

VEKÂLET TEORİSİ ÇERÇEVESİNDE YÖNETİM KURULU ÇEŞİTLENDİRMESİ VE FİNANSAL PERFORMANS İLİŞKİSİ: YATIRIM KURULUŞLARI ÖRNEĞİ

Prof. Dr. Fatma Zehra TAN¹
Kıvanç BAL²

ÖZET

İşletmeler için önemli bir kurumsal yönetim mekanizması olan yönetim kurulu, yöneticiler ve işletme sahipleri arasındaki çıkar çatışmalarını asgari düzeye indirgeyerek ve aktif bir denetim yapısı sunarak finansal performans üzerinde etkili olmaktadır. Bu çalışmada, Kamuyu Aydınlatma Platformu'nda (KAP) yatırım kuruluşları olarak listelenen işletmelerin, yönetim kurulu çeşitlendirilmesi ile finansal performansı arasındaki ilişkinin vekâlet teorisi çerçevesinde ölçülmesi amaçlanmaktadır. Analizlerde 102 yatırım kuruluşunun 2014-2019 dönemine ait yıllık veriler kullanılmıştır. Çalışmada yönetim kurulu çeşitlendirilmesi değişkenleri; yönetim kurulu büyüklüğü, CEO ikiliği, bağımsız üye sayısı, kadın üye sayısı ve yabancı üye sayısından oluşmaktadır. Finansal performans ölçütü olarak muhasebe temelli Aktif Karlılık Oranı (ROA) tercih edilmiştir. Çalışma sonucunda, yatırım kuruluşları için yönetim kurulu büyüklüğü, CEO ikiliği ve kadın üye sayısı ile finansal performans arasındaki ilişki istatistiksel olarak anlamsızdır. Bağımsız üye sayısı ve yabancı üye sayısı ile finansal performans arasında negatif ve anlamlı bir ilişki olduğu ortaya çıkmıştır.

Anahtar Kelimeler: Yönetim Kurulu Çeřitlendirilmesi, Finansal Performans, Vekâlet Teorisi, Yatırım Kuruluşları.

THE RELATIONSHIP OF BOARD DIVERSIFICATION AND FINANCIAL PERFORMANCE IN THE FRAMEWORK OF THE AGENCY THEORY: THE EXAMPLE OF INVESTMENT COMPANIES

ABSTRACT

As an important corporate governance mechanism for businesses, the board of directors has an impact on financial performance by minimizing conflicts of interest between managers and business owners and providing an active audit structure. In this study, it is aimed to measure the relationship between board diversification and financial performance of enterprises listed as investment institutions in the Public Disclosure Platform (PDP) within the framework of agency theory. Annual data of 102 investment institutions for the period 2014-2019 were used in the analyses. In the study, board diversification variables consist of board size, CEO duality, number of independent members, number of female members and number of foreign members. Accounting-based Return on Assets (ROA) was preferred as a measure of financial performance. As a result of the study, the relationship between the size of the board of directors, CEO duality and the number of female members and financial performance for investment firms is statistically insignificant. It has been revealed that there is a negative and significant relationship between the number of independent members and the number of foreign members and financial performance.

Keywords: Board Diversification, Financial Performance, Agency Theory, Investment Companies.

¹ Karabük Üniversitesi, İşletme Fakültesi, ORCID: 0000-0003-1554-6500, fatmazehra@karabuk.edu.tr

² Karabük Üniversitesi, Lisansüstü Eğitim Enstitüsü İşletme ABD Doktora Öğrencisi,
ORCID: 0000-0002-6724-7142, kivancbal@outlook.com

Araştırma Makalesi / Research Article – Geliř Tarihi / Received: 18/10/2020 – Kabul Tarihi / Accepted:
11/01/2021

GİRİŞ

Ekonomik birimlerin temel amacı karlılık düzeylerini yükselterek devamlılıklarını sağlamaktır. Günümüz ekonomi koşulları içerisinde işletmelerin finansal performanslarının yüksek olması, bahse konu amaç doğrultusunda önemli bir unsur olarak karşımıza çıkmaktadır. Başarılı bir kurumsal yönetim süreci, gelişmekte olan ülkelerde ekonomik sürdürülebilirliği sağlamakla beraber firma değerinin yükselmesinde büyük paya sahip olmaktadır.

Örgütlerin devamlılığını ve büyümesini sağlayan unsurları inceleyen iktisadi örgüt teorilerinin gelişimi ile ortaya çıkan vekâlet teorisi, özünde örgütün mülkiyetini elinde bulunduran sahiplik özellikleri ile örgüt yönetimini elinde bulunduran yöneticilik özelliklerini birbirinden ayırmaktadır. Örgüt sahiplerinin bazı işlemleri kendi adlarına gerçekleştirmek üzere başka kişilere kısmi olarak otorite devretmesi asil-vekil ilişkisi olarak adlandırılmaktadır. İşletmeler bu ilişki bağlamında birtakım işlem maliyetleri ve vekâlet sorunları ile karşı karşıya kalmaktadır (Keskin vd., 2016: 256). Yapılan çalışmalarda bu maliyetlerin azaltılmasına yönelik; örgüt sahiplerinin bilgilerini artırmak, etkin raporlama prosedürleri geliştirmek, yönetim kurulu denetiminden faydalanmak ve örgüt içerisinde hiyerarşik kademeleri artırmak gibi bir takım yöntemler önerilmiştir (Eisenhardt, 1989: 70). İşletmelerde oluşturulacak yönetim kurulu yapısının çeşitlendirilerek etkin bir hale dönüştürülmesi, işletmenin finansal performansı üzerinde önemli etkiler oluşturacaktır.

Yönetim kompozisyonu ve işletme değeri arasındaki ilişki son yıllarda giderek daha fazla ilgi görmeye başlamıştır. Vekâlet teorisi çerçevesinde, mülkiyet ve kontrol gücünün ayrılması göz önüne alındığında; başarılı bir örgüt yönetimi, vekâlet maliyetlerini azaltmanın bir yolu haline gelmektedir (Andres vd., 2005: 198). Yönetim kurulu kompozisyonunda; kuruldaki toplam üye sayısı, CEO ikiliği (genel müdür görevini yürütmekte olan kişilerin aynı zamanda yönetim kurulu üyesi olması), kurul içerisindeki bağımsız üye sayısı, yabancı üye sayısı ve kadın üye sayısı gibi faktörler işletmenin finansal performansı ile bir ilişki içerisinde. Vekâlet teorisi, işletme sahipleri kendi değerlerini maksimum noktaya çıkarma eğilimindeyken yöneticiler ile kendi aralarında ortaya çıkan çıkar çatışmasını mümkün olan en düşük seviyeye indirecek yönetim kurulu yapılarını öne sürmektedir. Bu bağlamda teorisyenler, yönetim kurulu büyüklüğünün yüksek olduğu ve bağımsız üyelerin çoğunluğu ile oluşturulan bir kurulun işletme üzerinde olumlu etkileri olacağını önermektedirler (Karoğlu, 2016: 66). Ayrıca vekâlet teorisi, CEO ikiliğinin finansal performans üzerinde negatif etkiler yaratacağını da belirtmektedir (Kılıç ve Ayriçay, 2018: 188). CEO ikiliği, çıkarların çatışması sebebi ile kurumsal yönetim uygulamalarının etkinliğini zayıflatmaktadır (Terzi vd., 2014: 196).

Bu çalışmanın amacı, Kamuyu Aydınlatma Platformu'nda (KAP) yatırım kuruluşları olarak sıralanan işletmeler üzerinde yönetim kurulu çeşitlendirmesi ile finansal performans arasındaki ilişkinin vekâlet teorisi çerçevesinde incelenmesidir.

1. KAVRAMSAL ÇERÇEVE

Yönetim kurulu çeşitlendirmesi ve işletme performansı arasındaki ilişkiyi inceleyen çalışmalar ele alındığında değerlendirilen kriterler bazında bir görüş ayrılığından söz etmek mümkündür.

İlk olarak bu çalışmanın değişkenlerinden birini oluşturan yönetim kurulu büyüklüğünün işletme performansına olan etkisi, Lipton ve Lorsch (1992) ve Jensen (1993) tarafından gerçekleştirilen çalışmalarda incelenmektedir. Araştırmacılar büyük yönetim kurullarının örgüt içi iletişimin, görev koordinasyonunun ve karar verme süreçlerinde etkinliğin zayıflamasına sebep olduğunu öne sürmektedirler.

Yönetim kurulu ve işletme performansı arasındaki ilişkiyi değerlendiren ve Yermack (1996) tarafından gerçekleştirilen bir diğer çalışmada; halka açık ABD menşeli büyük şirketler incelenmiş ve yönetim kurulu büyüklüğü ile performans arasında anlamlı ve negatif yönlü bir ilişki tespit edilmiştir. Yermack, gerçekleştirdiği ilişkilendirmenin dışbükey bir şekle sahip olduğunu belirtmekte ve performans düşüklüğünün en büyük kısmının, yönetim kurullarının küçükten orta boyuta doğru büyümekte olduğu zamanlarda meydana geldiğini gözlemlemektedir.

Eisenberg vd. (1998), örneklemini küçük ve orta ölçekli Fin menşeli firmaların oluşturduğu çalışmalarında yönetim kurulu büyüklüğü ve getiri oranları arasında negatif yönlü bir ilişki tespit etmişlerdir. Araştırmacılara göre küçük ve orta ölçekli firmalarda, büyük firmalara göre sahiplik ve kontrol ayrımı daha az olduğundan performans üzerindeki etki de eş yönlü olacaktır.

Andres vd. (2005), OECD ülkelerindeki firmaların yönetim kurullarını boyut, yapı, işleyiş ve etkinlik bazında incelemiştir. Çalışma sonuçları arasında ana ampirik bulgu olarak; yönetim kurulu boyutunun firma performansı üzerindeki olumsuz etkisi olduğuna dikkat çekilmiştir. Büyük yönetim kurulları içerisinde koordinasyon ve iletişim zayıflığının yanı sıra esneklik kaybı oluşması bu etkinin sebebi olarak gösterilmiştir.

Agoraki vd. (2010), 2002-2008 döneminde Avrupa'da faaliyet gösteren ticari bankalar üzerinde gerçekleştirmiş oldukları çalışmalarında, yönetim kurulu yapısı ve finansal performans arasındaki ilişkiyi incelemiştir. Çalışma sonucunda yönetim kurulu büyüklüğü ve verimlilik arasında negatif yönlü bir ilişki tespit etmişlerdir.

Heng vd. (2012), 2005-2008 döneminde Kuala Lumpur Menkul Kıymetler Borsası'nda listelenen Malezya menşeli şirketler üzerinde yönetim kurulu ve sermaye yapısı arasındaki ilişkiyi incelemiştir. Çalışma sonucunda, yönetim kurulu büyüklüğü ile sermaye yapısı arasında önemli bir olumsuz ilişki olduğunu tespit etmişlerdir.

Öte yandan literatürde yönetim kurulu büyüklüğü ve işletme performans göstergeleri arasında anlamlı ve pozitif yönlü ilişki bulunduğunu tespit eden çalışmalar da mevcuttur. Hillman ve Dalziel (2003), tarafından gerçekleştirilen çalışmada yönetim kurulunun işlevleri vekâlet teorisi ve kaynak bağımlılığı teorisi çerçevesinde irdelenmiş ve sonuçta yönetim kurulu büyüklüğünün işletme değeri üzerinde pozitif yönlü anlamlı bir ilişkisi olduğu tespit edilmiştir.

Choi vd. (2007), çalışmalarını Kore Menkul Kıymetler Borsası'nda listelenen şirketler üzerinde gerçekleştirmişlerdir. Araştırmacılar yönetim kurulu büyüklüğü ile işletme performansı arasında pozitif yönlü ilişki olduğu sonucuna varmışlardır. Yönetim kurulu büyüklüğü ile artacak olan örgütü izleme kapasitesinin performans açısından da olumlu sonuçlar doğuracağını belirtmişlerdir.

Saibaba ve Ansari (2012), Hindistan BSE 100 endeksinde listelenen şirketler üzerinde yönetim kurulu büyüklüğünün etkisini incelemişlerdir. İlgili çalışmada büyük yönetim kurullarının özellikle gelişmekte olan ekonomiler üzerinde çıkar çatışmalarını önleyebileceği yönünde pozitif yönlü bir ilişkiye sahip olduğu savunulmuştur.

Romano ve Guerrini (2014), araştırmalarını İtalya menşeli 72 su dağıtım işletmesi üzerinde yürütmüşlerdir. İşletme sahipliği ve yönetim kurulu büyüklüğünün performans üzerindeki etkisinin incelendiği çalışmada; yönetim kurulu büyüklüğü ve öz kaynak karlılığı arasındaki ilişkinin pozitif yönlü olduğu belirtilmiştir.

Gaur vd. (2015), çalışmalarında yönetim kurulu özellikleri ve işletme performansı arasındaki ilişkiyi incelemişlerdir. Yeni Zelanda Menkul Kıymetler Borsası'nda 2004-2007 dönemi içerisinde işlem gören işletmeler üzerinde gerçekleştirilen araştırmada; yönetim kurulu büyüklüğü ve performans arasında anlamlı ve pozitif bir ilişki bulunduğu sonucuna varılmıştır. Daha fazla sayıda profesyonel üyeye sahip yönetim kurulunun firma performansını artıracığı öngörülmüştür.

Kouaib vd. (2020), Tunus menşeli şirketler üzerinde gerçekleştirdikleri çalışmalarında, yönetim kurullarının ekonomik, sosyal ve çevresel faktörlere olan etkisini incelemişlerdir. Çalışma sonuçlarına göre; özellikle yönetim kurulu büyüklüğü, ekonomik performans göstergeleri üzerinde pozitif yönlü ve anlamlı bir ilişkiye sahiptir.

Literatürden görüldüğü üzere yönetim kurulu büyüklüğünün finansal performansa olan etkileri üzerinde herhangi bir görüş birliğine ulaşılamamaktadır. Ancak vekâlet teorisi uyarınca, yönetim kurulu büyüklüğünün işlem maliyetlerini azaltarak finansal performansı olumlu yönde etkileyeceği öngörülmektedir (Karoğlu, 2016: 68). Bunun yanında yöneticilerin, büyük yönetim kurullarının üzerinde hakimiyet kurması oldukça güç olmaktadır (Mak ve Roush, 2000: 149). Vekâlet teorisinden hareketle, üye sayısının fazla olduğu bir yönetim kurulunda yöneticilerin faaliyetleri izlenebilecek ve örgütlerin mülkiyetini elinde bulunduran işletme sahiplerinin bilgi düzeyi artırılabilir. Öte yandan büyük yönetim kurullarında farklı donanımlara sahip üyeler ile kurul çeşitlendirilerek daha başarılı bir yönetim sürecinin yaşanmasına katkı sağlanabilecektir. Bu teoriye dayanarak aşağıdaki hipotezi geliştirmek uygun olacaktır.

H₁: Yönetim Kurulu büyüklüğü ve işletmenin finansal performansı arasında pozitif ve anlamlı bir ilişki vardır.

Bu çalışmanın bir diğer değişkenini oluşturan CEO ikiliğini ele alan çalışmalar incelendiğinde yazında farklı görüşler olduğu görülmektedir. Elsayed (2007), çalışmasında Mısır Sermaye Piyasası'nda işlem gören şirketlerin 2000-2004 dönemindeki verilerinden yararlanmıştı. Çalışma sonucunda yönetim kurulunun, kurumsal performansı iyileştirme amacıyla CEO ikiliğini tercih etmesi gerekliliği üzerinde durulmuştur.

Uadiale (2010), Nijerya menşei işletmeler üzerinde gerçekleştirdiği çalışmasında, yönetim kurulu yapısal özelliklerinin öz sermaye getirisi (ROE) ve kullanılan sermaye getirisi (ROCE) üzerindeki performans etkilerini incelemiştir. En küçük kareler yöntemi ile gerçekleştirilen analiz sonucunda; yönetim kurulu büyüklüğü ve bağımsız üye sayısı ile performans ölçütleri arasında pozitif yönlü ilişki tespit edilmiştir.

CEO ikiliği incelendiğinde, ROE ile negatif bir ilişki söz konusu iken, ROCE ile güçlü ve pozitif yönlü bir ilişki tespit edilmiştir.

Yang ve Zhao (2014), 1989 Kanada-Birleşik Devletler Serbest Ticaret Anlaşması'nın etkilerini dikkate alarak CEO ikiliğine sahip şirketlerin finansal performanslarını incelemiştir. CEO ikiliğine sahip şirketlerin, diğer şirketleri %3-4 oranla geride bıraktıklarını ifade ettikleri çalışmalarında, CEO ikiliğinin bilgi maliyetlerinden tasarruf etme ve hızlı kararlar alma konusunda finansal performans için pozitif yönlü bir yönetim kurulu bileşeni olduğu sonucuna varmışlardır.

Diğer yandan literatürde CEO ikiliğinin negatif yönlü ilişkiler doğuracağını savunan çalışmalar da mevcuttur. Chen vd. (2008), çalışmalarında 1999-2003 dönemi Standart and Poor's endekslerinde yer alan işletmeler üzerinde CEO ikiliği ve işletme performansı arasındaki ilişkiyi incelemiştir. Araştırma sonucunda CEO ikiliği ve performans arasında anlamlı bir ilişki tespit edilememiştir. Bunun yanında, CEO ikiliğine sahip işletmelerin daha yüksek G-endeksi ve daha büyük yönetim kurulu boyutlarına sahip olduğu ve bu nedenle kurumsal yönetimlerinin zayıf ve verimsiz olduğu çalışma bulguları arasındadır.

Abidin vd. (2009), çalışmalarını Malezya'nın ana menkul kıymetler borsası olan Bursa Malaysia'da listelenen 75 işletme üzerinde gerçekleştirmişlerdir. Çalışmada yönetim kurulu kompozisyonu, büyüklüğü, mülkiyeti ve CEO ikiliği gibi yönetim kurulu özelliklerinin, şirketlerin performansı üzerindeki etkisi incelenmiştir. Araştırmacılar tarafından; yönetim kurulu kompozisyonu, mülkiyeti ve büyüklüğünün, şirketlerin toplam kaynak verimliliği üzerindeki etkisi pozitif yönlü ve anlamlı bulunurken CEO ikiliği ve verimlilik üzerinde bir ilişki kurulamamıştır.

Carty ve Weiss (2012), CEO ikiliğinin ABD'deki halka açık bankalardaki etkisini inceledikleri çalışmalarında, örgütsel performans ile CEO ikiliği arasında bir ilişki olmadığı sonucuna varmışlardır. Bunun nedeni olarak, CEO ikiliğinin varlığı durumunda yönetim kurulu içerisindeki olumsuz yönlerin görülememesi ve kurulların yeterli seviyede işlemleri izleme yeteneklerini kullanamaması olarak belirtilmiştir.

Duru vd. (2016), 1997-2011 dönemi ABD'li şirketler üzerinde işletme performansı ile yönetim kurulu liderlik yapısı arasındaki ilişkiyi incelemiştir. Çalışma, CEO ikiliğinin performans üzerinde istatistiksel olarak anlamlı ve olumsuz etkilere sahip olduğu sonucuna varmıştır. Araştırmacılar işletme dışından görevlendirilecek bir genel müdürün, işletmenin rekabet avantajını artıracak faaliyetler dâhil olmak üzere, işletmeye değerli kaynaklar sağlayacağını ve bunun da performans üzerinde olumlu bir etki ile sonuçlanacağını belirtmişlerdir.

CEO ikiliği durumunu vekâlet teorisi çatısı altında ele aldığımızda, teoriye göre ikilik durumunun olması halinde işletme performansı olumsuz bir şekilde etkilenecektir. CEO ikiliği durumunda kontrol ve gözetimin zor olması performansın yükselmesini engelleyecektir (Rechner ve Dalton, 1989: 142). Literatürde, CEO ikiliği ile örgüt içi hiyerarşinin azaldığını ve böylece karar verme sürecinin hızlı bir şekilde gerçekleştiğini savunan çalışmalar olmakla birlikte esasen yönetim kurulunun daha etkin işlemesi ve CEO'nun yönetim kurulu üzerindeki hakimiyetinin azaltılabilmesi için görevlerin ayrılması, kurumsal yönetim ve finansal performans açısından uygulanması gereken bir husustur. Literatürden ve vekâlet teorisi önermelerinden yola çıkarak aşağıdaki hipotezi geliştirmek mümkündür.

H₂: CEO ikiliği ve işletmenin finansal performansı arasında negatif ve anlamlı bir ilişki vardır.

Yönetim kurullarında yer alan bağımsız üye sayısının finansal performans üzerindeki etkisini inceleyen çalışmalar incelendiğinde, literatürde değişkenler arasındaki ilişki hakkında farklı yorumlar bulunmaktadır.

Fernandes (2008), Portuguese Stock Market endeksinde işlem gören firmalar üzerinde bağımsız yönetim kurulu üyelerinin rolünü incelemiştir. Çalışmada bağımsız yönetim kurulu üyelerini yönetim ve hissedar ilişkisi içinde ara bulucu olarak nitelendiren Fernandes, bağımsız yönetim kurulu üyesine sahip olan işletmelerin daha az vekâlet sorunu yaşadığını ve bu işletmelerde hissedar ve yönetici çıkarları arasında daha iyi bir uyumun gözlemlendiğini belirtmiştir.

Lefort ve Urzúa (2008), Şili örneği üzerinde gerçekleştirdikleri çalışmalarında, borsaya kayıtlı olmayan şirketlerin 2000-2003 dönemi arasındaki verilerini ele almışlardır. İlgili veriler üzerinde yönetim kurulu bağımsızlığı, sahiplik yapısı ve işletme performansı arasındaki ilişkiyi incelemiştir. Araştırmacılar, bağımsız üyelerin varlığının işletme değerini etkilediğini ancak sonuçların istatistiksel olarak önemsiz olduğunu belirtmişlerdir.

Rashid vd. (2010), tarafından gerçekleştirilen çalışmada; 2005-2009 dönemi arasında Dhaka Stock Exchange (DSE)'de listelenen ve finans dışı faaliyet gösteren 90 işletme üzerinde yönetim kurulu bağımsızlığının işletme performansına etkisi incelenmiştir. Doğrusal regresyon analizi ile gerçekleştirilen araştırma sonuçlarında, incelenen işletmelerin bağımsız yöneticiler tarafından temsil edilmesinin işletmelere ekonomik bir değer katmayacağı sonucuna varılmıştır.

Jermias ve Gani (2014), S&P 500 endeksinde işlem gören firmalar üzerinde, CEO ikiliği ve yönetim kurulu bağımsızlığının finansal performansa etkilerini incelemiştir. Bağımsız üyelerin yönetimin etkisinden bağımsız bir şekilde davranarak hissedarların çıkarlarını daha iyi bir şekilde korumak adına karar verebildiklerini belirtmişlerdir. Dolayısıyla, yönetim kurullarında bağımsız üyelerin varlığı, performansa pozitif yönlü bir etki sağlayacaktır.

Liu vd. (2015), Şangay ve Shenzhen Menkul Kıymet Borsaları'nda işlem gören Çin işletmeleri üzerinde gerçekleştirdikleri çalışmalarında; yönetim kurulu bağımsızlığı ve işletme performansı arasındaki ilişkiyi incelemişlerdir. İlgili değişkenler arasında pozitif yönlü bir ilişki olduğu sonucuna varan araştırmacılar, özellikle inceledikleri Çin firmalarında bağımsız yönetim kurulu üyelerinin yatırım verimliliğini artırma kabiliyetine katkıda bulunabileceğine dikkat çekmişlerdir.

Atılğan (2017), 2011-2016 dönemi BIST'de işlem gören 293 şirket ile gerçekleştirdiği çalışmada yönetim kurulu büyüklüğü, bağımsız üye ve kadın üye oranının finansal performans ile ilişkisini incelemiştir. Çalışma sonucunda; yönetim kurulu büyüklüğü ve finansal performans arasında anlamlı ve pozitif yönlü, bağımsız üye sayısı ile finansal performans arasında anlamlı ve negatif yönlü ve son olarak kadın üye sayısı ve finansal performans arasında anlamlı ve negatif yönlü ilişkiler olduğu tespit edilmiştir.

Vekâlet teorisi bakış açısına göre; bağımsız bir yönetim kurulunun, işletmenin kontrol ve denetimini hiçbir etkiye maruz kalmadan gerçekleştirebileceği öngörülerek örgütlerin performanslarını da artıracığı savunulmaktadır (Walsh ve Seward, 1990: 432). Yönetim kurulunda yer alan üyenin bağımsız olması, örgütle herhangi bir iş ilişkisinin ya da ekonomik ve psikolojik bir bağının olmaması anlamına gelmektedir. Böylece bağımsız üyeler örgüt dışından bir denetim unsuru olarak değerlendirilebilmekte ve örgüt yönetiminin faaliyetlerini tarafsızca izleyebilmektedir. Dolayısıyla bağımsız üyelerin varlığı örgütün işleyişi ve finansal performansı üzerinde olumlu bir etki yaratacaktır. Teori çerçevesinde ve yönetim kurulunun bağımsızlığı ile finansal performans arasındaki ilişkiyi inceleyen çalışmalar doğrultusunda aşağıdaki hipotezi kurgulamak mümkündür.

H₃: Yönetim kurulunda bulunan bağımsız üye sayısı ve işletmenin finansal performansı arasında pozitif ve anlamlı bir ilişki vardır.

Yönetim kurulu yapısı hakkında belirlenen bir diğer bağımsız değişken olan kadın üye sayısı ile ilgili literatür incelendiğinde, pozitif ve negatif yönlerde ilişkilerin tespit edildiği farklı görüşler bulunmaktadır. Sermaye Piyasası Kurulunun 30.12.2011 tarihinde yayımlanmış olduğu “Kurumsal Yönetim İlkelerinin Belirlenmesine ve Uygulanmasına İlişkin Tebliğ”de yer alan “Yönetim kurulunda en az bir kadın üye bulunur.” ifadesi uyarınca kadın üye sayısı, cinsiyet çeşitliliğinin performans üzerindeki etkisini incelemek üzere bağımsız değişken olarak analize dahil edilmiştir.

Adams ve Ferreira (2009), 1996-2003 dönemi S&P 500, S&P MidCaps ve S&P SmallCap'te listelenen firmalar üzerinde kadın yönetim kurulu üyelerinin etkinliğini incelemişlerdir. İlgili çalışmada cinsiyet çeşitliliğinin işletme performansı üzerinde olumsuz bir etkisi olduğu saptanmıştır. Çalışma bulgularına göre başarılı yönetim kuruluna sahip olan işletmelerin, cinsiyet çeşitliliğini uygulaması durumunda işletme değerinde azalma yaşayabileceği öne sürülmektedir.

Carter vd. (2010), S&P 500 endeksinde işlem gören ABD şirketleri üzerinde gerçekleştirilen çalışmada; yönetim kurullarındaki cinsiyet çeşitliliği ve etnik çeşitliliğin, işletmenin finansal performansı üzerindeki etkisi incelenmiştir. Tobin Q oranının performans ölçütü olarak kullanıldığı çalışmada kadın üye sayısı ve etnik çeşitlilik ile finansal performans arasında anlamlı bir ilişki kurulamamıştır.

Kılıç ve Kuzey (2016), çalışmalarını 2008-2012 dönemi BIST’de işlem gören 149 finans dışı işletme üzerinde gerçekleştirmiştir. Yönetim kurulundaki cinsiyet çeşitliliğinin işletme performansına olan etkisinin incelendiği çalışmada, Türk şirketlerinin yönetim kurullarında halen erkek egemenliğinin sürdüğüne değinilmiş ve cinsiyet çeşitliliği ile finansal performans göstergeleri arasında önemli ve pozitif yönde bir etkinin olduğu sonucuna varılmıştır.

Brahma vd. (2020), tarafından gerçekleştirilen çalışmada; Londra Borsası FTSE 100 endeksinde işlem gören işletmeler üzerinde cinsiyet çeşitliliği ve finansal performans arasındaki ilişki incelenmiştir. Çalışma sonucunda cinsiyet çeşitliliği ve işletme performansı arasında pozitif ve anlamlı ilişkilere ulaşılmıştır. Bununla birlikte, yönetim kurullarında üç veya daha fazla kadın üyenin olması durumunda sonuçların daha önemli hale geleceği ve kesinlik kazanacağı belirtilmiştir.

İncelenen literatür doğrultusunda, yönetim kurullarında cinsiyet çeşitliliğinin farklı bakış açıları ve yeni stratejiler ortaya koyabileceği görülmektedir. Ayrıca kurumsal yönetim ilkeleri uyarınca yönetim kurulunda kadın üye bulundurulması, tavsiye niteliğinde bir ilke olarak belirtilmiştir. Yönetim kurulu kadın üye sayısı değişkeni ile ilgili aşağıdaki gibi bir hipotez geliştirmek mümkündür.

H4: Yönetim kurulunda bulunan kadın üye sayısı ve işletmenin finansal performansı arasında pozitif ve anlamlı bir ilişki vardır.

Literatürde; yönetim kurullarında yabancı üye bulunmasının, finansal performansa olan etkisini inceleyen birçok çalışma bulunmaktadır.

Oxelheim ve Randøy (2003), çalışmalarında Norveç ve İsveç’te yer alan finans, bankacılık ve sigortacılık dışındaki sektörlerde faaliyetini sürdüren işletmeler üzerinde yabancı yönetim kurulu üyeliğinin firma değeri üzerindeki etkisini incelemişlerdir. Çalışmada; örgüt sahiplerinin yabancı yönetim kurulu üyeleri aracılığıyla yönetim kurullarını etkin bir şekilde izleyebilme imkânı sağladığı belirtilerek pozitif yönlü bir ilişki kurulmuştur.

Mi Choi vd. (2012), çalışmalarında Kore Borsası KOSPI 200 endeksinde işlem gören işletmeler üzerinde, yabancı yönetim kurulu üyelerinin işletme değeri üzerindeki etkisini incelemişlerdir. Araştırma sonuçları yabancı yönetim kurulu üyeliğinin firma değeri üzerinde olumlu etkiler oluşturduğunu göstermektedir.

Doğan ve Topal (2016), çalışmalarında 2002-2012 dönemi BIST’de işlem gören işletmeler üzerinde yönetim kurulu yabancı üye sayısının ve yabancı sahipliğin performans üzerindeki etkisini incelemişlerdir. Araştırma sonucunda, yabancı üye sayısının ve yabancı sahiplik seviyesinin artması ile işletme performansı arasında pozitif bir ilişki olduğu belirtilmiştir. Araştırma sonuçları kaynak bağımlılığı ve vekâlet teorisi ile desteklenmiştir.

Yağlı (2019), gerçekleştirdiği çalışmada; 2009-2016 dönemi Türk bankacılık sektörü üzerinde yönetim kurulu çeşitliliği ile finansal performans arasındaki ilişkiyi incelemiştir. Yönetim kurulu büyüklüğü, kadın üye sayısı, bağımsız üye sayısı, yabancı üye sayısı, eğitim dereceleri gibi faktörlerin finansal performans göstergelerine olan etkisinin incelendiği çalışmada; yönetim kurulu yabancı üye sayısı ile finansal performans arasında negatif yönlü bir ilişki tespit edilmiştir. Sonuçların kaynak bağımlılığı ve vekâlet teorileri ile çeliştiği belirtilmiştir.

Vekâlet teorisi bağlamında, pay sahiplerinin yönetim kurulu faaliyetlerini izleme rolünü etkin şekilde sağlayabilmesinin bir yolu; sahiplik yapısının ve yönetim kurulunun çeşitlendirmesi ile olanaklıdır (Gaur vd., 2015: 926-927). Bahse konu denetim ve izleme fonksiyonu, işletme performansı üzerinde de olumlu etkiler doğuracaktır. Vekâlet teorisi ve literatür kapsamında yönetim kurullarında bulunan yabancı üye sayısı ile ilgili aşağıdaki gibi bir hipotez geliştirmek mümkündür.

H₅: Yönetim kurulunda bulunan yabancı üye sayısı ve işletmenin finansal performansı arasında pozitif ve anlamlı bir ilişki vardır.

2. VERİ SETİ VE ARAŞTIRMA MODELİ

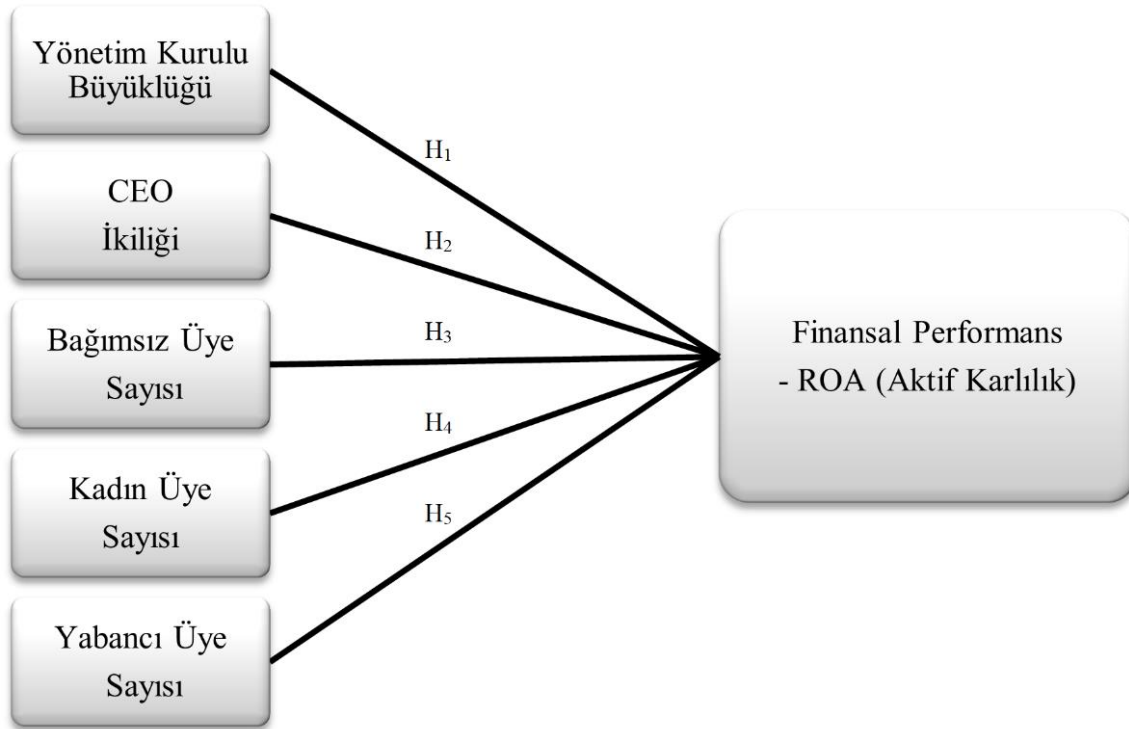
Çalışma evrenini, KAP yatırım şirketleri arasında listelenen 116 yatırım kuruluşu oluşturmaktadır. Analiz dönemi olarak 2014-2019 dönemi seçilmiştir. Veri elde etme aşamasında söz konusu kuruluşların tamamına analizin uygulanması hedeflenmiştir. Ancak işletmeler arasında belirlenen dönem içerisinde faaliyete başlayan ve aynı dönem içerisinde faaliyeti durdurulan kuruluşlar olması sebebiyle verilerine ulaşılabilen 102 yatırım kuruluşu analize dahil edilmiştir. Yönetim yapılarına ait bilgiler ve ilgili finansal durum verileri işletmelerin kendi web adreslerinde ve www.kap.org.tr adresinde yayımlanan yıllık faaliyet raporları ve finansal raporlardan elde edilmiştir.

Analizde kullanılan bağımsız değişkenler; yönetim kurulu büyüklüğü, CEO ikiliği, bağımsız üye sayısı, kadın üye sayısı ve yabancı üye sayısından oluşmaktadır. Bağımlı değişken olarak muhasebe temelli performans ölçütü olan Aktif Karlılık Oranı (ROA) kullanılmıştır. Analizde kullanılan değişkenler ve açıklamaları Tablo 1'de gösterilmiştir.

Tablo 1: Değişkenler ve Açıklamalar

Kod	Değişkenler	Açıklama
<i>Bağımlı Değişken</i>		
ROA	Aktif Karlılık	Net Kar/Toplam Aktif
<i>Bağımsız Değişkenler</i>		
YKB	Yönetim Kurulu Büyüklüğü	Yönetim kurulunda bulunan toplam üye sayısı
IKI	CEO İkiliği	Genel müdür görevini yürütmekte olan kişilerin aynı zamanda yönetim kurulu üyesi olduğu durumda 1, kurul dışında CEO görevlendirildiğinde 0 olarak ifade edilmiştir.
BAG	Bağımsız Üye	Yönetim kurulunda bulunan bağımsız üye sayısı
KAD	Kadın Üye	Yönetim kurulunda bulunan kadın üye sayısı
YAB	Yabancı Üye	Yönetim kurulunda bulunan yabancı üye sayısı

Geliştirilen hipotezler ve belirlenen değişkenler doğrultusunda oluşturulan araştırma modeli Şekil 1’de gösterildiği gibidir.

Şekil 1: Araştırma Modeli

3. VERİLERİN ANALİZİ VE BULGULAR

Çalışmada kullanılan değişkenlerin tanımlayıcı istatistikleri Tablo 2’de gösterilmiştir.

Tablo 2: Tanımlayıcı İstatistikler

Değişkenler	Ortalama	Standart Sapma	Minimum	Maksimum	Gözlem Sayısı
ROA	3.36	9.07	-106.52	65.12	612
YKB	6.50	2.81	1.00	14.00	
IKI	0.85	0.35	0.00	1.00	
BAG	0.38	0.95	0.00	5.00	
KAD	0.92	0.94	0.00	4.00	
YAB	1.51	2.33	0.00	10.00	

İstatistikler incelendiğinde, yatırım kuruluşları başlığında listelenen işletmelerin en az tek üye ve en çok on dört üyeden oluşan yönetim kurullarının var olduğu görülmektedir. Yönetim kurullarının ortalama büyüklüğü 6.50 (± 2.81) kişi olarak tespit edilmiştir. Yönetim kurullarındaki bağımsız üye ortalaması oldukça düşüktür. Ortalamanın 0.38 (± 0.95) olduğu görülmektedir. Kadın üye sayısı en fazla dört olmakla beraber ortalama değeri 0.92 (± 0.94)’dir. Kurullarda yer alan yabancı üye sayısı en fazla 10 kişidir. Yabancı üye sayısının standart sapma değeri diğer bağımsız değişkenlere göre nispeten daha yüksektir (± 2.33).

Analiz değişkenleri arasındaki korelasyon matrisi Tablo 3’te verilmiştir.

Tablo 3: Pearson Korelasyon Matrisi

Değişkenler	ROA	YKB	IKI	BAG	KAD	YAB
ROA	1.00					
YKB	-0.03	1.00				
IKI	-0.06	0.23*	1.00			
BAG	-0.09**	0.38*	0.06	1.00		
KAD	0.06	0.19*	0.06	0.02	1.00	
YAB	-0.11*	0.58*	0.19*	0.27*	-0.02	1.00

*P<0.01, **P<0.05

Tablo 3’te yer alan korelasyon katsayıları göz önüne alındığında; analizin bağımlı değişkeni olan ROA değişkeni ile bağımsız üye sayısı ($r=-0.09$; $P<0.05$) ve yabancı üye sayısı ($r=-0.11$; $P<0.01$) arasında negatif yönlü anlamlı ilişki olduğu tespit edilmiştir. Bağımsız değişkenler arasındaki ilişki genel çerçevede incelendiğinde değişkenler arasında çoklu bağlantı sorununa sebep olabilecek bir değer olmadığı görülmektedir. Değişkenler arasındaki ilişki katsayılarınının 0.90 üzerinde olması halinde çoklu bağlantı sorununun varlığından söz edilebilmektedir (Albayrak, 2005).

Gerçekleştirilen araştırma modelinin testi için ilgili değişkenler üzerinde çoklu doğrusal regresyon analizi uygulanmıştır. Çoklu doğrusal regresyon analizinde, finansal performans ölçütü olan ROA bağımlı değişken olarak dikkate alınırken, yönetim kurulu büyüklüğü, CEO ikiliği, bağımsız üye sayısı, kadın üye sayısı ve yabancı üye sayısı bağımsız değişken olarak kullanılmıştır.

Regresyon analizi sonuçları Tablo 4’te gösterilmiştir.

Tablo 4: Çoklu Doğrusal Regresyon Analizi Sonuçları

ROA (Bağımlı Değişken)	Coeff.	Std. Error	t-statistic	Prob.
YKB	0.24	0.17	1.39	0.16
IKI	-1.34	1.06	-1.27	0.21
BAG	-0.85	0.42	-2.05	0.04
KAD	0.50	0.40	1.25	0.21
YAB	-0.45	0.20	-2.31	0.02
C	3.48	1.22	2.84	0.00
<i>F Değeri</i>	3.11	<i>F Değeri için P=0.0088</i>		
<i>R² Değeri</i>	0.03			
<i>Gözlem Sayısı</i>	612			

Tablo 4’te gösterilen regresyon sonuçlarına göre modelin anlam bütünlüğünü incelemek üzere F değeri göz önüne alındığında, ilgili değer anlam bütünlüğünü sağladığı görülmektedir (F=3.11; P<0.01). Regresyon analizinde açıklayıcılık gücünü gösteren R-squared (R²) değeri 0.03 olarak tespit edilmiştir. Bu istatistik, analizin evrenini oluşturan yatırım kuruluşlarının finansal performansındaki değişimin yaklaşık %3’ünün ele alınan yönetim kurulu değişkenleri ile açıklanabileceğini göstermektedir.

Bağımsız değişkenlerin, bağımlı değişken üzerindeki etkisini gösteren katsayılar incelendiğinde bağımsız üye sayısı ile finansal performans arasında (Coeff. =-0.85; P<0.05) ve yabancı üye sayısı ile finansal performans arasında (Coeff.=-0.45; P<0.05) negatif yönlü anlamlı bir ilişkinin olduğu görülmektedir.

Tablo 5: Hipotez Tez Sonuçları Özeti

H	Hipotez	Coefficient	Std. Error	t-statistic	Hipotez Testi Sonucu
H ₁	Yönetim kurulu büyüklüğü ve işletmenin finansal performansı arasında pozitif ve anlamlı bir ilişki vardır.	0.24	0.17	1.39	RED
H ₂	CEO ikiliği ve işletmenin finansal performansı arasında negatif ve anlamlı bir ilişki vardır.	-1.34	1.06	-1.27	RED
H ₃	Yönetim kurulunda bulunan bağımsız üye sayısı ve işletmenin finansal performansı arasında pozitif ve anlamlı bir ilişki vardır.	-0.85*	0.42	-2.05	RED
H ₄	Yönetim kurulunda bulunan kadın üye sayısı ve işletmenin finansal performansı arasında pozitif ve anlamlı bir ilişki vardır.	0.50	0.40	1.25	RED
H ₅	Yönetim kurulunda bulunan yabancı üye sayısı ve işletmenin finansal performansı arasında pozitif ve anlamlı bir ilişki vardır.	-0.45*	0.20	-2.31	RED

* P<0.05; N=612

SONUÇ

Yönetim kurulu, yöneticiler ve işletme sahipleri arasındaki menfaat çatışmalarını asgari düzeye indirmek ve aktif bir denetim yapısı oluşturmak adına önemli bir kurumsal yönetim mekanizmasıdır. Kurumsal yönetim mekanizmalarının işletmelerde etkin bir şekilde uygulanması, işlem maliyetlerinin azalması, denetim kalitesinin artması ve düşük maliyetli çeşitli finansman imkânlarının ortaya çıkmasını sağlamaktadır.

Buna bağlı olarak yönetim kurulunun fonksiyonlarını doğrudan etkileyen yönetim kurulu çeşitlendirmesi, işletmelerin finansal performansları üzerinde de etkili olabilmektedir.

Bu çalışmanın amacı, yönetim kurulu çeşitlendirmesi ile finansal performans arasındaki ilişkinin incelenmesi olup, bu bağlamda Kamuyu Aydınlatma Platformu'nda (KAP) yatırım kuruluşları olarak listelenen işletmeler üzerinde 2014-2019 verileri esas alınarak bir araştırma yapılmıştır. Çalışmada; yönetim kurulu büyüklüğü (YKB), CEO ikiliği (IKI), bağımsız üye sayısı (BAG), kadın üye sayısı (KAD) ve yabancı üye sayısı (YAB) bağımsız değişkenleri oluştururken, bağımlı değişken olarak muhasebe temelli performans ölçütü olan Aktif Karlılık Oranı (ROA) kullanılmıştır.

Gerçekleştirilen regresyon analizi sonuçlarına göre; yönetim kurulu büyüklüğü, CEO ikiliği ve kadın üye sayısının finansal performans üzerindeki etkisi istatistiki olarak anlamsızdır. Yönetim kurulunda yer alan bağımsız üye sayısı ve yabancı üye sayısının, işletmelerin finansal performansını negatif yönde ve anlamlı olarak etkilediği belirlenmiştir. Elde edilen bulgular, test edilen tüm hipotezlerin kabul edilmediği anlamına gelmektedir.

Öncelikle vekâlet teorisi uyarınca yönetim kurulu büyüklüğü ele alındığında; örgütte çok sayıda yönetim kurulu üyesinin bulunması, üst yönetimin faaliyetlerini incelemek için etkili bir yöntem olarak görülmektedir. Bunun yanında büyük yönetim kurulları, işlem maliyetlerini azaltarak finansal performansa olumlu etki sağlayabilmektedir. Çalışma sonucunda yönetim kurulu büyüklüğünün finansal performans üzerindeki etkisi istatistiki olarak anlamsızdır. Literatürün öncül araştırmacılarından Jensen (1993: 865), yönetim kurullarının yedi ya da sekiz kişiden fazla olmasının örgüt performansına pozitif yönlü etki yaratacağını belirtmiştir. Çalışmanın evrenini oluşturan yatırım kuruluşlarında yönetim kurulu büyüklüğünün ortalama altı kişiden oluştuğu görülmektedir.

CEO ikiliği üzerinde yazında farklı görüşler olmakla beraber vekâlet teorisine göre; CEO ikiliğinin varlığı yönetim kurulunun üst yönetim üzerindeki izleme ve denetim etkisini azaltmakta ve örgüt yönetimini başarısızlığa sürüklemektedir. Bu nedenle CEO ve yönetim kurulu görevleri birbirinden ayrılmalıdır. Çalışmada incelenen işletmelerin %88'inde CEO ikiliği uygulaması bulunmaktadır. Ancak çalışma sonuçlarında, CEO ikiliğinin finansal performans üzerindeki etkisi incelendiğinde aralarında anlamlı bir ilişki bulunamamıştır. Çalışmanın bu sonucu, Chen ve diğerlerinin 2008'de S&P Endekslerinde yer alan işletmeler için yaptığı çalışma ile, Abidin ve diğerlerinin 2009'da Bursa Malaysia'da listelenen işletmeler için yaptığı çalışma ile ve Carty ve Weiss'in 2012'de ABD menşeli bankalar üzerinde yaptığı çalışmanın sonuçları ile benzerlik göstermektedir.

Yönetim kurulu içerisinde yer alan bağımsız üye sayısının finansal performans üzerindeki etkisi incelendiğinde, bağımsız üye sayısı arttıkça finansal performansın azalış gösterdiği tespit edilmiştir. Çalışmanın bu sonucu, bağımsız üyelerin örgütlerdeki kontrol ve denetimi artırarak finansal performans üzerinde olumlu sonuçlar oluşturacağını öneren vekâlet teorisi ile örtüşmemekle birlikte; Rashid ve diğerlerinin 2010'da Dhaka Stock Exchange'de (DSE) listelenen işletmeler üzerinde yaptığı çalışma ve Atılğan'ın 2017'de, BIST'de işlem gören 293 şirket ile gerçekleştirdiği çalışmanın sonuçları ile benzerlik göstermektedir.

Çalışmanın bir diğer sonucunda, yönetim kurulunda bulunan kadın üye sayısı ile işletmenin finansal performansı arasında anlamlı bir ilişki bulunamamıştır. İncelenen yatırım kuruluşlarında ortalama kadın üye sayısı 0,92 olarak tespit edilmiştir. Araştırmada yer alan 102 işletmenin 60'ında kadın üye bulunması, bu sektörde istenilen seviyede kadın üyenin bulunmadığının bir diğer göstergesidir. Türkiye'de yönetim kurullarında yer alan kadın üye sayısı her yıl yükselmekte olsa bile halen erkek üyelerin egemenliği devam etmektedir. Çalışmanın bu sonucu, Carter ve diğerlerinin 2010'da S&P 500 endeksinde listelenen işletmeler üzerinde yaptığı çalışma ile benzerlik göstermektedir.

Vekâlet teorisine göre, yönetim kurulunda yer alan yabancı üyeler diğer üyelere göre daha bağımsız bir izleme olanağı sağlamaktadır. Böylece yabancı yönetim kurulu üyelerinin varlığı, örgütte daha etkin bir denetim yapısı oluşturmaktadır. Çalışma sonucunda, yabancı üye sayısı ile işletme performansı arasında negatif yönde ve anlamlı bir ilişki bulunmuştur. Bu sonuç vekâlet teorisi ile örtüşmemekle birlikte, Yağlı'nın 2019'da Türk bankacılık sektörü üzerinde gerçekleştirdiği çalışması ile benzerlik göstermektedir.

Bu çalışmanın, spesifik olarak yatırım kuruluşları üzerinde gerçekleştirilmesi ve güncel verileri kullanması açısından Türkiye’de kurumsal yönetim literatürüne katkı sağlayacağı düşünülmektedir. Gelecekte yapılacak çalışmalarda, farklı sektörler üzerinde araştırmalar gerçekleştirilebileceği gibi kullanılan değişkenlere ek olarak; işletmelerin faaliyet yaşı, yöneticilerin eğitim seviyeleri ve mesleki tecrübeleri gibi değişkenler dikkate alınabilir. Bunun yanında finansal performans ölçütü olarak Tobin Q oranı ve Özkaynak Karlılık Oranı (ROE) gibi farklı bağımlı değişkenler kullanılarak yönetim kurulu çeşitlendirmesi ile finansal performans arasındaki ilişki incelenebilir.

KAYNAKÇA

- ABİDİN, Z. Z., KAMAL, N. M. ve JUASOFF, K. (2009). Board Structure and Corporate Performance in Malaysia. *International Journal of Economics and Finance*, 1 (1), 151-164.
- ADAMS, R. B. ve FERREIRA, D. (2009). Women in The Boardroom and Their Impact on Governance and Performance. *Journal of Financial Economics*, 94 (2), 291-309.
- AGORAKI, M. E. K., DELIS, M. D. ve STAIKOURAS, P. K. (2010). The Effect of Board Size and Composition on Bank Efficiency. *Int. J. Banking, Accounting and Finance*, 2 (4), 357-386.
- ALBAYRAK, A. S. (2005). Çoklu Doğrusal Bağlantı Halinde En Küçük Kareler Tekniğinin Alternatifi Yanlı Tahmin Teknikleri ve Bir Uygulama. *Zonguldak Karaelmas Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, 1 (1), 105-126.
- ANDRES de P., AZOFRA, V. ve LOPEZ, F. (2005). Corporate Boards in OECD Countries: Size, Composition, Functioning and Effectiveness. *Corporate Governance An International Review*, 13 (2), 197-210.
- ATILGAN, Ö. (2017). Yönetim Kurulu Büyüklüğü, Bağımsız Üye Oranı ve Kadın Üye Oranı ile Finansal Performans İlişkisi. *Dokuz Eylül Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 32 (2), 315-354.
- BRAHMA, S., NWAFOR, C. ve BOATENG, A. (2020). Board Gender Diversity and Firm Performance: The UK Evidence. *International Journal of Finance & Economics*, 1-16.
- CARTER, D. A., D’SOUZA, F, SIMKINS, B. 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*, 18 (5), 396-414.
- CARTY, R. ve WEISS, G. (2012). Does CEO Duality Affect Corporate Performance? Evidence From the US Banking Crisis. *Journal of Financial Regulation and Compliance*, 20 (1), 26-40.
- CHEN, C. W., LIN, J. B. ve YI, B. (2008). Ceo Duality and Firm Performance-An Endogenous Issue. *Corporate Ownership & Control*, 6 (1), 58-65.
- CHOI, J. J., PARK, S. W. ve YOO, S. S. (2007). The Value of Outside Directors: Evidence From Corporate Governance Reform in Korea. *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 42 (4), 941-962.
- DOĞAN, M. ve TOPAL, Y. (2016). Yönetim Kurulundaki Yabancı Üye Sayısının ve Yabancı Sahipliğinin Finansal Performans Üzerindeki Etkisi. *Ege Academic Review*, 16 (1), 31-48.

- DURU, A., IYENGAR, R. J. ve ZAMPELLI, E. M. (2016). The Dynamic Relationship Between CEO Duality and Firm Performance: The Moderating Role of Board Independence. *Journal of Business Research*, 69 (10), 4269-4277.
- 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.
- EISENHARDT, K. M. (1989). Agency Theory: An Assessment and Review. *Academy of Management Review*, 14 (1), 57-74.
- ELSAYED, K. (2007). Does CEO Duality Really Affect Corporate Performance? *Corporate Governance: An International Review*, 15 (6), 1203-1214.
- FERNANDES, N. (2008). EC: Board Compensation and Firm Performance: The Role of “Independent” Board Members. *Journal of Multinational Financial Management*, 18 (1), 30-44.
- GAUR, S. S., BATHULA, H. ve SINGH, D. (2015). Ownership Concentration, Board Characteristics and Firm Performance. *Management Decision*, 53 (5), 911-931.
- HENG, T. B., AZRBAIJANI, S. ve SAN, O. T. (2012). Board of Directors and Capital Structure: Evidence from Leading Malaysian Companies. *Canadian Center of Science and Education*, 8 (3), 123-136.
- HILLMAN, A. J. ve DALZIEL, T. (2003). Boards of Directors and Firm Performance: Integrating Agency and Resource Dependence Perspectives. *Academy of Management Review*, 28 (3), 383-396.
- JENSEN, M. C. (1993). The Modern Industrial Revolution, Exit and the Failure of Internal Control Systems. *The Journal of Finance*, 48 (3), 831-880.
- JERMIAS, J. ve GANI, L. (2014). The Impact of Board Capital and Board Characteristics on Firm Performance. *The British Accounting Review*, 46 (2), 135-153.
- KAROĞLU, E. (2016). Vekâlet Kuramı Perspektifinden Yönetim Kurulu Kompozisyonunun Finansal Performans Üzerindeki Etkisi: BİST İmalat Sektörü Örneği. *Balkan and Near Eastern Journal of Social Sciences*, 2 (1), 65-77.
- KESKİN, H., AKGÜN, A. E. ve KOÇOĞLU, İ. (2016). *Örgüt Teorisi*. Ankara: Nobel Akademik Yayıncılık.
- KILIÇ, M. ve KUZEY, C. (2016). The Effect of Board Gender Diversity on Firm Performance: Evidence from Turkey. *Gender in Management: An International Journal*, 31 (7), 434-455.
- KILIÇ, 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.
- KOUAIB, A., MIHRI, S. ve JARBOUI, A. (2020). Board of Directors’ Effectiveness and Sustainable Performance: The Triple Bottom Line. *Journal of High Technology Management Research*, 31 (2), 1-11.
- LEFORT, F. ve URZÚA, F. (2008). Board Independence, Firm Performance and Ownership Concentration: Evidence from Chile. *Journal of Business Research*, 61 (6), 615-622.
- LIPTON, M. ve LORSCH, J. W. (1992). A Modest Proposal for Improved Corporate Governance. *The Business Lawyer*, 48 (1), 59-77.
- LIU, Y., MILETKOV, M. K., WEI, Z. ve YANG, T. (2015). Board Independence and Firm Performance in China. *Journal of Corporate Finance*, 30, 223-244.
- MICHOI, H., SUL, W. ve MIN, S. K. (2012). Foreign Board Membership and Firm Value in Korea. *Management Decision*, 50 (2), 207-233.

- OXELHEIM, L. ve RANDØY, L. (2003). The Impact of Foreign Board Membership on Firm Value. *Journal of Banking & Finance*, 27 (12), 2369-2392.
- RASHID, A., ZOYSA, A. D., LODH, S. ve RUDKIN, K. (2010). Board Composition and Firm Performance: Evidence from Bangladesh. *Australasian Accounting Business and Finance Journal*, 4 (1), 76-95.
- RECHNER, P. L. ve DALTON, D. R. (1989). The Impact of CEO as Board Chairperson on Corporate Performance: Evidence vs. Rhetoric. *The Academy of Management Perspectives*, 3 (2), 141-143.
- ROMANO, G. ve GUERRINI, A. (2014). The Effects of Ownership, Board Size and Board Composition on The Performance of Italian Water Utilities. *Utilities Policy*, 31, 18-28.
- SAIBABA, M. D. ve ANSARI, V. A. (2012). Impact of Board Size: An Empirical Study of Companies Listed in BSE 100 Index. *Indian Journal of Corporate Governance*, 5 (2), 108-119.
- TERZİ, S., ŞEN, İ. K. ve SOLAK, B. (2014). Kurumsal Yönetim Uygulamalarının Denetim Kalitesine Etkisi: Borsa İstanbul'da Ampirik Bir Araştırma. *Uluslararası Yönetim İktisat ve İşletme Dergisi*, 10 (23), 191-206.
- UADILE, O. M. (2010). The Impact of Board Structure on Corporate Financial Performance in Nigeria. *International Journal of Business and Management*, 5 (10), 155-166.
- WALSH, J. P. ve SEWARD, J. K. (1990). On The Efficiency of Internal and External Corporate Control Mechanisms. *Academy of Management Review*, 15 (3), 421-458.
- YAĞLI, İ. (2019). Yönetim Kurulu Çeşitliliği – Finansal Performans İlişkisi: Türk Bankacılık Sektörü Örneği. *Hacettepe Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 37 (3), 565-585.
- YANG, T. ve ZHAO, S. (2014). Ceo Duality and Firm Performance: Evidence From An Exogenous Shock to The Competitive Environment. *Journal of Banking & Finance*, 49, 534-552.
- YERMACK, D. (1996). Higher Market Valuation of Companies with a Small Board of Directors. *Journal of Financial Economics*, 40, 185-211.