

Araştırma Makalesi/Research Article

YÖNETİM KURULU ÇEŞİTLİLİĞİNİN FİRMA DEĞERİNE ETKİSİ: TÜRKİYE ÖRNEĞİ¹

THE IMPACT OF BOARD DIVERSITY ON FIRM VALUE: THE CASE OF TURKEY

İbrahim YAĞLI*

Ulaş ÜNLÜ**

Öz


Geçtiğimiz son on yılda dünyanın önde gelen firmalarında meydana gelen finansal başarısızlıklar, kurumsal yönetim (kurumsal yönetişim) kavramına her zamankinden daha fazla önem verilmesine neden olmuştur. Yönetim kurullarının nasıl oluşturulması gerektiği, kurumsal yönetim uygulamalarının önemli bir bölümünü oluşturmaktadır. Bu bağlamda, mevcut çalışma yönetim kurulu çeşitliliğinin firma değeri üzerinde etkili olup olmadığı sorusuna gelişmekte olan ülke bağlamının yaratacağı farklılıkları dikkate alarak cevap aramaktadır. Çalışmada, payları Borsa İstanbul 100 endeksinde işlem gören 67 finansal olmayan firmanın 2010-2015 yıllarındaki dönem sonu bilanço, yıllık faaliyet raporu ve olağan genel kurul toplantı tutanağı verileri kullanılmıştır. Yönetim kurulu yapısı ile ilgili olarak kadın üyelerin toplam üye sayısına oranı, bağımsız üyelerin toplam üye sayısına oranı ile yabancı üyelerin toplam üye sayısına oranı kullanılırken, firma değerinin ölçümünde Tobin's Q kullanılmıştır. Sonuçlar, firma değeri ile yabancı üyelerin oranı ve bağımsız üyelerin oranı arasında pozitif bir ilişki olduğunu ortaya çıkarmıştır. Bununla birlikte, kadın üyelerin oranı ile Tobin's Q arasında istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki tespit edilememiştir.


Anahtar Kelimeler: Kurumsal Yönetim, Yönetim Kurulu Çeşitliliği, Firma Değeri

Abstract

There is a special attention to corporate governance during to past ten years in the wake of financial failures in world's leading companies. How the board of directors should be formed constitutes an important part of corporate governance practices. In this context, the current study seeks an answer to the question of whether boardroom diversity affects the firm value by considering the differences in the context of the developing country. In the study, 2010-2015 data in year-end balance sheets, annual activity reports and official reports of ordinary general meeting which belongs to 67 BIST 100 companies are employed. Percentage of female directors, percentage of independent directors and percentage of foreign directors are used for measurement of boardroom diversity while Tobin's Q is employed for measurement of firm value. Results revealed that there is positive relation between firm value and percentage of foreign directors and percentage of independent directors. Besides, there is no statistically significant relation between percentage of women directors and Tobin's Q.

Keywords: Corporate Governance, Boardroom Diversity, Firm Value

*  Arş. Gör., Nevşehir Hacı Bektaş Veli Üniversitesi, İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi, ibrahimyagli@nevsehir.edu.tr

**  Doç. Dr., Akdeniz Üniversitesi, Uygulamalı Bilimler Fakültesi, ulasunlu@gmail.com

¹Bu çalışma, 14-16 Ekim tarihinde 5th International Conference of Strategic Research on Scientific Studies and Education (ICoSReSSE) sempozyumunda sunulan "Yönetim Kurulu Çeşitliliği Firma Performansını Etkiler mi?" başlıklı bildirinin genişletilmiş halidir.

EXTENDED SUMMARY

Background

Corporate governance has been widely discussed following the financial scandals in the world's leading companies. The board of directors gains acceptance as an internal corporate governance mechanism, and the impact of boardroom diversity on the firm is analyzed in several studies that mostly focused on developed economies. However, the effects of corporate governance practices on the firm may differ in different institutional contexts.

Purpose

In this direction, the aim of the study is to investigate the relationship between board diversity and firm value by taking developing country characteristics into consideration. Developing countries have some characteristics in terms of corporate governance. Firstly, corporate governance relatively new concept for developing economies. Accordingly, there are uncertainties regarding both the implementation of corporate governance mechanisms and their impact on the firm. Secondly, the business environment in developing countries is largely dominated by family businesses and business groups. This allows family companies and holdings to use board of directors as a tool for the control of affiliates. This situation causes directors to have a more pronounced impact on strategic decisions compared to senior executives. Finally, it is assumed that developing countries have weaker institutional environments than developed countries. All these situations make it important to examine the relationship between board diversity and firm value for developing countries. From this point of view, the current study analyzes the impact of board diversity on the firm value for Turkey.

Methodology

To investigate the relationship between board diversity and firm value, panel data analysis is carried out by utilizing the data from 67 firms whose shares are traded in Borsa Istanbul 100 Index over the period of 2010-2015. While proportion of female directors, proportion of independent directors and proportion of foreign directors are used in relation to the board diversity, Tobin's q ratio is used as a measure of firm value. In addition, board size and firm size is employed as control variables.

Results and Conclusions

As a result of the study, a positive and statistically significant relationship is found between firm value and proportion of foreign directors. This result supports both agency theory and resource dependence theory. The increase in the proportion of foreign members in the board will enable the company to have knowledge of the laws and culture of different countries, to have information about the financial and political situations in different countries, to see the opportunities in different countries, to understand the needs of different groups. When the increase in the international activities of Turkish companies and the interest of foreign investors to Turkey taken into consideration, the presence of foreign members in the board will have positive effects both on the company's international investments and on attracting foreign investors to the firm. In addition, foreign members from countries where corporate governance principles are well-developed will ensure the development of corporate governance practices in Turkish companies. The results also reveal that independent directors positively affect firm value. Considering the large share of family companies in Turkish business world and weak protections of minority shareholders, the independent directors have an important role in the decisions of the board. At this point, the increase of independent members on the board will make the company more transparent and reliable. A more transparent company will be able to protect existing investors and find new investors. On the other hand, there is no statistically significant relationship between proportion female directors and firm value. This result may be due to the fact that the female directors cannot be sufficiently active or women's use of authority and initiative is not equal to the men.

In summary, the current study analyzes the relationship between board diversity and firm value for Turkish companies. Thus, the impact of developing country characteristics on the aforementioned relationship is revealed. In future studies, variables such as education, experience can be used in relation to board diversity. In addition, intermediary variables such as number of committees and number of board meetings that may affect the relationship between board structure and firm value can be used.

GİRİŞ

Kurumsal yönetim (KY) ya da kurumsal yönetişim kavramı, dünyanın önde gelen firmalarında yaşanan finansal raporlama skandalları sonucunda önem kazanmıştır. OECD, kurumsal yönetimi bir firmanın doğru bir şekilde yönetilmesi ve kontrol edilebilmesi için gerekli olan prosedürler ve süreçler bütünü olarak tanımlamaktadır. KY, içsel ve dışsal birçok faktör tarafından etkilenmektedir. Bu nedenle KY mekanizmalarını, içsel KY mekanizmaları ve dışsal KY mekanizmaları olarak iki gruba ayırmak mümkündür. Piyasa güçleri ve yasal düzenlemeler dışsal KY mekanizmaları arasında gösterilirken, sahiplik yapısı ve yönetim kurulu içsel KY mekanizmaları arasında yer almaktadır.

Yönetim kurulu (YK), pay sahipleri tarafından seçilen ve bir firmayı en üst seviyede temsil eden stratejik karar alma ve yürütme organıdır. Yönetim kurulunun etkinliği, değer yaratmak açısından oldukça önemlidir (Huse, 2004). Yönetim kurulunun temel amacı, firmanın piyasa değerini dolayısıyla hissedarların servetini maksimum kılmaktır. Bu amaç doğrultusunda yönetim kuruluna addedilen en temel görev, üst düzey yöneticileri seçmek ve onların performanslarını denetlemektir (O'Connell ve Cramer, 2010). Yönetim kurulunun denetleme rolü, dünyanın önde gelen firmalarında patlak veren finansal raporlama skandalları ile birlikte önem kazanmıştır. Denetleme rolü, özellikle dışsal KY mekanizmalarının zayıf olduğu ekonomilerde hayati öneme sahiptir.

Yönetim kurulunun verdiği kararlarla firmanın performansından sorumlu tutulması, yönetim kurulunun görevlerini etkileyecek unsurların tespitini önemli araştırma konularından biri haline getirmektedir (Çolakoğlu ve Eryılmaz, 2017). Yönetim kurulunun yapısı, yönetim kurulunun faaliyetlerini etkileyecek unsurlardan biri olarak gösterilmektedir (Okan, Sarı ve İlhan-Nas, 2014). Yönetim kurulunun yapısı, denetleme kalitesini etkileyerek, firma performansı üzerinde etkili olabilecektir (Campbell ve Minguez-Vera, 2008). Bununla birlikte, YK çeşitliliğinin artması ile yönetim kurulunda alınacak kararlar farklı perspektiflere sahip üyeler tarafından değerlendirilecek ve firma için en uygun kararların alınması sağlanacaktır. Ayrıca, YK çeşitliliğinin artması firmaya farklı grupların isteklerini anlama fırsatı sunacak, bunun sonucunda firma farklı müşteri, yatırımcı ve tedarikçilere ulaşabilecektir (Hillman vd., 2007).

YK, özellikle de yönetim kurulunun yapısı, KY uygulamalarının önemli bir bölümünü oluşturmaktadır (TÜSİAD, 2002; OECD; 2006). Yönetim kurulunun, KY mekanizması olarak ele alınması, vekâlet teorisi ve kaynak bağımlılığı teorisi ile kendine dayanak bulmaktadır. Kaynak bağımlılığı teorisi, Pfeffer (1972, 1973) ve Pfeffer ve Salanick'in (1978) yaptığı bir dizi çalışmayla ortaya konulmuş olup, işletmelerin çevresel faktörleri göz önünde bulundurarak kaynaklara olan bağımlılığın kontrol altında tutulmasını ve değişen rekabet koşulları düşünüldüğünde hayatta kalmak için bu şekilde stratejiler geliştirilmesi gerektiğini öne sürmektedir. Kaynak bağımlılığı teorisi, çevresel belirsizlikler arttıkça kaynak temininin zorlaşacağını ve bunun da firmanın finansal performansını düşüreceğini öngörmektedir. Pfeffer (1972) yönetim kurulunda daha çok bağımsız üye olması gerektiğini ve YK kompozisyonunun rastgele değil, aksine çevresel faktörlere duyarlı ve rasyonel bir şekilde oluşturulmasının firmanın performansını artıracaklarını iddia etmiştir. Pfeffer (1973) çalışmasında bu iddiasını kanıtlar nitelikte sonuçlara ulaşmıştır. Vekâlet teorisi ise yönetim kuruluna, hisse senedi sahipleri ile yöneticiler arasındaki çıkar çatışmalarını minimize edecek ve yöneticilerin firmanın aleyhine istenmeyen bir takım tutum ve davranışlarını sürekli kontrol altında tutacak bir görev addetmektedir. Dolayısıyla, çıkar çatışmalarını gidermenin yolu bağımsız bir YK yapısından geçmektedir.

İçsel KY mekanizması olarak YK yapısının nasıl olması gerektiği birçok çalışmada ele alınmış, YK çeşitliliği ve finansal performans arasındaki ilişki araştırılmıştır. Bu çalışmaların çoğunda performans ölçütü olarak aktif karlılık, öz sermaye karlılığı gibi muhasebe temelli performans ölçütleri kullanılmıştır. Bu çalışma ise, YK çeşitliliğinin firma değerini artırıp artırmadığı üzerine motive olduğundan firma değeri değişkeni olarak Tobin's Q kullanılmıştır. Bununla birlikte, YK çeşitliliğinin firma değeri üzerindeki etkisinin araştırıldığı çalışmaların daha çok gelişmiş ekonomilere odaklandığı, gelişmekte olan ekonomilerde ise konu ile ilgili çalışmaların az sayıda olduğu görülmektedir (Campbell ve Minguez-Vera, 2008; Darmadi, 2011). Bu noktadan hareketle mevcut çalışmada, YK çeşitliliğinin firma değeri üzerinde etkili olup olmadığı Türkiye'de faaliyet gösteren ve Borsa İstanbul'a kote olmuş firmalar için araştırılmıştır.

Çalışmada örneklem olarak Türkiye’de faaliyet gösteren firmaların ele alınmasının farklı nedenleri bulunmaktadır. Öncelikle, KY kavramı, diğer gelişmekte olan ülkeler gibi Türkiye için de görece olarak yeni bir kavramdır. Kavramın yeni olmasına bağlı olarak hem KY mekanizmalarının nasıl uygulanacağı hem de firma üzerindeki etkileri ile ilgili belirsizlikler bulunmaktadır. Bununla birlikte, gelişmekte olan ülkelerdeki iş ortamı büyük ölçüde aile şirketlerinin ve işletme gruplarının egemenliğindedir (İlhan-Nas vd., 2018). Bu durum, aile şirketleri ve holdinglerin yönetim kurullarını, iş grubunu oluşturan bağlı şirketlerin kontrolünde bir araç olarak kullanmalarına imkân tanımaktadır (Lins, 2003). Buna bağlı olarak, Türk firmalarının YK üyeleri üst düzey yöneticilere kıyasla stratejik kararlar üzerinde daha belirgin bir etkiye sahiptir (Selekler-Gökşen ve Yıldırım-Ökten, 2008). Yine, aile şirketlerinin ve işletme gruplarının egemenliğine bağlı olarak, YK genellikle icrada görevli olmayan aile üyelerinden ve/veya bağlı firmalardaki yöneticilerden oluşmaktadır (Üsdiken ve Yıldırım Ökten, 2008). Bunların yanı sıra, iş dünyasına hâkim olan işletme gruplarının YK bileşimlerinde yıllar itibarıyla önemli değişikliklerinin olmadığı görülmektedir (Selekler-Gökşen ve Yıldırım-Ökten, 2009). Türk iş dünyası ile ilgili bu özellikler, yönetim kurullarıyla ilgili yeni düzenlemelerin (bağımsız üyeler gibi) Türk firmaları üzerindeki etkilerinin mülkiyetin geniş tabanlara yayıldığı ekonomilerde faaliyet gösteren firmalardan daha farklı olmasına neden olabilecektir. Ayrıca, Türk iş dünyasındaki bu yoğunlaşmaya bağlı olarak yönetim kurulu üyelerinin fonksiyonları da gelişmekte olan ülkelere farklılaşmaktadır. Örneğin, mülkiyetin geniş tabanlara yayıldığı ABD gibi ülkelerdeki firmalarda bağımsız üyeler, asil-vekil arasındaki çıkar çatışmalarını azaltmak amacıyla, mülkiyetin birkaç büyük ortağın elinde bulunduğu Türkiye gibi ülkelerdeki firmalarda bağımsız üyeler, azınlık hissedarlar ile hâkim hissedarlar arasındaki çıkar çatışmalarını önlemeyi amaçlamaktadır (Üsdiken ve Yıldırım Ökten, 2008). Son olarak, gelişmekte olan ülkelerin, gelişmiş ülkelere göre daha zayıf kurumsal çevrelere sahip oldukları varsayılmaktadır (İlhan-Nas vd., 2018). Türkiye’nin azınlık haklarını koruma noktasında yetersiz olması (World Economic Forum, 2017) bu varsayımı desteklemektedir. Yukarıda açıklanan bu durumlar, Türk firmalarında YK yapısının incelenmesi ve YK çeşitliliğinin firma değeri üzerindeki etkisinin araştırılmasını önemli hale getirmektedir.

Çalışma yedi bölümden oluşacak şekilde organize edilmiştir. Takip eden bölümde, YK çeşitliliği ile firma değeri ve firma performansı arasındaki ilişkiyi inceleyen çalışmalar yer almaktadır. Üçüncü bölümde, araştırma modeli açıklanmıştır. Dördüncü bölümde, çalışmada kullanılan veri seti ve yöntem hakkında bilgiler sunulmuştur. Beşinci bölümde, payları Borsa İstanbul’da işlem gören 67 firma için YK çeşitliliği ile firma değeri arasındaki ilişki araştırılmış ve bulgular raporlanmıştır. Altıncı bölümde, elde edilen bulgular literatürle karşılaştırarak yorumlanmış, son bölümde ise elde edilen bulgular değerlendirilmiş ve gelecekte yapılacak çalışmalar için öneriler sunulmuştur.

1. LİTERATÜR TARAMASI

Çeşitlilik ve firma değeri arasındaki ilişkiyi ele alan çalışmalar yeni olmamakla birlikte bu çalışmalarda daha çok iş yerindeki çeşitliliğe odaklanıldığı, YK çeşitliliğini inceleyen çalışmaların sınırlı kaldığı görülmektedir. Bununla birlikte, az sayıda çalışma sonucunda anılan ilişki ile ilgili olarak çelişkili sonuçlar elde edilmiştir. Bazı çalışmalarda, YK çeşitliliği ile firma performansı arasında pozitif ilişki tespit edilirken (Callen, Klein ve Tinkelman, 2003; Erhardt, Werbel ve Shrader 2003; Kang, Cheng ve Gray, 2007; Karayel ve Doğan 2014; Terjesen, Couto ve Francisco, 2016; Otluoğlu, Sarı ve Otluoğlu, 2016); bazılarında ilişkinin negatif olduğu ya da YK çeşitliliği ile finansal performans arasında anlamlı bir ilişki olmadığı görülmüştür (Garg, 2007; Rose, 2007; Lam ve Lee, 2008; Adams ve Ferreira, 2009; Koerniadi ve Tourani-Rad, 2012). Bu nedenle çeşitlilik iki tarafı keskin bir kılıca benzetilmektedir (Milliken, vd., 2003). Çeşitliliğin bir yandan farklı fikirlerin ortaya çıkmasına zemin hazırlayacağı, olaylara farklı açılardan bakma imkânı tanıyacağı bunun sonucunda grup performansını olumlu yönde etkileyeceği ifade edilirken; diğer taraftan bireylerin aralarındaki farklılıklardan dolayı anlaşmazlıkların ortaya çıkacağı, bunun da grup uyumunu dolayısıyla performansı olumsuz etkileyeceği belirtilmektedir (Roberge ve Van Dick, 2010).

Çeşitlilik, bireyin diğerlerini farklı olarak algılamasına neden olan, bireyin özellikleri ile diğer bireylerin özellikleri arasındaki farklılıklar olarak tanımlanabilir (Williams ve O’Reilly, 1998). Bu açıdan, çeşitlilik ile ilgili olarak yaştan uyuşma, dini geçmişten işlevsel arka plana, mesleki becerilerden ilişkisel becerilere, siyasi tercihlerden cinsel tercihlere değişen sayısız boyut olduğu söylenebilir (Knippenberg vd.,

2004). Ancak, çeşitlilik ile ilgili literatürün daha çok cinsiyet, yaş, etnik yapı, eğitim seviyesi, tecrübe, kıdem gibi gözlenebilen özellikler üzerinde yoğunlaştığı (Daily ve Dalton, 2003; Erhardt vd., 2003; Adams ve Ferreira, 2004; Miller ve Triana, 2009; Marinova vd., 2016) ve bu özellikler içerisinde de en çok üzerinde durulan özelliğin cinsiyet olduğu görülmektedir (Smith vd., 2006; Terjesen vd., 2009; Lückerath-Rovers, 2013; Karayel ve Doğan, 2014).

İlgili alınıyazında kadın üyelerin varlığı ile ilgili olarak iki farklı görüş bulunmaktadır. İlk görüş, yönetim kurulundaki kadın üyelerin sayısında yaşanacak artışın YK bağımsızlığını artıracak ve kadın üyelerin problem çözme ve karar almada daha iyi performans sergileyeceklerini iddia etmektedir. Diğer görüş ise yönetim kurulundaki kadın üye sayısındaki artış ile birlikte çatışmaların artacağı ve karar alma sürecinin uzayacağını savunmaktadır (Doğan, 2018). Yapı gereği kadınlar ve erkekler arasında temel farklılıkların olduğu; erkeklerin daha bireysel, daha sert, daha hırslı ve daha kararlı; kadınların ise daha anlayışlı, daha kibar, daha utangaç ve diğerlerinin ihtiyaçlarına karşı daha duyarlı oldukları iddia edilmektedir (Eagly ve Johannesen-Schmidt 2001; Lerner ve Almor, 2002). Dolayısıyla, kadınların ve erkeklerin farklı bakış açılarına sahip olduğu ve kadın YK üyelerinin kadın çalışanlar, kadın müşteriler ile ilgili durumlara farklı açılardan bakabilecekleri, firmaya yeni stratejiler kazandıracakları ifade edilmektedir (Francoeur vd., 2008). Yine birçok çalışmada kadınların daha etkileşimli, daha demokratik bir yöneticilik anlayışına sahip olduğu ve tüm çalışanları iş sürecine dâhil olmaları için cesaretlendirdikleri vurgulanmaktadır (Rosener, 1995; Book, 2000). Bununla birlikte, kadın YK üyelerinin erkek üyelere kıyasla yönetim kuruluna katılma sorununun daha az olduğu ve YK çeşitliliği fazla olan firmaların daha fazla YK toplantısı yaptıkları görülmektedir (Adams ve Ferreira, 2009). Yukarıdaki bilgiler ışığında, kadın ve erkeklerden oluşan yönetim kurullarının, karşılaştıkları konular ile ilgili daha kapsamlı çözümler üretebileceği, birbirlerinin görüşlerini farklı açılardan değerlendirerek, firmada daha kaliteli kararların alınmasını sağlayacağı söylenebilir (Wiersema ve Bantel, 1992). Bunlara ek olarak, kadın YK üyelerinin varlığı firmada çalışan kadınların da daha iyi performans sergilemelerine zemin hazırlayabilecektir. Firmada çalışan kadınlar, yönetim kurulunda kadın üyelerin varlığını firmanın cinsiyet eşitliğine önem verdiği şeklinde algılayabilecek ve en iyi performansı sergileyerek daha iyi pozisyonlara gelmek için çaba harcayacaklardır. Bu görüşler ışığında, kadın YK üyelerinin firma performansına etkisi farklı çalışmalarla ampirik olarak test edilmiştir. Erhardt, Werbel ve Shrader (2003)'in 127 Amerikan firması ile 1993 ve 1998 yıllarını kapsayan çalışması bu konuda yapılmış ilk çalışmalardandır. Çalışmada, YK çeşitliliği ile ilgili olarak kadınların oranı ile azınlıkların oranı kullanılırken, firma performansının ölçümünde aktif karlılık oranı ile yatırımın getirisi kullanılmıştır. Korelasyon ve regresyon analizi sonuçları, YK çeşitliliği ile firma performansı arasında pozitif ve istatistiksel olarak anlamlı bir ilişkinin olduğunu ortaya çıkarmıştır.

Campbell ve Minguez-Vera (2008) da yönetim kurulundaki cinsiyet çeşitliliği ile firma performansı arasında ilişki olup olmadığını İspanya için analiz etmiştir. YK çeşitliliğinin ölçümünde kukla değişken (bir ve daha fazla kadın YK üyesinin varlığı), kadın üye oranı, Blau indeks ve Shannon indeks olmak üzere birden fazla ölçüt kullanılırken, firma performansının ölçümü Tobin's Q ile yapılmıştır. Panel veri analizi sonuçları, yönetim kurulunda kadın üyelerin varlığı ile firma performansı arasında istatistiksel olarak anlamlı ilişki olmadığını gösterirken; kadın üyelerin oranı, Blau ve Shannon indeksleri ile ölçülen yönetim kurulu çeşitliliği ile firma performansı arasında pozitif ilişki olduğunu ortaya çıkarmıştır. Buna göre, İspanyol firmaları için yönetim kurulunda sadece kadın üyelerin bulunmasının değil, kadın ve erkek YK üyeleri arasında bir dengenin kurulmasının daha önemli olduğu görülmüştür.

Ocak (2013) çalışmasında yönetim kurulunda yer alan kadın üyelerin oranının, YK başkanının kadın olmasının, yönetim kurulundaki bağımsız üyeler içindeki kadın üyelerin oranının ve kadın CEO-genel müdürün firmanın finansal performansına etkisini araştırmıştır. Sonuçlar, aktif karlılık ile ölçülen finansal performans ile yönetim kurulunda ve üst yönetimdeki kadın üyelerin oranı arasında pozitif ve anlamlı bir ilişki olduğunu gösterirken, CEO-genel müdürün kadın olması arasında negatif ilişki olduğunu ortaya çıkarmıştır. Bununla birlikte, finansal performans ile YK başkanının kadın olması ve yönetim kurulundaki kadın bağımsız üyelerin oranı arasında istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki bulunamamıştır.

Karayel ve Doğan (2014) da YK çeşitliliği ile finansal performans arasında bir ilişkinin olup olmadığı sorusuna ülkemiz firmaları için yanıt aramıştır. Çalışmada, payları 2009-2012 yıllarında Borsa İstanbul 100

endeksinde işlem gören firmalar, yönetim kurulunda kadın üye bulunan ve bulunmayan firmalar olmak üzere iki gruba ayrılarak, gruplar arasında finansal performans açısından farklılık olup olmadığı araştırılmıştır. Regresyon analizi ve t-testi sonuçları, YK çeşitliliği ile aktif karlılık oranı arasında pozitif ilişkinin varlığını gösterirken, öz sermaye karlılık oranı ve Tobin's Q ile ölçülen firma performansı arasında istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki olmadığını ortaya koymuştur.

Canyon ve He (2017) ise kuantil regresyon yöntemini kullanarak YK cinsiyet çeşitliliği ile firma performansı arasındaki ilişkiyi araştırmıştır. 3000'den fazla ABD firmasının 2007-2014 yıllarına ait verilerin kullanıldığı çalışma sonucunda, yönetim kurullarında kadın üyelerin varlığının firma performansı üzerinde olumlu bir etkiye sahip olduğunu ve bu etkinin performans dağılımının farklı kısımlarında farklılık gösterdiği tespit edilmiştir. Daha açık bir ifadeyle kadın YK üyelerinin düşük performanslı firmalara göre yüksek performanslı firmalarda önemli ölçüde daha büyük pozitif etkiye sahip olduğu görülmüştür.

YK çeşitliliği ile ilgili ele alınacak bir diğer ölçüt yabancı üyelerdir. Yabancı üyelerin firma performansı üzerindeki etkileri ile ilgili olarak çelişkili sonuçlar elde edilmekle birlikte, yabancı üyelerin finansal performans üzerinde genellikle olumlu etkileri olduğu tespit edilmiştir (Yağlı ve Şimşek, 2017). Bir firmanın başarısı ve varlığını devam ettirmesi büyük ölçüde YK kararlarına bağlıdır. Küreselleşme ve teknoloji ile birlikte firmaların daha karmaşık ve rekabetin daha yoğun olduğu şartlarda faaliyet gösterdikleri göz önünde bulundurulduğunda, bir firmanın başarılı olması için yönetim kurulunun küreselleşmesi; farklı ülkelerin yasalarına ve kültürüne hâkim olması, farklı ülkelerdeki finansal ve politik durumlar hakkında bilgi sahibi olması, farklı grupların ihtiyaçlarını anlaması gerekmektedir. Bunun yolu da yönetim kurulundaki üyelerin farklı bilgi birikimine, farklı kültürlere, farklı tecrübelerle sahip olmasından geçmektedir. Bu bağlamda, yönetim kurulunda farklı milletlerden üyelerin bulunmasının yönetim kurulunun alacağı kararları dolayısıyla da firma değerini olumlu etkilemesi beklenmektedir. Öte yandan, farklı kültürlerden gelen bireylerin çatışma yaşamaları da mümkündür. Bu noktada, yabancı üyelerin varlığının görüş ayrılıklarını artırabileceği, buna bağlı olarak da kararların alınması ve etkinliğini olumsuz yönde etkileyeceği söylenebilir. Bu beklentiler göz önünde bulundurularak yabancı üyelerin firma üzerindeki etkilerinin tespitine yönelik çalışmalar yapılmıştır. Örneğin, Doğan ve Topal (2016) yönetim kurulundaki yabancı üyelerin ve yabancı sahipliğinin finansal performans üzerindeki etkisini araştırmıştır. Borsa İstanbul imalat sanayinde faaliyet gösteren 136 firmanın 2002-2012 yıllarına ait verilerinin kullanıldığı çalışma sonucunda yönetim kurulundaki yabancı üye sayısının ve yabancı sahipliğinin artmasının firmanın piyasa değerini artırdığı tespit edilmiştir. Benzer şekilde, Estélyi ve Nisar (2016) da yönetim kurulunda yabancı üyelerin varlığının firmanın yönetimine ve performansına katkıda bulunup bulunmadığını araştırmıştır. Sonuçlar, farklı milletlerden oluşan yönetim kurullarının firmanın uluslararası operasyonlarını ve finansal performansını olumlu yönde etkilediğini ortaya çıkarmıştır. Bu çalışmaların aksine yabancı üyeler ile firma performansı arasında negatif ilişki tespit eden çalışmalar da bulunmaktadır. Frijns, Dodd ve Cimerova (2016) yönetim kurullarındaki kültürel çeşitliliğinin firma performansı üzerindeki etkisini incelemiştir. Kültürel çeşitlilik değişkeni, Hofstede'nin kültür modelinden hareketle YK üyeleri arasındaki kültürel mesafelerinin ortalaması olarak hesaplanmıştır. Çalışma sonucunda, aktif karlılık ve Tobin's Q ile ölçülen finansal performans ile kültürel çeşitlilik arasında negatif ve anlamlı bir ilişki tespit edilmiştir. Bunların yanı sıra, bazı çalışmalarda yabancı YK üyeleri ile firma performansı arasında anlamlı bir ilişki tespit edilememiştir. Rose (2007) yönetim kurulu çeşitliliği ve finansal performans ilişkisini Danimarka için ele aldığı çalışmada, çeşitlilik için yönetim kurulunda kadın üyelerin varlığı, yönetim kurulu üyelerinin eğitim durumu (ekonomist, hukukçu, mühendis) ile yabancı üyelerin oranını kullanmıştır. Çalışma sonuçları, yönetim kurulu çeşitliliği ile Tobin's Q ile ölçülen firma değeri arasında anlamlı bir ilişki olmadığını ortaya çıkarmıştır. Darmadi (2011) de yönetim kurulu çeşitliliği ile finansal performans ilişkisini payları Endonezya Borsası'nda işlem gören 169 firma için araştırmıştır. Çalışmada, yönetim kurulu çeşitliliği için cinsiyet, milliyet/uyruk ve yaş kullanılırken, firma performansının ölçümünde muhasebe temelli (aktif karlılık) ve değere dayalı performans ölçütü (Tobin's Q) bir arada kullanılmıştır. Çalışma sonucunda, cinsiyet çeşitliliğinin firma performansı üzerinde negatif etkileri olduğu görülürken, firma performansı ile milliyet arasında anlamlı bir ilişki tespit edilememiştir.

Yönetim kurullarında aranan önemli ölçütlerden biri de bağımsızlıktır. YK her ne kadar hissedarlar tarafından seçilmiş olsa da alacağı kararlarda diğer menfaat sahiplerinin çıkarlarını da göz önünde bulundurmalıdır. Bu nedenle yönetim kurulunun bağımsız olması hem hissedarların hem de menfaat sahiplerinin çıkarlarının korunması açısından önemlidir. Yönetim kurulunun bağımsızlığı da görevlerini hiçbir etki altında kalmaksızın yapabilecek bağımsız üyelerin varlığı ile mümkündür. Bağımsız üyeler, yönetim kurulunun alacağı kararlarda tüm paydaşların çıkarlarını gözeterek ve firmanın daha tarafsız kararlar almasını sağlayacaktır. Bağımsız bir YK, firmanın mevcut yatırımcılarını korumasını ve yeni yatırımcılar kazanmasını sağlayarak, firmanın değerini artıracaktır. Bu beklentiler doğrultusunda, bağımsız üyelerin firmanın finansal performansına etkisi de farklı çalışmalarda ele alınmıştır. Örneğin, Liu ve diğerleri (2015) YK bağımsızlığı ve firma performansı arasındaki ilişkiyi Çin için araştırmıştır. Çalışma sonucunda, Çin'deki YK bağımsızlığı ve firma performansı arasında pozitif ilişkinin varlığına dair kapsamlı ve sağlam kanıtlar elde edilmiştir. Karayel ve Doğan (2016) da YK yapısı ile ilgili olarak kadın üyeleri, bağımsız üyeleri, yabancı üyeleri ve yönetim kurulu büyüklüğünü dikkate almış, YK çeşitliliği ile firma performansı arasındaki ilişkiyi Borsa İstanbul 100 firmaları için incelemiştir. Analizler, YK çeşitliliğinin firma performansı üzerinde pozitif etkileri olduğunu ortaya çıkarmıştır. Terjesen, Couto ve Francisco (2016) de 47 ülkeden 3876 halka açık firmanın 2010 yılı verilerini kullanarak çeşitliliğinin firma performansına etkisini incelediği çalışmada, YK çeşitliliği ile ilgili olarak kadın üyelerin oranı ile bağımsız üyelerin oranını kullanırken, performans ölçütü olarak Tobin's Q ile aktif karlılık oranlarını kullanmıştır. Sonuçlar, yönetim kurulunda kadın üyelerin bulunmasının firma performansı üzerinde olumlu etkileri olduğunu göstermiştir. Bununla birlikte, yönetim kurulundaki bağımsız üyelerin varlığının, yönetim kurulunda kadın üyelerin bulunması halinde, firma performansını artırdığı da çalışma sonucunda görülmüştür. Öte yandan, bağımsız üyelerin firma performansı olumsuz etkilediğini ya da bağımsız üyelerin firma performansı üzerinde etkili olmadığını ortaya çıkaran çalışmalar da bulunmaktadır. Atılgan (2017) yönetim kurulunun büyüklüğü, kadın üyelerin oranı ve yönetim kurulunun bağımsızlığı ile firma performansı arasındaki ilişkiyi 2011-2016 yılları için incelemiştir. Çalışmada, yönetim kurulu büyüklüğü ile aktif karlılık, özsermaye karlılığı ve faiz, amortisman ve vergi öncesi kar arasında pozitif fakat zayıf, yönetim kurulundaki bağımsız üye oranı ve aktif karlılık arasında negatif zayıf yönlü, yönetim kurulundaki kadın üye oranı ile faiz, amortisman ve vergi öncesi kar ve satışların getirisi arasında ise zayıf ve negatif bir ilişki olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Rashid (2018) de YK bağımsızlığının firma performansına etkisini Bangladeş Dakka Borsasında işlem gören 135 firmanın verilerini kullanarak incelemiş ve çalışma sonucunda YK bağımsızlığı ile firma performansının birbirlerini olumlu yönde etkilemediklerini tespit etmiştir.

2. ARAŞTIRMA MODELİ VE HİPOTEZLER

Yönetim kurulu çeşitliliği ile firma değeri arasındaki ilişki farklı çalışmalarda araştırılmakla birlikte, bu çalışmalarda gelişmiş ekonomilere odaklanılmıştır. Ancak, kurumsal yönetim uygulamalarının firma üzerindeki etkileri farklı kurumsal bağlamda farklılık gösterebilmektedir (İlhan-Nas ve Çarkçı, 2016). Bu noktadan hareketle çalışmada, YK çeşitliliğinin firma değeri üzerinde etkili olup olmadığı sorusuna geliştirmekte olan ülke bağlamının yaratacağı farklılıklar göz önünde bulundurularak cevap aranmıştır. Çalışmada YK çeşitliliği ile ilgili olarak kadın üyeler, yabancı üyeler ve bağımsız üyeler dikkate alınmıştır.

Kadınlar ve erkekler arasında yapısal farklılıklar bulunduğu, kadınların erkeklere göre daha anlayışlı ve diğerlerinin ihtiyaçlarına karşı daha duyarlı oldukları düşünülmektedir. İşletme gruplarının egemenliğinde olan Türk iş hayatındaki önemli sorunlardan birinin azınlık hissedarlar ile hâkim hissedarlar arasındaki çıkar çatışması olduğu düşünüldüğünde, yönetim kurulunda kadın üyelerin bulunması azınlık hissedarların korunması noktasında önemli bir rol oynayacaktır. Bununla birlikte, yönetim kurullarında kadın üyelerin varlığı, yönetim kurulunda farklı bakış açılarına sahip üyelerin yer almasını sağlayacaktır. Farklı bakış açısına sahip bir yönetim kurulu ise farklı gruplarının ihtiyaçlarına cevap verebilecek ve farklı kaynakların firmaya çekilmesine yardım edecektir. Bu bakış açısıyla, yönetim kurulunda kadın üyelerin bulunmasının firma değeri üzerinde olumlu etkileri olması beklenmektedir. Bu görüşü destekler şekilde, Sermaye Piyasası Kurulu (SPK) da yayımlanmış olduğu Kurumsal Yönetim Tebliği'nde yönetim kurulunda %25'ten az olmamak üzere kadın üyelerin bulunmasını tavsiye etmektedir (SPK, 2014). Bu görüşler ışığında, ilk hipotez, kadın YK üyelerinin firma değeri üzerinde olumlu etkileri olacağı şeklinde belirlenmiştir.

H1: Yönetim kurulunda kadın üyelerin varlığı firma değerini arttıracaktır.

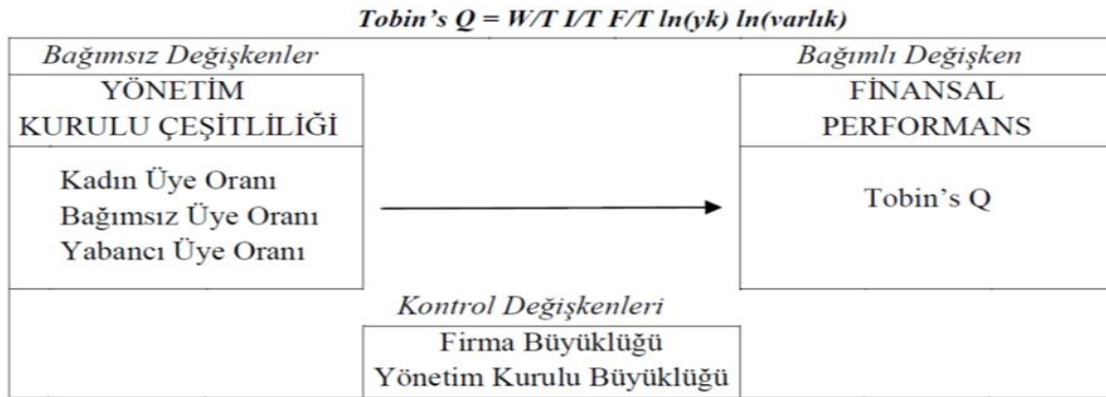
Teknolojik gelişim ve sınırların kalkması ile birlikte, uluslararası ticaret yaygınlaşmış, emek ve sermaye hareketleri hız kazanmıştır. Bu süreç, en çok gelişmekte olan ülkelere fayda sağlamıştır. Türkiye gibi gelişmekte olan ülkelerde faaliyet gösteren ve yabancı sermayeye ihtiyaç duyan firmaların bu süreçten en iyi şekilde faydalanabilmeleri için yabancıların istek ve ihtiyaçlarını anlamaları gerekmektedir. Finansman olanaklarının yanı sıra, küreselleşmeye bağlı olarak yoğun rekabet ortamında faaliyet gösteren firmaların hayatta kalabilmesi ve başarılı olabilmeleri için alacakları stratejik kararları farklı grupların ihtiyaçlarını anlayarak, farklı ülkelerin yasalarını, kültürünü, finansal ve politik durumlarını göz önünde bulundurarak vermeleri gerekmektedir. Dolayısıyla, yönetim kurulunda yer alacak yabancı üyeler, hem daha uygun koşullarda finansman olanakları elde etme hem de kaynakların verimli kullanımı noktasında firmalara yardımcı olacaktır. Ayrıca, kurumsal yönetim ilkelerinin gelişmiş olduğu ülkelerden gelen yabancı üyeler, kurumsal yönetim mekanizmalarının zayıf olduğu Türk iş dünyasında firmaların kurumsal yönetim uygulamalarının gelişmesini sağlayacaktır. Bu doğrultuda ikinci hipotez yabancı YK üyelerinin firma değerini artıracığı şeklinde oluşturulmuştur.

H2: Yönetim kurulunda yabancı üyelerin varlığı firma değerini arttıracaktır.

YK alacağı kararlarda sadece hâkim hissedarların değil azınlık hissedarlar dâhil tüm paydaşların çıkarlarını dikkate almalıdır. Ancak, Türk iş dünyasının büyük ölçüde aile şirketlerinin ve işletme gruplarının hâkimiyetinde olduğu ve yönetim kurullarında genellikle aile üyelerinin ve bağlı firmalardaki yöneticilerin bulunduğu göz önünde bulundurulduğunda yönetim kurulunun alacağı kararlarda yanlı davranacağı düşünülebilir. Türkiye’de yasal düzenlemelerin azınlık haklarının korunması noktasında da yetersiz olması bu algıyı güçlendirmektedir. Bu algıyı ortadan kaldırmak için yönetim kurulunun bağımsızlığını ve tarafsızlığını artırmak gerekmektedir. Bunun yollarından biri de yönetim kurulunda görevlerini hiçbir etki altında kalmaksızın yapabilecek bağımsız üyelerin yer almasıdır. Bu görüşü destekler şekilde, SPK Kurumsal Yönetim Tebliği’nde yönetim kurulunda yer alan bağımsız üye sayısının, toplam üye sayısının üçte birinden az olamayacağını ve her durumda en az iki olması gerektiğini belirtmiştir (SPK, 2014).

H3: Yönetim kurulunda bağımsız üyelerin varlığı firma değerini arttıracaktır.

Hipotezler doğrultusunda çalışmanın araştırma modeli aşağıdaki gibi oluşturulmuştur.



Şekil 1. Araştırma Modeli

3. VERİ SETİ VE YÖNTEM

Hipotezlerin ampirik olarak test edilmesi için payları Borsa İstanbul’da işlem gören 67 finansal olmayan firmanın 2010-2015 yıllarındaki dönem sonu bilanço, yıllık faaliyet raporu ve olağan genel kurul toplantı tutanağı verilerinden yararlanılmıştır. İlgili veriler, firmaların internet siteleri ile kamuyu aydınlatma platformundan temin edilmiştir. Çalışmada kadın üyelerin toplam üyelere oranı (PKADIN), bağımsız üyelerin toplam üyelere oranı (PBAGIMSIZ) ile yabancı üyelerin toplam üyelere oranı (PYABANCI) bağımsız değişken olarak kullanılmıştır. Firma değerinin belirleyicisi olarak Tobin’s Q kullanılmış olup, öz sermayenin piyasa değeri, imtiyazlı hisse senetlerinin tasfiye değeri, kısa vadeli borçlar ile dönen varlıklar

arasındaki fark ile uzun vadeli borçların toplamı ile elde edilen değer toplam varlıkların defter değerine oranlanması ile hesaplanmıştır (Chung ve Pruitt, 1994). Ayrıca, YK büyüklüğünün kontrolü için YK üye sayısının doğal logaritması (LNYK) ile firma büyüklüğünün kontrolü için varlıkların doğal logaritması (LNVARLIK) kullanılmıştır.

Çalışmada yöntem olarak panel veri analizi kullanılmış ve panel veri analizinin, kesit analizi (67) ve zaman serisini (2010-2015) birleştirmesi sayesinde, farklı yıllardaki gözlemler analize dâhil edilerek 402 gözlem ile çalışma fırsatı elde edilmiştir.

4. BULGULAR

Bu bölümde, çalışmada elde edilen bulgular yer almaktadır. Tablo 1’ de değişkenlere ait tanımlayıcı istatistikler sunulmuştur. Yapılan analizlerde standardize edilmiş değerler kullanılmakla birlikte, bilgi kaybını önlemek amacıyla tanımlayıcı istatistikler için ham değerler kullanılmıştır.

Tablo 1. Tanımlayıcı İstatistikler

Değişkenler	Toplam Üye	Kadın Üye	Bağımsız Üye	Yabancı Üye	Toplam Varlık	Tobin’s Q
Ortalama	8.67	0.96	1.85	1.37	8.37E+09	1.61
Ortanca	9.00	1.00	2.00	0.00	2.32E+09	1.29
Mak.	15.00	6.00	5.00	8.00	2.66E+11	13.67
Min.	5.00	0.00	0.00	0.00	37.289.412	0.28
Standard sapma	2.27	1.02	1.28	2.04	6.765.740	1.21

Tablo 1, yönetim kurullarının ortalama 9 üyeden oluştuğunu, yönetim kurulunda ortalama kadın üye sayısının 1 ile sınırlı kaldığını, bununla birlikte ortalama bağımsız üye sayısının 2 ve ortalama yabancı üye sayısının da 1 olduğunu göstermektedir. Yine tablodan, firmaların 2010-2015 dönemine ait ortalama Tobin’s Q değerlerinin 1’den büyük ve firmaların ortalama varlıklarının 8.4 milyar olduğu görülmektedir.

Tablo 2. Korelasyon Tablosu

	1	2	3	4	5	6
1. TOBIN’S Q	1.00					
2. PKADIN	-0.05	1.00				
3. PBAGIMSIZ	-0.09	0.04	1.00			
4. PYABANCI	0.19	-0.31	-0.18	1.00		
5. LNYK	-0.01	-0.18	-0.02	0.22	1.00	
6. LNVARLIK	-0.35	-0.11	0.25	0.06	0.27	1.00

Tablo 2’de bağımlı ve bağımsız değişkenler arasındaki ilişki gösterilmiştir. Pearson korelasyon analizi sonuçları, bağımsız değişkenler arasında önemli bir ilişkinin olmadığını göstermektedir. Bu durum kurulacak modelin güvenilirliği arttırmaktadır.

Tablo 3. Levin, Lin, Chu Testi Sonuçları

Değişkenler	t-Statistic	Prob.
PKADIN	-9.30446	0.0000***
PBAGIMSIZ	-8.50660	0.0000***
PYABANCI	-23.3405	0.0000***
LNYK	-8.79206	0.0000***
LNVARLIK	-6.13259	0.0000***
TOBIN’S Q	-25.5401	0.0000***

*< 0.10, **<0.05, ***<0.01 temsil etmektedir.

Tüm zaman serilerinde olduğu gibi panel veri analizinin uygulanabilmesi için analizde kullanılacak değişkenlerin durağan olup olmadıklarının test edilmesi gerekmektedir. Değişkenlerin durağan olup olmadıkları Levin, Lin, Chu (2002) durağanlık testi ile test edilmiştir. Levin, Lin, Chu testinin boş hipotezi seride birim kökün varlığını gösterirken, alternatif hipotez seride birim kökün olmadığını göstermektedir.

Levin, Lin, Chu (2002) testi sonuçları serilerde birim kök sorununun olmadığını ortaya çıkarmıştır. Sonuç olarak, YK çeşitliliği ile firma değerinin analizi için kurulacak modelin sorun teşkil etmediği görülmüştür.

Panel veri analizinde bakılması gereken bir diğer nokta modelin tahmininde sabit etkiler ve rassal etkiler yaklaşımlarından hangisinin kullanılacağına karar vermektedir. Bu doğrultuda Hausman testi yapılmış ve sonuçlar sabit etkiler modelinin kullanılmasının daha uygun olacağını ortaya çıkarmıştır.

Tablo 4. Tobin's Q = W/T I/T F/T ln(yk) ln(varlık)

Bağımlı Değişken: Tobin's Q				
Açıklayıcı Değişkenler	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
PWOMEN	-0.183685	0.711386	-0.258208	0.7964
PBAGIMSIZ	0.616834	0.362458	1.701808	0.0897*
PYABANCI	1.536092	0.654287	2.347734	0.0195**
LNYSK	1.224016	0.348535	3.511889	0.0005***
LNVARLIK	-0.940078	0.126203	-7.448942	0.0000***
SABIT	18.87857	2.673282	7.061946	0.0000***
R-kare	0.662431			
Düzeltilmiş R-kare	0.589902			
Prob (F-istatistiği)	0.000000			
Hausman Test Sonuçları				
Test Summary	Chi-Sq. Statistics	Chi-Sq. d.f.	Prob.	
Cross-section random	25.952001	5	0.0001***	

* < 0.10, ** < 0.05, *** < 0.01 temsil etmektedir.

Tabloda panel veri analizi sonuçları yer almaktadır. Modelin F-istatistiği ve düzeltilmiş R-kare değerleri incelendiğinde kurulan modelin anlamlı olduğu görülmektedir. Sonuçlar, Tobin's Q ile ölçülen firma değeri ile yabancı üyelerin oranı ve bağımsız üyelerin oranı arasında pozitif ve istatistiksel olarak anlamlı bir ilişkinin olduğunu ortaya çıkarmıştır. Buna göre, yabancı üye sayısının artması ile yönetim kurulu bağımsızlığının artması firma değerini olumlu yönde etkilemektedir. Öte yandan, kadın üyelerin oranı ile firma değeri arasında istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki tespit edilememiştir.

5. TARTIŞMA

Panel veri analizi sonuçları, firma değeri ile yabancı üyelerin oranı arasında pozitif bir ilişkinin olduğunu ortaya çıkarmıştır. Bu sonuç, Estélyi ve Nisar (2016), Doğan ve Topal (2016), Karayel ve Doğan'ın (2016) sonuçları ile paraleldir. Elde edilen bu sonuç, vekâlet teorisi ve kaynak bağımlılığı teorisini destekler niteliktedir. Yönetim kurulundaki yabancı üye oranının artması, firmanın farklı ülkelerin yasalarına ve kültürüne hâkim olmasını, farklı ülkelerdeki finansal ve politik durumlar hakkında bilgi sahibi olmasını, farklı ülkelerdeki fırsatları görebilmesini, farklı grupların ihtiyaçlarını anlamasını sağlayacaktır. Türk firmalarının yurtdışı operasyonlarındaki artış ve Türkiye'ye olan yabancı yatırımcı ilgisi de göz önünde bulundurulduğunda, yönetim kurullarında yabancı üyelerin varlığının gerek firmanın uluslararası yatırımları üzerinde gerekse yabancı yatırımcıların firmaya çekilmesi noktasında olumlu etkileri olacağı söylenebilir.

Bir diğer çeşitlilik ölçütü olan bağımsız üyelerin oranı ile firma değeri arasında da pozitif ve istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki tespit edilmiştir. Bu sonuç, Liu ve diğerleri (2015), Karayel ve Doğan (2016) ile Terjesen, Couto ve Francisco'nun (2016) sonuçları ile benzerlik göstermektedir. Türk iş dünyasındaki aile şirketlerinin egemenliği (hâkim hissedar) ve azınlık haklarını korumaya yönelik zayıf düzenlemeler göz önünde bulundurulduğunda bağımsız üyelerin yönetim kurulu kararlarında önemli bir rol üstlendikleri söylenebilir. Bu noktada, yönetim kurulundaki bağımsız üyelerin artması firmayı daha şeffaf ve güvenilir yapabilecektir. Daha şeffaf bir firma da mevcut yatırımcılarını koruyabilecek ve yeni yatırımcılar kazanabilecektir.

Bununla birlikte, kadın üyelerin oranı ile firma değeri arasında anlamlı bir ilişki tespit edilememiştir. Bu sonuç, Karayel ve Doğan'ın (2014) çalışması ile paralellik göstermektedir. Bu sonucun yönetim kurullarında yer alan kadın üyelerin yeterince aktif olmamasından veya kadınların yetki ve inisiyatif kullanımlarının yönetim kurullarında yer alan erkeklerle eş düzey olmamasından kaynaklanmış olacağı söylenebilir. Bu görüşü destekler şekilde, kadın üyelerin yönetim kurulunda alınacak kararlar üzerinde etkili olabilmeleri için kadın YK üyelerin varlığından ziyade kadın YK üyelerinin belli bir sayıda olmasının daha

önemli olduğunu ortaya koyan çalışmalar bulunmaktadır (Torchia, Calabro ve Huse, 2011; Liu, Wei ve Xie, 2014; Ahmed ve Ali, 2017). Örneğin, Campbell ve Minguez-Vera İspanyol firmaları için yönetim kurulunda sadece kadın üyelerin bulunmasının değil, kadın ve erkek YK üyeleri arasında bir dengenin kurulmasının daha önemli olduğu vurgulamaktadır. Türkiye’de yönetim kurullarının ortalama 9 üyeden oluştuğu, bununla birlikte yönetim kurullarında ortalama 1 kadın üyenin yer aldığı göz önünde bulundurulduğunda sonuçlar daha sağlıklı yorumlanabilecektir. Bu bilgiler ışığında, kadın üyelerin firma performansını etkileyebilmeleri için yönetimde daha fazla söz sahibi olması gerektiği söylenebilir. Bu noktada da SPK, bağımsız üyeler gibi kadın YK üyelerinin sayısı ile ilgili bir alt sınır belirleyebilir.

SONUÇ

Yönetim kurulu, pay sahipleri tarafından seçilen, bir firmayı en üst seviyede temsil eden stratejik karar alma ve yürütme organıdır. Firmanın başarısı büyük ölçüde yönetim kurulunun alacağı kararlara bağlıdır. YK yapısı ise yönetim kurulunun alacağı kararları etkilemekte ve firma değeri üzerinde etkili olmaktadır. Yönetim kurullarında çeşitlilik istenilen bir durumdur. Öyle ki firmada kararların bir birey tarafından alınması yerine farklı bakış açılarına sahip bir grubun firma adına karar almasının daha doğru olacağı düşünülmüş ve YK bir firmanın en yetkili merci olarak belirlenmiştir.

Bir firmanın en üst merci olan ve farklı bakış açılarına sahip olması istenen YK yapısının nasıl olması gerektiği ve YK yapısı ile firma değeri arasındaki ilişki farklı çalışmalarda araştırılmıştır. Ancak, bu çalışmalarda gelişmiş ekonomilere odaklanılmış, gelişmekte olan ülkeler ihmal edilmiştir. Gelişmiş ve gelişmekte olan ülkeler arasında yapısal farklılıklar bulunmaktadır. Örneğin, kurumsal yönetim kavramı gelişmekte olan ülkeler için görece olarak yeni bir kavramdır. Bununla birlikte, gelişmekte olan ülkelerde iş dünyası genellikle aile şirketleri ya da işletme gruplarının hâkimiyetindedir. Bu bağlamda, mülkiyetin geniş tabanlara yayıldığı gelişmiş ekonomilerin aksine gelişmekte olan ekonomilerde mülkiyet birkaç büyük ortağın elindedir. Bu durum, gelişmekte olan ülkelerdeki firmaların yönetim kurullarında da kendini göstermektedir. Daha açık bir ifadeyle, gelişmekte olan ekonomilerde faaliyet gösteren firmalarda YK üyeleri büyük ölçüde aile üyelerinden ve/veya bağlı firmaların yöneticilerden oluşmaktadır. Bunların yanı sıra, bu firmaların yönetim kurullarında yıllar itibarıyla köklü değişiklikler meydana gelmemiştir. Son olarak, gelişmekte olan ülke ekonomilerinde azınlık hissedarların korunması ile ilgili yasal düzenlemeler gelişmiş ekonomilerdeki kadar güçlü değildir. Bütün bu durumlar gelişmekte olan ekonomilerde asil-vekil arasındaki çıkar çatışması yerine asil-asil çatışmasının daha baskın olmasına neden olmaktadır. Bu farklılıklar dikkate alındığında, bahsi edilen durumlar, YK çeşitliliğinin firma üzerindeki etkilerinin gelişmekte olan ülke ekonomileri için araştırılmasını önemli hale getirmektedir. Bu noktada, mevcut çalışmada, YK çeşitliliği ile firma değeri arasındaki ilişki Türkiye’de faaliyet gösteren firmalar için araştırılmıştır. Ülkemizde yapılan çalışmalar incelendiğinde YK çeşitliliği ile ilgili olarak daha çok cinsiyet çeşitliliğine odaklanıldığı görülmektedir. Bu çalışmada ise YK çeşitliliğinin ölçümünde kadın üyelerin yanı sıra, bağımsız üyeler ile yabancı üyeler dikkate alınmıştır.

Çalışma sonucunda, firma değeri ile bağımsız üyelerin oranı ve yabancı üyelerin oranı arasında pozitif ve istatistiksel açıdan anlamlı bir ilişki tespit edilirken, kadın üyelerin oranı ile firma değeri arasında anlamlı bir ilişki bulunamamıştır. Bu sonuçlar göz önünde bulundurulduğunda, bağımsız ve yabancı üyelerin firma değeri üzerinde olumlu yönde etkilediği, bununla birlikte yönetim kurulundaki kadın üyelerin firma değeri üzerinde belirgin bir etkisinin olmadığı söylenebilir.

Son olarak her çalışma gibi, bu çalışmada da bazı sınırlılıklar bulunmaktadır. Örneğin, firma değerinin tespiti için ihtiyaç duyulan özsermayenin piyasa değerinin hesaplanmasında hisse senedi fiyatlarına ihtiyaç duyulmaktadır. Hisse senedi fiyat bilgisi ise halka açık firmalar için mevcuttur. Buna bağlı olarak çalışmanın örneklemini halka açık firmalar ile sınırlandırılmıştır ve elde edilen sonuçların da bu çerçevede yorumlanması gerekmektedir. Ayrıca firma değeri ölçütü olarak Tobin’s Q yerine başka ölçütler kullanılmasının çalışmanın sonuçlarını farklılaştırabileceği de göz önünde bulundurulmalıdır.

Bu çalışmada, Türkiye’de faaliyet gösteren firmalar için YK çeşitliliği ve firma değeri ilişkisi analiz edilerek, anılan ilişki gelişmekte olan ülke bağlamının yaratacağı farklılıklar göz önünde bulundurularak incelenmiştir. Gelecekte yapılacak çalışmalarda çeşitlilik ile ilgili olarak eğitim durumu, mesleki tecrübe gibi

değişkenlerin dikkate alınması önerilebilir. Bunun yanı sıra, YK yapısı ile firma değeri ilişkisini etkileyebilecek komite sayısı, yönetim kurulu toplantılarının sayısı gibi aracı değişkenlerin de dikkate alındığı ve farklı ekonometrik yöntemlerle daha geniş bir analiz periyodunda araştırma yapılmasının firma yöneticilerine, hissedarlara ve politika yapıcılara faydalı olacağı söylenebilir.

KAYNAKLAR

- ADAMS, R. B., FERREIRA, D. (2004) Gender diversity in the boardroom. European Corporate Governance Institute. *Finance Working Paper*, 57/2004.
- ADAMS, R. B., FERREIRA, D. (2009). Women in the boardroom and their impact on governance and performance. *Journal of Financial Economics*, 94(2), 291-309.
- AHMED, A., ALI, S. (2017). Boardroom gender diversity and stock liquidity: Evidence from Australia. *Journal of Contemporary Accounting & Economics*, 13(2), 148-165.
- ATILGAN, Ö. (2017). Yönetim kurulu büyüklüğü, bağımsız üye oranı ve kadın üye oranı ile finansal performans ilişkisi. *Dokuz Eylül Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 32(2), 315-354.
- BOOK, E. W. (2000). *Why the best man for the job is a woman: The unique female qualities of leadership*. NewYork: Harper Business.
- CALLEN, J. L., KLEIN, A., TINKELMAN, D. (2003). Board composition, committees, and organizational efficiency: The case of nonprofits. *Nonprofit and Voluntary Sector Quarterly*, 32(4), 493-520.
- CAMPBELL, K., MÍNGUEZ-VERA, A. (2008). Gender diversity in the boardroom and firm financial performance. *Journal of Business Ethics*, 83(3), 435-451.
- CARTER, D. A., D' SOUZA, F., SIMKINS, B. J., 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.
- CHUNG, K. H., PRUITT, S. W. (1994). A simple approximation of Tobin's Q. *Financial Management*, 70-74.
- CONYON, M. J., HE, L. (2017). Firm performance and boardroom gender diversity: A quantile regression approach. *Journal of Business Research*, 79, 198-211.
- ÇOLAKOĞLU, E., ERYILMAZ, M. (2017). Yönetim kurulu çeşitliliği ve kurumsal sosyal sorumluluk faaliyetleri ilişkisi üzerine bir yazın taraması. *Route Educational and Social Science Journal*, 4(8), 125-135.
- DAILY, C. M., DALTON, D. R. (2003). Women in the boardroom: A business imperative. *Journal of Business Strategy*, 24(5), 8-10.
- DARMADI, S. (2011). Board diversity and firm performance: The Indonesian evidence. *Corporate Ownership and Control Journal*, 8(2), 450-466.
- DOĞAN, M. (2018). Kadın yönetim kurulu üye sayısının finansal performans üzerinde etkisi: Literatür taraması. *International Journal*, 1(2), 132-141.
- DOĞAN, M., TOPAL, Y. (2016). Yönetim kurulundaki yabancı üye sayısının ve yabancı sahipliğinin finansal performans üzerindeki etkisi. *Ege Academic Review*, 16(1), 31-48.
- EAGLY, A. H., JOHANNESSEN- SCHMIDT, M. C. (2001). The leadership styles of women and men. *Journal of Social Issues*, 57(4), 781-797.
- ERHARDT, N. L., WERBEL, J. D., SHRADER, C. B. (2003). Board of director diversity and firm financial performance. *Corporate Governance: An International Review*, 11(2), 102-111.
- ESTÉLYI, K. S., NISAR, T. M. (2016). Diverse boards: Why do firms get foreign nationals on their boards?. *Journal of Corporate Finance*, 39, 174-192.
- FRANCOEUR, C., LABELLE, R., SINCLAIR-DESGAGNÉ, B. (2008). Gender diversity in corporate governance and top management. *Journal of Business Ethics*, 81(1), 83-95.
- FRIJNS, B., DODD, O., CIMEROVA, H. (2016). The impact of cultural diversity in corporate boards on firm performance. *Journal of Corporate Finance*, 41, 521-541.
- GARG, A. K. (2007). Influence of board size and independence on firm performance: A study of Indian companies. *Vikalpa*, 32(3), 39-60.
- HAFSI, T., TURGUT, G. (2013). Boardroom diversity and its effect on social performance: Conceptualization and empirical evidence. *Journal of Business Ethics*, 112(3), 463-479.
- HILLMAN, A. J., SHROPSHIRE, C., CANNELLA, A. A. (2007). Organizational predictors of women on corporate boards. *Academy of Management Journal*, 50(4), 941-952.
- HUSE, M. (2007). *Boards, governance and value creation: The human side of corporate governance*. Cambridge University Press.
- İLHAN-NAS, T., ÇARKCI, A. (2016). Yönetim güçlendirmenin firmanın finansal performansı ve risk alma davranışı üzerindeki etkisi. *METU Studies in Development*, 42(3), 355-409.

- İLHAN-NAS, T., OKAN, T., TATOGLU, E., DEMİRBAĞ, M., & GLAISTER, K. W. (2018). The effects of ownership concentration and institutional distance on the foreign entry ownership strategy of Turkish MNEs. *Journal of Business Research*, 93, 173-183.
- İLHAN-NAS, T., OKAN, T., TATOGLU, E., DEMİRBAĞ, M., WOOD, G., & GLAISTER, K. W. (2018). Board composition, family ownership, institutional distance and the foreign equity ownership strategies of Turkish MNEs. *Journal of World Business*, 53(6), 862-879.
- KANG, H., CHENG, M., GRAY, S. J. (2007). Corporate governance and board composition: Diversity and independence of Australian boards. *Corporate Governance*, 15(2), 194-207.
- KARAYEL, M., DOĞAN, M. (2016). Board composition and firm performance: Evidence from BIST 100 companies in Turkey, *Annals of "Dunarea de Jos" University of Galati Fascicle I. Economics and Applied Informatics*, 2, 33-40
- KARAYEL, M., DOĞAN, Ö. G. M. (2014). Yönetim kurulunda cinsiyet çeşitliliği ve finansal performans ilişkisi: BIST 100 şirketlerinde bir araştırma. *Süleyman Demirel Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 19(2), 75-88.
- KOERNIADI H., TOURANI-RAD A. (2012). Does board independence matter? Evidence from New Zealand. *Australasian Accounting, Business and Finance Journal*, 6(2), 3-18.
- LAM T. Y., LEE S. K. (2008). CEO duality and firm performance: Evidence from Hong Kong. *Corporate Governance: The International Journal Business in Society*, 8(3), 299-316.
- LERNER, M., ALMOR, T. (2002). Relationships among strategic capabilities and the performance of women- owned small ventures. *Journal of Small Business Management*, 40(2), 109-125.
- LEVIN A., LIN C. F., CHU C. S. J. (2002). Unit root tests in panel data: Asymptotic and finite-sample properties. *Journal of Econometrics*, 108(1), 1-24.
- LINS, K. V. (2003). Equity ownership and firm value in emerging markets. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 38(1), 159-184.
- LIU, Y., MILETKOV, M. K., WEI, Z., YANG, T. (2015). Board independence and firm performance in China. *Journal of Corporate Finance*, 30, 223-244.
- LIU, Y., WEI, Z., XIE, F. (2014). Do women directors improve firm performance in China?. *Journal of Corporate Finance*, 28, 169-184.
- LUCKERATH-ROVERS, M. (2013). Women on boards and firm performance. *Journal of Management & Governance*, 17(2), 491-509.
- MARINOVA, J., PLANTENGA, J., REMERY, C. (2016). Gender diversity and firm performance: evidence from Dutch and Danish boardrooms. *The International Journal of Human Resource Management*, 27(15), 1777-1790.
- MASULIS, R. W., WANG, C., XIE, F. (2012). Globalizing the boardroom-The effects of foreign directors on corporate governance and firm performance. *Journal of Accounting and Economics*, 53(3), 527-554.
- MILLER, T., DEL CARMEN TRIANA, M. (2009). Demographic diversity in the boardroom: Mediators of the board diversity-Firm performance relationship. *Journal of Management Studies*, 46(5), 755-786.
- MILLIKEN, F. J., BARTEL, C. A., KURTZBERG, T. R. (2003). Diversity and creativity in work groups: A dynamic perspective on the affective and cognitive processes that link diversity and performance. *Group Creativity: Innovation Through Collaboration*, 32-62.
- O'CONNELL, V., CRAMER, N. (2010). The relationship between firm performance and board characteristics in Ireland. *European Management Journal*, 28(5), 387-399.
- OCAK, M. (2013). Yönetim kurulu ve üst yönetimde yer alan kadınların finansal performansa etkisi: Türkiye'ye ilişkin bulgular. *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, (60), 107-126.
- OECD (2006). *Corporate governance in Turkey: A pilot study*, OECD, Paris.
- OKAN, T., SARI, S., İLHAN-NAS, T. (2014). Yönetim kurulu yapısı ile finansal performans arasındaki ilişkide uluslararası çeşitlenmenin aracılık etkisi. *İ. Ü. İşletme Fakültesi İşletme İktisadi Enstitüsü Yönetim Dergisi*, 25(77), 39-78.
- OTLUOĞLU E., SARI E.S., OTLUOĞLU Ö. Ç. (2016). Yönetim kurulu çeşitliliğinin finansal performansa etkisi: BIST 100 üzerinde bir araştırma. *Uluslararası Sosyal Araştırmalar Dergisi*, 9(46),749-758.
- PEARCE J. A., ZAHRA S. A. (1992). Board composition from a strategic contingency perspective. *Journal of Management Studies*, 29, 411-438.
- PFEFFER, J. (1972). Size and composition of corporate boards of directors. *Administrative Science Quarterly*, 17, 218-229.

- PFEFFER, J. (1973). Size, composition, and function of hospital boards of directors: A study of organization environment linkage. *Administrative Science Quarterly*, 18, 349-364.
- PFEFFER, J., SALANCIK, G. R. (1978). The external control of organizations: A resource dependence perspective. New York, NY: Harper & Row, Publishers, Inc.
- RASHID, A. (2018). Board independence and firm performance: Evidence from Bangladesh. *Future Business Journal*, 4(1), 34-49.
- RESMİ GAZETE (2014), *Kurumsal Yönetim Tebliği*, 18 Ağustos 2016 tarihinde <http://www.resmigazete.gov.tr/eskiler/2014/01/20140103-3.htm?submenuheader=null> adresinden alındı.
- ROBERGE, M. É., VAN DICK, R. (2010). Recognizing the benefits of diversity: When and how does diversity increase group performance?. *Human Resource Management Review*, 20(4), 295-308.
- ROSE, C. (2007). Does female board representation influence firm performance? The Danish evidence. *Corporate Governance: An International Review*, 15(2), 404-413.
- ROSENER, J. B. (1995). America's competitive secret: Utilizing women as management strategy. *New York: Oxford University Press*.
- SELEKLER-GÖKŞEN, N. N., YILDIRIM-ÖKTEM, Ö. (2009). Countervailing institutional forces: Corporate governance in Turkish family business groups. *Journal of Management & Governance*, 13(3), 193-213.
- SELEKLER-GÖKŞEN, N., YILDIRIM-ÖKTEM, Ö. (2008). The impact of board characteristics on the internationalization of business group affiliates. *Bogazici Journal, Review of Social, Economic and Administrative Studies*, 22(1+2), 53-71.
- SMITH, N., SMITH, V., VERNER, M. (2006). Do women in top management affect firm performance? A panel study of 2,500 Danish firms. *International Journal of Productivity and Performance Management*, 55(7), 569-593.
- TERJESEN, S., COUTO, E. B., FRANCISCO, P. M. (2016). Does the presence of independent and female directors impact firm performance? A multi-country study of board diversity. *Journal of Management & Governance*, 20(3), 447-483.
- TERJESEN, S., SEALY, R., SINGH, V. (2009). Women directors on corporate boards: A review and research agenda. *Corporate Governance: An International Review*, 17(3), 320-337.
- TORCIA, M., CALABRÒ, A., HUSE, M. (2011). Women directors on corporate boards: From tokenism to critical mass. *Journal of Business Ethics*, 102(2), 299-317.
- TÜSİAD (2002). *Kurumsal yönetim en iyi uygulama kodu: Yönetim kurulunu yapısı ve işleyişi*, TÜSİAD, İstanbul.
- ÜSDİKEN, B., YILDIRIM-ÖKTEM, Ö. (2008). Kurumsal ortamda değişim ve büyük aile holdingleri bünyesindeki şirketlerin yönetim kurullarında 'icrada görevli olmayan' ve 'bağımsız' üyeler. *Amme İdaresi Dergisi*, 41(1), 43-71.
- VAN KNIPPENBERG, D., DE DREU, C. K., HOMAN, A. C. (2004). Work group diversity and group performance: An integrative model and research agenda. *Journal of Applied Psychology*, 89(6), 1008-1022.
- WIERSEMA, M. F., BANTEL, K. A. (1992). Top management team demography and corporate strategic change. *Academy of Management Journal*, 35(1), 91-121.
- WILLIAMS, K. Y., O'REILLY III, C. A. (1998). Demography and diversity in organisations: A review of 40 years of research. *Research in Organizational Behavior*, 20, 77-140.
- WORLD ECONOMIC FORUM, *The Global Competitiveness Report 2017-2018*, 07 Aralık 2018 tarihinde <http://www3.weforum.org/docs/GCR2017-2018/05FullReport/TheGlobalCompetitivenessReport2017-2018.pdf> adresinden alındı.
- YAĞLI, İ., ŞİMŞEK, B. (2017). Meta-analytic review of the relation between board globalization and firm performance. *Financial Studies*, 2, 31-55.