları daha akılcıca alacaktır. Bu refleks de işletmenin finansal başarisızlığa düşme olasılığını azaltıcı bir etki doğurabilecektir.

Yönetim kurulu toplantı sayısı ile finansal başarisızlık arasında negatif bir ilişkinin varlığı tespit edilmiştir. Buna göre işletme yönetim kurul toplantı sayısı artıkça işletmenin finansal başarisızlık olasılığı azalmaktadır. Işletmeler büyüdükçe organize edilmesi gereken iş süreçleri daha karmaşık hale gelebilmekte ve yönetimin sorumluluğu artmaktadır. Bu sürecin iyi yönetilebilmesi şüphesiz ortak akıl ile alınabilecek kararlar ile mümkündür. Bu noktada nitelikli toplantı sayısının önemi ortaya çıkmaktadır. Toplantı sıklığının artması işletmede karar alma sürecinin yönetimi ve olaylara zamanında etkili müdahale yeteneğinin kazanılması bakımından önemlidir. Toplantı yönetim kurulu yeleri arasında iletişimi ve koordinasyonu arttıracaktır. Buda yönetim kurulu üyelerinin risk yönetim kabiliyetlerini arttırabilecek ve etkili bir performans gösterebilmelerine olanak sağlayabilecektir. Ayrıca toplantı sıklığı işletme içi iç kontrol ve denetim mekanizmasının daha etkili çalışmasına olanak sağlayabilecektir. Tüm bunların sonucu olarak da işletmenin finansal başarisızlığa düşme olasılığı azalış gösterecektir.

Kurumsal yönetim uygulamalarının finansal başarisızlık üzerindeki etkisinin incelendiği bu çalışmanın analiz bulgularına dayanarak işletmelere optimum düzeyde yönetim kurulu ye sayısına sahip olmaları ve gereğinden fazla ye ile yönetim kadrosu planlamamaları, işletmeni halka açıklık oranı düşük olan işletmelerin belirli düzeyde halka açıklık oranını arttırmaları ve etkili ve verimli bir yönetim için yönetim kurulu toplantı sayılarını optimum düzeyde kadar arttırmaları önerilir.

Çalışmanın kontrol değişkenlerinden net kar marjı ve toplam aktif değişkenleri finansal başarısızlık ile negatif ilişkili olarak bulunmuştur. Buna göre daha fazla kar marjı ve aktif büyüklük işletmenin finansal başarısızlığa düşme olasılığını azaltmaktadır. Yüksek kar marjı ve aktif büyüklüğü işletmeye sürdürülebilir kar olanağı sunmaktadır. Sürdürülebilir karlılığa sahip bir işletme ise finansal açıdan daha esnek, rekabet gücü yüksek fiyatlandırma avantajına sahip, daha düşük borçlanma ihtiyacı olasılığı ve yüksek rekabet gücüne erişebilecektir.

Çalışmanın diğer kontrol değişkenleri aktif karlılık ve satışların finansal başarısızlık olasılığı ile pozitif ilişkili olduğu bulgusu elde edilmiştir. Genel beklenti aktif karlılık ile finansal başarısızlık arasında negatif bir ilişkinin olması yönündedir. Ancak bu çalışmada aralarında pozitif bir ilişki tespit edilmiştir. Buna göre işletmenin aktif karlılığı arttıkça işletmenin finansal başarısızlığa düşme olasılığı artış göstermektedir. Bu durum işletmenin yüksek aktif karlılık hedefi ile aşırı risk almış olabileceği, kısa vadede elde edilen karlılığın uzun vadeli olası kar fırsatlarını engelleyebileceği şeklinde yorumlanabilir. İşletme satışları ile finansal başarısızlık arasındaki pozitif ilişki de beklendik bir sonuç değildir. Aralarındaki bu pozitif ilişki satışların düşük kar yüzdesi ile gerçekleştirildiği, vadeli satışların tahsil edilememe sorunlarına yol açabileceği, yüksek satış oranının üretim tedarik hacmini artıracakı bunun da borçlanma olasılığını artırabileceği şeklinde yorumlanabilir.

Kaynakça

- AlHares, A. (2020), "Corporate Governance Mechanisms and R&D Intensity in OECD Courtiers", *Corporate Governance: The International Journal of Business in Society*, 20(5), pp. 863-885.
- Bayraktaroğlu, H. ve Çelik, İ. (2015). Kurumsal Yönetim Uygulamalarının Getiri Oynaklığı Üzerine Etkisi: Borsa İstanbul'da Bir Araştırma. *AKÜ İİBF Dergisi*, 17 (1): 97-108.
- Çonkar, K., Elitaş, C., ve Atar, G. (2011). İMKB Kurumsal Yönetim Endeksi'ndeki (XKURY) Firmaların Finansal Performanslarının TOPSİS Yöntemi ile Ölçümü ve Kurumsal Yönetim Notu ile Analizi. *İstanbul Üniversitesi İktisat Fakültesi Mecmuası*, 61(1), 81-115.
- Demir, H., ve Songür, N. (1999). Sosyal Sorumluluk ve İş Ahlakı. *Balıkesir Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 2(3), 150-168.
- Dizgil, E., ve Reis, Ş. G. (2021). Kurumsal Yönetimin Sermaye Yapısına Etkisi: Bist Kurumsal Yönetim Endeksi Üzerine Bir Araştırma. *Pamukkale Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, (42), 82-96.
- Fich, El. M., Slezak, S. L. (2008). Can Corporate Governance Save Distressed Firms From Bankruptcy? An Empirical Analysis. *Review of Quantitative Finance & Accounting* 30(2), 225-251.
- Gör, Y., Terzi, S. ve Şen, İ.K. (2015). Şeffaflık Açısından Kurumsal Yönetim Uygulamalarının Finansal Raporlamanın Süresi Üzerine Etkisi: Borsa İstanbul Örneği. *Muhasebe Bilim Dünyası Dergisi*, 18(Özel Sayı-1): 673-705.
- Gör, Y. (2018), Kurumsal Yönetimin Finansal Başarısızlığı Önlemedeki Yeri Üzerine Bir Araştırma. *Avrasya Sosyal ve Ekonomik Araştırmaları Dergisi*, 5(12): 689-697.
- Karamustafa, O., Varıcı, İ., ve Er, B. (2009). Kurumsal yönetim ve firma performansı: İMKB kurumsal yönetim endeksi kapsamındaki firmalar üzerinde bir uygulama. *Kocaeli Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, (17), 100-119.
- Kayalı, N. Ve Doğan, İ. (2018). Kurumsal Yönetim Derecelendirme Notu ile İşletmelerin Finansal Başarıları Arasındaki İlişkinin İncelenmesi. *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, (78), 111-124
- Kurt, A. ve Elagöz İ. (2022). Kurumsal Yönetim ve Finansal Performans İlişkisi: Borsa İstanbul Kurumsal Yönetim Endeksinde Yer Alan Şirketlerde Bir Uygulama, *International Journal of Diciplines Economics & Administrative Sciences Studies*, 8(41): 330-344.
- Lakshan, A.M.I. ve Wijekoon, W.M.H.N. (2012). Corporate Governancc and Corporate Failure. *Procedia Economics and Finance* (2), 191-198.

- Lopez, A., Garcia, D.C. ve Alvarez, G.N. (2019), "Corporate Governance and Innovation: A Theoretical Review", *European Journal of Management and Business Economics*, 28(3), pp. 266-284.
- Manzanaque, M., Priego, A. M., & Merino, E. (2016). Corporate Governance Effect on Financial Distress Likelihood: Evidence from Spain. *Revista de Contabilidad*, 19(1), 111-121.
- McGrath, R. G. (1999). Falling forward: Real options reasoning and entrepreneurial failure. *Academy of Management Review*, 24(1), 13-30.
- Önder, Ş., ve Kaya, E. (2018). İşletmelerin kurumsal sosyal sorumluluk uygulamalarında kurumsal yönetim yapılarının etkisi: BİST 100 üzerine bir uygulama. *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, (78), 155-170.
- Öztürk, M. B., ve Demirgüneş, K. (2008). Kurumsal Yönetim Bakış açisiyle Entellektüel Sermaye. *Selçuk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, (19), 395-411.
- Park, S. S., & Hancer, M. (2012). A comparative study of logit and artificial neural networks in predicting bankruptcy in the hospitality industry. *Tourism Economics*, 18(2), 311-338.
- Pazarlıoğlu, M., Gürler, V. ve Kiren, Ö. (2007). Telekomünikasyon Yatırımları ve Ekonomik Büyüme: Panel Veri Yaklaşımı", *Finans Politik & Ekonomik Yorumlar*, (44), 35-43.
- Saldanlı, A. (2012). Kurumsal Yönetim Endeks Performansının Analizi. *International Journal of Economic & Social Research*, 8.
- Sönmez, A. R. (2020). Comparison of the Relationship between The Board Structures and Financial Failures of Multinational and Non-Multinational Corporations: An Analysis of The BİST Industrial Index. *Financial and Managerial Issues in Multinational Enterprises*, Ed.Murat Berberoğlu, Gazi Kitabevi, Ankara.
- Sönmez, A. R. ve Yılmaz, F. (2022). The Effect of Corporate Governance Implementations on Financial Performance: AN Evidance From Turkey. *International Journal of Contemporary Economics and Administrative Sciences*, 7(1), 133-162.
- Şengür, E. D., ve Püskül, S. Ö. (2011). İMKB Kurumsal Yönetim Endeksindeki Şirketlerin Yönetim Kurulu Yapısı ve İşletme Performansının Değerlendirilmesi. *Dumlupınar Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, (31), 33-49
- Tükenmez, N. M., Gençyürek, A. G., ve Karakelleoğlu, M. İ. (2017). Kurumsal Yönetim Derecelendirme Notlarının Şirketlerin Finansal Performansı Üzerindeki Etkisi. *Ege Stratejik Araştırmalar Dergisi*, 8(1), 1-18.
- Türkmen, S. (2020). Finansal Başarısızlık ile Kurumsal Yönetim arasındaki İlişkinin İncelenmesi Üzerine Ampirik Bir Çalışma. *International Academic Journal*, 4(1): 116-141.

- Yıldız, A. (2014). Kurumsal Yönetim Endeksi ve Altman Z-Skoruna Dayalı Lojistik Regresyon Yöntemiyle Şirketlerin Kredi Derecelendirmesi. Süleyman Demirel Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi, 19(3), 71-89.
- Yılmaz, F. Ö. (2011). Bankalarda Kurumsal Yönetim-Entelektüel Sermaye İlişkisi. Selçuk Üniversitesi Sosyal Bilimler Meslek Yüksekokulu Dergisi, 13(1-2), 1-12.

