

Geliş Tarihi / Received Date
18.04.2022

Kabul Tarihi / Accepted Date
10.04.2023

Kurumsal Yönetim ve Finansal Performans: Borsa İstanbul Üzerine Bir İnceleme

Corporate Governance and Financial Performance: A Review on Borsa Istanbul

Yasin KILIÇLI¹
Emrullah KIPÇAK²

Öz

Bu çalışmanın amacı, Borsa İstanbul BIST-XTUMY endeksinde yer alan firmaların kurumsal yönetim uygulamalarının finansal performansları üzerindeki etkisini araştırmaktır. Bu çalışmada, finansal olmayan 240 firma incelenmiştir. Bu firmaların 2020 yılı verileri analizlere dâhil edilmiştir. Çalışmada, çoklu regresyon analizi yöntemi kullanılmıştır. Sahiplik yapısı, yönetim kurulu büyüklüğü, yönetim kurulunun bağımsızlığı, denetim komitesi, kadın sayısı oranı ve CEO ikiliği olmak üzere altı kurumsal yönetim değişkeni kullanılmıştır. Ayrıca, firmaların finansal performanslarını ölçmek için ise ROA (aktif karlılık oranı), ROE (öz sermaye karlılık oranı) ve Tobin Q oranı kullanılmıştır. Yapılan analizler sonucunda, kurumsal yönetim değişkenlerinden sadece CEO ikiliği ROA üzerinde pozitif ve anlamlı bir etkiye sahiptir. ROE üzerinde ise sadece, sahiplik yapısı ve denetim komitesi değişkenleri anlamlı bir etki göstermektedir. Ayrıca, yönetim kurulu büyüklüğü ve yönetim kurulunun bağımsızlığı değişkenleri Tobin Q oranı üzerinde anlamlı bir etkiye sahip olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

Anahtar Kelimeler: Kurumsal Yönetim, Finansal Performans, ROA, ROE, Tobin Q, BIST.

Abstract

The objective of this study is to examine the impact of corporate governance practices on the financial performance of companies included in the Borsa Istanbul BIST-XTUMY Index. In this study, 240 non-financial firms were examined. The data of these companies for the year 2020 are included in the analysis. Multiple regression analysis method was used in the study. Six corporate governance variables were used: ownership structure, the board size, board independence, audit committee, the proportion of number women, and CEO duality. In addition, ROA (return on assets), ROE (return on equity) and Tobin Q ratios were used to measure the financial performance of companies. As a result of the analysis, only CEO duality among corporate governance variables has a positive and significant effect on ROA. On the other hand, only the ownership

¹ Sorumlu Yazar: Dr., Van Yüzüncü Yıl Üniversitesi, Bilimsel Araştırma Projeleri Koordinasyon Birimi, Van/TÜRKİYE, E-mail: yasinkilicli@yyu.edu.tr ORCID ID: 0000-0001-7801-3168

² Dr., Van Yüzüncü Yıl Üniversitesi, İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi, İşletme Bölümü, Van /TÜRKİYE, E-mail: kipcakemrullah@gmail.com ORCID ID: 0000-0002-4543-9020



structure and audit committee variables have a significant effect on ROE. In addition, it was concluded that the board size variables and board independence had a significant effect on the Tobin Q ratio.

Keywords: *Corporate Governance, Financial Performance, ROA, ROE, Tobin Q, BIST*

Giriş

Basit bir tanımlamayla kurumsal yönetim, şirketlerin ne ölçüde açık ve dürüst bir şekilde yönetildiğini ifade etmektedir. Ehikioya'ya (2009:232) göre kurumsal yönetim, firmaların iç ve dış paydaşlarının çıkarlarını korumak için gerekli olan süreçler veya yapılarıdır. 2002'de İngiltere'nin Cadbury Komitesi kurumsal yönetimi, şirketlerin yönlendirilmesini ve kontrol edilmesini sağlayan bir sistem olarak tanımlamıştır. Kurumsallığın özünde, şeffaflık, hesap verilebilirlik ve tüm paydaşların beklentilerini adil bir şekilde yerine getirebilme düşüncesi vardır. Kurumsal yönetim, bu amaçlara ulaşabilmek ve farklı paydaş gruplarının çıkarlarını koruyabilmek için gerekli bir araç olarak görülmektedir. Hissedarlar, yönetim kurulu ve yöneticiler gibi üç temel bileşeni içeren kurumsal yönetim, kaynakların verimli kullanılmasını sağlayan ve bu kaynakların idaresi için hesap verebilirliği gerektiren bir yapıya sahiptir.

Kurumsal yönetimi, yöneticiler ile hissedarlar arasındaki çıkar çatışmalarından dolayı ortaya çıkan vekâlet maliyetlerini en aza indirmek için kullanılan bir mekanizma olarak tanımlamak mümkündür. Yöneticiler ve hissedarlar arasında oluşan çıkar çatışması, doğal olarak ortaya çıkmaktadır. Çünkü modern iş dünyasında firma sahipleri, yöneticilere, firmanın değerini arttırabilecek kararlar için bazı hak ve özgürlükler tanımaktadır. Böylece yöneticiler kendilerine tanınan bu hak ve özgürlükler doğrultusunda firma üzerindeki kontrollerini kişisel menfaatleri doğrultusunda kullanarak vekâlet sorunlarının ortaya çıkmasına neden olmaktadır. Kurumsal yönetimin amaçlarından biri, hissedarlar ve yöneticiler arasındaki bu çıkar çatışmalarını yönetmektir. Bu nedenle, iyi kurumsal yönetim, çeşitli çıkar gruplarını yönetmek için güçlü iç mekanizmalara sahip olmalıdır ve bu sayede yüksek vekâlet maliyetlerinin önüne geçilebilmektedir.

Son yıllarda kurumsal yönetim alanında yapılan çalışmaların artmasının temel nedeni firmaların etik olmayan iş uygulamalarına yönelmeleridir. 2000'lerde Amerika'da (Enron, Worldcom ve Tyco) ve Avrupa da (Parmalat, Ahold ve Adecco) meydana gelen skandallar kurumsal yönetimin genişlemesini sağlayarak, toplum ve iş dünyası nezdinde kurumsal yönetim kavramının daha çok önem kazanmasına neden olmuştur. Bu ve benzeri skandalların ardından kamunun kurumsal hesap verebilirlik talebi, politika yapımcıları, akademisyenleri ve kamu/özel sektör temsilcilerini firmalarda iyi kurumsal yönetim çabalarını güçlendirmeye teşvik etmiştir. Örneğin 2002 tarihli Sarbanes-Oxley Yasası, yönetim kurullarının kurumsal yönetim ilkelerinin en iyi uygulamalarına bağlı kalmasını sağlamak için Amerika Birleşik Devletleri'nde yasalaştırılmıştır (Kyer & Ausloos, 2021: 1872). Ancak, 2008'deki son finansal krizler, kurumsal yönetim uygulamalarının firmaların finansal performansını etkileyip etkilemediği konusundaki tartışmayı yeniden canlandırmıştır.

Bu çalışmanın amacı, Borsa İstanbul BIST-XTUMY endeksinde yer alan firmaların kurumsal yönetim uygulamalarının finansal performansları üzerindeki etkilerini araştırmaktır. Bu doğrultuda, Borsa

İstanbul BIST-XTUMY endeksinde yer alan finansal olmayan firmaların 2020 yılı verileri araştırma kapsamında değerlendirilmiştir. Literatür incelendiğinde, kurumsal yönetimin finansal performans üzerindeki etkisini gösterebilmek için çok sayıda çalışma yapılmıştır. Yapılan çalışmaların sonuçları karışık ve ortak görüşe sahip olmayan tartışmalara neden olmuştur. Buradan hareketle bu çalışma, kurumsal yönetim uygulamaları (sahiplik yapısı, yönetim kurulu büyüklüğü, yönetim kurulunun bağımsızlığı, denetim komitesi, kadın üye sayısı oranı ve CEO ikiliği) ile finansal performans göstergeleri (ROA, ROE ve Tobin Q) arasındaki ilişkileri ve etkileri ortaya koyarak bu tartışmalara katkı sağlamayı hedeflemiştir.

Bu çalışmanın teorik çerçevesi, vekâlet ve yönetim teorileri doğrultusunda incelenmiş ve araştırma hipotezleri bu teorilerin ortaya koyduğu görüşler doğrultusunda geliştirilmiştir. Bu durum, Ehikioya (2009) ve Christensen, Kent ve Stewart (2010) tarafından yapılan çalışmalarla uyumludur. Firmaların finansal performanslarını ölçmek için ROA, ROE ve Tobin Q oranı kullanılmıştır. Kurumsal yönetim ve finansal performans değişkenlerine ek olarak bu çalışmada, firma büyüklüğü ve kaldıraç oranı kontrol değişkenleri olarak kullanılmıştır.

Bu çalışma altı bölümden oluşmaktadır. Birinci bölümde, kurumsal yönetim ve teorik temellerine ilişkin açıklamalara yer verilmiştir. İkinci bölümünde, kurumsal yönetim ve finansal performans ile ilgili daha önce yapılan çalışmalara yer verilmiştir. Çalışmanın üçüncü bölümünde, araştırmanın amacı, evreni, örnekleme, yöntemi, veri analiz teknikleri, bağımlı, bağımsız ve kontrol değişkenlerin tanımı ve ölçüm yöntemlerine ilişkin açıklamalara yer verilmiştir. Ayrıca çalışmanın modellerine ve geliştirilen hipotezlere ilişkin bilgiler de bu bölümde yer almaktadır. Dördüncü bölümde, kurumsal yönetim değişkenleri ile finansal performans göstergelerine ilişkin verilerin istatistiksel analizleri gerçekleştirilmiştir. Bu analizler doğrultusunda değişkenler arasındaki ilişkiler incelenmiş ve geliştirilen hipotezler test edilmiştir. Beşinci bölümde, araştırma kapsamındaki değişkenlerin istatistiksel sonuçları tartışılarak yorumlanmıştır. Son olarak altıncı bölümde ise, çalışmanın nihai amacı kapsamında genel bir değerlendirme yapılmış; gelecekteki araştırmalar için açıklamalar ve tavsiyelere yer verilmiştir.

Kurumsal Yönetim

Kurumsal yönetim kavramına yönelik dünyada genel kabul görmüş tek bir tanımın bulunmamasından dolayı kurumsal yönetimin nerede ne amaçla ve kim tarafından kullanıldığına veya buna bağlı prensiplerin hangi kuruluş ve örgüt tarafından yayınlandığına dair ortak bir görüş bulunmamaktadır. Dolayısıyla farklı araştırmacılar tarafından kurumsal yönetim kavramı ile ilgili çok sayıda tanım geliştirilmiş ve açıklanmaya çalışılmıştır. Bu tanımların, odaklandıkları unsurları üç maddede sıralamak mümkündür (Alp & Kılıç, 2014: 23).

- Şirketler ile şirketlerin hissedarları arasındaki ilişkilerin düzenlenmesini esas alan tanımlar,
- Kurumsal yönetim anlayışıyla hangi çıktıların elde edilmek istendiğini esas alan tanımlar,
- Belli amaçlara ve ilkelere dayalı olan yönetim anlayışını esas alan tanımlar.

Cadbury Raporu (1992), şirketler ile şirketlerin hissedarları arasındaki ilişkilerin düzenlenmesini esas alan tanımlara örnek olarak verilebilir. Cadbury Raporu'na (1992) göre kurumsal yönetim, “şirketlerin



yönetildiği ve kontrol edildiği bir sistemdir." Gregory ve Lillien (2000) kurumsal yönetimi, "hissedarlar ile diğer paydaşların menfaatlerini koruyabilen ve firma değerinin artmasını sağlayan düzenlemelerdir" şeklinde tanımlamıştır (Ergin vd., 2008: 2). Gill'in (2002) yaptığı tanıma göre kurumsal yönetim, "özünde; disiplini, bağımsızlığı, doğruluğu, dürüstlüğü, şeffaflığı, eşitliği, hesap verilebilirliği ve sosyal bilinci barındıran bir yapıdır" (Doğan, 2018: 86).

Kurumsal yönetimin uygulamasında birçok sebep ve amaç mevcuttur. Kurumsal yönetimin temel amaçlarını aşağıdaki gibi sıralamak mümkündür (Doğan, 2018: 85);

- Yatırımcıların menfaatlerinin korunabilmesi,
- Yöneticilerin güçlerini ve yetkilerini kötüye kullanıp bireysel çıkar sağlamalarının engellenmesi,
- Şirketin hissedarlarının eşit ve adil bir muameleye tabi tutulmalarının sağlanması,
- Şirketin tüm paydaşları açısından sahip oldukları hakların korunabilmesi,
- Şirketin faaliyetleri ve mali durumları hakkında kamuoyunun zamanında ve şeffaf bir biçimde bilgilendirilmesi,
- Yönetim kurullarının görevlerinin ve sorumluluklarının açık bir şekilde belirlenmesi,
- Şirketin kazançlarından şirket ortaklarına ve diğer tüm paydaşlara hakları oranında geri dönüşümün sağlanması,
- Şirketin büyük ortaklarının, azınlıktaki hisselerle el koyma risklerinin engellenmesi,
- Uzun vadede yatırımlar yapabilen kurumsal yatırımcılar açısından güvenin sağlanması, sermaye maliyetlerinin azaltılması ve şirketin hisse senedi ihraç etme yoluyla finansman kaynaklarına daha kolay erişim sağlama olanaklarının artırılması.

Kurumsal Yönetimin Teorik Temelleri

Kurumsal yönetimin teorik temelleri, firma sahipleri ile yöneticilerin farklı olmaları neticesinde ortaya çıkan çıkar çatışmaları üzerine yapılan çalışmalara dayanmaktadır (Zahra & Pearce, 1989). Bu çıkar çatışmaları hem vekâlet teorisi hem de yönetim teorisi tarafından ele alınmıştır (Donaldson ve Davis, 1991:60). Bu teorilere ilişkin tanımlamalar ve açıklamalar aşağıda özetlenmiştir.

Vekâlet Teorisi

Vekâlet teorisi, "amaçları ve çıkarları farklı olan kişilerin birbirleriyle belirli sonuçları elde edebilmek için yardımlaşması halinde ortaya çıkan sorunları inceleyen ve bu sorunlara çözüm önerileri getiren bir yaklaşımdır." Ortak amaçlar elde etmek isteyenlerden biri vekâlet veren iken diğeri ise vekildir. Vekâlet veren taraf belirli sonuçlar elde edebilmek için vekilinden yardım almakta, vekil ise, istenilen sonuçları gerçekleştirmek için faaliyete geçmektedir. Vekâlet ilişkisi; çoğunlukla halka açık olan anonim şirketlerde, ortaklar ile yöneticiler arasında görülmektedir. Halka kapalı olan veya aile şirketlerinde, sahipler ile yöneticiler aynı kişilerden olduğundan vekâlet ilişkisinden bahsetmek mümkün değildir (Doğan, 2018: 87-88).

Vekâlet teorisinin amacı, yöneticiler ve hissedarlar arasındaki ilişkiyi detaylandırmaktır. Vekâlet teorisine göre, vekâlet maliyetleri en aza indirilirse firmalar finansal performanslarını artırma imkânına sahip olacaklardır. Vekâlet maliyeti, yöneticiler ve sahiplerin çıkarlarının farklı olması nedeniyle hissedarlar tarafından bir değer kaybı olarak görülebilir (Jensen & Meckling, 1976). Bu nedenle, vekâlet maliyetlerinin uygun şekilde yönetilebilmesi firmanın hisse değerini iyileştirmeye yardımcı olabilir, aksi takdirde firmanın genel finansal performansının azalmasına neden olabilir. Bu doğrultuda, firmaların vekâlet maliyetlerini azaltmak için iyi bir kurumsal yönetim mekanizmasına sahip olması gerekmektedir. Etkili bir şekilde uygulanan kurumsal yönetim mekanizmalarının kontrolü, yöneticilerin, hissedarların çıkarları doğrultusunda hareket etmesine olanak sağlayabilir. Vekâlet teorisinin savunucuları, CEO ve yönetim kurulu başkanının rolünün ayrı kişilere atanması gerektiğini savunmaktadırlar. Bu durum, CEO ve yönetim kurulu başkanı arasında uygun bir kontrol ve denge mekanizması sağlayabilir (Gillan, 2006: 386).

Yönetim Teorisi

Yönetim Teorisi'nin (Stewardship Theory) varsayımları bakımından Vekâlet Teorisi'nin tam zıttı olduğu söylenebilir (Koçer, 2005: 20). Örneğin, CEO ve yönetim kurulu başkanının rolünün ayrılması gerektiğini öne süren vekâlet teorisinden farklı olarak, yönetim teorisi her iki rolün de birleştirilmesi gerektiğini savunmaktadır (Kyerer & Ausloos, 2021: 1873).

Yönetim teorisinin temelleri, yöneticilerin davranışlarına odaklanan sosyal psikolojiye dayanmaktadır. Teoriye göre yönetici davranışları örgütlenme yanlısı, kolektivist ve kendine hizmet etme davranışlarından daha yüksek faydaya sahiptir. Yönetici davranışları, organizasyonun çıkarlarından ayrılmaz çünkü yöneticide organizasyonun amaçlarına ulaşmaya çalışmaktadır (Akın, 2004: 133). Yönetim teorisine göre, yöneticilerin itibarları ve kariyerleri ile ilgili kaygıları, onların hissedarların çıkarları doğrultusunda hareket etmelerini sağlamaktadır. Bu nedenle vekâlet maliyeti en aza indirilerek finansal performansa katkı sağlanabilir. Ayrıca bu teoriye göre, yöneticilerin aidiyet duygusu ile çalışmalarına izin verilmesi durumunda, onların daha iyi performans göstermelerine de imkân sağlanabilir (Kyerer & Ausloos, 2021: 1873).

Literatür Taraması

Ulusal ve uluslararası literatürde firma performansı ile kurumsal yönetim arasındaki ilişkiyi analiz eden çok sayıda çalışma bulunmaktadır. Yapılan çalışmaların bir kısmına en güncel olandan başlanarak aşağıda kısaca değinilmiştir.

Amin ve Farquhar (2021), Pakistan'da bulunan çok uluslu firmalar ile yerel firmaların kurumsal yönetim ve finansal performans ilişkisini karşılaştırarak incelemişlerdir. Çalışma sonucunda, genel olarak kurumsal yönetim uygulamalarının finansal performans üzerinde pozitif bir etkiye sahip olduğu anlaşılmıştır. Ayrıca çok uluslu firmaların kurumsal yönetim uygulamalarının yerel firmalara göre daha etkili olduğu çalışma sonucunda anlaşılmıştır.

Düzer (2020) yaptığı çalışmada kurumsal yönetim, kurumsal sürdürülebilirlik ve finansal performans arasındaki ilişkileri incelemiş ve bu amaçla Kurumsal Yönetim Endeksi'nde yer alan şirketlerin 2015-2019 dönemi finansal performanslarını yedi finansal performans göstergesi açısından karşılaştırmıştır.



Çalışmanın sonuçlarına göre, öz kaynak kârlılığı açısından Sürdürülebilirlik Endeksi'ne giren şirketlerin bütün dönemlerde üstünlükleri gözlemlenmiştir. Piyasaların olumsuz dönemlerinde ise Sürdürülebilirlik Endeksi'ne giren şirketlerin nispeten daha az olumsuz bir performans gösterdikleri görülmüştür.

Kyere ve Ausloos (2021) yaptıkları çalışmada beş kurumsal yönetim mekanizmasının finansal performans üzerindeki etkisini incelemek için regresyon analizi kullanılmıştır. 2014 yılı için Londra Menkul Kıymetler Borsası'nda işlem gören 252 firma üzerinde gerçekleştirilen analizler sonucunda, kurumsal yönetim mekanizmalarından sadece yönetim kurulunun büyüklüğü finansal performans üzerinde pozitif bir etkiye sahiptir. Diğer kurumsal yönetim uygulamalarının finansal performans üzerinde hiçbir etkiye sahip olmadığı görülmüştür.

Sağlam ve Karan (2020) yaptıkları çalışmada kurumsal yönetim uygulamalarının, Borsa İstanbul'da işlem gören Küçük ve Orta Ölçekli Şirketlerin performanslarına etkisini incelemişlerdir. Yapılan çalışmada şirketlerin yönetim kurulu büyüklüğü, CEO'nun görevde kalma süresi ve ikiliği, yönetim kurulundaki bağımsız yönetici oranı ve kadın yönetici oranı gibi kurumsal yönetim değişkenlerini şirketlerin ROA (aktif karlılık) ve ROE (öz sermaye karlılığı) oranlarıyla test etmişlerdir. Panel veri regresyon analizi sonucuna göre kurumsal yönetim değişkenlerinden sadece CEO'nun görevde kalma sürelerinin KOBİ'lerin finansal performanslarını olumlu yönde etkilediği sonucuna ulaşılmıştır.

Önder ve Kavak (2019) yaptıkları çalışmada 2008-2017 yılları arasında Borsa İstanbul'da (BİST) Sigorta sektöründe yer alan şirketlerin finansal performanslarında kurumsal yönetim yapılarının etkilerini incelemişlerdir. Literatürde sıklıkla kullanılan öz sermaye karlılık oranı (ROE) finansal performans göstergesi olarak ele alınmıştır. Yönetim kurulu ve denetim komitesi yapısı ise kurumsal yönetim değişkenleri olarak belirlenmiştir. Yapılan analizler sonucunda, firmaların kurumsal yönetim yapıları ile finansal performansları arasında istatistiksel açıdan anlamlı ilişkiler olduğu sonucuna varılmıştır.

Al-Najjar (2017), İngiltere'de yaptığı çalışmada, yönetim kurulu büyüklüğü ve yönetim kurulunda bağımsız üye sayısının firmaların finansal performansı üzerindeki etkisini araştırmıştır. İngiltere firmaları üzerine yapılan çalışma sonucunda, yönetim kurulu büyüklüğü ve yönetim kurulunda bağımsız üye sayısının firma performansı üzerinde önemli bir etkisi olduğu anlaşılmıştır.

Aytekin ve Sönmez (2016) yaptıkları çalışmada, Borsa İstanbul'da ulaştırma sektöründe işlem gören işletmelerin 2010-2014 arası yıllara ait mali tablo ve faaliyet raporlarını kullanarak kurumsal yönetim uygulamaları ile işletme performansı arasındaki ilişkiyi incelemişlerdir. Yapılan analizler sonucunda; kurumsal yatırımcı payı, yabancı yatırımcı payı ve halka arz oranı ile aktif karlılık arasında ve yönetim kurulu üye sayısı, yabancı yatırımcı payı, nitelikli pay sahipliği oranı ile öz sermaye karlılığı arasında ilişki olduğu tespit edilmiştir. Fakat diğer değişkenler ile işletme performansı arasında bir ilişki tespit edilememiştir.

Amba (2014), Bahreyn borsasında işlem gören firmalar üzerine yaptığı çalışmada, kurumsal yönetim değişkenlerinden, CEO ikiliği, denetim komitesi başkanı, icracı olmayan yöneticilerin oranı, sahiplik

yapısı, kurumsal yatırımcıların firmaların finansal performanslarına etkisini incelemiştir. Çalışma sonucunda, CEO ikiliği ve icracı olmayan yöneticilerin oranı finansal performans üzerinde olumsuz bir etkiye sahipken; denetim komitesi başkanı ve kurumsal sahipliğin firmanın finansal performansı üzerinde olumlu bir etkiye sahip olduğu anlaşılmıştır.

Ersoy, Bayrakdaroğlu ve Şamiloğlu (2011) çalışmalarında İMKB-100 endeksinde yer alan 51 firma açısından kurumsal yönetim ve firma performansı arasındaki ilişkiyi Panel Lojistik Regresyon Modelleri (PLRM) kullanarak incelemiştir. Çalışmada sonuç olarak; yönetici sahiplik durumunun firma performansını arttırmada önemli bir değişken olmadığı, fakat yabancı sahiplik durumunun Tobin Q değerlerine göre firma performansını arttırırken, hisse senedi getirilerini azalttığı görülmüştür. Ayrıca çalışmada, firmaların denetim komitesine sahip olmalarının performansı arttıracığı beklentisinin gerçekleşmediği belirlenmiştir.

Klapper ve Love (2004) çalışmalarında, 14 adet gelişmekte olan piyasanın yasal yapılarını dikkate alarak kurumsal yönetim açısından değerlendirmişlerdir. Çalışmada aktif karlılık oranı (ROA) ile Tobin Q işletmelerin finansal performans göstergesi olarak ele alınmış ve panel veri analizi kullanılmıştır. Çalışma sonucunda firma düzeyinde yönetim açısından büyük farklılıkların olduğunu ve daha zayıf yasal sistemlere sahip ülkelerde firma düzeyinde yönetimin daha düşük olduğu tespit etmişlerdir. Yönetim açısından yaşanan sıkıntıların asimetrik bilgi ve sözleşme kusurlarının kapsamı ile ilişkili olduğunu ayrıca, daha iyi kurumsal yönetimin, daha iyi firma performansı ve piyasa değerlemesi ile yüksek oranda ilişkili olduğunu tespit etmişlerdir.

Metodoloji

Bu bölümde, araştırmanın amacı, evreni, örnekleme, yöntemi, veri analiz teknikleri, bağımlı, bağımsız ve kontrol değişkenlerin tanımı ve ölçüm yöntemlerine ilişkin açıklamalara yer verilmiştir. Ayrıca çalışmanın modellerine ve geliştirilen hipotezlere ilişkin bilgiler de yer almaktadır.

Araştırmanın Amacı, Evreni ve Örnekleme

Bu araştırma, Borsa İstanbul BIST-XTUMY endeksine kayıtlı olan ve finansal olmayan firmaların kurumsal yönetim değişkenlerinin, finansal performans göstergeleri üzerindeki etkisini ortaya koymayı amaçlamaktadır. BIST-XTUMY endeksine kayıtlı toplam 303 firma bulunmaktadır. Fakat bu firmalardan mali/finansal firmaların muhasebe kayıtlarının farklı düzenlemelere tabi olacağından ve söz konusu firmaların verilerinin veri setinde aykırı değerlere yol açabileceğinden dolayı finansal firmalar çalışma örneklem kapsamına dâhil edilmemiştir. Önceki çalışmalara (Kyere ve Ausloos, 2021; Ersoy vd., 2011) bakıldığında da finansal kuruluşların değerlendirme kapsamına alınmadığını söylemek mümkündür. Ayrıca kurumsal yönetim değişkenlerine ait verilerin eksik olduğu firmalar da değerlendirme dışı bırakılmıştır. Buradan hareketle, araştırmanın evreninden %95'lik güven aralığı ve %5'lik bir hata payı öngörülerek bu araştırmanın örneklem büyüklüğü toplam 240 firmadan oluşmaktadır.

Araştırmanın Yöntemi ve Veri Analiz Teknikleri



Bu çalışmada, Borsa İstanbul BIST-XTUMY endeksine kayıtlı olan firmaların 2020 yılına ait verileri değerlendirme kapsamına alınmıştır. 2020 yılı önceki dönemler ile karşılaştırıldığında hem finansal performans göstergeleri açısından hem de kurumsal yönetim değişkenleri açısından firma sayısının yüksek ve verilerin tam olmasından dolayı tercih edilmiştir. Firmaların finansal performans göstergelerine ve kurumsal yönetim değişkenlerine ilişkin veriler Kamuyu Aydınlatma Platformu (KAP) internet sitesi üzerinden elde edilmiştir.

Bu çalışmanın nihai amacı doğrultusunda, kurumsal yönetim uygulamalarının finansal performans üzerindeki etkisini incelemek için çok değişkenli regresyon analizi yöntemi kullanılmıştır. Çok değişkenli regresyon analizi, bir bağımlı değişken ve çok sayıda bağımsız değişkenin bulunduğu regresyon modellerinde kullanılan bir analiz yöntemidir. Regresyon analizinde birden fazla metot (Backward, Forward, Enter ve Stepwise) bulunmaktadır. Bu çalışmada bütün değişkenler aynı anda modele dahil edildiğinden dolayı "Enter" metodu kullanılmıştır (Tutkavul ve Karahan, 2021:51). Araştırma kapsamındaki verilere ilişkin tanımlayıcı istatistikler ve regresyon analizi IBM-SPSS 26 paket programı aracılığı ile gerçekleştirilmiştir.

Değişkenlerin Tanımı ve Ölçüm Yöntemleri

Bu çalışmada bağımlı, bağımsız ve kontrol değişkenleri olmak üzere üç değişken grubu kullanılmıştır. Çalışma kapsamına dahil edilen değişkenlerin seçimi daha önce yapılan hem teorik hem de ampirik çalışmalara (Christensen vd., 2010; Kyere & Ausloos, 2021; Ehikioya, 2009; Sağlam & Karan, 2019; Kılıç & Ayrıçay, 2018) dayanmaktadır.

Bağımlı Değişkenler

Araştırmacılar, firmaların finansal performansını tahmin etmek için çeşitli muhasebe tabanlı ölçümler kullanmışlardır. Bunlara satışlar, öz sermaye karlılığı oranı (ROE), hisse başına kazanç, toplam aktiflerin karlılık oranı (ROA) dahildir (Kyere & Ausloos, 2021). Firmaların finansal performanslarını ölçmek için muhasebe temelli ölçümlerin yanı sıra piyasa temelli ölçümlerde kullanılmaktadır. Bu ölçümlerin başında Tobin Q oranı gelmektedir (Tükenmez vd., 2017: 8). Bu çalışmada bağımlı değişkenler olarak öz sermaye karlılık oranı (ROE), aktif karlılık oranı (ROA) ve Tobin Q oranı kullanılmıştır. Bağımlı değişkenleri kısaca tanımlayacak olursak;

ROA; bir şirketin varlıklarının kâr elde etmek için en iyi şekilde nasıl kullanıldığının bir göstergesidir. ROA, şirketin yıllık kazancının (net kar) toplam varlıklarına bölünmesiyle hesaplanmaktadır.

ROE; şirketlerin öz sermaye üzerinden kazandıkları kazancı gösteren bir ölçüdür. Başka bir ifadeyle öz sermayenin (kaynakların) verimli kullanılıp kullanılmadığını ifade eden bir göstergedir. ROE, şirketin yıllık kazancının (net kar) toplam öz kaynaklara bölünmesiyle hesaplanmaktadır (Bayrakdaroğlu, 2010: 14).

Tobin Q; şirketin mevcut varlıklarını ve gelecekteki büyüme potansiyellerini yakalamak için kullanılan piyasa temelli bir ölçüm göstergesidir. Tobin Q oranı, Malkiel ve Fama (1970) tarafından kurulan etkin piyasa hipotezi ile tutarlık göstermektedir (Kyere & Ausloos, 2021: 1878). Literatürde Tobin Q oranının

hesaplanması için çeşitli yöntemler geliştirilmiş ve kullanılmıştır. Bu çalışmada Tobin Q oranı, toplam piyasa değerinin şirketin toplam varlıklarının değerine bölünmesiyle hesaplanmıştır (Hayes, 2015).

Bağımsız Değişkenler

Kurumsal yönetim değişkenleri arasında yer alan sahiplik yapısı (SY), yönetim kurulu büyüklüğü (YK), yönetim kurulu bağımsız üye oranı (YKB), denetim komitesi (DK), kadın üye sayısı (KS) ve CEO ikiliği (Duality-CD) bu çalışmanın bağımsız değişkenlerini oluşturmaktadır. Bağımsız değişkenleri kısaca tanımlayacak olursak;

Sahiplik Yapısı (SY); şirket sermayesi sağlayıcılarının kimler olduğunu ve şirketteki sermaye paylarının büyüklüğünü ifade eden bir kavramdır (Yıldırım & Demireli, 2009: 83). Şirketlerdeki hisselerin büyük bir bölümünün bir veya birkaç hissedarın elinde bulunması sahiplik yapısının yoğunluğunun fazla olduğunu göstermektedir. Bu doğrultuda sahiplik yapısının yoğun yaşandığı şirketlerde, hissedarların şirket yönetimi üzerinde yüksek bir etki gücüne sahip olduğunu söylemek mümkündür (Bayrakdaroğlu, 2010:14-15). Sahiplik yapısının önemli bir payını elinde bulduran hissedarlar, yöneticileri daha etkin bir şekilde denetleme gücüne ve şirket faaliyetlerini daha kolay bir şekilde koordine edebilme olanağına sahiptir. Bu durumun varlık getiri oranının artmasına olanak tanıyarak şirketlerin finansal performansının artmasına neden olacağını söylemek mümkündür (Ersoy vd., 2011: 75).

Yönetim Kurulu Büyüklüğü (YK); şirketlerin yönetim kurulundaki üye sayısını ifade eder. Yönetim kurulu büyüklüğünün şirketlerin kurumsal yönetim yapısında önemli bir rol oynadığını söylemek mümkündür. Büyük bir yönetim kurulu büyüklüğüne sahip şirketler, şirket yöneticileri üzerinde etkili bir denetime sahiptir. Bu doğrultuda yönetim kurulunun boyutu, şirketlerin performansının artmasına olanak sağlayacak etkili bir izleme/kontrol mekanizmasına sahiptir. Williams ve diğerleri (2005) büyük bir yönetim kurulu boyutunun, küçük bir yönetim kurulu boyutuna göre daha iyi karar vermayla sonuçlandığını ve bunun sonucunda yüksek finansal performansa yol açtığını ifade etmektedirler (Kyere & Ausloos, 2021: 1878).

Denetim Komitesi (DK); denetim komitesinin gerçekleştirdiği yıllık toplantı sayısını ifade etmektedir (Kyere & Ausloos, 2021: 1877). Denetim komitesinin rolü, şirketin dönemsel mali raporlarının kurumsal yönetim standartlarını karşılayıp karşılamadığının kontrolünü sağlamaktır (Davidson vd., 2005: 246). Denetim komitesinin etkinliği, hissedarlar, yöneticiler ve yatırımcılar arasındaki bilgi karmaşasını ortadan kaldırmaktadır. Ayrıca denetim komitesinin varlığı, şirketlere kredi verenler açısından güven tesis edilmesini sağlayarak, firmaların daha düşük maliyetli borçlanmalarına olanak sağlayabilmektedir (Ersoy vd., 2011: 76). Buradan hareketle önceki çalışmalara bakıldığında, denetim komitesi toplantılarının sıklığı ve düzenli olması şirket hakkında daha fazla bilginin elde edilebilmesini sağlamak ve bu durum denetim komitesinin şirketin performansı ile güçlü bir şekilde ilişkili olduğunu göstermektedir (Christensen vd., 2010).

Kadın Üye Sayısı (KS); yönetim kurulundaki toplam üye sayısı içerisindeki kadın üye sayısını ifade eder (Atılğan, 2017: 331). Kurumsal yönetim standartları, şirketlerin yönetim kurullarında kadın üyelerin sayısının daha fazla olması gerektiğini ileri sürmektedir. Bu durumun önemli nedenleri



arasında kadın üyelerin, yönetim kurullarında yeni fikir ve stratejilerin ortaya çıkmasını sağlayarak yönetim kurulu yapısında çeşitlilik sağlamaları gelmektedir. Erkek üyelere göre kadın üyeler yönetim kurulu toplantılarına katılmada daha az devamsızlık yaparak daha fazla özen göstermektedirler. Bu durumun entelektüel sermaye bağlamında bağımsız üye tanımına daha fazla uyduğunu ve dolayısıyla da şirketlerin finansal performansına olumlu yönde etki sağladıklarını söylemek mümkündür (Atılgan, 2017: 320).

Yönetim Kurulunun Bağımsızlığı (YKB); yönetim kurulundaki toplam üye sayısı içerisindeki bağımsız üye oranını ifade eder (Andriana & Panggabean, 2017: 3). Yönetim kurulu, hissedarların çıkarları doğrultusunda hareket etmesi gereken kolektif bir organdır. Yönetim kurulu, hissedarların çıkarlarını gözetmek için bağımsız ve bağımsız olmayan yöneticilerden oluşmaktadır. Bağımsız yöneticiler, şirketlerin üst düzey yöneticilerine bağlı olmayan, hissedarların çıkarlarını koruyan ve vekalet sorunlarının azalmasına yardımcı olan kişilerdir. Kurumsal yönetim ilkeleri çerçevesinde şirketlerdeki yönetim kurullarının belli bir oranda bağımsız üyelerin de olacağı şekilde dengeli bir biçimde oluşması gerektiği tavsiye edilmektedir. Yönetim kurullarında bağımsız üyeler görevlerini etkin ve verimli bir şekilde yerine getirdiklerinde, bu durumun şirketlerin finansal performansına olumlu bir katkı sağlayacağını söylemek mümkündür (Fuji vd., 2016: 460).

CEO İkiliği (Duality-CD); CEO'nun aynı zamanda yönetim kurulu başkanı pozisyonunu da elinde bulundurmasını ifade etmektedir. Kurumsal yönetim ilkeleri, CEO'nun aynı zamanda yönetim kurulu başkanı olması durumunda bir konsantrasyon eksikliği olasılığını varsaymaktadır (Kyere & Ausloos, 2021: 1878). Çıkar çatışması, gücün tel elde toplanması ve yönetim kurulu bağımsızlığının azalması, genellikle CEO ve yönetim kurulu başkanının rolleri aynı kişi tarafından üstlenildiğinde ortaya çıkmaktadır (Aggarwal, 2013: 2). Fama ve Jensen (1983), yönetim ve kontrolün birbirinden ayrıldığı bir karar mekanizması yapısıyla temsil sorunlarının kontrol edilebileceğini, üst düzey yöneticilerin daha etkin bir şekilde denetlenebileceğini ve önemli kurumsal kararlarda temsil maliyetlerinin azaltılabileceğini savunmaktadırlar (Ersoy vd., 2011: 75). Bu durumda yönetim kurullarının etkin olmasında CEO ve yönetim kurulu başkanının rollerinin birbirinden bağımsız olmasının şirket performansı açısından önemli olduğunu söylemek mümkündür.

Kontrol Değişkenleri

Christensen ve diğerleri (2010) ve Ehikioya (2009) çalışmalarında kontrol değişkenleri olarak kaldıraç oranı ve firma büyüklüğünü kullanmışlardır. Aynı şekilde Ersoy ve diğerleri (2011), Topaloğlu ve Nur (2016), Tükenmez ve diğerleri (2017) ile Kyere ve Ausloos (2021) gibi araştırmacılar tarafından da bu değişkenler kontrol değişkenleri olarak kullanılmıştır. Önceki çalışmalardan hareketle bu çalışmada kaldıraç oranı ve firma büyüklüğü kontrol değişkenleri olarak araştırma modeline dâhil edilmiştir.

Araştırma modelinde kullanılan bağımlı, bağımsız ve kontrol değişkenlerinin hesaplama yöntemleri ve kullanıldıkları önceki çalışmalar aşağıda Tablo 1'de gösterilmektedir.

Tablo 1. Modelde Kullanılan Değişkenler ve Hesaplama Yöntemleri

Bağımlı Değişkenler		
Aktif Karlılık Oranı (ROA)	Net Kar / Toplam Varlıklar	Doğan ve Topal, 2015; Kyere ve Ausloos, 2021
Öz Sermaye Karlılık Oranı (ROE)	Net Kar / Toplam Öz Sermaye	Sağlam ve Karan, 2019; Saygılı ve Acar, 2016
Tobin Q	Toplam Piyasa Değeri / Toplam Varlıkların Değeri	Kyere ve Ausloos, 2021; Hayes, 2015
Bağımsız Değişkenler		
Sahiplik Yapısı (SY)	En büyük pay sahibinin sermaye tutarı / Toplam Öz Sermaye	Bayrakdaroğlu, 2010, Kılıç ve Ayırcay, 2018
Yönetim Kurulu Büyüklüğü (YK)	Yönetim Kurulundaki Toplam Üye Sayısı	Kyere ve Ausloos, 2021; Williams vd., 2005
Yönetim Kurulunun Bağımsızlığı (YKB)	Yönetim Kurulundaki Bağımsız Üye Sayısı / Toplam Üye Sayısı	Andriana ve Panggabean, 2017; Bhagat ve Bolton, 2008
Denetim Komitesi (DK)	Denetim komitesinin gerçekleştirdiği yıllık toplantı sayısı	Kyere ve Ausloos, 2021; Christensen vd., 2010
Kadın Üye Sayısı (KS)	Yönetim Kurulundaki Kadın Üye Sayısı / Toplam Üye Sayısı	Atılgan, 2017; Bhagat ve Bolton, 2008
CEO İkiliği (Duality-CD)	Yönetim kurulu başkanı aynı zamanda CEO ise 1, aksi takdirde 0	Christensen vd., 2010; Kyere ve Ausloos, 2021
Kontrol Değişkenleri		
Firma Büyüklüğü (FB)	Toplam Varlıkların Logaritması	Topaloğlu ve Nur, 2016; Kyere ve Ausloos, 2021
Kaldıraç Oranı (KO)	Toplam Borç / Toplam Varlık	Tükenmez vd., 2017; Topaloğlu ve Nur, 2016

Araştırmanın Modeli ve Hipotez Geliştirme

Araştırma kapsamında geliştirilen modeller Bayrakdaroğlu (2010), Kyere ve Ausloos (2021), Aytekin ve Sönmez (2016) ve Andriana ve Panggabean (2017) gibi yazarların önceki çalışmalarına dayanmaktadır. Kurumsal yönetim değişkenlerinin finansal performans göstergeleri üzerindeki etkisini incelemek için üç model geliştirilmiştir. Bu modeller aşağıdaki gibidir;

Model 1:

$$ROA = \beta_0 + \beta_1SY + \beta_2YK + \beta_3YKB + \beta_4DK + \beta_5KS + \beta_6CD + \beta_7FB + \beta_8KO + \epsilon_i$$

Model 2:

$$ROE = \beta_0 + \beta_1SY + \beta_2YK + \beta_3YKB + \beta_4DK + \beta_5KS + \beta_6CD + \beta_7FB + \beta_8KO + \epsilon_i$$

Model 3:

$$Tobin Q = \beta_0 + \beta_1SY + \beta_2YK + \beta_3YKB + \beta_4DK + \beta_5KS + \beta_6CD + \beta_7FB + \beta_8KO + \epsilon_i$$



Önceki çalışmalardan elde edilen sonuçlardan yola çıkarak araştırma kapsamında aşağıdaki hipotezler geliştirilmiştir;

Hipotez 1; Sahiplik yapısının önemli bir payına sahip olan hissedarların bulunduğu şirketler üstün bir finansal performans gösterirler (Ersoy vd., 2011; Bayrakdaroğlu, 2010).

Hipotez 2; Büyük bir yönetim kurulu, küçük bir yönetim kuruluna göre daha iyi karar verdiği için dolaylı olarak şirketlerin finansal performansına olumlu yönde katkı sağlamaktadır (Kyere & Ausloos, 2021; Anderson vd., 2004).

Hipotez 3; Yönetim kurullarında bağımsız üyelerin görevlerini etkin ve verimli bir şekilde yerine getirmeleri, şirketlerin finansal performansına olumlu yönde bir katkı sağlamaktadır (Fuzy vd., 2016).

Hipotez 4; Finansal performansı yüksek olan şirketlerin çoğu, sık ve düzenli bir şekilde denetim komitesi toplantıları yapan şirketlerdir (Christensen vd., 2010; Kyere & Ausloos, 2021).

Hipotez 5; Kadın üyeler, yönetim kurullarında yeni fikir ve stratejilerin ortaya çıkmasını sağlayarak şirketlerin finansal performansını olumlu yönde etkilemektedirler (Atılğan, 2017).

Hipotez 6; CEO ve yönetim kurulu başkanının rollerinin birbirinden bağımsız olması şirketlerde temsil maliyetlerini ortadan kaldıracaktır ve bunun sonucunda şirketlerin finansal performansına olumlu yönde katkı sağlayacaktır (Fama & Jensen, 1983; Ersoy vd., 2011).

Araştırma Bulguları

Bu bölümde kurumsal yönetim değişkenleri ile finansal performans göstergelerine ilişkin verilerin istatistiksel analizleri gerçekleştirilmiştir. Bu analizler doğrultusunda değişkenler arasındaki ilişkiler incelenmiş ve geliştirilen hipotezler test edilmiştir. Kurumsal yönetim değişkenleri ile finansal performans göstergelerinden olan ROA, ROE ve Tobin Q arasındaki ilişkiyi göstermek için korelasyon analizi yapılmıştır. Bağımsız değişkenler olan kurumsal yönetim mekanizmalarının bağımlı değişken olan ROA, ROE ve Tobin Q oranı üzerinde olumlu bir etki gösterip göstermediğini öğrenmek için ise regresyon analizi yapılmıştır.

Tanımlayıcı İstatistikler

Tanımlayıcı istatistikler kapsamında, Ortalama, minimum, maksimum, standart sapma, çarpıklık (Skewness) ve basıklık (Kurtosis) değerlerinin sonuçları analiz edilmiştir. Borsa İstanbul BIST-XTUMY endeksinde işlem gören 240 firmanın bağımlı, bağımsız ve kontrol değişkenleri için tanımlayıcı istatistikler Tablo 2’de rapor edilmiştir.

Tablo 2. Değişkenlerin Tanımlayıcı İstatistikleri (N:240)

Değişken	Ortalama	Minimum	Maksimum	Standart Sapma	Çarpıklık (Skew.)	Basıklık (Kurt.)
ROA	0,06	-0,28	0,43	0,10	0,47	2,38
ROE	0,13	-0,37	0,62	0,18	0,15	0,80
Tobin Q	2,00	0,02	8,20	1,56	1,50	2,14
SY	0,18	-0,07	0,95	0,17	1,62	2,88
YK	6,20	4,00	9,00	1,33	0,61	-0,56
YKB	0,35	0,22	0,50	0,06	0,07	-0,42
DK	4,77	1,00	9,00	1,31	0,77	2,72
KS	0,29	0,11	0,60	0,12	0,51	-0,52
CD	0,07	0,00	1,00	0,26	2,90	9,60
FB	8,50	5,47	10,46	0,73	-0,61	1,43
KO	0,53	0,05	1,78	0,26	0,88	2,28

Tablo 2'ye bakıldığında Borsa İstanbul BIST-XTUMY endeksinde işlem gören şirketlerin kurumsal yönetim değişkenleri arasında en yüksek ortalamaya sahip değişkenin yönetim kurulu büyüklüğü (6,20), en düşük ortalamaya sahip değişkenin ise CEO ikiliği (0,07) olduğu anlaşılmaktadır. Ayrıca bu değişkenler arasında yönetim kurulunun bağımsızlığı en düşük standart sapmaya (0,07) sahip iken, yönetim kurulu büyüklüğünün ise en yüksek standart sapmaya (1,33) sahip olduğu anlaşılmaktadır. Kontrol değişkenlerine bakıldığında firma büyüklüğünün, kaldıraç oranına göre daha yüksek bir ortalamaya sahip olduğu görülmektedir. Ayrıca firma büyüklüğünün kaldıraç oranına göre daha yüksek bir standart sapmaya sahip olduğu anlaşılmaktadır.

Tablo 2'ye göre Borsa İstanbul BIST-XTUMY endeksinde işlem gören şirketlerin finansal performans göstergelerine bakıldığında en yüksek ortalamaya Tobin Q oranı (2,00) sahipken, en düşük ortalamaya ise ROA'nın (0,06) sahip olduğu anlaşılmaktadır. Ayrıca ROA ve ROE göstergelerinin standart sapması birbirine yakinken, Tobin Q oranının standart sapmasının bu iki göstergeye göre daha yüksek olduğu anlaşılmaktadır. Kline (2011) göre, çarpıklık ve basıklık değerinin sırasıyla 3 ve 10'dan büyük olmaması gerektiğini önermiştir. Aksi takdirde, verilerin normal dağılımında bir sorunun olduğunu iddia etmektedir (Aminu & Shariff, 2014: 127). Buradan hareketle, bu çalışmada çarpıklık ve basıklık değerlerine göre verilerin normal dağıldığını söylemek mümkündür (**Tablo 2**).

Korelasyon Analizi

Değişkenler arasındaki korelasyon analizleri ile ilgili bu bölüm, bağımsız değişkenler arasında çoklu bağlantı olup olmadığını ve araştırma modeli kapsamında yer alan değişkenler arasındaki korelasyon ilişkilerini belirlemeye yardımcı olacaktır. Bir araştırmada yer alan bağımsız değişkenler arasında güçlü ilişkilerin var olmasına çoklu doğrusal bağlantı (multicollinearity) denilmektedir (Çokluk vd., 2021:35). Çoklu doğrusal bağlantı, regresyon analizi sonuçlarının yanlış tahmin edilmesine neden olabilmektedir (Topal vd., 2010:54; Kyere & Ausloos, 2021:1881). Dolayısıyla Tabachnick ve Fidell (2006), çoklu



doğrusal bağlantı sorununa neden olan bir veya daha fazla değişkenin analizden çıkarılması halinde güvenilir ve tutarlı sonuçların çıkacağı yönünde öneride bulunmuştur (Çokluk vd., 2021:35).

Çoklu doğrusal bağlantının (multicollinearity) tespit edilmesinde kullanılan yöntemler farklılık göstermektedir. Örneğin Pallant (2001), bağımsız değişkenler arasındaki korelasyon katsayısının 0,90 ve üzerinde bir katsayıya sahip olması durumunda çoklu doğrusal bağlantının var olduğunu ifade etmiştir (Seçer, 2015: 143; Tabachnick & Fidell, 2015: 89) Analizlerde kullanılan diğer bir çoklu doğrusal bağlantı yöntemi ise varyans artış faktörüdür (VIF – Variance Inflation Factor). VIF değerinin 10'dan büyük olması çoklu doğrusal bağlantı sorununun olduğunu ayrı bir göstergesidir (Gürbüz & Şahin, 2018: 271).

Aşağıda bulunan tablolarda (Tablo 3, Tablo 4 ve Tablo 5) bağımlı değişkenler ile bağımsız değişkenler ve kontrol değişkenleri arasındaki korelasyon analizleri gösterilmektedir.

Tablo 3. Değişkenler Arasındaki Korelasyon Analizi (ROA)

Değişken	ROA	SY	YK	YKB	DK	KS	CD	FB	KO
ROA	1,00								
SY	-0,048	1,00							
YK	-0,080	0,256**	1,00						
YKB	0,078	-0,031	-0,494**	1,00					
DK	-0,133*	-0,014	0,057	-0,004	1,00				
KS	0,084	-0,110	-0,408**	0,263**	0,021	1,00			
CD	0,134*	-0,012	-0,053	0,037	-0,098	-0,041	1,00		
FB	-0,028	-0,225**	-0,050	0,087	-0,076	-0,065	-0,067	1,00	
KO	-0,519**	0,110	0,192**	-0,113	0,116	-0,135*	-0,064	0,183**	1,00

N:240; **p<0.01; *p<0.05.

Tablo 3'te bağımsız değişkenler arasındaki korelasyon katsayılarının 0,90 ve üzerinde olmadığı anlaşılmaktadır. Dolayısıyla kurumsal değişkenler arasında çoklu doğrusal bağlantının olmadığını söylemek mümkündür. Bununla birlikte bazı değişkenler ROA ile pozitif bir korelasyona sahipken bazıları ise negatif bir korelasyon göstermektedir. Kontrol değişkenlerinden sadece KO'nun, ROA ile istatistiksel olarak anlamlı bir korelasyona sahip olduğu anlaşılmaktadır (KO= -0,519; p<0,01). Ayrıca kurumsal yönetim değişkenlerinden sadece DK ve CD, ROA ile istatistiksel olarak anlamlı bir korelasyon göstermektedir (DK= -0,133; p<0,05; CD= 0,134; p<0,05). Diğer değişkenlerden SY ve YK, ROA ile negatif korelasyon gösterirken; YKB ve KS ise ROA ile pozitif bir korelasyon göstermektedir (SY= -0,048; YK= -0,080; YKB= 0,078; KS= 0,084). Yapılan açıklamalar doğrultusunda CD, YKB ve KS değişkenlerinden herhangi birinde meydana gelecek artışın ROA ile birlikte artacağını, buna karşın FB, KO, SY, YK ve DK değişkenlerinde meydana gelecek artışın ise ROA'da ters yönde etki oluşturarak azalış meydana getireceğini söylemek mümkündür.

Tablo 4. Değişkenler Arasındaki Korelasyon Analizi (ROE)

Değişken	ROE	SY	YK	YKB	DK	KS	CD	FB	KO
ROE	1,00								
SY	-0,802**	1,00							
YK	-0,234**	0,256**	1,00						
YKB	0,016	-0,031	-0,494**	1,00					
DK	0,113	-0,014	0,057	-0,004	1,00				
KS	0,156*	-0,110	-0,408**	0,263**	0,021	1,00			
CD	0,030	-0,012	-0,053	0,037	-0,098	-0,041	1,00		
FB	0,061	-0,225**	-0,050	0,087	-0,076	-0,065	-0,067	1,00	
KO	-0,032	0,110	0,192**	-0,113	0,116	-0,135*	-0,064	0,183**	1,00

N:240; **p<0.01; *p<0.05.

Tablo 4'te bağımsız değişkenler arasındaki korelasyon katsayılarının 0,90 ve üzerinde olmadığı anlaşılmaktadır. Dolayısıyla kurumsal yönetim değişkenleri arasında çoklu doğrusal bağlantının olmadığını söylemek mümkündür. Bununla birlikte bazı değişkenler ROE ile pozitif bir korelasyona sahipken bazıları ise negatif bir korelasyon göstermektedir. Kurumsal yönetim değişkenlerinden SY, YK ve KS, ROE ile istatistiksel olarak anlamlı bir korelasyona sahiptir (SY= -0,802: p<0,01; YK= -0,234: p<0,01; KS= 0,156: p<0,05). Buna ilaveten, YKB, DK, CD ve FB, ROE ile pozitif bir korelasyon gösterirken; KO ise ROE ile negatif bir korelasyon göstermektedir (YKB= 0,016; DK= 0,113; CD= 0,030; KO= -0,032; FB= 0,061). Dolayısıyla YKB, DK, CD, KS ve FB değişkenlerinden herhangi birinden meydana gelecek artışın ROE ile birlikte artacağını, buna karşın KO, SY ve YK değişkenlerinden meydana gelecek artışın ise ROE'de ters yönde etki oluşturarak azalış meydana getireceğini söylemek mümkündür.

Tablo 5. Değişkenler Arasındaki Korelasyon Analizi (Tobin Q)

Değişken	Tobin Q	SY	YK	YKB	DK	KS	CD	FB	KO
Tobin Q	1,00								
SY	0,294**	1,00							
YK	0,452**	0,256**	1,00						
YKB	-0,076	-0,031	-0,494**	1,00					
DK	0,095	-0,014	0,057	-0,004	1,00				
KS	-0,168**	-0,110	-0,408**	0,263**	0,021	1,00			
CD	0,054	-0,012	-0,053	0,037	-0,098	-0,041	1,00		
FB	-0,589**	-0,225**	-0,050	0,087	-0,076	-0,065	-0,067	1,00	
KO	0,135*	0,110	0,192**	-0,113	0,116	-0,135*	-0,064	0,183**	1,00

N:240; **p<0.01; *p<0.05.

Tablo 5'te bağımsız değişkenler arasındaki korelasyon katsayılarının 0,90 ve üzerinde olmadığı anlaşılmaktadır. Dolayısıyla kurumsal yönetim değişkenleri arasında çoklu doğrusal bağlantının olmadığını söylemek mümkündür. Bununla birlikte bazı değişkenler Tobin Q oranı ile pozitif bir korelasyona sahipken bazıları ise negatif bir korelasyon göstermektedir. Kontrol değişkenlerinin Tobin Q ile istatistiksel olarak anlamlı bir korelasyona sahip olduğu anlaşılmaktadır (KO= 0,135: p<0,05; FB= -0,589; p<0,01). Ayrıca kurumsal yönetim değişkenlerinden SY, YK ve KS, Tobin Q oranı ile istatistiksel



olarak anlamlı bir korelasyona sahiptir ($SY = 0,294$; $p < 0,01$; $YK = 0,452$; $p < 0,01$; $KS = -0,168$; $p < 0,01$). Diğer değişkenlerden CD ve DK, Tobin Q ile pozitif bir korelasyon gösterirken; YKB ise Tobin Q ile negatif bir korelasyon göstermektedir ($CD = 0,054$, $DK = 0,095$, $YKB = -0,076$). Buradan hareketle, SY, YK, DK, CD ve KO değişkenlerinden herhangi birinden meydana gelecek artışın Tobin Q oranı ile birlikte artacağını, buna karşın FB, YKB ve KS değişkenlerinden meydana gelecek artışın ise Tobin Q'da - ters yönde etki oluşturarak azalış meydana getireceğini söylemek mümkündür.

Regresyon Analizi

Bu bölümde, kurumsal yönetim değişkenlerinin, finansal performans göstergeleri (ROA, ROE ve Tobin Q) üzerindeki etkisini belirlemek için çoklu doğrusal regresyon analizleri gerçekleştirilmiştir. Araştırma modelleri doğrultusunda yapılan regresyon analizlerinin istatistiksel sonuçları sırasıyla Tablo 6, Tablo 7 ve Tablo 8'de verilmiştir.

Tablo 6. Çoklu Regresyon Analizi Sonuçları (ROA)

Değişken	Katsayı (x100)	t - Testi	p - Değeri	VIF
Sabit Katsayı	0,153	2,015	0,045*	
SY	-0,001	0,290	0,772	1,168
YK	0,005	0,858	0,392	1,622
YKB	0,028	0,421	0,674	1,371
DK	-0,006	-1,059	0,291	1,042
KS	0,042	0,709	0,479	1,233
CD	0,038	1,978	0,048*	1,026
FB	-0,004	-0,609	0,193	1,150
KO	-0,174	-9,256	0,000**	1,119
R^2				0,27
Gözlem Sayısı				240

* $p < 0,05$; ** $p < 0,01$.

Tablo 6 finansal performans göstergelerinden olan ROA ile çalışmanın diğer değişkenleri arasındaki çoklu regresyon analizi sonuçlarını göstermektedir. Tablo 6 incelendiğinde, CD ve KO değişkenleri ROA'yı istatistiksel olarak anlamlı bir şekilde etkilemektedir ($CD = 0,038$; $p < 0,05$; $KO = -0,174$; $p < 0,01$). Fakat diğer değişkenlerin ROA üzerinde anlamlı bir etkisi olmadığı anlaşılmaktadır. Örneğin, 0,05 ve 0,01 anlamlılık düzeyleri dikkate alındığında, SY ($p = 0,73$), YK ($p = 0,39$), YKB ($p = 0,67$), DK ($p = 0,29$), KS ($p = 0,48$) ve FB ($p = 0,19$) değişkenlerinin anlamlılık değerlerinin yüksek olduğu görülmektedir. Bu durum söz konusu değişkenlerin istatistiksel olarak anlamlı olmadığı ve ROA üzerinde herhangi bir tahmin gücüne sahip olmadığı anlamına gelmektedir. Bu nedenle SY, YK, YKB, DK, KS ve FB'deki değişikliklerin, ROA ile ölçüldüğünde firmaların finansal performansı üzerinde herhangi bir anlamlı etki yaratmadığını söylemek mümkündür. Ancak CD ($p = 0,048$) ve KO ($p = 0,000$) değişkenlerinin anlamlılık değerlerinin düşük olduğu Tablo 6'da görülmektedir. Bu da bu değişkenlerin ROA üzerinde

bir tahmin gücünün olduğu anlamına gelmektedir. Bu nedenle araştırma modellerinden biri olan Model 1 aşağıdaki gibi düzeltilebilir:

$$ROA = 0,153 + 0,038CD - 0,174KO + \epsilon_i$$

Modele 1 denkleminde bakıldığında, CD'deki bir birimlik artış, ROA'da yaklaşık %4 oranında bir artış sağlayacaktır. Ayrıca KO'da meydana gelecek değişiklikte ise ROA'nın ortalama %17 oranında azalmasına neden olacaktır. Bunlara ilaveten Tablo 6'ya bakıldığında, bağımsız ve kontrol değişkenleri, bağımlı değişken olan ROA'yı %27 oranında açıklama gücüne sahiptir ($R^2 = 0,27$). Ayrıca daha önce bahsettiğimiz gibi (Bkz. Bölüm 4.2) VIF değerinin 10'dan büyük olması durumunda çoklu doğrusal bağlantı sorununun var olduğu sonucu ortaya çıkmaktadır. Fakat Tablo 6'ya baktığımızda, model içerisinde yer alan tüm değişkenlerin VIF değerlerinin 10'nun altında olduğu görülmekte ve çoklu doğrusal bağlantı sorununun olmadığı anlaşılmaktadır. Bu durumda bağımlı değişken olan ROA'nın korelasyon analizi sonuçlarını (**Bkz., Tablo 3**) destekler nitelikte olduğunu söylemek mümkündür.

Tablo 7. Çoklu Regresyon Analizi Sonuçları (ROE)

Değişken	Katsayı (x100)	t - Testi	p - Değeri	VIF
Sabit Katsayı	1,179	2,148	0,033*	
SY	-0,004	-20,415	0,000**	1,168
YK	-0,022	-0,767	0,444	1,622
YKB	-0,192	-0,536	0,593	1,371
DK	0,071	2,216	0,028*	1,042
KS	0,455	1,431	0,154	1,233
CD	0,079	0,708	0,479	1,026
FB	-0,166	-3,176	0,002**	1,150
KO	0,296	2,185	0,030*	1,119
R^2				0,67
Gözlem Sayısı				240

* $p < 0,05$; ** $p < 0,01$.

Tablo 7 finansal performans göstergelerinden olan ROE ile çalışmanın diğer değişkenleri arasındaki çoklu regresyon analizi sonuçlarını göstermektedir. Tablo 7'ye göre SY, DK, FB ve KO değişkenleri ROE'yi istatistiksel olarak anlamlı bir şekilde etkilemektedir (SY= -0,004: $p < 0,01$; DK= 0,071: $p < 0,05$; FB= -0,166: $p < 0,01$; KO= 0,296: $p < 0,05$). Fakat diğer değişkenlerin ROE üzerinde anlamlı bir etkisi olmadığı anlaşılmaktadır. Örneğin, 0,05 ve 0,01 anlamlılık düzeyleri dikkate alındığında, YK ($p = 0,44$), YKB ($p = 0,60$), KS ($p = 0,15$) ve CD ($p = 0,48$) değişkenlerinin anlamlılık değerlerinin yüksek olduğu görülmektedir. Bu durum söz konusu değişkenlerin istatistiksel olarak anlamlı olmadığı ve ROE üzerinde herhangi bir tahmin gücüne sahip olmadığını göstermektedir. Bu nedenle YK, YKB, KS ve CD'deki değişikliklerin, ROE ile ölçüldüğünde firmaların finansal performansı üzerinde herhangi bir anlamlı etki yaratmadığını söylemek mümkündür. Ancak SY ($p = 0,00$), DK ($p = 0,028$), FB ($p = 0,002$) ve KO ($p = 0,03$) değişkenlerinin anlamlılık değerlerinin düşük olduğu Tablo 7'de görülmektedir. Bu da bu değişkenlerin ROE üzerinde bir tahmin gücünün olduğu anlamına gelmektedir. Bu nedenle araştırma modellerinden biri olan Model 2 aşağıdaki gibi düzeltilebilir:



$$ROE = 1,179 - 0,004SY + 0,071DK - 0,166FB + 0,296KO + \epsilon_i$$

Modele 2 denklemine bakıldığında, DK'deki bir birimlik artış, ROE'de yaklaşık %7; KO'daki bir birimlik artış ise ROE'de ortalama %29 oranında bir artış sağlayacaktır. Ayrıca SY ve FB değişkenlerinde meydana gelecek değişiklikler, ROE'nin azalması yönünde bir etki sağlayacaktır. Bunlara ilaveten Tablo 7'ye bakıldığında, bağımsız ve kontrol değişkenlerinin, bağımlı değişken olan ROE'yi %67 gibi yüksek bir oranda açıklama gücüne sahip olduğu anlaşılmaktadır ($R^2 = 0,67$). Bu aynı zamanda, ROE'nin %33'ünün araştırma kapsamında yer almayan diğer değişkenler tarafından açıklandığı sonucunu ortaya koymaktadır. Ayrıca daha önce bahsettiğimiz gibi VIF değerinin 10'dan büyük olması durumunda çoklu doğrusal bağlantı sorununun var olduğu sonucu ortaya çıkmaktadır. Fakat Tablo 7'ye baktığımızda, model içerisinde yer alan tüm değişkenlerin VIF değerlerinin 10'nun altında olduğu görülmekte ve çoklu doğrusal bağlantı sorununun olmadığı anlaşılmaktadır. Bu durumda bağımlı değişken olan ROE'nin korelasyon analizi sonuçlarını (**Bkz., Tablo 4**) destekler nitelikte olduğunu söylemek mümkündür.

Tablo 8. Çoklu Regresyon Analizi Sonuçları (Tobin Q)

Değişken	Katsayı (x100)	t - Testi	p - Değeri	VIF
Sabit Katsayı	786,873	6,937	0,000**	
SY	0,014	0,304	0,762	1,168
YK	55,508	9,316	0,000**	1,622
YKB	385,430	5,190	0,000**	1,371
DK	0,800	0,120	0,905	1,042
KS	-67,796	-1,032	0,303	1,233
CD	21,490	0,927	0,355	1,026
FB	-150,115	-13,894	0,000**	1,150
KO	112,869	4,026	0,000**	1,119
R^2				0,59
Gözlem Sayısı				240

*p<0,05; **p<0,01.

Finansal performans göstergelerinden biri olan Tobin Q oranı ile çalışmanın diğer değişkenleri arasındaki çoklu regresyon analizi sonuçları Tablo 8'de yer almaktadır. Tablo 8'e göre kurumsal yönetim değişkenlerinden YK ile YKB ve kontrol değişkenlerinden FB ile KO, Tobin Q'yu istatistiksel olarak anlamlı bir şekilde etkilemektedir (YK= 55,508: p<0,01; YKB= 385,430: p<0,01; FB= -150,115: p<0,01; KO= 112,869: p<0,01). Fakat 0,05 ve 0,01 anlamlılık düzeyleri dikkate alındığında, SY (p=0,76), DK (p=0,90), KS (p=0,30), ve CD (p=0,35) değişkenlerinin anlamlılık düzeylerinin yüksek olduğunu ve söz konusu değişkenlerin Tobin Q oranı üzerinde anlamlı bir etki yaratmadığını söylemek mümkündür. Bu aynı zamanda, söz konusu değişkenlerin istatistiksel olarak anlamlı olmadığını ve Tobin Q üzerinde herhangi bir tahmin gücüne sahip olmadığını göstermektedir. Bu nedenle SY, DK, KS ve CD'deki değişikliklerin, Tobin Q ile ölçüldüğünde firmaların finansal performansı üzerinde herhangi bir anlamlı etki yaratmadığını söylemek mümkündür. Ancak YK (p=0,00), YKB (p=0,00), FB (p=0,00) ve KO (p=0,00) değişkenlerinin anlamlılık değerlerinin düşük olduğu Tablo 8'de görülmektedir. Bu da

bu değişkenlerin Tobin Q üzerinde bir tahmin gücünün olduğu anlamına gelmektedir. Bu nedenle araştırma modellerinden biri olan Model 3 aşağıdaki gibi düzeltilbilir:

$$\text{Tobin Q} = 786,873 + 55,508\text{YK} + 385,430\text{YKB} - 150,115\text{FB} + 112,869\text{KO} + \epsilon_i$$

Modele 3 denklemine bakıldığında, YK'deki bir birimlik artış ortalama %38, YKB'deki bir birimlik artış ortalama %5 ve KO'daki bir birimlik artış ise ortalama %11 oranında Tobin Q'da bir artış sağlayacaktır. Ayrıca FB'de meydana gelecek bir değişiklikte ise Tobin Q oranının yaklaşık %15 oranında azalması yönünde bir etki sağlayacaktır. Bunlara ilaveten Tablo 8'e bakıldığında, bağımsız ve kontrol değişkenlerinin, bağımlı değişken olan Tobin Q oranını %59 gibi yüksek bir oranda açıklama gücüne sahip olduğu anlaşılmaktadır ($R^2 = 0,59$). Ayrıca Tablo 8'e baktığımızda, model içerisinde yer alan tüm değişkenlerin VIF değerlerinin 10'nun altında olduğu görülmekte ve çoklu doğrusal bağlantı sorununun olmadığı anlaşılmaktadır. Bu durumda bağımlı değişken olan Tobin Q oranının korelasyon analizi sonuçlarını (Bkz., Tablo 5) destekler nitelikte olduğunu söylemek mümkündür.

Yapılan regresyon analizi sonuçlarına bakıldığında, sahiplik yapısı (SY), Model 2'de anlamlıyken; Model 1 ve Model 3'te anlamlı değildir. Bu durum, sahiplik yapısının, araştırma modelleri doğrultusunda firmaların finansal performansını etkilemediği anlamına gelmektedir. Bu sonuç, Omran vd.'nin (2008) ve Kyere ve Ausloos'un (2021) araştırma bulgularını doğrulamaktadır. Buradan hareketle, "sahiplik yapısının önemli bir payına sahip olan hissedarların bulunduğu şirketler üstün bir finansal performans gösterirler" şeklindeki ilk hipotez reddedilmiştir.

Yönetim kurulu büyüklüğü, Model 1 ve Model 2'deki finansal performans göstergeleri (ROA ve ROE) üzerinde anlamlı etki oluşturmazken; Model 3'teki finansal performans göstergesi olan Tobin Q ile anlamlı bir etki göstermektedir. Araştırma modelleri doğrultusunda bakıldığında, yönetim kurulu büyüklüğünün finansal performans üzerinde bir etkisinin olmadığı anlaşılmaktadır. Bu sonuç, Önder ve Kavak'ın (2019) ve Kılıç ve Ayrıçay'ın (2018) araştırma sonuçlarını desteklemektedir. Buradan hareketle, "büyük bir yönetim kurulu, küçük bir yönetim kuruluna göre daha iyi karar verdiği için dolaylı olarak şirketlerin finansal performansına olumlu yönde katkı sağlamaktadır" şeklindeki ikinci hipotez reddedilmiştir.

Tobin Q oranı üzerinde yönetim kurulu bağımsızlığı (YKB), anlamlı bir etki göstermektedir. Bu sonuç, Sağlam ve Karan'ın (2019) ile Önder ve Kavak'ın (2019), analiz sonuçlarını doğrulamaktadır. Fakat ROA ve ROE'ye baktığımızda bu oranın anlamlı bir etki göstermediği görülmektedir. Bu, Kafidipe ve diğerlerinin (2021) ve Kyere ve Ausloos'un (2021) yaptığı çalışmanın sonuçları ile desteklenmektedir. Bu durum, Tobin Q oranı temel alındığında üçüncü hipotez desteklenmektedir. Fakat ROA ve ROE değişkenleri açısından üçüncü hipotezin desteklenmediğini söylemek mümkündür.

Denetim komitesi (DK), ROE üzerinde pozitif bir katsayı ile istatistiksel olarak anlamlılık göstermektedir (Tablo 7). Buna göre, denetim komitesi toplantılarının sıklığı, ROE ile ölçüldüğünde finansal performansı olumlu bir şekilde etkilemektedir. Bu sonuç Hasan ve diğerlerinin (2019), araştırma bulguları ile uyumaktadır. Fakat DK, ROA ve Tobin Q açısından herhangi bir istatistiksel anlamlılık göstermemektedir. Bu da denetim komitesi toplantılarının sıklığının ROA ve Tobin Q ile ölçüldüğünde finansal performans üzerinde etki göstermediğini ortaya koymaktadır. Bu sonuç, Aanu



ve diğerlerinin (2014) ve Kyere ve Ausloos'un (2021) çalışma bulgularını doğrulamaktadır. Buradan hareketle, "sık ve düzenli bir şekilde denetim komitesi toplantıları yapan firmaların finansal performansları yüksektir" şeklindeki dördüncü hipotez reddedilmiştir.

Regresyon analizi sonuçlarından biri de kadın üye sayısı oranının, finansal performans üzerindeki etkisidir. Analiz sonuçlarına göre kadın üye sayısı oranının, üç modelde de (Model 1, Model 2 ve Model 3) finansal performans üzerinde bir etkiye sahip olmadığı anlaşılmaktadır. Bu sonuç, Ahmad ve diğerleri (2021) ile Sağlam ve Karan'ın (2019) çalışma sonuçlarını destekler niteliktedir. Buradan hareketle, "kadın üyelerin, yönetim kurullarında yeni fikir ve stratejilerin ortaya çıkmasını sağlayarak şirketlerin finansal performansını olumlu yönde etkilemektedir" şeklindeki beşinci hipotez reddedilmiştir.

CEO ikiliği (CD) açısından bakıldığında, sonuçlar ROA ile anlamlılık gösterirken, ROE ve Tobin Q oranı ile istatistiksel olarak herhangi bir anlamlılık göstermemektedir. Yönetim kurulu başkanı ile genel müdürün rollerinin ayrı olması durumunda, finansal performans ROA ile ölçüldüğünde pozitif ve anlamlı bir etki yaratmaktadır. Fakat finansal performans ROE ve Tobin Q ile ölçüldüğünde, CD ikiliğinin finansal performans üzerinde istatistiksel olarak herhangi anlamlılık değeri bulunmamaktadır. Bu aynı zamanda, Al-Matari ve diğerlerinin (2014), Arslan ve diğerlerinin (2014) ve Aanu ve diğerlerinin (2014) araştırma sonuçlarıyla bağlantılıdır. Buradan hareketle araştırmanın son hipotezi olan altıncı hipotez de reddedilmiştir.

Tartışma

Yapılan analizler neticesinde, elde edilen bulgular karışık sonuçlar doğurmaktadır. Araştırma modelleri doğrultusunda, Finansal performans göstergeleri üzerinde kurumsal yönetim mekanizmalarının bazıları istatistiksel olarak anlamlı bir etki gösterirken, bazıları ise anlamlı bir etki göstermemektedir. Ayrıca, ROA, ROE ve Tobin Q kullanılarak finansal performansın tahmin edilmesinde kurumsal yönetim mekanizmalarının bazıları pozitif, diğerlerinin ise negatif bir ilişki içinde olduğunu söylemek mümkündür.

Araştırma bulguları, sahiplik yapısının hem RAO ve hem de Tobin Q üzerinde önemsiz bir etkiye sahip olduğunu göstermektedir. Bu sonuç, Agrawal ve Knoeber'in (1996) araştırma bulgularını desteklemektedir. Bunun anlamı, firma içinde en büyük pay sahibinin finansal performans üzerinde olumlu bir etki yaratmadığını ifade etmektedir. Fakat ROE açısından bakıldığında, sahiplik yapısının, firmaların finansal performanslarını artırarak performansın olumlu bir yönde gelişmesine olanak sağladığını söylemek mümkündür.

Bu çalışmanın tartışma alanlarından birisi de yönetim kurulu büyüklüğünün finansal performans üzerindeki etkisidir. Analiz sonuçlarından, yönetim kurulu büyüklüğünün sadece Tobin Q oranı üzerinde bir etkiye sahip olduğu görülmektedir. Bu durumun aksine, RAO ve ROE üzerinde yönetim kurulu büyüklüğünün anlamlı bir etkiye sahip olmadığı görülmektedir. Bu sonuç, Kyere ve Ausloos'un (2021) yaptığı çalışma ile desteklenmektedir. Kyere ve Ausloos (2021) göre firmalar açısından büyük yönetim kurullarına sahip olmak, sürdürülebilir bir finansal performans kazanmak ve bunu sağlayacak

güçlü bir altyapıya sahip olmak için önemli bir mekanizmadır. Aynı zamanda, Williams vd., (2005) savunduğu gibi, finansal piyasaların izlenmesi ve firmanın daha iyi kaynaklara sahip olması için yönetim kurulu büyüklüğünün büyük bir öneme sahip olduğunu söylemek mümkündür (Kyere ve Ausloos, 2021:1882).

Donaldson (1990) ve Beasley (1996), firmaların yönetim kurullarında bağımsız üye sayısının fazla olmasının finansal performansa olumlu katkı sağladığını yaptıkları çalışmalarda ifade etmişlerdir. Örneğin, Donaldson (1990), firmalarda yüksek oranda bağımsız üye sayısının olmasının, firmaların mali raporlarının güvenilir ve şeffaf olmasında önemli bir katkı sağladığını ve bu durumun, yatırımcıların firmaya karşı olumlu bir görüşe sahip olmasına neden olduğunu ifade etmektedir. Çalışma sonucunda, Donaldson (1990) ve Beasley'de (1996) olduğu gibi, Tobin Q oranı üzerinde, yönetim kurulu bağımsız üye oranının pozitif ve istatistiksel olarak anlamlı bir etki gösterdiğini söyleyebiliriz. Fakat ROA ve ROE bağlamında aynı etkiden bahsetmek mümkün değildir.

Denetim komitesi toplantılarına ilişkin olarak, ROA, ROE ve Tobin's Q için farklı sonuçlar elde edilmiştir. ROE için, Hasan ve diğerlerinin (2019) denetim komitesi toplantılarının yüksek sıklıkta yapılmasının yüksek finansal performansı teşvik ettiği yönündeki görüşlerini destekleyen önemli sonuçlar elde edilmiştir. Ancak bu çalışmada, Tobin Q oranı ve ROA için denetim komitesi toplantılarının sayısının finansal performans açısından önemli olmadığını gösteren istatistiksel sonuçlar mevcuttur. Bu sonucun Weir ve diğerlerinin (2002) bulgularını desteklediğini söylemek mümkündür.

Son olarak regresyon analizi sonucunda R^2 göz önüne alındığında, kurumsal yönetim ve kontrol değişkenlerinin ROE ve Tobin Q'yu sırasıyla %67 ve %59 gibi yüksek oranda bir açıklama gücüne sahip olduğu anlaşılmaktadır. ROA açısından baktığımızda ise değişkenlerin sadece %27'si finansal performansı açıklamaktadır. Buradan hareketle, ROA, ROE ve Tobin Q oranını tam anlamıyla açıklamak için bazı değişkenlerin araştırma modellerine dâhil edilmesi gerektiği görülmektedir. Bu durum, finansal performans ve kurumsal yönetim değişkenleri ile ilgili olarak teorik eksikliğin olduğunu, bu eksikliklerin giderilmesi için daha fazla araştırmaya ihtiyaç duyulduğunu göstermektedir.

Sonuç ve Öneriler

Bu çalışma, iki kontrol değişkenini dikkate alarak altı kurumsal yönetim unsurlarının (sahiplik yapısı, yönetim kurulu büyüklüğü, yönetim kurulunun bağımsızlığı, denetim komitesi, kadın sayısı oranı ve CEO ikiliği) finansal performans göstergeleri (ROA, ROE ve Tobin Q) üzerindeki etkisini incelemiştir. Çalışma, 2020 yılında Borsa İstanbul BIST-XTUMY endeksinde işlem gören finansal olmayan 240 firmadan oluşan bir örnekleme kapsamaktadır. Kurumsal yönetime ilişkin iki teori vekâlet teorisi ve yönetim teorisi, teorik çerçeveyi oluşturmaktadır. Yapılan regresyon analizi sonuçları, önceki çalışmalara benzer şekilde karışık bulgular göstermektedir (Christensen vd, 2010; Rodriguez-Fernandez, 2016; Kyere & Ausloos, 2021).

Daha önce yapılan birçok çalışma, sahiplik yapısının finansal performansı etkilediğini ileri sürmektedir (Fama & Jensen, 1983; Bayrakdaroğlu, 2010; Kılıç & Ayrıçay, 2018). Ancak bu çalışmada yapılan



analizler sonucunda, sahiplik yapısının finansal performans üzerinde hiçbir etkisinin olmadığını ve bu durumun Agrawal ve Knoeber'in (1996) bulgularıyla tutarlı olduğunu söylemek mümkündür.

Yönetim kurulu büyüklüğü ve yönetim kurulu bağımsız üye sayısı oranı gibi kurumsal yönetim mekanizmalarının finansal performans göstergelerinden ROA ve ROE üzerinde herhangi bir etkiye sahip olmadığı yapılan analizler sonucunda anlaşılmıştır. Fakat bu değişkenlerin, Tobin Q oranı üzerinde yüksek bir tahmin gücüne sahip olduğunu söylemek mümkündür. Bu, Christensen ve diğerlerinin (2010) çalışma sonuçları ile uyumludur. Buradan hareketle, bağımsız yönetim kurulunun çoğunlukta olması, bir firmada kurumsal yönetim anlayışının tarafsız, şeffaf ve doğru bir şekilde uygulanmasının önemli etkenlerinden bir tanesidir. Bu aynı zamanda firmalarda birçok alanda maliyeti azaltarak finansal performansın artmasına olanak sağlamaktadır. Öte yandan, denetim komitesi toplantılarının sıklığı, finansal performans göstergesi ROE üzerinde zayıf bir etki gösterirken, ROA ve Tobin Q üzerinde hiçbir etki göstermemektedir. Bu sonuç, ROE için, Hasan ve diğerlerinin (2019) araştırma bulgularını desteklerken; RAO ve Tobin Q için, Weir ve diğerleri (2002) ile Kyere ve Ausloos'un (2021) çalışma bulgularını desteklemektedir.

Yapılan regresyon analizi sonuçları arasında yer alan bulgulardan biri de CEO ikiliği hakkındadır. Vekâlet teorisinin destekçilerine göre, CEO ve yönetim kurulu başkanın rolü ayrıldığında, firmaların finansal performansında olumlu bir etki görülmektedir (Aygün & İç, 2010: 194-195). Bunun aksine, yönetim teorisinin destekçileri, performansı artıran bir liderlik anlayışına yol açtığı için CEO ve yönetim kurulu başkanın rolünün birleştirilmesi gerektiğini savunmaktadırlar (Kyere & Ausloos, 2021: 1883). CEO ikiliğinin bu çalışmada hem ROE hem de Tobin Q üzerinde anlamlı etki göstermediği analiz sonuçlarından anlaşılmaktadır. Bu sonuç, daha önce bu değişkeni inceleyen önceki çalışmalarla (Ersoy vd., 2011; Kılıç & Ayrıçay, 2018) çelişmektedir. Ancak, CEO ikiliğinin bu çalışmada diğer bir finansal performans göstergesi olan ROA üzerinde pozitif ve anlamlı bir etkiye sahiptir. Bu sonuç, CEO ve yönetim kurulu başkanın görev ve sorumluluklarının ayrılması durumunda finansal performansa olumlu katkı sağlayacaktır. Bu durum vekâlet teorisini destekler niteliktedir. Ortaya çıkan bu sonuç, Syriopoulos ve Tsatsaronis'in (2012) çalışma sonucunu doğrulamaktadır.

Bu çalışma, önceki çalışmalar gibi, karışık ve kısmi sonuçlar sunmaktadır. Bu nedenle, kurumsal yönetim ve finansal performans arasındaki mevcut teorisinin bir kısmını güçlendirmiştir. Çalışma sonucundaki analizler doğrultusunda, Borsa İstanbul'daki firmaların doğru kurumsal yönetim mekanizmalarını benimseyerek uygulamaları halinde finansal piyasa performanslarını iyileştirebilecekleri sonucuna varılabilir. Ayrıca araştırma modelleri kapsamında, hangi kurumsal yönetim mekanizmalarının finansal performansı etkileyip etkilemediği tartışma bölümünde irdelenmiştir.

Bu çalışma, gelecekte kurumsal yönetim ve finansal performans konusunda çalışma yapacak araştırmacılara rehber bir kaynak olabilir. Araştırmacılar bu çalışmanın değişkenleri dışında, örneğin yönetim kurulu titizliği veya CEO görev süresi gibi diğer değişkenleri dikkate alarak bilime katkı sunacak yeni araştırmalara ön ayak olabilirler. Ayrıca araştırmacılar kurumsal yönetim değişkenlerini,

hissedar teorisi, liderlik döngüsü teorisi, miyop teori, meşruiyet teorisi, kaynak bağımlılığı teorisi gibi diğer teoriler kapsamında inceleyebilirler. Buna ek olarak, teknoloji, küresel finansal krizler, ekonomik koşullar gibi diğer faktörlerin finansal performans üzerinde bazı etkileri olabileceğinden bu faktörler de araştırma kapsamına alınabilir. Ayrıca, bu çalışma kapsamında yer alan veya araştırma dışındaki benzer değişkenler dönemsel olarak test edilebilir, farklı metotlar (Panel veri analizi, TOPSİS vb.) kullanılarak analiz edilebilir ve çıkan farklılıklar karşılaştırılabilir.

Yazar Katkı Oranları

Çalışmaya 1. Yazar %50, 2. Yazar %50 oranında katkı sağlamıştır.

Çıkar Çatışması Beyanı

“Kurumsal Yönetim ve Finansal Performans: Borsa İstanbul Üzerine Bir İnceleme” başlıklı makalemizin herhangi bir kurum, kuruluş, kişi ile mali çıkar çatışması yoktur. Yazarlar arasında da herhangi bir çıkar çatışması bulunmamaktadır.

Kaynakça

- Aggarwal, P. (2013). Impact of Corporate Governance on Corporate Financial Performance. *IOSR Journal of Business and Management*, 13(3), 1–5. <https://doi.org/10.9790/487x-1330105>
- Akın, A. (2004). Mülkiyet Sahipliğinden Kaynaklanan Yönetim Hakkının Devri Açısından Post-Modern Yönetimsel Kontrol Yaklaşımları ve Stratejileri. *Erciyes Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 22, 127–148. <https://doi.org/10.18070/euiibfd.89449>
- Al-Matari, E. M., Al-Swidi, A. K., & Fadzil, F. H. B. (2014). Audit committee characteristics and executive committee characteristics and firm performance in Oman: Empirical study. *Asian Social Science*, 10(12), 98–113. <https://doi.org/10.5539/ass.v10n12p98>
- Al-Najjar, B. (2017). Corporate governance and CEO pay: Evidence from UK Travel and Leisure listed firms. *Tourism Management*, 60, 9-14.
- Alp, A., & Kılıç, S. (2014). *Kurumsal Yönetim - Nasıl Yönetilmeli*. Doğan Kitap.
- Amba, S. M. (2014). Corporate governance and firms' financial performance. *Journal of Academic and Business Ethics*, 8(1), 1-11.
- Aminu, I. M., & Shariff, M. N. M. (2014). Strategic Orientation, Access to Finance, Business Environment and SMEs Performance in Nigeria: Data Screening and Preliminary Analysis. *European Journal of Business and Management*, 6(35), 124-131.
- Amin, Q., & Farquhar, S. (2021). The relationship between corporate governance and firm financial performance: An empirical investigation of an emerging market. *International Journal of Business Governance and Ethics*, 15(2), 215-232. <https://doi.org/10.1504/IJBGE.2021.113940>
- Anderson, R. C., Mansi, S. A., & Reeb, D. M. (2004). Board Characteristics, Accounting Report Integrity, and The Cost of Debt. *Journal of Accounting and Economics*, 37(3), 315–342. <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2004.01.004>



- Andriana, A., & Panggabean, R. R. (2017). The Effect of Good Corporate Governance and Environmental Performance on Financial Performance of the Proper Listed Company on Indonesia Stock Exchange. *Binus Business Review*, 8(1), 1-8. <https://doi.org/10.21512/bbr.v8i1.1757>
- Atılgan, Ö. (2017). Yönetim Kurulu Büyüklüğü, Bağımsız Üye Oranı ve Kadın Üye Oranı İle Finansal Performans İlişkisi. *Dokuz Eylül Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi*, 32(2), 315-354. <https://doi.org/10.24988/deuiibf.2017322654>
- Aygün, M., & İç, S. (2010). Genel Müdürün Aynı Zamanda Yönetim Kurulu Üyesi Olması Firma Performansını Etkiler mi? *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, 47, 192-201.
- Aytekin, M., & Sönmez, A. R. (2016). Kurumsal Yönetim Uygulamalarının İşletme Performansına Etkisi. *Journal of Turkish Social Sciences Research*, 1(2), 30-39.
- Bayrakdaroğlu, A. (2010). "Mülkiyet Yapısı ve Finansal Performans: İMKB Örneği." *Ekonomi Bilimleri Dergisi*, 2(2), 11-20.
- Beasley, M. S. (1996). An empirical analysis of the relation between the board of director composition and financial statement fraud. *Accounting review*, 71(4), 443-465.
- Bhagat, S., & Bolton, B. (2008). Corporate governance and firm performance. *Journal of Corporate Finance*, 14(3), 257-273. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2008.03.006>
- Cadbury Report. (1992). *Financial aspects of corporate governance*. <https://www.icaew.com/technical/corporate-governance/codes-and-reports/cadbury-report>
- Christensen, J., Kent, P., & Stewart, J. (2010). Corporate Governance and Company Performance in Australia. *Australian Accounting Review*, 20(4), 372-386. <https://doi.org/10.1111/j.1835-2561.2010.00108.x>
- Çokluk, Ö., Şekercioğlu, G., & Büyüköztürk, Ş. (2021). *Sosyal Bilimler İçin Çok Değişkenli İstatistik SPSS ve LISREL Uygulamaları* (6. Baskı). Pegem Akademi. <https://doi.org/10.14527/9786055885670>
- Davidson, R., Goodwin-Stewart, J., & Kent, P. (2005). Internal governance structures and earnings management. *Accounting and Finance*, 45(2), 241-267. <https://doi.org/10.1111/j.1467-629x.2004.00132.x>
- Doğan, M. (2018). Kurumsal Yönetimin Teorik Temelleri. *Uluslararası Yönetim Akademisi Dergisi*, 1(1), 84-96.
- Doğan, M., & Topal, Y. (2015). Karlılığı Belirleyen Finansal Faktörler: BIST'te İşlem Gören İmalat Sanayi Firmaları Üzerine Bir Araştırma. *Optimum Ekonomi ve Yönetim Bilimleri Dergisi*, 3(1), 53-64. <https://doi.org/10.17541/oeymbd.26157>
- Donaldson, L. (1990). The ethereal hand: Organizational economics and management theory. *Academy of management Review*, 15(3), 369-381. <https://doi.org/10.5465/amr.1990.4308806>

- Donaldson, L., & Davis, J. H. (1991). Stewardship Theory or Agency Theory: CEO Governance and Shareholder Returns. *Australian Journal of Management*, 16(1), 49–65. <https://doi.org/10.1177/031289629101600103>
- Düzer, M. (2020). Kurumsal yönetim derecelendirmesi: BİST kurumsal yönetim endeksi'nde bir inceleme. *Afyon Kocatepe Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 22(2), 149-168.
- Ehikioya, B. I. (2009). Corporate governance structure and firm performance in developing economies: Evidence from Nigeria. *Corporate Governance: The International Journal of Business in Society*, 9(3), 231-243. <https://doi.org/10.1108/14720700910964307>
- Ergin, H., Sevim, Ş., & Eliuz, A. (2008). Kurumsal Yönetimin Ögesi Olarak Denetim Komitesinin Etkinliği ve İMKB'ye Kayıtlı Şirketlerde Bir Araştırma. *Muhasebe ve Denetim Bakış*, 25, 1-22.
- Ersoy, E., Bayrakdaroğlu, A., & Şamiloğlu, F. (2011). Türkiye'de Kurumsal Yönetim ve Firma Performansı (Tobin-Q ve Anormal Getiri) Arasındaki İlişkinin Analizi. *Finans Politik & Ekonomik Yorumlar*, 48(554), 71-84.
- Fama, E. F., & Jensen, M. C. (1983). Agency Problems and Residual Claims. *The Journal of Law and Economics*, 26(2), 327-349. <https://doi.org/10.1086/467038>
- Fuzi, S. F. S., Halim, S. A. A., & Julizaerma, M. K. (2016). Board Independence and Firm Performance. *Procedia Economics and Finance*, 37, 460-465. [https://doi.org/10.1016/s2212-5671\(16\)30152-6](https://doi.org/10.1016/s2212-5671(16)30152-6)
- Gillan, S. L. (2006). Recent Developments in Corporate Governance: An Overview. In *Journal of Corporate Finance* (Vol. 12, Issue 3, pp. 381–402). <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2005.11.002>
- Gürbüz, S., & Şahin, F. (2018). *Sosyal Bilimlerde Araştırma Yöntemleri: Felsefe-Yöntem-Analiz* (5th ed.). Seçkin Yayıncılık.
- Hasan, M. T., Molla, M. S., & Khan, F. (2019). Effect of board and audit committee characteristics on profitability: Evidence from pharmaceutical and chemical industries in Bangladesh. *Finance & Economics Review*, 1(1), 64-76.
- Hayes, A. (2015). *Q ratio (Tobin's Q ratio)*. Investopedia.
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305-360. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(76\)90026-X](https://doi.org/10.1016/0304-405X(76)90026-X)
- Klapper, L. F., & Love, I. (2004). Corporate governance, investor protection, and performance in emerging markets. *Journal of corporate Finance*, 10(5), 703-728.
- Kılıç, M., & Ayrıçay, 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. <https://doi.org/10.32709/akusosbil.399362>



- Koçer, B. (2005). *İçsel bir yönetim mekanizması olarak yönetim kurulları: İMKB'de işlem gören şirketlerin yönetim kurulu yapısı ve işlevleri üzerine bir araştırma* (Yayın No. 158599) [Doktora tezi, İstanbul Üniversitesi. Ulusal Tez Merkezi.
- Kyere, M., & Ausloos, M. (2021). Corporate governance and firms financial performance in the United Kingdom. *International Journal of Finance and Economics*, 26(2), 1871–1885. <https://doi.org/10.1002/ijfe.1883>
- Omran, M. M., Bolbol, A., & Fatheldin, A. (2008). Corporate governance and firm performance in Arab equity markets: Does ownership concentration matter? *International Review of Law and Economics*, 28(1), 32-45. <https://doi.org/10.1016/j.irl.2007.12.001>
- Önder, Ş., & Kavak, N. N. (2019). Sigorta Şirketlerinde Kurumsal Yönetim Ve Finansal Performans Arasındaki İlişki. *Dumlupınar Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, 62, 170-183.
- Saygılı, E. E., & Acar, E. (2016). Finansal Performans ve Kurumsal Yönetim Derecelendirme Notları: Borsa İstanbul Kurumsal Yönetim Endeksi 2013-2014 Yılları Karşılaştırması. *Muhasebe Bilim Dünyası Dergisi*, 18(Özel Sayı-1), 625–671.
- Sağlam, M., & Karan, M. B. (2019). Küçük ve orta ölçekli şirketlerde finansal performans ve kurumsal yönetim ilişkisi: Borsa İstanbul gelişen şirketler piyasası üzerine bir uygulama. *İzmir İktisat Dergisi*, 34(4), 583-598. <https://doi.org/10.24988/ije.2019344845>
- Seçer, İ. (2015). *SPSS ve LISREL ile Pratik Veri Analizi: Analiz ve Raporlaştırma* (2nd ed.). Anı Yayıncılık.
- Syriopoulos, T., & Tsatsaronis, M. (2012). Corporate governance mechanisms and financial performance: CEO duality in shipping firms. *Eurasian Business Review*, 2(1), 1-30. <https://doi.org/10.14208/BF03353805>
- Tabachnick, B. G., & Fidell, L. S. (2015). *Çok Değişkenli İstatistiklerin Kullanımı* (M. Baloğlu (ed.); 6th ed.). Nobel Yayıncılık.
- Topal, M., Eydurhan, E., Yağanoğlu, A.M., Sönmez, A.Y., & Keskin, S. (2010). Çoklu doğrusal bağlantı durumunda ridge ve temel bileşenler regresyon analiz yöntemlerinin kullanımı. *Atatürk Üniversitesi Ziraat Fakültesi Dergisi*, 41(1), 53-57.
- Topaloğlu, E. E., & Nur, T. (2016). Nakit Dönüşüm Süresinin Finansal Performansa Etkisi: Kurumsal Yönetim Endeksinde Bir Uygulama. *Akademik Bakış Dergisi*, 53, 304–317.
- Tükenmez, N. M., Gençyürek, A. G., & Karakelleoğlu, M. İ. (2017). Kurumsal Yönetim Derecelendirme Notlarının Şirketlerin Finansal Performansı Üzerindeki Etkisi. *Ege Stratejik Araştırmalar Dergisi*, 8(1), 1-18.
- Tutkavul, K., & Karahan, F. (2021). Lojistik Regresyon Analizi ile İşletmelerde Finansal Başarısızlığın Tahmin Edilmesi: BIST Sınai Endeksi'nde Bir Uygulama. *Mali Çözüm*, 31(165), 45–60.

- Weir, C., Laing, D., & McKnight, P. J. (2002). Internal and external governance mechanisms: their impact on the performance of large UK public companies. *Journal of Business Finance & Accounting*, 29(5-6), 579-611. <https://doi.org/10.1111/1468-5957.00444>
- Williams, R. J., Fadil, P. A., & Armstrong, R. W. (2005). Top management team tenure and corporate illegal activity: The moderating influence of board size. *Journal of Managerial Issues*, 17(4), 479-493.
- Yıldırım, M., & Demireli, E. (2009). Kurumsal Yönetim, Mülkiyet ve Control Yapıları ve Şirketlerin Finansal Performanslarına Etkileri (İMKB İmalat Sanayi Örneği). *Finans Politik & Ekonomik Yorumlar*, 46(532), 81-96.
- Zahra, S. A., & Pearce, J. A. (1989). Boards of Directors and Corporate Financial Performance: A Review and Integrative Model. *Journal of Management*, 15(2), 291-334. <https://doi.org/10.1177/014920638901500208>

Extended Abstract

Introduction

In a simple definition, corporate governance refers to the extent to which companies are managed in an open and honest manner. According to Ehikioya (2009:232), corporate governance is the processes or structures necessary to protect the interests of firms' internal and external stakeholders. In 2002, the Cadbury Committee of the UK defined corporate governance as a system that ensures the guidance and control of companies. At the core of corporate governance is the idea of transparency, accountability and the idea of being able to fulfill the expectations of all stakeholders fairly. The main reason for the increase in studies on corporate governance in recent years is the tendency of firms towards non-ethical business practices. The scandals that occurred in the USA (Enron, Worldcom and Tyco) and Europe (Parmalat, Ahold and Adecco) in the 2000s led to the expansion of corporate governance and caused the concept of corporate governance to gain more importance in the eyes of society and business world. Following these and similar scandals, the public demand for corporate accountability mobilised policymakers, academics and public/private sector representatives. For example, the Sarbanes-Oxley Act of 2002 was enacted in the United States to ensure that boards of directors adhere to the best practices of corporate governance principles (Kyere and Ausloos, 2021:1872). However, the recent financial crisis in 2008 revitalised the debate on whether corporate governance practices affect the financial performance of firms.

Therefore, this study aims to investigate the effects of corporate governance practices on the financial performance of the firms in the Borsa Istanbul BIST-XTUMY index. When the literature is examined, many studies have been conducted to show the effect of corporate governance on financial performance. The results of these studies have led to mixed and non-consensus discussions. Therefore, this study aims to contribute to these debates by revealing the relationships and effects between corporate governance practices (ownership structure-OS, board size-BS, independence board-IB, audit committee-AC, ratio of female directors-FD and CEO duality-CD) and financial performance indicators (ROA, ROE and Tobin's Q). In addition to corporate governance and financial performance variables, firm size (FS) and leverage ratio (LG) are used as control variables in this study.

Methodology

In this study, the data of non-financial firms in the BIST-XTUMY index for 2020 are included in the scope of the evaluation. The sample size of this study consists of 240 firms in total. Data on firms' financial performance indicators and corporate governance variables are obtained from the Public Disclosure Platform (PDP) website. A multivariate regression analysis method was used to analyze the data. In this study, the "Enter" method was used since all variables were included in the model at the same time (Tutkavul & Karahan, 2021:51). Descriptive statistics and regression analysis of the data within the scope of the research were carried out through IBM-SPSS 26 package program. Three models have been developed below to examine the impact of corporate governance variables on financial performance indicators. These models are as follows;



Model 1:

$$ROA = \beta_0 + \beta_1OS + \beta_2BS + \beta_3IB + \beta_4AC + \beta_5FD + \beta_6CD + \beta_7FS + \beta_8LG + \epsilon_i$$

Model 2:

$$ROE = \beta_0 + \beta_1OS + \beta_2BS + \beta_3IB + \beta_4AC + \beta_5FD + \beta_6CD + \beta_7FS + \beta_8LG + \epsilon_i$$

Model 3:

$$\text{Tobin } Q = \beta_0 + \beta_1OS + \beta_2BS + \beta_3IB + \beta_4AC + \beta_5FD + \beta_6CD + \beta_7FS + \beta_8LG + \epsilon_i$$

Based on the results obtained from previous studies, the following hypotheses were developed within the scope of the research;

Hypothesis 1; Companies with shareholders holding a significant share of the ownership structure show superior financial performance (Ersoy et al., 2011; Bayrakdaroğlu, 2010).

Hypothesis 2; A large board of directors contributes positively to the financial performance of companies as it makes better decisions than a small board (Kyere and Ausloos, 2021; Anderson et al., 2004).

Hypothesis 3; The effective and efficient fulfillment of the tasks of independent members of the board of directors contributes positively to the financial performance of companies (Fuzi et al., 2016).

Hypothesis 4; Most of the companies with high financial performance are those that hold frequent and regular audit committee meetings (Christensen et al., 2010; Kyere and Ausloos, 2021).

Hypothesis 5; Female members positively affect the financial performance of companies by enabling the emergence of new ideas and strategies on boards of directors (Atılgan, 2017).

Hypothesis 6; The independence of the roles of the CEO and the chairman of the board of directors will eliminate representation costs in companies and as a result, will contribute positively to the financial performance of companies (Fama and Jensen, 1983; Ersoy et al., 2011).

Conclusion

The analyses revealed that ownership structure does not affect financial performance. In addition, the analyses revealed that the size of the board of directors and the ratio of the number of independent board members do not have any effect on ROA and ROE. However, it is possible to say that these variables have a high predictive power on Tobin's Q ratio. On the other hand, while the frequency of audit committee meetings has a weak effect on the financial performance indicator ROE, it does not affect ROA and Tobin's Q ratio. One of the findings of the regression analyses is CEO duality. It is understood from the results of the analyses that CEO duality has no significant effect on both ROE and Tobin's Q in this study. However, CEO duality is found to have a positive and significant effect on ROA, another financial performance indicator in this study. This result indicates that the separation of the tasks and responsibilities of the CEO and the board chairman will contribute positively to financial performance. This situation supports the agency theory.