

Econder |

International Academic Journal

[Econder], 2020, 4 (1): 116\141

Finansal Başarısızlık ile Kurumsal Yönetim Arasındaki İlişkinin
İncelenmesi Üzerine Ampirik Bir Araştırma

&

An Empirical Research on the Examination of the Relationship Between
Financial Distress and Corporate Governance

Sedef TÜRKMEN

Uludağ Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü

İşletme Anabilim Dalı

sedefturkmen18@gmail.com

Orcid ID: 0000-0003-4281-3299

Makale Bilgisi / Article Information

Makale Türü / Article Types : Araştırma Makalesi / Research Article

Geliş Tarihi / Received : 12.03.2020

Kabul Tarihi / Accepted : 29.05.2020

Yayın Tarihi / Published : 30.06.2020

Yayın Sezonu : Haziran

Pub Date Season : June

Cilt / Volume: 4 Sayı – Issue: 1 Sayfa / Pages: 116-141

Atıf/Cite as: Türkmen, S . (2020). Finansal Başarısızlık İle Kurumsal Yönetim Arasındaki İlişkinin İncelenmesi Üzerine Ampirik Bir Araştırma. Econder International Academic Journal , 4 (1) , . Retrieved from <https://dergipark.org.tr/tr/pub/econder/issue/54189/702918>

İntihal /Plagiarism: Bu makale, en az iki hakem tarafından incelenmiş ve intihal içermediği teyit edilmiştir. / This article has been reviewed by at least two referees and scanned via a plagiarism software.

Copyright © Published by Hayrettin KESGİNGÖZ- Karabük University, Karabük, 78050 Turkey. All rights reserved.

Finansal Başarısızlık ile Kurumsal Yönetim Arasındaki İlişkinin İncelenmesi Üzerine Ampirik Bir Araştırma

Öz

Bu çalışmanın amacı, finansal başarısızlık ile kurumsal yönetim uygulamaları arasındaki ilişkinin incelenmesidir. Çalışma kapsamını 2009-2015 yılları arasında Borsa İstanbul 100 Endeksinde kayıtlı ve sürekli işlem gören şirketler oluşturmuştur. Araştırma verileri, şirketlerin kurumsal uyum raporları, faaliyet raporları ve web sayfalarından elde edilmiştir. Çalışma için elde edilen veriler, lojistik regresyon yöntemi kullanılarak analiz edilmiştir. Yapılan analiz sonucunda şirketlerde finansal başarısızlık ile kurumsal yönetim uygulamaları arasında ilişki olduğu belirlenmiştir. Elde edilen araştırma sonuçlarına göre, finansal başarısızlık ile kurumsal yönetim uygulamaları kapsamında yönetim kurulu üye sayısı, kurumsal sahiplik, yönetici sahipliği arasında anlamlı ilişki tespit edilmiştir. Aynı zamanda yönetim kurulu başkanlığı ile şirketin genel müdürlüğünün aynı kişi tarafından yapılması ile finansal kaldıraç değişkenleri arasında ilişki olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

Anahtar Kelimeler: Finansal Başarısızlık, Kurumsal Yönetim, Lojistik Regresyon, Faaliyet Raporları, Borsa İstanbul

An Empirical Research on the Examination of the Relationship Between Financial Distress and Corporate Governance

Abstract

The purpose of this study was to examine the relationship between financial distress and corporate governance practices. The scope of study, the study was conducted on listed and continuous auction method used companies on Borsa Istanbul 100 Index between the years 2009-2015. Research data were obtained from the corporate governance compliance reports, annual reports, and web pages. The obtained data was analyzed using logistic regression method. As a result of the analysis, it was determined that there is a relationship between the financial distress and the corporate governance practices. According to the findings, there are significant relationships between the financial distress and corporate governance within variables of the number of members on the board of directors of the company, institutional ownership, managerial ownership, CEO duality, and financial leverage.

Keywords: Financial Distress, Corporate Governance, Logistic Regression, Annual Report, Borsa Istanbul

1- Giriş

Günümüzde yaşanan muhasebe skandalları, küresel krizler ve teknolojik gelişmeler nedeniyle ortaya çıkan şirket iflasları, finansal başarısızlık kavramının önemini arttırmıştır. Finansal başarısızlık kavramı, İngilizcede daha çok “Financial Distress” ya da “Business Failure” kavramları ile ifade edilmektedir. Coşkun ve Sayılğan (2008) ile Yücel ve Önal (2015) tarafından yapılan çalışmalarda bu kavram “Finansal Sıkıntı” olarak ifade edilirken, İçerli ve Akkaya (2006), Çelik (2010)’in yaptıkları çalışmalarda ise “Finansal Başarısızlık” olarak kullanılmıştır.

Literatürde finansal başarısızlık ile ilgili çeşitli tanımlar yer almaktadır. Bu tanımlar ülkelerin gelişmişlik düzeyine göre farklılık göstermektedir. Gelişmiş ülkelerde finansal başarısızlık kavramı “iflas” olarak değerlendirilirken, gelişmekte olan ülkelerde iflas etmiş şirket sayılarının az olması nedeniyle iflas kavramından daha geniş bir anlama sahip olan “finansal başarısızlık” tanımlamaları kullanılmaktadır (Selimoğlu ve Orhan 2015).

Finansal başarısızlık kavramı, Beaver (1966) tarafından şirketlerin finansal borçlarını ve tahvil faizini ödeyememesi, vadesi gelmiş olan finansal sorumlulukları yerine getirmede yetersiz kalması olarak tanımlanmaktadır. En genel anlamıyla finansal başarısızlık kavramı, şirketlerin borçlarını ödeyememeye başladığı andan itibaren, iflasın ortaya çıktığı (yasal olarak tüzel kişiliğin son bulduğu tarihe kadar) bütün durumları kapsamaktadır (Selimoğlu ve Orhan 2015).

Bir şirketin finansal açıdan başarılı veya başarısız olup olmadığının değerlendirilmesinde tek bir ölçüt bulunmayıp, literatürde bu değerlendirmenin yapılmasında birden fazla ölçütün dikkate alındığı görülmektedir. Literatürde işletmelerin başarısını etkileyen unsurlar arasında piyasa yapısı ve ekonomik koşullar yer almaktadır (Dilek, 2017). Ekonomik koşullar içinde faiz oranları, işsizlik ve enflasyon oranları gibi makro iktisadi değişkenler yer almaktadır. İçerli ve Akkaya (2006), işletmelerin başarısızlık nedenleri arasında endüstride beklenmeyen değişiklikler, yanlış yönetim stratejileri, yönetim yetersizliği, doğal afetler ve diğer nedenlerin bulunduğunu belirtmektedir.

Amerika ve Avrupa’da ortaya çıkan Andersen, Global Crossing, Adelphia Enron, Tyco gibi muhasebe skandalları ve küresel finansal krizler neticesinde şirketlerin kamuoyunu yanlış yönlendirdiği anlaşılmış ve bunun sonucu

olarak da şirketlerin kamuoyu önündeki güveni sarsılmaya başlamıştır. Buna bağlı olarak ise bu şirketlere yatırım yapanların şirketlere olan güveni azalmıştır. Kamuoyuna ve yatırımcılara karşı güvenin yeniden sağlanması için birçok ülke ve düzenleyici kurum tarafından kurumsal yönetim anlayışı ortaya konmuştur (Dinç ve Abdioğlu 2009). Kurumsal yönetim kavramının öneminin artmasının en önemli nedeni, şirketlerin noksan ve yanıltıcı şekilde yatırımcıları bilgilendirmesine bağlı olarak ortaya çıkan finansal başarısızlıklardır.

Kurumsal yönetimin şirketler açısından temel amacı, şirketlerde alınan kararların şirket yöneticilerinin yanı sıra kararlardan etkilenebilecek olan hissedarlar başta olmak üzere diğer tüm menfaat sahiplerinin de bilgilendirilmesi ve şirketin hesap verebilirliğinin sağlanmasıdır. Bu nedenle şirket yönetim faaliyetlerinin kontrol edilebilmesi, yönetimde keyfiliğe imkan verilmemesi, kanunlara uygun ve şeffaflıkla idare edilebilen bir yapının sağlanması gerekmektedir (Çonkar vd. 2011). Kurumsal yönetim uygulamaları, şirketlerde bir taraftan çıkar çatışmalarını uzlaşma ile çözerken, diğer taraftan şirketin stratejik hedefler belirlemesine, yöneticilerin ve çalışanların şirkette verimli çalışmalarını sağlayabilmesi için gerekli tedbirlerin alınmasına imkan sağlamaktadır. Böylece iç ve dış denetimde etkinlik sağlayarak şirketin karşılaşılabileceği olası risklerini en düşük seviyeye indirmektedir (Dinç ve Abdioğlu 2009).

Dünya’da başta OECD olmak üzere çeşitli ülke ve düzenleyici kuruluşlar tarafından (Türkiye’de SPK dahil) yapılan düzenlemelerde kurumsal yönetim ilkeleri eşitlik/adalet, şeffaflık, sorumluluk ve hesap verebilirlik şeklinde belirlenmiştir (Sermaye Piyasası Kurulu 2014).

Bu çalışmanın amacı ise son yıllarda ortaya çıkan finansal başarısızlıkların bir sonucu olarak önemi artan kurumsal yönetim uygulamalarına bağlı olarak finansal başarısızlık ile kurumsal yönetim uygulamaları arasında ilişki olup olmadığının incelenmesidir. Bu amaçla Borsa İstanbul 100 endeksinde kayıtlı şirketler üzerinde bir araştırma yapılmıştır. Bu amaç çerçevesinde çalışmanın giriş bölümünü takip eden ilk bölümünde literatür taraması yapılacak ve hipotezler geliştirilecektir. Ardından araştırma metodolojisi sunulacaktır. Sonrasında araştırmanın bulguları verilerek sonuç ve öneriler ile çalışma sonlandırılacaktır.

2- Literatür Araştırması ve Hipotez Geliştirme

1980’lerden itibaren literatürde finansal başarısızlığın tespiti ve tahminine yönelik çeşitli çalışmalar yer almıştır. Bunlardan Hambrick ve D’Aveni (1992),

Gilson (1990), Daily ve Dalton (1994), Gales ve Kesner (1994), Salloum vd. (2012), Yıldız (2014), Ming ve Akhtar (2014), Yılmaz ve Yıldırım (2015), Toraman ve Karaca (2016), Manzanque vd. (2016), İslamoğlu vd. (2018) gibi bazı araştırmacılar finansal başarısızlık ile kurumsal yönetim arasındaki bağlantıyı araştırmaya başlamışlardır. Bu çalışmaların sonuçlarına göre kurumsal yönetim değişkenlerinin iflas tahmin modellerinin öngörü gücünü geliştirdiği kanıtlanmıştır. Finansal başarısızlık ile kurumsal yönetim arasındaki ilişki bu çalışmada yönetim kurulu yapısı, sermaye yapısı, CEO ikiliği, denetim komitesi olarak incelenmiş olup aynı zamanda çalışmaya finansal kaldıraç ve şirket büyüklüğü kontrol değişkenleri dahil edilmiştir.

2.1. Yönetim Kurulu Yapısı

Şirketlerin yönetim kurulu yapısı, kurumsal yönetim uygulamalarının etkinliği ile şirketlerin finansal açıdan başarılı bir konuma getirilmesinde önemli olmaktadır. Çünkü kurumsal yönetim anlayışının hayata geçirilmesinde yönetim kurulu önemli bir organdır. Yönetim kurulu, kurumsal yönetimde menfaat sahiplerinin haklarının korunmasını sağlamaktadır (Terzi vd. 2014).

Kurumsal yönetimin hayata geçmesini sağlayacak en önemli unsurlardan biri yönetim kurullarıdır. İstikrarlı bir yönetim kurulu yapısının, işletmenin devamlılığı ve finansal başarısında önemli rol oynadığı kabul edilebilir. Diğer yandan, kurumsal yönetim ve yönetim kurulu ile işletme başarısı arasındaki ilişkiyi inceleyen akademik çalışmalar, bu değişkenler arasında birbirinden farklı bağlantılar kurmuşlardır (Gökçen vd. (2012).

Literatürde yer alan çalışmalarda yönetim kurulu yapısı kapsamında yönetim kurulundaki üye sayısı ile bağımsız yönetim kurulu üyeleri ön plana çıkmaktadır. Literatürde finansal başarısızlık ile yönetim kurulu üye sayısı arasındaki ilişkiyi araştıran çalışmalar yer almaktadır. Hambrick ve D'Aveni (1992), Gales ve Kesner (1994), Abidin vd. (2009), Aygün ve Sayın (2011), Okan vd. (2014) ve Özen ve Yılmaz (2016)'ın yapmış oldukları çalışmalarda şirketlerin yönetim kurulu yapılarının şirketin başarısına etkisini incelemiş olup, çalışmalarda yönetim kurulu ile şirket başarısı arasında ilişkiler tespit edilmiştir. Kiel ve Nicholson (2003), Jackling ve Johl (2009), Topal ve Doğan (2014), AYTEKİN ve SÖNMEZ (2016)'nın yaptıkları çalışmalarda yönetim kurulu üye sayısı ve şirket başarısı arasında pozitif yönlü bir ilişki olduğu belirlenmiştir. Bu çerçevede literatürde hâkim olan görüş yönetim kurulu üye sayısının fazla olmasının vekalet problemlerini artıracak ve işletmeye olumsuz etkide bulunduğu yönündedir (Tekin ve Demirel, 2017).

Benzer şekilde Zahra ve Pearce(1989), Eisenberg vd. (1998), Lyn vd. (2005), Brédart (2014) ve Manzaneque vd. (2016) yaptıkları çalışmalarda, finansal başarısızlık ile yönetim kurulu üye sayısı arasında negatif yönlü bir ilişki tespit etmişlerdir.

Bu bilgiler ışığında aşağıdaki hipotez geliştirilmiştir:

H1: BIST 100 Endeksinde işlem gören şirketlerin yönetim kurulu üye sayısı ile finansal başarısızlık arasında istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki vardır.

Kurumsal yönetim uygulamalarına bağlı olarak yönetim kurulu içerisinde bağımsız yönetim kurulu üyelerinin yer alması menfaat sahiplerinin haklarının korunması açısından önemlidir (Terzi vd. 2014). Hambrick ve D’Aveni (1992) yaptıkları çalışmalarda yönetim kurulunda bağımsız üyelerin olmasının şirketlerin başarısı açısından önemli olduğunu vurgulamışlardır. Eisenberg ve Wells (1998), Elloumi ve Gueyié (2001), Fich ve Slezak (2008)ve Manzaneque vd. (2016) tarafından yapılan çalışmaların sonuçlarına göre bağımsız yönetim kurulu üye sayısı veya oranı ile şirket başarısı arasında pozitif yönlü ilişki olduğu ifade edilmiştir. Türkiye bağlamında yönetim kurulunda bağımsız üyelerin yer alması Vekalet Teorisine göre yönetim kurulunun etnik çeşitliliğini artıracaktır. Buna bağlı olarak yönetim kurulu bağımsızlığının işletmenin başarısını artıracığı düşünülmektedir (Arslantaş ve Fındıklı, 2010; Şengür ve Püskül, 2011 ve Doğan ve Topal, 2016).

Benzer şekilde Lyn vd. (2005), Kaymak ve Bektaş (2008), Salloum vd. (2012), Kılıç (2014), Ming ve Akhtar (2014), Atılgan (2017) yaptıkları çalışmalarda bağımsız yönetim kurulu üye sayısı ile finansal başarısızlık arasında negatif yönlü bir ilişki olduğu tespit edilmiştir. Bu çalışmaların aksine Elitaş vd. (2009), Aytekin ve Sönmez (2016) ve Tuan (2018)’nin yaptıkları çalışmalara göre yönetim kurulu bağımsız üye sayısı ile finansal başarısızlık arasında ilişki tespit edilmemiştir.

Bu bilgiler ışığında aşağıdaki hipotez geliştirilmiştir:

H2: BIST 100 Endeksinde işlem gören şirketlerin yönetim kurulunda yer alan bağımsız üye sayısı ile finansal başarısızlık arasında istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki vardır.

Yönetim kurulunun yapısı açısından ise bazı çalışmalarda kadın üyelerin önemi vurgulanmaktadır. Carter (2003), Rosener (2003), Bernardi ve Threadgill (2010), Ararat (2010), Ocak (2013), Taşkın ve Mandacı (2017) yaptıkları çalışmalarda, şirket başarısızlığı ile yönetimde yer alan kadın üye arasında anlamlı ilişki tespit etmişlerdir. Lückerath - Rovers (2010), Vo ve Phan (2013), Liu vd. (2014), Karayel ve Doğan (2014) tarafından yapılan çalışmalarda şirketlerde yer alan kadın üye sayısı ile işletme başarısı arasında pozitif ilişkiye rastlanmıştır. Benzer şekilde Mentеш (2011), Otluoğlu vd. (2016) ve Atılgan (2017) tarafından yapılan çalışmalarda yönetim kurulunda yer alan kadın üye sayısı ile şirket başarısı arasında negatif yönlü bir ilişki tespit edilmiştir. Rose (2007), Wang ve Clift (2009) ve Carter (2010) tarafından yapılan çalışmalarda ise şirketlerin yönetim kurulunda yer alan kadın üyelerinin başarı üzerinde etkisi tespit edilememiştir.

Bu bilgiler ışığında aşağıdaki hipotez geliştirilmiştir:

H3: BIST 100 Endeksinde işlem gören şirketlerin yönetim kurulunda yer alan kadın üye sayısı ile finansal başarısızlık arasında istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki vardır.

2.2. Sermaye Yapısı

Sermaye yapısı, şirketlerin hissedarlarını kapsamaktadır. Bu hissedarlar kurumsal yönetim açısından kurumsal (yatırımcı) sahiplik, yönetici sahipliği ve yabancı yatırımcı sahipliğidir. Şirketlerin hissedarlarının kim olduğunun finansal başarısızlığın önlenmesi veya riskinin azaltılmasına katkısı olabilmektedir. Finansal başarısızlık durumunda yöneticiler ile diğer menfaat sahipleri arasındaki çıkar çatışması ciddi düzeyde olmaktadır. Çünkü yöneticiler finansal başarısızlık durumunda kısa vadeli olarak personel çıkarımına yönelmeye eğilimli olabilmektedir. Literatürde sermaye yapısının dağılımıyla ilgili net ifadeler bulunmamaktadır. Bazı çalışmalara göre sermayenin (belli kişi/kurumlarca) toplanmasının finansal başarısızlık riskini arttıracığı ifade edilmektedir (Manzaneque vd. 2016).

Şirket hisselerine banka ve finans kuruluşları, fon şirketleri, aracı kurumlar ve sigorta şirketleri gibi kurumsal yatırımcıların sahip olma durumu "kurumsal sahiplik" olarak açıklanabilir (Terzi vd. 2014; Manzaneque vd. 2016).

Kurumsal yatırımcılar, yönetimin faaliyetlerinin kontrolü için etkin bir araç olmaktadır. Literatürde kurumsal sahiplik ve şirketin başarısı arasındaki ilişkiyi inceleyen bazı çalışmalar mevcuttur. Terzi vd. (2014) yaptığı çalışmada kurumsal yönetim uygulamaları açısından kurumsal sahipliğin önemli olduğu belirtilmiştir. Yurtoğlu (2000), Şamiloğlu ve Ünlü (2010), Yiğit (2014), Kılıç ve Ayriçay (2018) tarafından yapılan çalışmalarda sahiplik yapısı ile finansal başarısızlık arasında anlamlı ilişki tespit edilmiştir. Benzer şekilde Andres (2008), Thomsen ve Pedersen (2000), Mitton (2002), Gürsoy ve Aydoğan (2002), Kapopoulos ve Lazeretou (2007), Cheng (2008), Tanrıöver ve Aksoy (2010), Mandacı ve Gümüş (2010), Işık ve Soykan (2013), Aytekin ve İbiş (2014), Tükenmez vd. (2016) yaptıkları çalışmalarda sahiplik yapısı ile şirket başarısı arasında pozitif ve negatif yönlü ilişkiler olduğu sonucuna ulaşmışlardır.

Bu bilgiler ışığında aşağıdaki hipotez geliştirilmiştir:

H4: Finansal başarısızlık ile kurumsal yatırımcı sahipliği arasında istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki vardır.

Yönetici sahipliği, yönetim kurulu üyelerinin şirket hisselerine sahip olması durumudur. Jensen ve Mecking (1976), Morck vd. (1988), McConnel ve Serveas (1990), Demsetz ve Villalango (2001), Hiraki vd. (2003), Lemmon ve Lins (2003), Aydın vd. (2007), Bulut vd. (2009), Şamiloğlu vd. (2010), Salloum vd. (2012), Ming ve Akhtar (2014) ve Manzaneque vd. (2016) yaptıkları çalışmalarda yönetici sahipliği ile finansal başarısızlık arasında bir ilişki olduğunu ifade etmişlerdir. Agarwal ve Knoeber (1996) ise çalışmalarında şirket başarısı ile yönetici sahipliği arasında anlamlı ilişkinin olmadığını belirtmişlerdir.

Bu bilgiler ışığında aşağıdaki hipotez geliştirilmiştir:

H5: Finansal başarısızlık ile yönetici sahipliği arasında istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki vardır.

Sermaye yapısı açısından diğer önemli durum ise hisselerin yabancı yatırımcılar tarafından satın alınmasıdır. Kurumsal yönetim uygulamaları gereği yabancı yatırımcılar şirketler açısından önemlidir. Yapılan bazı çalışmalarda yabancı yatırımcıların finansal raporlamanın süresi ve kalitesi üzerinde olumlu etkileri olduğu ifade edilmektedir (Gör vd. 2016). Yabancı yatırımcılar, genellikle kurumsal şirketlere yöneldiğinden yabancı yatırımcı sahipliğinin finansal başarısızlık riski üzerinde olumlu etkisi olması

beklenmektedir. Literatürde incelenen Gündüz ve Tatoğlu (2003), Dwivedi ve Jain (2007) ve Aydın vd. (2007)'in çalışmalarında yabancı sahiplik yapısı ile finansal başarısızlık arasındaki ilişkiyi olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

Bu bilgiler ışığında aşağıdaki hipotez geliştirilmiştir:

H6: Finansal başarısızlık ile yabancı yatırımcı sahipliği arasında istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki vardır.

2.3. CEO İkiliği

Şirketin yönetim kurulu başkanlığı ve genel müdürlüğü görevinin aynı kişi tarafından gerçekleştirilmesi şirket için olumsuz bir durum olarak ifade edilmektedir. Çünkü böyle bir durumda aynı kişi, faaliyet raporlarını hazırlamakta ve aynı zamanda da incelemektedir. Bu nedenle bir şirketin genel müdürü ile yönetim kurulu başkanının birbirinden farklı olması ve birbirlerini denetlemeleri gerekmektedir. Bu iki yetkinin aynı kişide toplanması, yönetim kurulundaki motivasyonu düşürecek ve daha düşük seviyede çatışmanın ortaya çıkmasına neden olacaktır (Jermias ve Gani, 2014). Bu durum da menfaat sahiplerinin çıkarlarından ziyade yöneticilerin çıkarlarının ön planda olmasına neden olabilecektir. Literatürde bu duruma CEO ikilemi denmektedir. Literatürde yer alan ve finansal başarısızlıkla CEO İkilemi üzerine yapılan çalışmalardan Hambrick ve D'Aveni (1992), Chiang ve Lin (2011), Rouf (2012), Lappalianen ve Niskaen (2012), Jermias ve Gani (2014), Arora ve Sharma (2016) ve Le ve Thi (2016) yönetim kurulu başkanlığı ve genel müdürlüğü görevinin aynı kişi tarafından gerçekleştiriliyor olması ile şirket başarısızlığı arasında güçlü bir ilişki olduğu ifade edilmiştir. Türkiye bağlamında ise literatürde Elitaş vd. (2009), Aygün ve İç (2010), Kılıç (2014), Doğan ve Topal (2015), Acaravcı (2015), Karoğlu (2016) CEO ikiliği ve finansal başarı alanında yapılan çalışmalarda ilişki tespit edilmiştir. Bu sonuçlar, yönetim kurulu başkanı ve genel müdürün (CEO) aynı kişi olduğu firmalarda genel müdürün denetlenmesinin zor olduğunu ve genel müdürün yönetim kurulunu yönlendirerek firma performansını olumsuz yönde etkileyeceğini ileri süren Vekalet Teorisi ile tutarlılık göstermektedir.

Bu bilgiler ışığında aşağıdaki hipotez geliştirilmiştir:

H7: BIST 100 Endeksinde işlem gören şirketlerin CEO ikiliği ile finansal başarısızlık arasında istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki vardır.

2.4. Denetim Komitesi

Şirketlerde oluşturulan denetim komitesi, şirketlerin hesap verebilirliğinin sağlanması için kurumsal yönetim açısından oldukça önemlidir (Gör vd. 2016). Denetim komitesinin yönetim kurulu adına gerçekleştirdiği görevleri vardır. Başka bir deyişle, bazı rol ve sorumlulukları yönetim kurulu adına yerine getirmektedir. Aynı zamanda şirkette pay sahibi olanların haklarının korunmasında yönetim kuruluna yardımcı olur (Türkiye Kurumsal Yönetim Derneği, 2006).

Şirketlerin yapısal büyüklükleri, sektör ve şirket yapılarındaki karmaşa, şirketlerin halka açık olma durumları, şirketlerin denetim komitelerine farklı sorumluluklar vermesi gibi nedenlerden dolayı denetim komitesinde yer alacak üyelerin ideal sayısı belirlenirken ortak bir karar literatürde yer almazken, yapılan çalışmalar ve çeşitli uluslararası düzenlemeler dikkate alındığında organizasyonel özelliklerin göz önünde bulundurulması gerekmektedir.

Bu nedenlerden dolayı aşağıdaki hipotez oluşturulmuştur:

H8: Finansal başarısızlık ile denetim komitesi üye sayısı arasında istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki vardır.

3. Araştırma Metodolojisi

3.1. Veri Seti ve Örneklem Seçimi

Araştırmada yer alan veri seti, 2009-2015 (2009 ve 2015 yılları dahil) yılları arasında BIST 100 Endeksi'nde sürekli olarak faaliyet gösteren 69 şirketin faaliyet raporları, finansal tabloları ve kurumsal yönetim raporlarından elde edilmiştir. Aynı zamanda şirket verilerine Kamuyu Aydınlatma Platformu (KAP) ve şirketlerin web sitelerinden erişilmiştir. Çalışmaya toplam 469 gözlem katılmış olup, bunların 100 tanesi finansal açıdan başarılı olmayan, 369 tanesi de finansal açıdan başarılı gözlemlerdir. Çalışmada yer alan değişkenler, daha önce yapılmış olan çalışmalarda da kullanılmıştır. Analizde yer alan şirketlerin bağlı oldukları sektörler Tablo 1'de sunulmuştur.

Tablo 1. Şirketlerin Yer Aldıkları Sektörler

Sektör	Sayı
İmalat Sektörü	40
Mali Kuruluşlar	11

Econder |

ECONDER
International Academic Journal
[Issn: 2602-3806]

Cilt / Vol : 4,
Sayı/Issue: 1,
2020

Toptan ve Perakende	5
Ulaştırma ve Haberleşme	4
Teknoloji ve Bilişim	4
Elektrik, Gaz, Su	3
İnşaat ve Bayındırlık	1
Madencilik	1
TOPLAM	69

Analizde yer alan şirketlerin önemli özellikteki bilgileri Tablo 2’de yer almaktadır.

Tablo 2. Tanımlayıcı İstatistik Bilgileri

Değişkenler	Min.	Max.	Ort.	S. Sapma
Yönetim Kurulu Üye Sayısı (YKUS)	4	15	8,52	2,28
Bağımsız Yönetim Kurulu Üye Sayısı (BYKS)	0	6	1,68	1,35
Kadın Yönetim Kurulu Üye Sayısı (KDNA)	0	5	,83	,86
Denetim komitesi Üye Sayısı (DNTM)	0	9	2,19	,64
Kurumsal Sahiplik (KURM)	0	75,95	1,14	6,01
Yönetici Sahipliği (YONS)	0	67,16	1,82	8,73
Yabancı Yatırımcı Sahipliği (YABN)	0	76,51	1,17	7,22
CEO İkiliği (CEOD)	0	1	,04	,18
Finansal Kaldıraç Oranı (FLD)	,07	1,04	,51	,20
İşletmenin Büyüklüğü (BUYK)	10,77	24,19	19,13	2,6

Tablo 2’ye göre analize dahil edilen şirketlerde ortalama 8 yönetim kurulu üyesi bulunurken, bunların ortalama 2 tanesi bağımsız üye olmaktadır. Bunun yanında bazı şirketlerin yönetim kurulunda kadın üye bulunmazken, olanlarda da ortalama 1 kadın üyenin olduğu görülmektedir. Bazı şirketlerde denetim komitesi bulunmazken, olanlarda ortalama 2 üye bulunmaktadır.

Sermaye yapısı açısından analize dahil edilen şirketler incelendiğinde genellikle kurumsal yatırımcının olmadığı, aynı şekilde de yönetim kurulu üyelerinin sermayedar olmadığı görülmektedir. Bununla birlikte genellikle Türkiye'deki yatırımcıların şirketlerin hisselerini elinde bulundurduğu ve şirketlerde yönetim kurulu başkanlığı ile genel müdürlüğü aynı kişinin üstlenmediği görülmektedir.

3.2. Değişkenler

Araştırmada şirketlerin finansal başarısızlık (BSRZ) değerlendirilmesinde önceki çalışmalarda kullanılmış olan ölçütler esas alınmış olup, bu ölçütler aşağıda sıralanmıştır. 0 değeri, şirketlerin finansal açıdan başarılı gözlemlerini, 1 değeri ise finansal açıdan başarısızlık riski olan gözlemleri göstermektedir. Aşağıdaki ölçütlerde en az birini karşılayan gözlemler finansal açıdan başarısız olarak değerlendirilmiştir (Beaver 1966; Altman 1968; İçerli ve Akkaya 2006).

- Dönem zararı
- Negatif nakit akışı
- Negatif özkaynak
- Negatif çalışma sermayesi
- Altman Z skoru

$$\text{Altman Z skoru (Z)} = 1,2X_1 + 1,4X_2 + 3,3X_3 + 0,6X_4 + 0,999X_5$$

Denklemdaki sembollerin anlamları şöyledir:

X1: Çalışma Sermayesi / Toplam Aktif

X2: Geçmiş Yıllar Karları / Toplam Aktif

X3: Faiz ve Vergi Öncesi Kazanç / Toplam Aktif

X4: Özkaynaklar / Toplam Borçlar

X5: Satış Gelirleri / Toplam Aktif

Altman modelinde yer alan değere göre (Z) finansal başarısızlık riskinin belirlenmesinde aşağıdaki gibi yorumlanmaktadır (Terzi, 2014):

- Z değerinin 1.81'den küçük olması şirketin önemli ölçüde finansal başarısızlık riski ile karşı karşıya olduğunu göstermektedir ($Z < 1.81$).
- Z değerinin 1.81 ile 3 değeri arasında olması şirketin önemli ölçüde finansal başarısızlık riski taşımadığı fakat şirketin finansal durumunun çokta iyi olmadığı anlamına gelmektedir ($1.81 < Z < 3$).
- Z değerinin 3'ten büyük olması şirketin finansal anlamda sorun yaşamadığı ve finansal başarısızlık riski taşımadığını göstermektedir ($Z > 3$).

Bu çalışmada, finansal anlamda başarısızlık riski taşıyan gözlemler inceleneceği için çalışmada ölçüt Z değerinin 1,81'in altında olan gözlemler olarak dikkate alınmıştır.

Çalışmada bağımsız değişken olarak önceki çalışmalarda da kullanılan YKUS, BYKS, KDNU, DNTM, KURM, YONS, YABN, CEOD kullanılmıştır.

3.3. Yöntem

Çalışmada yöntem olarak lojistik regresyon yöntemi (geriye dönük eleme) kullanılmıştır. Bunun nedeni ise lojistik regresyon analizinin, çok az değişkenle, uyum dereceleri en iyi olan değişkenler (bağımlı-bağımsız) arasındaki ilişkiyi tanımlayabilmesidir (Bircan, 2004). Lojistik regresyon analizi, çeşitli varsayımların ihlal edildiği (normal dağılım, ortak kovaryansa sahiplik gibi) durumlarda diskriminant analizine, normallik varsayımının bozulmasına neden olan değişkenin ikili değer (0,1) aldığı durumlarda ise doğrusal regresyon analizine alternatif oluşturur (Bircan, 2004).

3.4. Bulgular ve Tartışma

Çalışmanın analiz aşamasında, ilk adımda tüm değişkenler modelde yer almıştır. Daha sonra değişkenler ardıl olarak modelden çıkarılmıştır. Modelden çıkarma işlemi, modele etkisi en az olan değişkenin modelden çıkarılması şeklinde gerçekleştirilerek en uygun model elde edilmiştir. Bu şekilde analiz, 6 adımda tamamlanmıştır.

Çalışmada lojistik regresyon yönteminin uygulanabilmesi için değişkenler arasında çoklu bağlantının olmaması gerekmektedir. Değişkenler arasındaki ilişki %90'ın üstünde tespit edilirse bu durumda değişkenler arasında çoklu bağlantının olduğu kabul edilmektedir (Terzi, 2014). Bunun için Spearman Korelasyon analizi ile çoklu bağlantının olup olmadığı test edilmiştir. Bu analizin yapılmasının nedeni ise değişkenlerin normal dağılmamış olmasıdır. Spearman korelasyon analizi sonuçlarına göre değişkenler arasında çoklu bağlantı görülmemektedir (Bkz. Tablo 3).

Tablo 3. Çoklu Bağlantı Analizi (Korelasyon Katsayıları)

	YKUS	BYKS	KDNU	DNTM	KURM	YONS	YABN	CEOD	BSRZ	FLD	BUYK

BUYK	FLD	BSRZ	CEOD	YABN	YONS	KURM	DNTM	KDNU	BYKS	YKUS
-,076	,150*	-,043	-,145*	,034	,056	,041	,009	,010	,340*	1,000
-,036	,131*	-,033	-,112**	-,010	-,002	-,134*	-,074	,010	1,000	
,002	-,128*	-,004	,052	-,142*	,015	-,072	-,130**	1,000		
,021	-,102**	-,002	,014	,084	-,181*	,035	1,000			
,071	-,137**	-,185*	,036	,197*	,126*	1,000				
-,156**	,094**	,068	-,147*	-,182*	1,000					
-,082	-,012	-,061	,077	1,000						
,090	-,051	,094**	1,000							
,017	,348*	1,000								
-,066	1,000									
1,000										

* %1 düzeyinde anlamlı, **% 5 düzeyinde anlamlı

Değişkenler arasında çoklu bağlantı olmadığı belirlendikten sonra oluşturulan modelin uygunluğu test edilmiştir. Bu amaçla Hosmer- Lemeshow testi kullanılmıştır. Modelin uyum iyiliğine ilişkin Hosmer- Lemeshow testinde Ki-Kare 9,280 ($p>0,319$) olarak hesaplanmış olup, anlamlılık düzeyi %5'den büyük olduğu için (Büyüker İşler ve Güzel 2014) lojistik regresyon yönteminin uygulanmasının uygun olduğu belirlenmiştir.

Oluşturulan modelde elde edilen veriler doğrultusunda lojistik regresyon analizi yapmak için modelin uygunluğuna karar verildikten sonra model katsayılarının anlamlılığını ölçen Omnibus testi yapılmıştır. Bunun nedeni bağımsız değişkenlerin bağımlı değişkenin açıklanmasında anlamlı olup

olmadığıdır. Modelin uyum iyiliği için Omnibus istatistiğine göre anlamlılık düzeyinin %5'ten küçük olması ($p<0,05$) gerekmektedir (Büyüker İşler ve Güzel, 2014). Analiz sonucunda modelin Ki-Kare değeri 101,697 ($p<0,00$) ve anlamlılığı %5'den küçük hesaplanmıştır. Bu da model katsayılarının anlamlı olduğu ve bağımsız değişkenlerin, bağımlı değişkenin tahminine katkı sağladığı anlamına gelmektedir.

Model katsayılarının anlamlı olduğu görüldükten sonra bağımlı değişkenlerdeki değişikliklerin yüzde kaçının modelde yer alan bağımsız değişkenler tarafından açıklandığı incelenmiştir. Yapılan analiz sonucunda bu oran Nagelkerke R^2 testinde %30 civarında iken, Cox & Snell R^2 testinde %20 civarında tespit edilmiştir. Bağımsız değişkenlerin bağımlı değişkeni açıklama oranı düşüktür. Ancak bu durumun modelin oluşumunda önemli bir etkisi bulunmamaktadır. Modele dahil edilen değişkenlerin değiştirilmesi veya arttırılması, bu oranı arttırabilecektir. Nitekim literatürde benzer çalışmalarda da (Manzaneque vd. 2016) aynı durum söz konusudur.

Oluşturulan modelin başarısının belirlenmesi amacıyla sınıflandırma tabloları oluşturulmuş ve nihai modelin başarı oranının %83 olduğu belirlenmiştir. Brédart (2014) yaptığı çalışmada oluşturulan modellerin başarı oranları %67-%71 aralığında tespit edilmiştir. Bu nedenle literatüre göre oluşturulan modelin başarı oranının iyi olduğu söylenebilir. Yapılan analiz sonucunda 6. adımda oluşan model sonuçları Tablo 4'te sunulmuştur.

Tablo 4. Lojistik Regresyon Analiz Sonuçları

Değişkenler	Beklenen Yön	β	S.E.	Wald	df	Sig.	Exp (B)
YKUS	-	,103	,057	3,283	1	,070**	,902
KURM	-	-	,497	16,478	1	,000*	,133
		2,018					
YONS	+	,037	,013	8,364	1	,004*	1,038
CEOD	+	1,585	,551	8,267	1	,004*	4,881
FLD	+	5,411	,793	46,522	1	,000*	223,912
Sabit	?	-	,696	12,912	1	,000*	,082
		2,500					

* %1 düzeyinde anlamlı, **% 10 düzeyinde anlamlı

Oluşturulan nihai modele göre, finansal başarısızlık ile kurumsal yönetim uygulamaları arasındaki ilişkiyi gösteren değişkenlerin yönetim kurulu üye sayısı, kurumsal yatırımcı sahipliği, yönetici sahipliği, CEO ikiliği ve finansal kaldıraç oranı olduğu tespit edilmiştir. Bu durumda çalışmada oluşturulmuş

olan 10 hipotezin 5 tanesi kabul edilirken, 5 tanesi reddedilmiştir. Böylece yapılan analiz sonucunda H1, H4, H5, H7 ve H9 kabul edilmiştir.

Elde edilen bulgulara göre, yönetim kurulu üye sayısı ile kurumsal yatırımcı sahipliği değişkenlerinin katsayısı (β) negatif olduğu için finansal başarısızlıkla negatif yönlü bir ilişki tespit edilmiştir fakat yönetici sahipliği, CEO ikiliği değişkenlerinin finansal başarısızlık ile pozitif yönlü bir ilişki olduğu belirlenmiştir. Çalışmaya dahil edilmiş olan kontrol değişkeni finansal kaldıraç ile finansal başarısızlık arasında da bir ilişki olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Lojistik regresyon analizi sonucunda aşağıdaki nihai model elde edilmiştir:

$$BSRZ = -2,500 -0,103(YKUS)-2,018(KURM)+0,037(YONS)+1,585(CEOD)+5,411(FLD)+ \varepsilon$$

H1 hipotezine göre finansal başarısızlık ile yönetim kurulu üye sayısı arasında istatistiksel olarak anlamlı ve negatif yönlü bir ilişki olduğu tespit edilmiştir. Böylece şirketlerin yönetim kurulundaki üye sayılarının artması durumunda finansal başarısızlık risklerinin azalacağı söylenebilir. Nitekim Jackling ve Johl (2009), Brédart (2014) ve Manzaneque vd. (2016) yaptıkları çalışmanın bulguları da bu durumu teyit etmektedir.

H4 hipotezine göre finansal başarısızlık ile kurumsal yönetim sahipliği arasında da istatistiksel olarak anlamlı ve negatif yönlü bir ilişki gözlemlenmiştir. Bu durumda kurumsal sahiplik oranındaki artış, şirketlerin finansal açıdan başarısızlık riski de azalabilmektedir. Bu nedenle şirketlerin sermaye yapılarının dağılımının da finansal başarı açısından önemli olduğu söylenebilir. Salloum vd. (2012), Ming ve Akhtar (2014) ve Manzaneque vd. (2016) tarafından yapılan çalışmanın sonuçları, bu bulguyu desteklemektedir.

H5 hipotezine göre finansal başarısızlık ile yönetici sahipliği arasında istatistiksel olarak anlamlı ve pozitif yönlü bir ilişki tespit edilmiştir. Bu da şirketin yönetim kurulu üyelerinin hissedar olması ve bu oranın artması halinde şirkette finansal başarısızlık riskinin de artacağı anlamına gelmektedir. Elde edilen bu bulgular, Ming ve Akhtar (2014) ve Manzaneque vd. (2016) yaptıkları çalışmanın bulgularıyla örtüşmektedir.

H7 hipotezine göre finansal başarısızlık ile CEO ikiliği arasında istatistiksel olarak anlamlı ve pozitif yönlü bir ilişki gözlemlenmiştir. Bu da şirkette yönetim kurulu başkanlığının ve genel müdürlüğün aynı kişi tarafından yapılması halinde paydaşların haklarından ziyade yöneticilerin menfaatlerini ön plana çıkaracağından şirketlerin finansal açıdan başarısına olumsuz yönde etki edebilecektir. Nitekim Chiang ve Lin (2011), Salloum vd. (2012) ve Jermias ve Gani (2014) tarafından yapılan çalışmalarda da bu durum ifade edilmiştir. Türkiye’de Tekin ve Demirel (2017) tarafından yapılan çalışmada da yönetim kurulu başkanı ve genel müdürün (CEO) aynı kişi olduğu işletmelerde genel müdürün denetlenmesinin zor olduğunu ve genel müdürün yönetim kurulunu yönlendirerek işletme performansını olumsuz yönde etkileyeceğini ileri süren Vekalet Teorisi ile tutarlılık göstermektedir.

Analize göre modelden çıkarılmış olan yönetim kurulunda yer alan bağımsız üye sayısı, kadın üye sayısı, denetim komitesinin varlığı, yabancı yatırımcı sahipliği değişkenleri ile finansal başarısızlık arasında istatistiksel açıdan anlamlı bir ilişki olmadığı sonucuna ulaşılmıştır.

Sonuç ve Öneriler

Bu çalışmada finansal başarısızlık riski ile kurumsal yönetim uygulamaları arasındaki ilişki BIST 100 Endeksi esas alınarak incelenmiştir. Endekse kote olan 2009-2015 yıllar arasında sürekli işlem gören 69 şirket analize dahil edilmiştir. Çalışmada önceki çalışmalarda da kullanılan değişkenler esas alınmış ve bu değişkenlerin normal dağılıma uymamasından dolayı lojistik regresyon yöntemi kullanılmıştır.

Lojistik regresyonda değişkenlerin analizi için geriye doğru eleme yöntemi kullanılmıştır. Analiz tüm değişkenlerin modelde yer almasıyla başlamış ve değişkenlerden anlamlılığı düşük olanlar sırasıyla analizden çıkarılmıştır. Böylece analiz 6 adımda tamamlanarak nihai modele ulaşılmıştır. Yapılan analiz sonucunda yönetim kurulu üye sayısı, kurumsal yatırımcı sahipliği, yönetici sahipliği, CEO ikiliği ve finansal kaldıraç oranı değişkenlerinin anlamlı çıktığı belirlenmiştir. Buna göre şirketlerde yönetim kurulu üye

sayısının, kurumsal yönetim sahiplik oranının artmasının finansal başarısızlık riskini düşürdüğü, buna karşın yönetici sahiplik oranının ve şirketin borçlanma düzeyinin artması ile CEO ikiliğinin olması halinde finansal başarısızlık riskinin arttığı tespit edilmiştir. Ayrıca modelin genel başarı oranının %83 olması, literatürdeki çalışmalarla karşılaştırıldığında, oluşturulan modelin etkin olduğunun bir göstergesi olarak ifade edilebilir.

Bu bulgular, şirket yönetimi, hissedarlar ve menfaat sahipleri tarafından kullanılan bilgiler sağlamaktadır. Şirkette etkin bir kurumsal yönetim anlayışı ve uygulamalarının olması paydaşların haklarının korunmasına ve şirketin hesap verebilirliğinin artmasına imkan sağlayacaktır. Ayrıca etkin bir kurumsal yönetim anlayışı, şirketlerin finansal açıdan başarısızlığa düşme riskini de azaltacaktır. Bu nedenle şirketlerin yönetim kurulu yapısına ve sermaye yapısına odaklanmaları yararlı olacaktır. Ayrıca yönetimin tarafsızlığını sağlamak ve şirketin performansını arttırmak amacıyla yönetim kurulu başkanlığı ve genel müdürlüğü görevini aynı kişinin yapmaması gerekmektedir. Elde edilen bulgular ayrıca bağımsız denetim kuruluşları, iç denetçilerin ve düzenleyici kuruluşların (örneğin SPK, BDDK gibi) şirketin sürekliliğini değerlendirmesinde de yardımcı olacaktır.

Gelecekte yapılacak çalışmalarda daha uzun dönemli verilerin kullanılması önerilmektedir. Ancak Türkiye’de 2005 yılından itibaren halka açık şirketlerin finansal raporlama sistemlerinin değişmiştir. Bu nedenle ara dönem verilerinin analize dahil edilmesi sonuçların daha sağlıklı bir şekilde genelleştirilmesine de imkan sağlayacaktır. Ancak Türkiye’de ara dönemde kurumsal yönetim uyum raporlarının yayınlanmaması da bu tür bir çalışmanın kısıtlarından birisi olabilecektir.

Kaynakça

Abidin, Z. Z., Nurmala, M. K., Kamaruzaman, J. (2009). “Board Structure and Corporate Performance in Malaysia.” *International Journal of Economics and Finance* 1(1):150-164.

Acaravcı, Kakilli S., Kandır, S., Y. ve Zelka, A. (2015). “Kurumsal Yönetimin BIST Şirketlerinin Performanslarına Etkisinin Araştırılması, Niğde Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi, 8(1):171-183.

- Agrawal, A., Knoeber, C. R. (1996). "Firm Performance and Mechanisms to Control Agency Problems Between Managers and Shareholders." *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 31:377-397.
- Altman, E. I. (1968). "Financial Ratios, Discriminant Analysis and Prediction of Corporate Bankruptcy." *The Journal of Finance* 23(4):589-609.
- Andres, C. (2008). "Large Shareholders and Firm Performance-An Empirical Examination of Founding-Family Ownership", *Journal of Corporate Finance*, 14:431-445.
- Ararat, M., Aksu, M. H. ve Çetin, A. T. (2010). "Impact of Board Diversity on Boards' Monitoring Intensity and Firm Performance: Evidence from the Istanbul Stock Exchange."
- Arora, A. ve Sharma, C. (2016). "Corporate Governance and Firm Performance in Developing Countries: Evidence From India", *Corporate Governance: The International Journal of Business in Society*, 16(2):420-436.
- Arslandaş, C. C., ve Fındıklı, A. M. (2010). "İMKB-50'de Yer Alan Şirketlerin Yönetim Kurulu Yapılanmaları". *İstanbul Üniversitesi İşletme Fakültesi Dergisi*, :39 (2),258-275.
- Atılğan, Ö. (2017). "Yönetim Kurulu Büyüklüğü, Bağımsız Üye Oranı ve Kadın Üye Oranı İle Finansal Performans İlişkisi". *Dokuz Eylül Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 32, (2): 315-354.
- Aydın, N.; Sayim, M. ve Yalama, A. (2007). "Foreign Ownership and Firm Performance: Evidence From Turkey", *International Research Journal of Finance and Economics*, 11:103-111.
- Aygün, M., & İç, S. (2010). Genel Müdürün Aynı Zamanda Yönetim Kurulu Üyesi Olması Firma Performansını Etkiler Mi?. *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, 47, 192-201
- Aygün, M., İç, S., ve Sayın, C., (2011). "Yönetim Kurulu Büyüklüğünü Belirleyen Faktörler ve Yönetim Kurulu Büyüklüğü İle Firma Performansı Arasındaki İlişki : Türk Sermaye Piyasası Üzerine Bir İnceleme", *Gaziantep Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, 10(1), s:77-92.
- Aytekin, S. ve İbiş, A. (2014). "Mülkiyet Yapısının İşletmelerin Finansal Performansı Üzerindeki Etkilerinin Değerlendirilmesi: BIST Metal Eşya, Makine Endeksi (XMESY) Üzerinde Bir Uygulama", *Dumlupınar Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, 40:119- 130.
- Aytekin, M., ve Sönmez, A. R., (2016). "Kurumsal Yönetim Uygulamalarının İşletme Performansına Etkisi". *Türk Sosyal Bilimler Araştırmaları Dergisi*, 2 (1): 30-39.
- Beaver, W. H. (1966). "Financial Ratios as Predictors of Failure." *Journal of Accounting Research* 4:71-102.

- Coşkun, E., Sayılğan, G. (2008). "Finansal Sıkıntının Dolaylı Maliyetleri: İMKB'de İşlem Gören Şirketlerde Bir Uygulama." *Gazi Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 10(3):45-66.
- Bernadi, R.A. ve Threadgill, V. H. (2010). "Women Directors and Corporate Social Responsibility." *Electronic Journal of Business Ethics and Organization Studies* 15(2):15-21.
- Bircan, H. (2004). "Lojistik Regresyon Analizi: Tıp Verileri Üzerine Bir Uygulama." *Kocaeli Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi* 2:185-208.
- Bredart, X. (2014). "Financial Distress and Corporate Governance: The Impact of Board Configuration." *International Business Research* 7(3):72-80.
- Bulut, H. İ., Çankaya, F. ve Bünyamin, E. (2009). "Yönetici-Sahiplik Düzeyinin Halka Arz Sonrası Faaliyet Performansı ve Düşük Fiyatlandırma Üzerine Etkisi: İMKB Örneği", *Gazi Üniversitesi İİBF Dergisi*, 11(1):101-120.
- Büyüker İ.,D., Güzel, F.Ö. (2014). "Tur Yönetiminde Profesyonel Turist Rehberlerinin Deneyimsel Rolü: Alman Turistlerin Kültür Turu Satın Alma Davranışına Yönelik Bir Değerlendirme." *Süleyman Demirel Üniversitesi, İktisadi İdari Bilimler Fakültesi Dergisi* 19(1):125-138.
- Carter, D. A., D'Souza, F., Simskins, B. J. ,Simpson, W. G. (2003). "The Gender and Ethnic Diversity of US Boards and Board Committees and Firm Financial Performance." *Corporate Governance: An International Review* 18(5): 396-414.
- Carter, D. A., D'SOUZA, F., SIMSKINS, Betty J. ve SIMPSON, W. G. (2010), "The Gender and Ethnic Diversity of US Boards and Board Committees and Firm Financial Performance, Corporate Governance": *An International Review*, S.18(5), ss.396-414.
- Cheng, S. (2008). "Board Size and The Variability of Corporate Performance", *Journal of Financial Economics*, 87(1):1-26.
- Chiang, H.-T., Lin, M. (2011). "Examining Board Composition and Firm Performance." *The International Journal of Business and Finance Research* 5(3):15-27.
- Çelik, M. K., (2010). "Bankaların Finansal Başarısızlıklarının Geleneksel ve Yeni Yöntemlerle Öngörüsü." *Celal Bayar Üniversitesi Yönetim ve Ekonomi Dergisi* 17(2):129-143.
- Çonkar, K., Elitaş, C., Atar, G. (2011). "İMKB Kurumsal Yönetim Endeksi'ndeki (XKURY) Firmaların Finansal Performanslarının Topsis Yöntemi İle Ölçümü ve Kurumsal Yönetim Notu İle Analizi." *İstanbul Üniversitesi İktisat Fakültesi Mecmuası* 61(1):81-115.
- Demsetz, H. ve Villalonga, B. (2001). "Ownership Structure and Corporate Performance" *Journal of Corporate Finance*, 7:209-233.
- Daily, C. M., Dalton, D. R. (1994). "Corporate Governance & The Bankrupt Firm: An Empirical Assessment." *Strategic Management Journal* 15(8):643-654.

- Dilek, S. (2017). *Oyun Teorisi Eşliğinde Sanayi Ekonomisi*. Seçkin Yayınları:36-37.
- Dinç, E., Abdioğlu, H. (2009). "İşletmelerde Kurumsal Yönetim Anlayışı ve Muhasebe Bilgi Sistemi İlişkisi: İMKB-100 Şirketleri Üzerine Ampirik Bir Araştırma." *Balıkesir Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi* 12(21):157-184.
- Doğan, M., & Topal, Y. (2016). Yönetim Kurulundaki Yabancı Üye Sayısının ve Yabancı Sahipliğinin Finansal Performans Üzerindeki Etkisi. *Ege Academic Review*, 16(1), 31-48.
- Dwivedi, N. ve Jian, A. K. (2002). "Corporate Governance and Performance of Indian Firms: The Effect of Board Size and Ownership", *Employee Responsibilities and Rights Journal*, 17(3):161-172.
- Eisenberg, T., Sundgren, S. ve Wells, M. T. (1998). "Larger Board Size and Decreasing Firm Value in Small Firms." *Journal of Financial Economics* 48(1):35-54.
- Elitaş, C., Ağca, V., & Aydemir, O. (2009). Yönetim Kurulu Yapısı, İşleyişi ve Performans İlişkisi: Ege Bölgesi Örneği. *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, (42), 103-116.
- Elloumi, Fathi ve Gueyié, Jean-Pierre. 2001. "Financial Distress and Corporate Governance: An Empirical Analysis." *Corporate Governance International Journal of Business in Society* 1(1):15-23.
- 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.
- Gales, L. M., Kesner, I.F. (1994). "An Analysis of Board of Director Size & Composition in Bankrupt Organizations." *Journal of Business Research* 30(3):271-282.
- Gilson, S. C. (1990). "Bankruptcy, Boards, Banks, & Blockholders." *Journal of Financial Economics* 27(2):355-387.
- Gökçen, Z., Sözüer, A., & Arslantaş, C.C. (2012). Yönetim Kurulu Özellikleri ve Şirket Performansları: İMKB Kurumsal Yönetim ve İMKB 50 Endekslerindeki İşletmelerin Karşılaştırılması. *İstanbul Üniversitesi İşletme İktisadi Enstitüsü Dergisi*, (72), 77-89.
- Gör, Y., Terzi, S., Kıymetli Ş., İ. (2016). "Şeffaflık Açısından Kurumsal Yönetim Uygulamalarının Finansal Raporlamanın Süresi Üzerine Etkisi: Borsa İstanbul Örneği." *Muhasebe Bilim Dünyası Dergisi* 18:673-705.
- Gündüz, L. ve Tatoğlu E. (2003). "A Comparison of the Financial Characteristics of Group Affiliated and Independent Firms in Turkey", *European Business Review*, 15(1):48-54.

- Gürsoy, G. ve Aydoğan, K. (1999). "Equity Ownership Structure, Risk Taking and Performance: An Empirical Investigation in Turkish Companies", *ERC/METU International Conference in Economics*, Ankara, Turkey.
- Hambrick, D. C. ve D'Aveni, R. A. (1992). "Top Team Deterioration As Part of The Downward Spiral of Large Corporate Bankruptcies." *Management Science* 38(10):1445-1466.
- Hiraki, T., Inoue H. Ito A. Kuroki F. ve Asuda H. (2003). "Corporate Governance and Firm Value in Japan: Evidence From 1985 to 1998", *Pacific-Basin Finance Journal*, 11(3):239-265.
- İşık, Ö. ve Soykan, E. (2013). "Large Shareholders And Firm Performance: Evidence From Turkey". *European Scientific Journal*, 9 (25): 23-37.
- İçerli, M. Y., Akkaya, G. C. (2006). "Finansal Açından Başarılı Olan İşletmelerle Başarısız Olan İşletmeler Arasında Finansal Oranlar Yardımıyla Farklılıkların Tespiti." *Atatürk Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi* 20(1):413-421.
- İslamoğlu, M., ve Çankaya, S. (2018). "Finansal Başarının Tahmininde Finansal Başarısızlık Modellerinin Kullanılması: BIST XELKT Endeksine Dahil Firmalar Üzerine Bir Uygulama". *Maliye ve Finans Yazıları*: 111-134.
- Jackling B.,Johl, S. (2009). "Board Structure and Firm Performance: Evidence From India's Top Companies." *Corporate Governance: An International Review* 17(4):492-509.
- Jensen, M. C. ve Mecking, W. H. (1976). "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure" :2-77.
- Jermias, J.,Gani, L. (2014). "The Impact of Board Capital and Board Characteristics on Firm Performance." *The British Accounting Review* 46(2):135-153.
- Kapopoulos, P. ve Lazaretou, S. (2007). "Corporate Ownership Structure and Firm Performance: Evidence from Greek Firms", *Corporate Governance: An International Review*, 15(2):144-158.
- Karayel, M. ve Doğan, M. (2014), "Yönetim Kurulunda Cinsiyet Çeşitliliği ve Finansal Performans İlişkisi: BİST 100 Şirketlerinde Bir Araştırma", *SDÜ İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 19(2): 75-88.
- Karoğlu, E. (2016). "Vekalet Kuramı Perspektifinden Yönetim Kurulu Kompozisyonunun Finansal Performans Üzerindeki Etkisi: BIST İmalat Sektörü Örneği" *Balkan ve Yakın Doğu Sosyal Bilimler Dergisi*, 2(1):65-77.
- Kaymak, T., ve Bektas, E. (2008). "East Meets West? Board Characteristics İn An Emerging Market: Evidence From Turkish Banks". *Corporate Governance: An International Review*, 16(6), 550-561.

- Kılıç, M. (2014). "Yönetim Kurulu Yapısının İşletme Performansına Etkisi: Türkiye'de Bir Uygulama". *Muhasebe Bilim Dünyası Dergisi*, 16(3): 33-56.
- Kılıç, M. Ve Ayriçay, Y. (2018). "Yönetim Kurulu ve Sahiplik Yapısının Finansal Performans Üzerindeki Etkisi: BIST İmalat Sanayi Sektöründe Bir Alan Araştırması". *Afyon Kocatepe Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*. 20,(2)177-192.
- Kiel, G. C., ve Nicholson G. J. (2003). "Board Composition and Corporate Performance How to Australian Experience Informs Contrasting Theories of Corporate Governance." *Corporate Governance: An International Review* 11(3):189-205.
- Lappalainen, J. ve Niskanen, M. (2012). "Financial Performance of SMEs: Impact of Ownership Structure and Board Composition", *Management Research Review*, 35(11): 1088-1108.
- Le, N. N. D. ve Thi, N. N. D., (2016). "An Examination of the Relationship of Corporate Governance to Firm Performance: Empirical Evidence From Vietnamese Listed Companies", *International Journal Of Financial Research*, 7(4):190-197.
- Lemmon, M. L. ve Lns, K. V. (2003). "Ownership Structure, Corporate Governance and Firma Value: Evidence From The Esat Asian Financial Crisis", *The Journal of Finance*, LVIII(4):1445-1468.
- Liu, Y., Wei, Z. ve Xie, F. (2014), "Do Women Directors Improve Firm Performance in China?", *Journal of Corporate Finance*, 28: 169-184.
- Lückerath-Rovers, M. (2010), "Women on Board and Firm Performance", *Journal of Corporate Governance*, 11: 1-30.
- Lyn, E. O., Petrova, M. ve Spieler A. C. (2005). "Does Corporate Governance Impact The Probability and Resolution of Financial Distress", :2-39.
- Mandacı, P.E. ve Gümüş, G.K. (2010). "Ownership Concentration Managerial Ownership and Firm Performance: Evidence From Turkey", *South East European Journal of Economics and Business*, 5(1):57-67.
- Manzaneque, M., Priego, A. M., Merino, E. (2016). "Corporate Governance Effect on Financial Distress Likelihood:Evidence from Spain." *Revista de Contabilidad-Spanish Accounting Review* 19(1):111-121.
- Mconnell, J. J. ve Servaes, H. (1990), "Additional Evidence on Ewuity Ownership and Corporate Value", *Journal of Financial Economics*, 27:595-612.

- Menteş, S. A. (2011). "Gender Diversity at the Board and Financial Performance: A Study on ISE (Istanbul Stock Exchange)", *Middle Eastern Finance and Economics*, 14, 6-15.
- Ming, X., Akhtar, H. (2014). "Impact of Corporate Governance on Financial Distress: An Evidence from Shanghai Stock Market: An Analysis Based on a Panel Data and Logit Model." *Interdisciplinary Journal of Contemporary Research in Business* 6(6):1-11.
- Mitton, T. (2002). "A Cross-Firm Analysis of the Impact of Corporate Governance on the East Asian Financial Crisis", *Journal of Financial Economics*, 64:215-241.
- Morck, R., Shleifer, A. ve Vishny, R. W. (1988). "Management Ownership and Market Valuation: An Empirical Analysis", *Journal of Financial Economics*, 20:293-315.
- Ocak, M. (2013). "Yönetim Kurulu ve Üst Yönetimde Yer Alan Kadınların Finansal Performansa Etkisi: Türkiye'ye İlişkin Bulgular." *Muhasebe ve Finansman Dergisi* 60:108-126.
- Okan, T., Sarı, S., ve Nas, İ. (2014). "Yönetim Kurulu Yapısı İle Finansal Performans Arasındaki İlişkide Uluslararası Çeşitlenmenin Aracılık Etkisi". *İ. Ü. İşletme Fakültesi İşletme İktisadi Enstitüsü Yönetim Dergisi*, 77 (24): 39-78.
- Otluoğlu, E., Sarı, E. S. ve Otluoğlu, Ö.Ç. (2016). "Yönetim Kurulu Çeşitliliğinin Finansal Performansa Etkisi: Bıst 100 Üzerine Bir Araştırma" *Uluslararası Sosyal Araştırmalar Dergisi*, 9 (46): 749.
- Özen, A. K. ve Yılmaz, T. (2016). "Bağımlı ve Bağımsız Yönetim Kurulu Üye Sayısının İşletmenin Finansal Performansına Etkisi". *Uluslararası Hakemli Sosyal Bilimler E-Dergisi*. 58: 455-471.
- Rose, C. (2007), "Does Female Board Representation Influence Firm Performance? The Danish Evidence", *Journal of Corporate Governance: An International Review*, 15: 404-413.
- Rosener, Judy B. 2003. "Women on Corporate Boards Make Good Business Sense." *NACD Directorship* 29(5):7-11.
- Rouf, A. (2012). "The Relationship Between Corporate Governance and Value of The Firm in Deveelopment Countries: Evidence From Bangladesh" *Journal of Economics and Business Research*, (1):73-85.
- Salloum, C., Schmitt, C., Bouri, E. (2012). "Does Board Structure Affect Financial Distress? A Study With Reference to Family Firms in Lebanon." *Investment Management and Financial Innovations* 9(4):113-123.
- Selimoğlu, S., Orhan, A. (2015). "Finansal Başarısızlığın Oran Analizi ve Diskriminant Analizi Kullanılarak Ölçümlenmesi: BİST'de İşlem Gören Dokuma, Giyim Eşyası ve Deri İşletmeleri Üzerine Bir Araştırma." *Muhasebe ve Finansman Dergisi* 66:21-38.

Sermaye Piyasası Kurulu. (2014). "Kurumsal Yönetim Tebliği." Erişim 4 Temmuz 2016.

Şamiloğlu, F. ve Ünlü, U. (2010). "Sahiplik Yapısı ve Firma Performansı Arasındaki İlişki: İMKB 100 Endeksi Firmaları Üzerine Bir Uygulama". 66-73.

Şengür, E. D. ve Püskül, Ö. S. (2011). "İMKB Kurumsal Yönetim Endeksindeki Şirketlerin Yönetim Kurulu Yapısı Ve İşletme Performansının Değerlendirilmesi". 31: 33-49.

Tanrıöver, C. ve Aksoy, E. E. (2010). "İMKB'de İşlem Gören Şirketlerde Ortaklık Yoğunlaşmasının Firma Performansı Üzerine Etkileri", *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, 46:216-231.

Taşkın, F.D., ve Mandacı, P.E. (2017). "Şirket Yönetim Kurulundaki Kadın Üyelerin Firma Performansına Etkisi". *İşletme Fakültesi Dergisi*, 18(1): 29-45.

Tekin, E., & Demirel, S. K. (2017). Yönetim Kurulu Kalitesinin Firma Performansı Üzerindeki Etkisi: BİST-100 Firmaları Üzerine Bir Araştırma. *Yönetim ve Ekonomi: Celal Bayar Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 24(3), 725-740.

Terzi, S., Kıymetli Ş., Solak, B. (2014). "Kurumsal Yönetim Uygulamalarının Denetim Komitesine Etkisi: Borsa İstanbul Ampirik Bir Araştırma." *Uluslararası Yönetim İktisat ve İşletme Dergisi* 10(23):191-198.

Thomsen, S. ve Pedersen, T. (2000). "Ownership Structure and Economic Performance in the Largest European Companies", *Strategic Management Journal*, 21:689-705.

Topal, y. ve Doğan, M. (2015). "Yönetim Kurulu Büyüklüğü ile Finansal Performans Arasındaki İlişkiye Yönelik Literatür Taraması". *Optimum Ekonomi ve Yönetim Bilimleri Dergisi*, 2(1), 87-111.

Toroman, C., ve Karaca, C. (2016). "Kimya Endüstrisi Faaliyet Gösteren Firmalar Üzerinde Mali Başarısızlık Tahmin: Borsa İstanbul'da Bir Uygulama." *Muhasebe Ve Finansman Dergisi*, 111-128.

Tuan, K. (2019). "Yönetim Kurulu Özelliklerinin Sürdürülebilirlik Raporlarına Etkisi: Borsa İstanbul Örneği". *Pamukkale Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 36: 233-242.

Tükenmez, N. M., Gençtürk, A. G ve Kabakçı, C. Ç. (2016). "Türk Bankacılık Sektöründe Sahiplik Yoğunlaşması ile Finansal Performans İlişkinin İncelenmesine Yönelik Ampirik Bir Çalışma", *Atatürk Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi*, 30(3):625-644.

- Wang, Y. ve Clift, B. (2009), "Is There a "Business Case for Board Diversity?", *Pacific Accounting Review*, 21(2): 88-103.
- Vo, D. ve Phan, T. (2013), "Corporate Governance and Firm Performance: Empirical Evidence From Vietnam", *International Journal of Economics and Finance*, 6(6): 62-77.
- Yıldız, A. (2014). "Kurumsal Yönetim Endeksi Ve Altman Z Skoruna Dayalı Lojistik Regresyon Yöntemiyle Şirketlerin Kredi Derecelendirmesi." *Süleyman Demirel Üniversitesi İktisadi Ve İdari Bilimler Dergisi*, 71-89.
- Yılmaz, H., ve Yıldırım, M. (2015). "Borsada İşlem Gören İşletmelerde Mali Başarısızlık Tahmini: Altman Modelinin BİST Uygulaması." *Aksaray Üniversitesi İktisadi Ve İdari Bilimler Dergisi*, 43-49.
- Yiğit, İ. (2014). "Ownership Structure, Executive Structure And Firm Performance: Evidence From Turkey". *Marmara Üniversitesi İ.B.B. Dergisi*, 36(2), 349-364.
- Yurtoğlu, B. B. (2000). "Ownership, Control and Performance of Turkish Listed Firms", *Empirical*, 27:193-22.
- Yücel, E., Önal, Y. B. (2015). "Özel Hastanelerde Finansal Sıkıntı ve Yeniden Yapılandırma: Adana İlinde Bir Uygulama." *Çukurova Üniversitesi Sosyal Güvenlik Dergisi* 5(2):88-123.
- Zahra, Shaker A. ve Pearce, John A. (1989). "Boards of Directors and Corporate Financial Performance: A Review and Integrative Model." *Journal of Management* 15(2):291-334.