



Yönetim Kurulu Büyüklüğü ile Finansal Performans Arasındaki İlişkiye Yönelik Literatür Taraması*

Mesut DOĞAN¹, Yusuf TOPAL²

ÖZ

Şirket yönetim kurullarının mercek altına alınması, kurumsal yönetimin finansal boyutunu ilk kez ortaya koyan Cadbury (1992) raporu ile gerçekleşmiştir. Bu alandaki akademik çalışmalar aynı dönemde Hermalin ve Weisbach (1991)'in çalışmaları ile hız kazanmıştır. Bu çalışmanın amacı ulusal ve uluslararası literatürde yönetim kurulu üye sayısı ile muhasebe ve piyasa esaslı performans göstergeleri arasındaki ilişkiyi inceleyen ampirik araştırmaları irdelemektir. Bu amaçla 1990'lı yılların başından günümüze kadar yapılmış olan bütün çalışmalar sistematik bir şekilde incelenerek sınıflandırılmıştır. Yapılan çalışmaların önemli bir bölümünde yönetim kurulu büyüklüğü artışı ile finansal performans arasında negatif ilişkiler tespit edilmiştir.

Anahtar Kelimeler: Yönetim Kurulu Büyüklüğü, Finansal Performans, Literatür Taraması

JEL Sınıflandırması: L25, L11

Relationship between the Board Size and Financial Performance: Literature Review

ABSTRACT

The Cadbury Report (1992), a pioneer in outlining the financial aspects of corporate governance, was the first to put the spotlight on corporate boards of directors. Around the same time, academic work started to gain impetus with the Hermalin and Weisbach (1991) study. The aim of this study is to examine the relationship between the number of members of the board of directors with accounting and market-based performance indicators empirical research in the national and international literature. For this purpose, all studies conducted in the early 1990s up to the present day are classified examined in a systematic way. A significant part of the board of directors of the studies indicated a negative relationship between financial performance.

Keywords: Board Size, Financial Performance, Literature Review

JEL Classification: L25, L11

Geliş Tarihi / Received: 08.12.2014 Kabul Tarihi / Accepted: 31.12.2014

1. GİRİŞ

Yönetim kurulu, genel kurulda pay sahiplerinin vermiş oldukları yetki doğrultusunda, mevzuat, esas sözleşme, şirket içi düzenlemeler ve politikalar çerçevesinde yetki ve sorumluluklarını kullanır ve şirketi temsil eder. Yönetim kurulu (YK) bir şirketin stratejik karar alma, temsil ve en üst seviyede yürütme organıdır. Yönetim kurulu kararlarını alırken ve bunları uygularken, şirketin piyasa değerinin mümkün olan en üst seviyeye çıkarılmasını hedefler. Yönetim kurulu bunun bilinci içerisinde şirket işlerini, pay sahiplerinin uzun vadeli ve istikrarlı bir

* Bu makale "Kurumsal Yönetim Uygulamalarının İşletmelerin Finansal Performansı Üzerine Etkileri: BIST'da İşlem Gören İmalat Sanayi İşletmeleri Üzerine Bir Uygulama" isimli yapılmakta olan doktora tezinden türetilmiştir.

¹ Öğr. Grv., Afyon Kocatepe Üniversitesi, Bayat MYO, İşletme Bölümü, mesutdogan@aku.edu.tr

² Doç. Dr., Afyon Kocatepe Üniversitesi İ.İ.B.F İşletme Bölümü Muhasebe-Finansman A.B.D., topal@aku.edu.tr

kazanç sağlmasını temin edecek şekilde yürütür. Bunu yaparken, pay sahipleri ile şirketin büyüme gereği arasındaki hassas dengenin de bozulmamasına özen gösterir (SPK, 2014: 24).

Yönetim kurulları, temel kurumsal yönetim mekanizmaları arasında yer almaktadır. Değer yaratma amacıyla şirketi yönlendiren yönetim kurulu üyeleri ile iç ve dış aktörler arasında etkileşimi kurumsal yönetim olarak tanımlanmaktadır. Bu yüzden yönetim kurulunun etkinliği şirkete değer yaratma ile yakından ilişkilidir (Huse, 2004: 392). Bununla birlikte zayıf bir kurumsal yönetim etkisiz bir yönetim kurulunun bir ürünü olarak görülür. Çok sayıda kurumsal yönetim reform savunucuları yönetim kurulunun ve sahiplik yapısının kurumsal yönetim uygulamalarını ve finansal performansı artıracak sıklıkla tartışmışlardır (Anne ve Williams, 2003: 466).

Kurumsal yönetim genel olarak işletmelerin performanslarını, etkinliklerini ve verimliliklerini en üst düzeye ulaşmasına yardımcı olması beklenen mekanizmalar bütünüdür. Bununla birlikte, işletmelerin faaliyetleri ile ilgili kararlarında göz önünde bulundurmaları gereken düzenlemeleri ve kuralları ayrıntılı bir şekilde açıklayan ve hissedarların hak ve sorumluluklarını ortaya koyan bir kontrol ve yönetim sistemi olarak da ifade edilmektedir (Akdoğan ve Boyacıoğlu, 2010: 12). Yönetim kurulu ise etkinliğinin en üst düzeyde olmasını ve her türlü çıkar çatışmasından ve etkiden uzak, karar alma, yürütme ve temsil görevlerini bağımsız bir şekilde yerine getirmesini sağlayacak biçimde oluşturulur. Yönetim kurulu üyelerinin yetenek, beceri ve deneyim düzeyleri ile bağımsızlık derecesi, yönetim kurulunun performans düzeyini ve başarısını belirlemede ve şirketin hedefe ulaşmadaki başarısını doğrudan etkilemektedir (SPK, 2014: 24).

Şirket yönetim kurullarının mercek altına alınması, kurumsal yönetimin finansal boyutunu ilk kez ortaya koyan Cadbury (1992) raporu ile gerçekleşmiştir. Bu alandaki akademik çalışmalar aynı dönemde Hermalin ve Weisbach (1991)'ın çalışmaları ile hız kazanmıştır. Bu iki çalışmanın yapıldığı günden bugüne kadar olan dönemde ise; yönetim kurullarının yapısı, üye sayısı, yönetim kurulu başkanı ve icra başkanı ayrımı ve bağımsız üye sayısı gibi değişkenlerle ilgili pek çok gelişmiş ve gelişmekte olan piyasalar için yapılan çalışmalar mevcuttur.

Bu çalışmanın amacı ulusal ve uluslararası literatürde yönetim kurulu üye sayısı ile muhasebe ve piyasa esaslı performans göstergeleri arasındaki ilişkiyi inceleyen ampirik araştırmaları irdelemektir. Bu amaçla 1990'lı yılların başından günümüze kadar yapılmış olan bütün çalışmalar sistematik bir şekilde özetlenmiştir. Konuya ilişkin ulusal ve uluslararası literatür taramasında benzer bir araştırmaya rastlanılmamıştır. Bu yüzden çalışma oldukça önemlidir. Ayrıca bu çalışma ile yapılacak literatür taraması; araştırmacılara, finansal düzenleyicilere ve şirketlerin üst yönetimine önemli derecede katkı sağlayacaktır. Yönetim kurulu büyüklüğünün performans üzerindeki etkisi ülkelere göre farklılıklar göstermesi açısından da araştırmacılara kurumsal yönetim reformlarına odaklanan üst yönetime katkıda bulunacaktır.

2. YÖNETİM KURULU ÜYE SAYISININ BELİRLENMESİ VE İLGİLİ TEORİLER

Yönetim kurulu üyeliğine prensip olarak, yüksek bilgi ve beceri düzeyine sahip, nitelikli, belli bir tecrübe ve geçmişe sahip olan kişiler aday gösterilir ve seçilir. Buna ilişkin genel esaslar şirket esas sözleşmesinde yer alır. Yönetim kurulu üye sayısı ise yönetim kurulu üyelerinin verimli ve yapıcı çalışmalar yapmalarına, hızlı ve rasyonel kararlar almalarına ve komitelerin oluşumu ve çalışmalarını etkin bir şekilde organize etmelerine olanak sağlayacak şekilde belirlenir (SPK, 2014: 30).

İşletmelerin yönetim kurulu optimal üye sayısının ne olması gerektiği konusunda bir ortak görüş yoktur. Yapılmış olan araştırmalarda yönetim kurulu büyüklüğünün işletmeye ve hissedarlara özgü faktörler tarafından değiştiği görülmektedir. Yönetim kurulu büyüklüğü konusunda en önemli

faktör ise işletme büyüklüğüdür. Bunların dışında firma yaşı, kaldıraç oranı, nakit akımları, araştırma geliştirme giderleri, hisse senedi getirileri, Ceo duality (ikilik), Ceo deneyimi gibi faktörler de yönetim kurulu büyüklüğünü belirlemektedir.

Yönetim kurulu büyüklüğü (YKB) ile ilgili yapılmış olan araştırmalar incelendiğinde üç temel teori ile karşılaşılmaktadır. Bu teoriler; Vekâlet Teorisi, Temsil Teorisi ve Kaynak Bağımlılığı Teorisi'dir. Vekâlet teorisi, büyük organizasyonların, firmanın faaliyetlerini gözetlemek ve denetlemek için daha çok sayıda üyeye ihtiyaç duyduğunu ifade etmiş, kaynak bağımlılığı teorisi benzer şekilde, büyük firmaların daha fazla kaynağa ihtiyacı olacağından, bu kaynaklara ulaşmak için daha fazla üyeye sahip olması gerektiğini vurgulamıştır. Vekâlet teorisi açısından fazla üye yönetim kararlarını inceleyeceğinden, vekâlet problemlerine karşı tedbirli olamayabileceklerdir. Bu nedenle vekâlet teorisyenleri üye sayısına bir sınırlama getirilmesi gerektiğini savunmuşlardır. Kaynak bağımlılığı teorisi açısından ise üye sayısı fazla olan kurullar, daha fazla bağlantı sağlayacağından ve böylelikle kaynaklara ulaşmanın daha kolay olacağını öne sürerek firmanın performansını artıracığından bahsetmiştir. Temsil teorisi açısından bağımlı üye sayısı önem arz etmektedir çünkü bağımlı üyelerin kurul kararlarını etkileyebilecek üstün bilgilere sahip olduğu varsayılmaktadır. Temsil teorisinde yöneticiler, vekâlet teorisinde yer aldığı gibi kendi ekonomik çıkarlarını gözetmek yerine, şirketin bir hizmetkârı gibi davranırlar (Ekşi, 2009: 133).

Yönetim kurulu büyüklüğü ile firma performansı arasındaki ilişkiyi inceleyen araştırmacılar, yönetim kurulu üyesi daha az olması halinde yüksek bir üyelik koordinasyonuna, daha az iletişim problemlerine neden olacağını ve daha etkili denetleyicilere sahip olacaklarını belirtmişlerdir. Daha büyük yönetim kurulu olan firmalarda, bireysel olarak her bir yönetim kuruluna düşen görev daha az olduğu için, yönetimi denetleme sorumluluğunun daha fazla yayılmış olması beklenir. Buna karşın daha az sayıda yönetim kurullarında her bir yönetim kurulu üyesinin yönetim kurulunun mali raporlarının ve ilgili açıklamalarının yeterliliğinin denetimi için bireysel sorumluluğu alma olasılığı daha fazla olacaktır. Az sayıda YK (yönetim kurulu) üyesine sahip olan firmaların, kontrol rollerini daha iyi icra etmelerinden dolayı, daha etkin ve kârlı olduğuna inanılmaktadır (Jensen ve Meckling, 1976). Bununla birlikte daha az sayıda yönetim kurulu daha az bürokratik problemlere neden olabilir ve daha küçük bir yönetim kurulu daha iyi finansal raporlama denetimi sağlayabilir (Ahmed, Hossain ve Adams, 2006: 421). Buna karşın YK üye sayısının artmasının firmalara çeşitli konularda avantaj sağlamaktadır. Daha büyük yönetim kurullarının olması yönetsel anlamda baskı altına alınmasını zorlaştırmaktadır. Ayrıca birçok yazar; YK sayısının fazla olmasının bilgi, tecrübe ve daha iyi tavsiye anlamını taşıyacağını ifade etmişlerdir.

3. YÖNETİM KURULU ÜYE SAYISININ İŞLETMENİN FİNANSAL PERFORMANSINA ETKİSİ

Yönetim kurulu büyüklüğü ile finansal performans arasındaki ilişkiyi inceleyen araştırmalarda bağımlı değişken olarak muhasebe ve piyasa esaslı finansal performans göstergeleri kullanılmıştır. Bunlardan birincisi muhasebe esaslı finansal performans göstergeleri olan Varlık Karlılığı (ROA) ve Öz Sermaye karlılığı (ROE)'dir. İkincisi ise piyasa esaslı göstergelerden biri olan Tobin's q performans ölçütüdür.

Yönetim kurulu (YK) büyüklüğünün firma performansı üzerindeki etkisini ölçen ampirik çalışmalar incelendiğinde farklı sonuçların tespit edildiği görülmektedir. Bhagat ve Black (2002), Kiel ve Nicholson (2003), Chen vd. (2005), Beiner vd. (2006), Kyereboah-Coleman (2007), Larmou ve Vafeas (2009), Elsayed (2011), Saravanan (2012), Kim (2013), Swastika (2013) gibi yazarlar yönetim kurulu büyüklüğü ile firma performansı arasındaki ilişkiyi incelemişler ve çalışmalarının sonucunda pozitif bir ilişki tespit etmişlerdir. Buna karşın Yermack (1996), Barnhart ve Rosenstein (1998), Carter vd. (2003), Lasfer (2004), Mak ve Kusnadi (2005), Haniffa ve Hudaib

(2006), Cornett vd. (2007), Cheng (2008), Guest (2009), O'Connell ve Cramer (2010), Uchida (2011), Obradovich ve Gill (2013), Vo ve Phan (2013), Samuel (2013) ise negatif bir ilişki elde etmişlerdir. Bhagat ve Black (2002), Ehikioya (2009), Rashid vd. (2010) ise yönetim kurulu büyüklüğü ile firma performansı arasında karma (pozitif ve negatif) sonuçlar bulmuşlardır. Bu çalışmaların dışında Tian ve Lau (2001), Oxelheim ve Randøy (2003), Bozec (2005), Cornett vd. (2007), Yu (2008), Lefort ve Urzúa (2008), Lückerath-Rovers (2010), Ghabayen (2012), Horváth ve Spirollari (2012), Priya ve Nimalathasan (2013), Kumar ve Singh (2013) yönetim kurulu büyüklüğünün firma performansı üzerinde etkisinin olmadığını savunmuşlardır. Tüm bu sonuçlar, yönetim kurulu üye sayısının firmaların finansal performansı üzerinde etkisinin tam olarak bilinmemesine neden olmuş ve konuya olan ilgi artmaya başlamıştır.

3.1. Yönetim Kurulu Büyüklüğünün Artmasının Finansal Performansa Olumsuz Etkisi

Kurumsal yönetim ile firma performansı arasındaki ilişkiyi inceleyen birçok çalışma mevcuttur. Bu çalışmalardan önemli bir kısmı kurumsal yönetimin diğer boyutu olan yönetim kurulu büyüklüğünün firma performansı üzerindeki etkisini tespit etmeye yönelik çalışmalardır. Fama ve Jensen (1983) yönetim kurulu üye sayısının artması halinde firmanın karar alma süreçlerinin daha yavaş olduğunu, problemlerin geçiştirildiği bu durumda firma değerinin ve etkinliğinin azalmasına neden olduğunu savunmuşlardır. Yönetim kurulu büyüklüğü ile firma performansı arasındaki ilişkiyi ampirik olarak ölçmeye yönelik Lipton ve Lorsch (1992) ile Jensen (1993) yaptıkları araştırmalarında “yönetim kurulu üye sayısının fazla olması halinde firmaların karar alma süreçlerinin yavaşladığını ve bu durumun firmalarda iletişim problemlerine sebep olduğunu ve firma performansını olumsuz yönde etkilediğini” savunmuşlardır. Lipton ve Lorsch (1992) ile Jensen (1993) referans alarak gerçekleştirdiği araştırmasında Yermack (1996) 1984–1991 yılları arasında faaliyette bulunan 452 ABD firması üzerine yapmış olduğu araştırmasında yönetim kurulu üye sayısının firmaların muhasebe ve piyasa esaslı performansları üzerindeki etkisini incelemiştir. Analiz sonuçlarında Lipton ve Lorsch (1992) ile Jensen (1993) tutarlı biçimde yönetim kurulu üye sayısı ile Tobin's q ve Varlık Karlılığı arasında negatif bir ilişkinin varlığını ortaya koymuştur. Benzer şekilde Finlandiya firmaları üzerine yaptıkları ve 1992-1994 yıllarını kapsayan ve 879 firma verisi kullandıkları araştırmalarında Eisenberg, Sundgren ve Wells (1998) yönetim kurulu büyüklüğü ile firma performansı arasındaki ilişkiyi incelemiştir. Yapılan analiz sonucunda yönetim kurulu büyüklüğü ile ROA arasında negatif bir ilişki belirlenmiştir. Bununla birlikte yazarlar eğer ideal bir yönetim kurulu büyüklüğü varsa, bu ideal yönetim kurulu büyüklüğünün firma büyüklüğüne bağlı olarak değişeceğini belirtmişlerdir. Ayrıca yazarlar yukarıda bahsi geçen araştırmalarda olduğu gibi elde ettikleri bulguları yönetim kurulu (YK) üye sayısı fazla olan firmalarda iletişim ve koordinasyon sorunları olabileceği şeklinde yorumlamışlardır.

Conyon ve Peck (1998) beş Avrupa ülkesi (Danimarka, Fransa, Hollanda, İngiltere, İtalya) üzerine yaptıkları araştırmalarında yönetim kurulu yapısı ile firma performansı arasındaki ilişkiyi incelemiştir. Yazarlar çalışmalarında Avrupa ülkelerinde iki kurul yapısı olduğunu belirterek İngiltere ve İtalya'da üniter yapının olduğundan bahsetmişlerdir. Söz konusu ikili yapının Almanya modeli olduğunu Danimarka ve Hollanda'da uygulandığını ve Fransa'da ise ikili model yapısının uygulandığını belirtmişlerdir. 1992-1995 yıllarının verilerinden yararlanan Conyon ve Peck (1998) çalışmalarında araç değişkenler modeli (ADM) ve genelleştirilmiş doğrusal model (GDM) kullanılmıştır. Araştırmada Danimarka, Fransa, Hollanda, İngiltere, İtalya için sırasıyla 22, 60, 21, 31, 481 firma verisinden faydalanılmıştır. Ampirik analizler sonucunda Yermack (1996) tutarlı bir şekilde tüm ülkeler için yönetim kurulu büyüklüğü ile firma performansı arasında negatif ve zayıf ilişkiler tespit etmişlerdir. Barnhart ve Rosenstein (1998) ise 1990 yılında S&P 500 borsa endeksinde bulunan 321 Amerikan firması üzerine yaptıkları çalışmalarında yönetim kurulu yapısı ile piyasa performansı arasındaki ilişkiyi incelemiştir. Araştırmalarında en küçük kareler (EKK) ve üç aşamalı en küçük kareler (3EKK) yöntemi ile tanımlayıcı istatistiklere yer vermişlerdir. Analiz sonuçlarında yönetim kurulu üye sayısı az olanlar firmalar, fazla olan firmalara göre

Tobin's q oranı bakımından daha iyi bir performans gösterdiklerini belirlemişlerdir. Benzer şekilde Vafeas ve Theodorou (1998) ABD firmaları üzerine yaptıkları çalışmalarında yönetim kurulu yapısı ile firma performansı arasındaki ilişkiyi incelemişlerdir. 1994 yılına ait 307 firma verisinden yararlandığı çalışmada EKK yöntemi kullanmışlardır. Çalışma sonucunda yönetim kurulu büyüklüğü ile Tobin's q arasında negatif bir ilişki ortaya koymuşlardır. Dehaene, Vuyst ve Ooghe (2001), Belçika'da faaliyette bulunan firmaların yönetim kurulu üye sayısının getirilerini arttırmayacağını tespit etmişlerdir. Ancak bu durumun yönetim kurulu üye sayısının önemli olmadığı anlamına gelmeyeceğini, daha küçük bir yönetim kuruluna sahip olan firmaların karar almak için gerekli olan zamanın daha kısa olacağını ifade etmişlerdir.

Bhagat ve Black (2002) ABD'de 1985-1995 yılları arasında faaliyette bulunan 928 firmanın yönetim kurulu yapısı ile performansı arasındaki ilişkiyi ampirik olarak incelemiştir. Çalışmalarında EKK ve 3EKK yöntemini kullanmışlardır. Gerçekleştirilen analiz sonucunda 1988-1990 ve 1991-1993 dönemleri için yönetim kurulu büyüklüğü (YKB) ile Tobin's q arasında negatif bir ilişki bulmuşlardır. Ayrıca 1988-1990 dönemi için YKB ile ROA arasında negatif, buna karşın 1991-1993 dönemi için YKB ile ROA arasında pozitif bir ilişkinin varlığını ortaya koymuşlardır. Carter, Simkins ve Simpson (2003) Fortune 1000 firmalarında kurumsal yönetim ile Tobin's q arasındaki ilişkiyi araştırmışlardır. Çalışmada 797 firmanın 2005 yılına ait verilerle ele alınmıştır. İki aşamalı en küçük kareler (2EKK) yöntemi sonucunda YKB ile firma değeri arasında negatif ilişkiyi ortaya koymuşlardır. Lasfer (2004) İngiltere'de faaliyette bulunan 1424 firmanın yönetim kurulu üye sayısının firmaların finansal performans üzerindeki etkisini araştırmıştır. EKK yöntemi kullandığı çalışmasının neticesinde yönetim kurulu üye sayısı daha az olan firmaların, daha fazla olan firmalara göre finansal performanslarının daha yüksek olduğunu belirtmişlerdir. Söz konusu bu araştırmalar Jensen'in (1993) yılındaki çalışmasında ve vekâlet teorisinde vurgu yapıldığı gibi yönetim kurulu üye sayısında bir sınırlama getirilmesinden bahsetmişlerdir. Belirlenen sınırları aşan firmaların grup dinamikleri açısından çatışmalara yol açabileceğini ve firmanın finansal performansını azaltacağını savunmuşlardır.

Mak ve Kusnadi (2005) Singapur ve Malezya firmaları üzerine yaptıkları araştırmalarında yönetim kurulu büyüklüğünün firma değeri üzerindeki etkisini incelemişlerdir. 1999 ve 2000 yılında faaliyette bulunan 230 firmanın verilerinden yararlanan çalışmada EKK yönteminden yararlanılmıştır. Yapılan analiz sonucunda her iki ülke için de YKB ile firma değeri olarak kullanılan Tobin's q arasında ters bir ilişki bulmuşlardır. Benzer şekilde Andres, Azofra ve Lopez (2005) ise 10 OECD ülkeleri (Belçika, Kanada, İsviçre, Almanya, İspanya, Fransa, İngiltere, İtalya, Hollanda ve ABD) üzerine yaptıkları çalışmalarında yönetim kurulu yapısının firmaların finansal performansına etkisini ampirik olarak test etmişlerdir. Araştırmada 1996 yılına ait ve söz konusu ülkelerde faaliyet gösteren 450 firma verisinden yararlanılmışlardır. Ampirik analizler sonucunda YKB ile Tobin's q arasında negatif ve istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki; buna karşın YKB ile ROA arasında istatistiksel olarak doğrusal olmayan bir ilişki tespit etmişlerdir. Tüm bu sonuçlar Jensen (1993)'in araştırmasıyla tutarlı olduğu görülmektedir. Jensen (1993), yönetim kurulları daha az sayıda olması halinde firmaların finansal performanslarını geliştirmeye yardımcı olacağını ifade etmiştir. Ayrıca yönetim kurullarının yedi veya sekiz kişiden fazla olması halinde daha az etkili bir biçimde işlevlerini yerine getirdiklerini ve CEO açısından denetimin daha kolay olacağını belirtmektedir. Haniffa ve Hudaib (2006) ise 1996-2000 yılları arasında faaliyette bulunan 347 Malezya firması üzerine yapmış oldukları araştırmada yönetim kurulu yapısının performans üzerindeki etkisini incelemişlerdir. EKK yöntemi kullanıldığı çalışma neticesinde YKB ile Tobin's q arasında negatif; buna karşın YKB ile ROA arasında pozitif bir ilişki belirlenmiştir. Cheng, Evans ve Nagarajan (2008) ise 1984-1991 yılları arasında 350 ABD firması üzerine yaptıkları çalışmada yönetim kurulu büyüklüğü ile firma performansı arasındaki ilişkiyi araştırmışlardır. Ampirik analiz sonuçlarında YKB ile ROA ve Tobin's q arasında ters bir ilişki elde edilmiştir. Bu sonuçlar daha küçük yönetim kurullarının daha etkili olduklarını göstermektedir.

Lam ve Lee (2008) Hong Kong firmaları üzerine yaptıkları araştırmada ikilik uygulamasının firma performansı üzerindeki etkisini ölçmüşlerdir. 2003 yılı için 128 firma verisi ile korelasyon, regresyon ve T-testi yöntemlerinden yararlanılmıştır. Yapılan analiz sonucunda kontrol değişkeni olan yönetim kurulu üye sayısı arttıkça ROA'nın azaldığını belirlemişlerdir. Ancak YKB ile ROE ve Tobin's q arasında anlamlı olmayan sonuçlar tespit etmişlerdir. Benzer şekilde 1992–2001 yıllarını kapsayan ve ABD firmaları üzerine yapmış oldukları çalışmalarında Coles, Daniel ve Naveen (2008) YKB ile Tobin's q arasındaki ilişkiyi incelemişlerdir. Gerçekleştirilen analiz sonucunda YKB ile Tobin's q arasında negatif bir ilişki belirlenmiştir. Aynı yılda yaptığı çalışmasında Cheng (2008) S&P 1500 borsa endeksinde bulunan 1252 Amerikan şirketinin YKB ile firma performansı arasındaki ilişkiyi araştırmıştır. Analiz sonuçlarında YKB ile ROA ve Tobin's q arasında negatif bir ilişki ortaya konmuştur. Bennedsen, Kongsted ve Nielsen (2008) ise Danimarka'daki küçük ve ortak büyüklükteki firmalar üzerine yaptıkları araştırmada yönetim kurulu büyüklüğünün performans üzerindeki etkisini ampirik olarak test etmişlerdir. Gerçekleştirilen analizler sonucunda YKB ile ROA arasında anlamlı olmayan ilişkiler elde etmişlerdir. Ancak yönetim kurulu üye sayısı 7'den büyük olan firmalar için yönetim kurulu büyüklüğü ile ROA arasında negatif ve istatistiksel olarak anlamlı bir ilişkinin varlığını ortaya koymuşlardır. Bu bulgular sonucunda firmalar için ideal üye sayısını 3 ile 5 olarak belirlemişlerdir. Herman (1981), Harrison (1987) gibi yazarlar yönetim kurulu üye sayısının fazla olmasının firmanın stratejik karar almasına engel olduğunu savunmuşlardır. Yukarıda bahsi geçen yazarlar tarafından yapılan çalışmalarda da bu bulgular teyit edilmiştir.

Guest (2009) İngiltere'de 1981-2002 yılları arasında ortalama 125 firmanın yönetim kurulu büyüklüğünün performans üzerindeki etkisini ampirik olarak test etmiştir. Yapılan analizler sonucunda yönetim kurulu büyüklüğü ile Tobin's q, ROA ve hisse başına kazanç arasında negatif bir ilişki elde edilmiştir. Bununla birlikte yazar firmalar büyüdükçe, yönetim kurulu üye sayısının da arttığını belirlemiştir. Ayrıca yazar elde ettiği bulguları literatürle benzer bir şekilde büyük yönetim kurulları karar verme süreçlerini zayıflattığı ve iletişim problemlerine neden olduğu şeklinde yorumlamıştır. Bir yıl sonra yaptıkları çalışmada Rashid, Zoysa, Lodh ve Rudkin (2010) Bangladeş'te bulunan firmaların yönetim kurulu bileşenlerinin firma performansı üzerindeki etkisini tespit etmeyi amaçlamışlardır. 274 gözlemden oluşan çalışmada, 2005-2009 yıllarına ait verilerle çoklu regresyon ve korelasyon yöntemleri kullanılmıştır. Araştırmada firmaların yönetim kurulu üye sayısının artması ROA'yı olumsuz yönde etkilediği, buna karşın Tobin's q oranını ise olumlu yönde etkilediği sonucuna ulaşılmıştır. Yazarlar yönetim kurulu büyüklüğünün muhasebe ve piyasa esaslı performans göstergeleri üzerinde etkisinin farklı yönlerde olduğunu ileri sürmüşlerdir. Bir başka benzer çalışmada ise Ramdani ve Witteloostuijn (2010) 2001-2002 yıllarında Güney Kore, Tayland, Endonezya ve Malezya'da faaliyette bulunan toplam 313 firma için yönetim kurulu yapısı ile finansal performans arasındaki ilişkiyi araştırmışlardır. Regresyon modelleri sonucunda YKB ile ROA arasında negatif bir ilişki bulmuşlardır. İrlanda firmaları üzerine yaptıkları ve 2001 yılına ait 77 firma verisinden yararlandıkları araştırmalarında O'Connell ve Cramer (2010) ise yönetim kurulu özellikleri ile firma performansı arasındaki ilişkiyi incelemişlerdir. Tek aşamalı ve iki aşamalı en küçük kareler yöntemi kullanılan çalışma sonucunda YKB ile ROA ve Tobin's q arasında negatif ve istatistiksel anlamlı ilişkiler tespit etmişlerdir. Sonuç olarak yukarıda bahsi geçen çalışmalarda yazarlar yönetim kurulu büyüklüğünün artması firmanın etkinliğini azalttığını vurgulamışlardır.

Uchida (2011) Japonya'da 2002-2007 yıllarında faaliyette bulunan ortalama 775 firmada yönetim kurulu üye sayısı ile firma değeri arasındaki ilişkiyi tobit regresyon aracılığıyla ölçmeyi amaçlamıştır. Yapılan analiz sonucunda ROA ve Tobin's q ile yönetim kurulu üye sayısı arasında negatif ve istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki belirlemiştir. Benzer bir şekilde Gill ve Mathur (2011a) Kanada'da 2008-2010 yılları arasında Toronto Menkul Borsası imalat sektöründe faaliyet gösteren 91 firmada yönetim kurulu yapısı ile firma değeri arasındaki ilişkiyi ölçmek istemişlerdir. Çalışmada yönetim kurulu büyüklüğünün firma değerini ölçmek için kullanılan Tobin's q üzerinde

negatif etkisi olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Aynı yazarlar farklı araştırmasında Gill ve Mathur (2011b) aynı veri seti ile hizmet sektöründe faaliyet gösteren 75 firmada yönetim kurulu yapısı ile karlılık arasındaki ilişkiyi araştırmışlardır. Önceki çalışmaları ile tutarlı bir şekilde YKB ile karlılık arasında negatif bir ilişkiyi ortaya koymuşlardır. Tüm bu sonuçlar; yönetim kurulu üye sayısının artmasının karar alma ve bilgi süreçleri ile ilgili organizasyonel sorunları artırdığını savunan vekâlet teorisi ile tutarlı olduğu görülmektedir.

Wintoki, Linck ve Netter (2012) ABD firmalarını ele aldıkları çalışmalarında kurumsal yönetimin dinamiklerini içsellik bağlamında değerlendirmiştir. Geliştirilen modeller sonucunda yönetim kurulu büyüklüğünün ROA üzerinde negatif ve anlamlı bir etkisinin olduğu gözlemlenmiştir. Koerniadi ve Tourani-Rad (2012) çalışmalarında, Yeni Zelanda borsasına kayıtlı firmalar açısından yönetim kurulunun önemini ampirik olarak incelemiştir. Araştırma 2004-2006 döneminde 182 firmanın verilerinden yararlanılarak veri seti oluşturulmuş ve EKK ve 2EKK yöntemi kullanılmıştır. Analiz sonucunda YK üye sayısı az olan firmaların performanslarının yüksek, üye sayısı fazla olanların ise performanslarının düşük olduğu saptanmıştır. Reyna ve Encalada (2012) araştırmalarında, Meksika Borsası'na kayıtlı 83 firmanın ortaklık ve yönetim kurulu yapısının firma değeri üzerindeki etkisini ölçmek istemişlerdir. Ampirik analizler sonucunda hem büyüme fırsatı olan hem de olmayan firmalar açısından YKB ile Tobin's q arasında negatif ve anlamlı bir ilişki bulmuşlardır. Benzer şekilde Masulis, Wang ve Xie (2012) S&P 1500 borsa endeksinde bulunan ortalama 1109 firma açısından YK yapısının firma performansı üzerindeki etkisini 1998-2006 yıllarının verilerinden yararlanarak incelemiştir. Modelin tahmin sonuçlarına göre; yönetim kurulu üye sayısı ile Tobin's q arasında negatif ve anlamlı sonuçlar ortaya koymuşlardır. Ujunwa (2012) Nijerya firmaları üzerine yaptığı çalışmada yönetim kurulu özelliklerinin finansal performansı üzerindeki etkisi test etmiştir. Analizler sonucunda düşük performanslı firmaların yönetim kurulu üye sayısını azaltarak başarı yakalayabileceklerini savunmuşlardır. Obradovich ve Gill (2013) Newyork borsasında imalat ve hizmet sektöründe faaliyette bulunan şirketler üzerine yaptıkları araştırmalarında kurumsal yönetimin firma değeri üzerindeki etkisini incelemiştir. Çalışmada 2009-2011 yıllarına ait 333 firma verisi kullanılmıştır. Araştırma sonucunda hem imalat sanayide hem de hizmet sektörü firmaları için YKB ile firma değeri olarak kullanılan Tobin's q arasında negatif ve istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki elde edilmiştir. Tüm bu sonuçların nedenini yazarlar yönetim kurulu üye sayısının artmasının kurulun etkinliğini azaltmasına bağlamışlardır. Ayrıca yönetim kurulu üye sayısı artması halinde tüm fikir ve önerilerin ifade edilmesinin zor olacağını vurgulamışlardır. Bununla birlikte küçük yönetim kurulların yöneticiler ve hissedarlar arasındaki vekâlet çatışmasını azalttığını savunmuşlardır.

Wang, Tsai ve Lin (2013) Risk Metrics veri tabanından yararlanarak yönetim kurulu yapısının firma performansına etkisini araştırmışlardır. 1996-2006 yıllarının verileri ile toplam 2310 adetlik gözlem oluşturmuşlardır. Gerçekleştirilen analiz sonucunda YKB ile piyasa esaslı performans göstergesi olan Tobin's q arasında negatif ve istatistiksel olarak oldukça anlamlı ilişkilerin varlığını ortaya koymuşlardır. Samuel (2013) ise 2001-2010 yılları arasında Nijerya Menkul Kıymetler Borsası'nda işlem gören firmalarda, daha büyük yönetim kurulunun firma performansına etkisini araştırmıştır. 50 firmanın verilerinden yararlanılan çalışma sonucunda YK üye sayısının artmasının firmanın performansına zarar verdiğini savunmuşlardır. Bununla birlikte ikilik (duality) olan firmalarda yönetim kurulu üye sayısının daha az olduğunu belirtmiştir. Bu durumu ise CEO'nun daha baskın olabilmesine bağlamıştır. Benzer şekilde 2006-2011 yıllarını kapsayan ve toplam 77 Vietnam firmaları üzerine yapmış oldukları araştırmalarında Vo ve Phan (2013) kurumsal yönetim ile firma performansı arasındaki ilişkiyi incelemiştir. Yapılan ampirik analiz sonucunda Vo ve Phan (2013) YK büyüklüğünün firma performansını negatif yönde etkilediğini belirlemiştir. Arosa, Iturralde ve Maseda (2013) yönetim kurulu yapısının firma performansı üzerindeki etkisini İspanya'da faaliyette bulunan küçük ve orta ölçekli 307 firma verilerinden yararlanılarak araştırmışlardır. Gerçekleştirilen analiz sonucunda YKB ile ROA

arasında negatif ve istatistiksel olarak anlamlı sonuçlar bulunmuştur. Tüm bu sonuçlar Huther (1997) tarafından yapılan çalışmayı destekler niteliktedir. Huther (1997)'e göre yönetim kurullarını yönetme, herhangi bir karar alma konularında olduğu gibi koordinasyon sorunları ile karşılaşır. Bu sorunlar yönetim kurulunun büyüklüğü arttığı zaman artar. Daha büyük yönetim kurullarının koordinasyon maliyetlerini dengeleme, karar verme sürecine daha fazla kişiyi dâhil etmeyle önerilen daha geniş perspektiflerin yararlarıdır. Teoride, ilave bakış açılarının yararları oluncaya kadar yöneticilerin sayısını arttırmayla karar verilen yönetim kurullarının büyüklüğü, karar yapmadaki daha büyük zorlukların maliyetleri ile dengelenir. Huther (1997)'in çalışmasından elde edilen sonuç, karar alma koordinasyonu ve bilgi işlem gibi örgütsel problemlerin daha büyük gruplarla daha fazla olacağı varsayımıyla tutarlıdır (Özsali, 2009: 43).

Bhagat ve Bolton (2013) RiskMetrics veri tabanından yararlanarak ABD'de bulunan 1500 firmanın yönetim ve ortaklık yapısının performansı üzerindeki etkisini ampirik olarak test etmişlerdir. 1998-2007 yıllarının verilerinden yararlandıkları çalışmada EKK ve 3EKK ve korelasyon yöntemi ile tanımlayıcı istatistiklere yer vermişlerdir. Araştırmada analize dâhil edilen dönem 2002 yılı öncesi ve 2002 yılı sonrası olarak iki gruba ayırmışlardır. Ampirik analizler sonucunda her iki dönem için de YK büyüklüğü ile ROA arasında negatif ve istatistiksel olarak %1 düzeyinde anlamlı sonuçların varlığını ortaya koymuşlardır. Benzer şekilde Cook (2013) Kanada'da Venture Menkul Kıymetler Borsası'nda ikinci ulusal pazarda sağlık sektöründe faaliyette bulunan 62 şirketin kurumsal yönetim uygulamaları ile firma performansı arasındaki ilişkiyi araştırmıştır. 2012-Aralık ile 2013-Mart ayları arasındaki verilerinden yararlandığı çalışmada lojistik regresyon, anova, t-testi yöntemleri kullanmıştır. Analiz sonuçlarına göre; YKB ile Tobin's q arasında negatif bir ilişki mevcuttur. Liao ve Young (2013) ise Çin'de Shanghai ve Shenzhen Menkul Kıymetler borsasında hisse senetleri işlem gören firmalarda kurumsal yönetim ile performans arasındaki ilişkiyi ampirik olarak test etmişlerdir. Yapılan analizler sonucunda Tobin's q ile YKB arasında negatif bir ilişki elde etmişlerdir. Sonuç olarak yazarlar yönetim kurulu üye sayısı az sayıda bulunmasının firmaların finansal başarısında önemli rol oynadığını ileri sürmüşlerdir. Ayrıca yazarlar YK üye sayısı az olan kurulların firma yöneticilerini daha iyi denetlediğini gösteren bulgulara yer vermişlerdir. Bununla birlikte yönetim kurulu üye sayısının az olduğu ve yatırımcıların fazla üye sayısına tepki verdiği durumlarda firmaların finansal oranlarının ve icra başkanı teşviklerinin daha güçlü olduğu savunmuşlardır.

Cavaco, Challe, Crifo, Reberioux ve Roudaut (2013) çalışmalarında, kurumsal yönetim mekanizmalarının Fransız firmalarının operasyonel performansına etkisini ölçmeyi amaçlamışlardır. Geliştirilen modellerin bir kısmında YKB ile ROA ve ROE arasında negatif ilişkiler, diğer kısmında ise anlamlı olmayan ilişkiler tespit etmişlerdir. Davila (2013) ise Kolombiya'daki firmaların YK özelliklerinin firma değeri üzerindeki etkisini araştırmıştır. 2002-2009 yılları kapsayan çalışma 287 gözlemden oluşmaktadır. Ampirik analizler sonucunda YK büyüklüğünün firma değeri üzerinde olumsuz etki yaptığını belirlemiştir. Benzer şekilde Joecks, Pull ve Vetter (2013) çalışmalarında Almanya'da borsaya kote olan 151 şirketi üzerinde 2000-2005 yılları arasındaki verileri baz alarak yaptıkları çalışmada kurumsal yönetim ile firma performansı (ROE) arasındaki ilişkiyi incelemişlerdir. Çalışma sonucunda kontrol değişkeni olarak incelenen YKB ile ROE arasında negatif ve oldukça anlamlı bir ilişkinin varlığını ortaya koymuşlardır. Tüm bu sonuçları yazarlar yüksek piyasa değeri için firmaların yönetim kurulu üye sayısı azaltması gerektiğini şeklinde yorumlamışlardır. Ayrıca çalışmada yönetim kurulu üye sayısı az olan firmalarda finansal performansın azalması halinde icra başkanının görevine daha kolay son verildiği ifade edilmiştir. Benzer olarak üye sayısı az olan firmalarda icra başkanlarının tazminatları, firma performansından daha fazla etkilenmektedir.

Sonuç olarak yukarıda bahsi geçen araştırmalarda YKB arttıkça, iletişim ve koordinasyon sorunlarının ortaya çıkacağı, yönetimi kontrol etme yeteneğinin zayıflayacağı ve yönetim ve kontrolün birbirlerinden ayrılmasından dolayı vekâlet problemlerinin ortaya çıkacağı vurgulanmıştır.

Tablo 1: YK Büyüklüğünün Artmasının Finansal Performansa Olumsuz Etkisini Tespit Eden Araştırmaların Özetlenmesi

Yazar	Yıl	Ülke	Dönem	Firma Sayısı	Model	Performans Ölçümü	
						Tobin's q	Karlılık
Yermack	1996	ABD	1984-1991	452	EKK/SEM	-*/*	-*
Conyon ve Peck	1998	Danimarka	1992-1995	22	GMM	-	-*
Conyon ve Peck	1998	Fransa	1992-1995	60	GMM	-	-*
Conyon ve Peck	1998	İtalya	1992-1995	21	GMM	-	-*
Conyon ve Peck	1998	Hollanda	1992-1995	31	GMM	-*	-*
Conyon ve Peck	1998	İngiltere	1992-1995	481	GMM	-*	-*
Eisenberg vd.	1998	Finlandiya	1992-1994	879	GMM		-*/*
Barnhart ve Rosenstein	1998	ABD	1990	321	EKK/3EKK	-*	
Vafeas ve Theodorou	1998	ABD	1994	307	EKK	-*	
Bhagat ve Black	2002	ABD	1988-1993	928	EKK/3EKK	-*	-*/*
Carter vd.	2003	ABD	2005	797	EKK/2EKK	-*	
Lasfer	2004	İngiltere	1990-91/1996-97	1424	EKK	-*	
Andres vd.	2005	10 OECD Ülkesi	1996	450	EKK/GLM	-*	+
Mak ve Kusnadi	2005	Singapur	1999-2000	230	EKK	-*	
Mak ve Kusnadi	2005	Malezya	1999-2000	230	EKK	-*	
Haniffa ve Hudaib	2006	Malezya	1996-2000	347	EKK	-*	+*
Cheng vd.	2008	ABD	1984-1991	350	EKK	-*	-*
Coles vd.	2008	ABD	1992-2001	742 ^a	EKK	-*	
Cheng	2008	ABD	1996-2004	1252	EKK	-*	-*
Bennedsen vd.	2008	Danimarka	1999	6850	GMM		-/*

Tablo 1 (devam)

Lam ve Lee	2008	Hong Kong	2003	128	REG/KOR/T	+	-*/-
Guest	2009	İngiltere	1981-2002	125 ^a	GMM/EKK/SEM	-*/-*	-*
Rashid vd.	2010	Bangladeş	2005-2009	75 ^a	EKK	+*	-*
O'Connell ve Cramer	2010	İrlanda	2001	77	EKK/2EKK	-*	-*
Ramdani ve Witteloostuijn	2010	Güney Kore	2001-2002	111	EKK/KRA		-*
Ramdani ve Witteloostuijn	2010	Tayland	2001-2002	61	EKK/KRA		-*
Ramdani ve Witteloostuijn	2010	Endonezya	2001-2002	66	EKK/KRA		-*
Ramdani ve Witteloostuijn	2010	Malezya	2001-2002	75	EKK/KRA		-*
Uchida	2011	Japonya	2002-2007	775 ^a	TOBIT	-*	-*
Gill ve Mathur	2011(a)	Kanada	2008-2010	91	REG/KOR	-*	
Gill ve Mathur	2011(b)	Kanada	2008-2010	75	REG/KOR		-*
Baptista vd.	2011	Brezilya	2008	121	EKK	-	-/-
Gill ve Obradovich	2012	ABD	2009-2011	333	EKK	-*	
Wintoki vd.	2012	ABD	1991-2003	>6000	EKK/SEM/ GLM		-*/-*
Koerniadi ve Tourani-Rad	2012	Yeni Zelanda	2004-2006	182	EKK/2EKK	-	-*/-*
Reyna ve Encalada	2012	Meksika	2005-2011	83	SEM	-*/-*	
Ujunwa	2012	Nijerya	1991-2008	122	SEM/REM		-*
Masulis vd.	2012	ABD	1998-2006	1109*	EKK/2EKK/SEM	-*	
Cavaco vd.	2013	Fransa	2003-2011	237*	EKK/GLM		-*/-*/-/-
Davila	2013	Kolombiya	2002-2009	36*	EKK/T	-*	
Joecks vd.	2013	Almanya	2000-2005	151	EKK		-*

Tablo 1 (devam)

Vo ve Phan	2013	Vietnam	2006–2011	77	EKK		_*
Wang vd.	2013	ABD	1996-2006	210	REG	_*	
Samuel	2013	Nijerya	2001-2010	50	F/T		_*
Arosa vd.	2013	İspanya	2006	307	EKK		_*
Bhagat ve Bolton	2013	ABD	1998-2007	1500	EKK/2EKK		_*
Cook	2013	Kanada	2012:12-2013:3	62	LOJ/ANV/T	_*	
Liao ve Youngg	2013	Çin	1999-2010	1250	GLM/EKK	_*	

- *İstatistiksel olarak anlamlı olduğunu göstermektedir.
- ^aİlgili dönemler arasında ortalama firma sayısını göstermektedir.
- REG; çoklu regresyon yöntemini, KOR; korelasyon yöntemini, EKK; en küçük kareler yöntemini, 2EKK; iki aşamalı en küçük kareler yöntemini, 3EKK; üç aşamalı en küçük kareler yöntemini, F; f-testini, T; t-testini, LOJ; Lojistik regresyon yöntemini, ANV; anova yöntemini, GMM; genelleştirilmiş momentler yöntemini, GLM; genelleştirilmiş doğrusal modelini, SEM; sabit etkiler modelini, ADM; araç değişkenler modelini, TOBIT; tobit modelini, REM; rassal etkiler modelini, KRA kantil regresyon analizini göstermektedir.

3.2. Yönetim Kurulu Büyüklüğünün Artmasının Finansal Performansa Olumlu Etkisi

Yönetim kurulu büyüklüğü ile ilgili yapılmış olan araştırmalar incelendiğinde üç temel teori karşımıza çıkmaktadır. Bunlar teoriler; Vekâlet Teorisi, Temsil Teorisi ve Kaynak Bağımlılığı Teorisi'dir. Kaynak bağımlılığı teorisi açısından ise üye sayısı fazla olan kurullar, daha fazla bağlantı sağlayacağından ve böylelikle kaynaklara ulaşmanın daha kolay olacağını öne sürerek firmanın performansını artıracığından bahsedilmiştir. Başka bir ifade ile yönetim kurulu üye sayısı fazla olan firmaların, az olan firmalara göre finansal yönden daha başarılı olacağını ileri sürülmüştür.

Bhagat ve Black (2002) ABD'de 1985-1995 yılları arasında faaliyette bulunan 928 firmanın yönetim kurulu yapısı ile performansı arasındaki ilişkiyi ampirik olarak incelemiştir. Gerçekleştirilen analiz sonucunda 1988-1990 ve 1991-1993 dönemleri için YKB ile Tobin's q arasında negatif bir ilişki bulmuşlardır. Ayrıca 1988-1990 dönemi için yönetim kurulu büyüklüğü ile ROA arasında negatif, buna karşın 1991-1993 dönemi için yönetim kurulu büyüklüğü ile ROA arasında pozitif bir ilişkinin varlığını ortaya koymuşlardır. Kiel ve Nicholson (2003) Avustralya borsasına kayıtlı üzerinde yönetim kurulu yapısının firma değeri üzerindeki etkisini araştırmışlardır. 1996-1998 yıllarına ait 348 firma verisinden yararlanılmıştır. Gerçekleştirilen analiz sonucunda kaynak bağımlılığı teorisi ile tutarlı bir şekilde yönetim kurulu üye sayısı fazla olan firmaların piyasa değerlerinin daha yüksek olacağı tespit edilmiştir. Benzer şekilde Chen, Cheung, Stouraitis ve Wong (2005) Hong Kong borsasında hisse senetleri işlem gören 412 firmanın yönetim kurulu ve ortaklık yapısı ile performansı arasındaki ilişkiyi ölçmeyi amaçlamışlardır. 1995-1998 yılları arasının verilerinden yararlanılan araştırmanın sonucunda YKB ile Tobin q arasında pozitif bir ilişki olduğunu belirlemişlerdir. Ancak YKB ile ROA ve ROE arasında anlamlı bir ilişki bulamamışlardır. Bu bulguları yazarlar Goodstein, Gautam ve Boeker (1994) ile tutarlı bir şekilde yönetim kurulu sayısının artması, firmanın daha fazla kaynağa ulaşmasını sağlayacak böylelikle firmanın finansal performansı olumlu yönde etkileneceği şeklinde yorumlamışlardır. Yönetim kurulu üye sayısı firmanın kritik kaynaklara ulaşabilme ölçütünü göstermektedir.

2002 yıllını içeren ve toplam 109 İsviçre firması üzerine yapmış oldukları araştırmalarında Beiner, Drobetz, Schmid ve Zimmermann (2006) kurumsal yönetim ile firma değeri arasındaki ilişkiyi test etmişlerdir. Yapılan analiz sonucunda her iki modelde de YKB ile Tobin's q arasında pozitif bir ilişki elde edilmiştir. Haniffa ve Hudaib (2006) 1996-2000 yılları arasında faaliyette bulunan 347 Malezya firması üzerine yapmış oldukları araştırmada yönetim kurulu yapısının performans üzerindeki etkisini incelemişlerdir. EKK yöntemi kullanıldığı çalışma neticesinde YKB ile Tobin's q arasında negatif, buna karşın YKB ile ROA arasında pozitif bir ilişki belirlenmiştir. Söz konusu bulguları yazarlar; kaynak bağımlılığı teorisi tutarlı bir şekilde üye sayısı fazla olan yönetim kurulları, daha fazla bağlantı sağlayacağından ve kaynaklara ulaşmanın daha kolay olacağını öne sürerek firmanın performansını artıracığı şeklinde yorumlamışlardır.

Choi, Park ve Yoo (2007) kurumsal yönetim reformlarını Kore firmaları açısından araştırmışlardır. 1999-2002 yıllarını içine alan çalışmada 450 firma verisinden yararlandıkları ve tek aşamalı ve iki aşamalı EKK yöntemini kullandıkları çalışma neticesinde YKB ile Tobin's q arasında pozitif sonuçlar elde etmişlerdir. Kyereboah-Coleman (2007) Güney Afrika, Gana, Kenya ve Nijerya'da 1997-2001 yılları arasında beş farklı sektörde faaliyette bulunan 103 firma için kurumsal yönetim ile performans arasındaki ilişkiyi araştırmıştır. Yapılan analiz sonucunda yönetim kurulu üye sayısının logaritması ile ROA arasında pozitif ve anlamlı olmayan bir ilişki; ancak Tobin's q arasında pozitif ve %5 düzeyinde anlamlı sonuçlar bulmuştur. Bu sonuçlar kaynak bağımlılığı teorisini destekler niteliktedir. Yönetim kurulları büyük olan firmalarda, farklı eğitim ve tecrübeye sahip üyelerin bulunma ihtimali daha güçlüdür, böylelikle üyelerin yöneticilere başka kaynaklardan elde edilemeyecek tavsiyeleri vermesini sağlamaktadır (Zahra ve Pearce, 1989). Örgüt dışındaki ihtiyaçları daha fazla olan firmaların yönetim kurulları, genellikle daha büyüktür

(Pfeffer, 1972). Yönetim kurulunun büyüklüğü arttıkça, örgüt için gerekli olan deneyim ve önemli kaynaklar da artacaktır (Pfeffer, 1973). Yönetim kurulu üyelerinin sayısının artması, örgütün çevresi ile bağlantılarının artmasına ve dolayısıyla önemli kaynakların temin edilmesine yol açmaktadır (Şener, 2011: 62).

Ehikioya (2009) 1998-2002 yılları arasında Nijerya borsasına kayıtlı 107 firma üzerine yaptığı çalışmada kurumsal yönetim yapısı ile firma performansı arasındaki ilişkiyi en küçük kareler yöntemi aracılığıyla ölçmüştür. Analiz sonucunda YKB ile ROA arasında pozitif, buna karşın ROE arasında ise negatif bir ilişki tespit etmiştir. Bununla birlikte YKB ile Tobin's q arasında istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki belirlenmemiştir. Larmou ve Vafeas (2009) 1996-2000 yıllarında ABD'de faaliyette bulunan 257 firmanın yönetim kurulu büyüklüğü ile firma performansı arasındaki ilişkiyi en küçük kareler yöntemini kullanarak ölçmüşlerdir. Yapılan analiz sonucunda yönetim kurulu daha fazla sayıda olan firmaların, daha az sayıda olan firmalara göre piyasa performansının daha yüksek olduğunu ileri sürülmüştür. Yazarlar daha büyük yönetim kurullarının yönetsel anlamda baskı altına alınmasının zor olduğunu ifade etmişlerdir.

Rashid, Zoysa, Lodh ve Rudkin (2010) çalışmalarında, Bangladeş'te bulunan firmaların YK bileşenlerinin firma performansı üzerindeki etkisini tespit etmeyi amaçlamıştır. Araştırmada firmaların YK üye sayısının artması varlık karlılığını olumsuz yönde etkilediği; ancak Tobin's q oranını ise olumlu yönde etkilediği sonucuna ulaşılmıştır. Elsayed (2011) çalışmada, Mısır Borsası'na kayıtlı 92 firmanın YKB ile performansı arasındaki ilişkiyi ölçmek istemiştir. Bu amaçla, 2000-2004 yıllarının verilerinden yararlandığı araştırmasında En Küçük Mutlak Sapmalar Yöntemini (dayanıklı regresyon) ve En Küçük Medyan Kareler Yöntemini (medyan regresyon) kullanmıştır. Modelin tahmin sonuçlarına göre, YK büyüklüğünün firma performansı üzerinde (ROA, ROE ve Tobin's q) pozitif bir etkiye sahip olduğu elde edilmiştir. Ayrıca çalışmada YK üye sayısı 7 ve üzerinde olan firmalar, yönetim kurulu üye sayısının 7'nin altında olan firmalara göre daha yüksek bir performans gösterdiği tespit edilmiştir. Yukarıda bahsi geçen yazarlarda Dalton, Daily ve Johnson (1999) çalışmasının bulgularını destekler nitelikte, firma büyüklüğüne göre YK üye sayısının belirlenmesi gerektiğini belirtmişlerdir. Ayrıca YK sayısının fazla olmasının bilgi, tecrübe ve daha iyi tavsiye anlamını taşıyacağını ifade etmişlerdir.

Fauzi ve Locke (2012) Yeni Zelanda Menkul Kıymetler Borsası'nda faaliyet gösteren 79 firmanın 2007-2011 yıllarına ait verilerinden yararlandığı araştırmalarında yönetim kurulu ve ortaklık yapısının firma performansı üzerindeki etkisini incelemişlerdir. Yapılan analiz sonucunda ROA ve Tobin's q ile YKB arasında pozitif bir ilişki tespit etmişlerdir. Saravanan (2012) Hindistan'da Bombay Menkul Kıymetler Borsası'nda mali sektör dışında yer alan 1732 şirketin kurumsal yönetim uygulamaları ile firma değeri arasındaki ilişkiyi araştırmıştır. Yazar çalışmada imalat sektörü olanlar ve olmayanlar olarak firmaları iki gruba ayırmıştır. T testi sonuçlarına göre imalat sektöründe olan firmaların, olmayan firmalara göre yönetim kurulu üye sayısı daha azdır. Regresyon analizi sonucunda her iki sektör içinde YKB ile firma değeri arasında pozitif ve istatistiksel olarak anlamlı bir ilişkinin varlığını ortaya koymuştur. Yazar elde etmiş olduğu bulguları Provan (1980) yaptığı çalışması ile benzer bir şekilde YK üye sayısının, firmanın bütçe büyüklüğü ve fon temin etme gibi önemli kaynaklara ulaşmada önemli olacağını ifade etmiştir.

2005-2009 yıllarını içine alan ve finans sektörü dışında kalan 80 Pakistan firması üzerine yapmış oldukları çalışmalarında Rehman ve Shah (2013) yönetim kurullarının ve ortaklık yapılarının firma performansı üzerindeki etkisini EKK yöntemi yardımıyla tahmin etmişlerdir. Ampirik analizler sonucunda YK büyüklüğünün artmasının Tobin's q, ROA ve ROE gibi finansal performans göstergelerinin de artmasına neden olacağını belirtmişlerdir. Younas, Mahmood ve Saeed (2013) Karachi Menkul Borsası'nda imalat sanayide işlem gören ve 52 firma verisini kullandıkları araştırmalarında kurumsal yönetimin firma performansı üzerindeki etkisini incelemişlerdir. 2006-2010 yıllarını içeren araştırma sonucunda yazarlar YK üye sayısının artması Pakistan firmaların finansal performansına olumlu katkı yaptığını tespit etmişlerdir. Elde edilen

sonuçlar Pfeffer ve Salancik (1978) yaptıkları çalışmasına benzer şekilde etkili ve verimli dış bağlantı ve ilişkilere ihtiyacın artmasının, yönetim kurulu sayısının fazla olmasına bağlamışlardır.

Birnbaum (1984) finansal belirsizlik veya dalgalanma ve bilgi eksikliği gibi çevresel belirsizliklerin YK üye sayısını artırma ihtiyacını doğurduğunu belirtmiştir. Bu düşüncüyü destekler nitelikte olan Latif, Shahid, Haq, Waqas ve Arshad (2013) Pakistan'da şeker sektöründe bulunan 12 firmanın 2005-2010 yıllarını kapsayan çalışmasında kurumsal yönetim mekanizmalarının firma performansı üzerindeki etkisini araştırmışlardır. Yapılan analiz sonucunda ROE ile YK üye sayısı arasında pozitif ve istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki tespit edilmiştir. Endonezya Menkul Kıymetler Borsası'nda 2005 yılında gıda ve içecek sektöründe faaliyet gösteren firmalar üzerinde yaptıkları araştırmalarında Swastika (2013) kurumsal yönetim, firma büyüklüğü ile kazançlar arasındaki ilişkiyi incelemişlerdir. 51 firma verisinden yararlanılan çalışma sonucunda Swastika (2013) YK üye sayısı ile firma kazançları arasında pozitif ve oldukça anlamlı bir ilişkinin varlığını ortaya koymuştur. Aynı yılda yaptığı çalışmasında Kim (2013) ise 2002 yılında Fortune 1000 listesinde yer alan 290 Amerikan şirketi için YKB ile ROA arasında pozitif ve istatistiksel olarak anlamlı ($p < 0.05$) bir ilişki elde edilmiştir. Yazarlar elde ettikleri bulguları; büyük yönetim kurulları, mal ve hizmet piyasaları, şirket birleşme ve satın almaları gibi firma değerine olumlu etki yapabilecek bilgilerin elde edilmesinde farklı avantajların sağlayacağı şeklinde yorumlamışlardır. Son olarak Topal ve Doğan (2014) YK büyüklüğünün Borsa İstanbul'da (BİST) hisse senetleri işlem gören işletmelerin finansal performansı üzerindeki etkisini incelemektedir. Araştırmada 2002-2012 yılları arasında BİST imalat sanayide kesintisiz olarak faaliyet gösteren 136 firmanın verilerinden yararlanılmıştır. Çalışma sonucunda YKB ile ROA arasında pozitif ve istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki; buna karşın ROE ve Tobin's q ile YKB arasında anlamlı olmayan bir ilişki tespit edilmiştir.

Sonuç olarak kaynak bağımlılığı teorisine göre YK üye sayısının artmasının firmalara çeşitli konularda avantaj sağlamaktadır. Böylelikle firmaların finansal performansı üzerinde olumlu bir katkı sağlayacaktır. Başka bir ifade ile YK üye sayısı fazla olan firmaların, az olan firmalara göre finansal performansının daha yüksek olacağını ifade etmişlerdir.

Tablo 2: YK Büyüklüğünün Artmasının Finansal Performansa Olumlu Etkisini Tespit Eden Araştırmaların Özetlenmesi

Yazar	Yıl	Ülke	Dönem	Firma Sayısı	Model	Performans Ölçümü	
						Tobin's q	Karlılık
Bhagat ve Black	2002	ABD	1988-1993	928	EKK/3EKK	-*	-*/+*
Kiel ve Nicholson	2003	Avustralya	1996-1998	348	REG/ANV	+*	
Chen vd.	2005	Hong Kong	1995-1998	412	EKK	+*	+/-
Haniffa ve Hudaib	2006	Malezya	1996-2000	347	EKK	-*	+*
Beiner vd.	2006	İsviçre	2002	109	EKK/GLM	+*/+*	
Kyereboah-Coleman	2007	Güney Afrika, Gana, Nijerya, Kenya	1997-2001	103	EKK	+*	+
Choi vd.	2007	Kore	1999-2002	450	EKK/2EKK	+*	
Larmou ve Vafeas	2009	ABD	1996-2000	257	EKK	+*	
Ehikioya	2009	Nijerya	1998-2002	107	EKK	+	+*/-*
Rashid vd.	2010	Bangladeş	2005-2009	75 ^a	REG	+*	-*
Elsayed	2011	Mısır	2000-2004	92	ROB/EKMK	+*	+*/+*
Fauzi ve Locke	2012	Yeni Zelanda	2007-2011	79	GLM	+*	+*
Saravanan	2012	Hindistan	2001-2010	1732	REG/T	+*	
Rehman ve Shah	2013	Pakistan	2005-2009	80	EKK	+*	+*/+*
Swastika	2013	Endonezya	2005	51	REG/KOR		+*
Younas vd.	2013	Pakistan	2006-2010	52	EKK		+*
Latif vd.	2013	Pakistan	2005-2010	12	REG/ANV/T		+*
Kim	2013	ABD	2002	290	REG/KOR		+*
Topal ve Doğan	2014	Türkiye	2002-2012	136	ROB	-	+*/+

- *İstatistiksel olarak anlamlı olduğunu ve ^aİlgili dönemler arasında ortalama firma sayısını göstermektedir.
- REG; çoklu regresyon yöntemini, KOR; korelasyon yöntemini, EKK; en küçük kareler yöntemini, 2EKK; iki aşamalı en küçük kareler yöntemini, 3EKK; üç aşamalı en küçük kareler yöntemini, T; t-testini, ANV; anova yöntemini, GLM; genelleştirilmiş doğrusal modelini, EKMS; en küçük mutlak sapmalar yöntemini, EKMK; en küçük median kareler yöntemini (medyan regresyon)

3.3. Yönetim Kurulu Büyüklüğü İle Finansal Performans Arasında Anlamli Olmayan İlişkileri Tespit Eden Çalışmalar

Vekâlet teorisinde yönetim kurulu üye sayısına bir sınırlama getirilmesi gerektiği savunulmuştur. Vekâlet teorisini savunan yazarlar YK üye sayısının artması halinde, firmaların finansal performansının azalacağını ifade etmişlerdir. Kaynak bağımlılığı teorisi açısından ise üye sayısı fazla olan kurullar, daha fazla bağlantı sağlayacağından ve böylelikle kaynaklara ulaşmanın daha kolay olacağını öne sürerek firmanın performansını artıracığından bahsetmiştir. Ancak hizmetkârlık teorisi açısından bağımlı yönetim kurulu üye sayısı önemli olmakta bağımlı üyelerin kurul kararlarını etkileyebilecek üstün bilgilere sahip olduğu varsayılmaktadır. Hizmetkârlık teorisinde yöneticiler, vekâlet teorisinde yer aldığı gibi kendi ekonomik çıkarlarını gözetmek yerine, firmanın bir hizmetkârı gibi davranırlar.

Çin Borsasına kote olmuş firmalar üzerine yaptıkları çalışmalarında Tian ve Lau (2001) yönetim kurulu bileşenleri ve liderlik yapısı ile firma performansı arasındaki ilişkiyi çoklu regresyon modelleri geliştirerek ölçmüşlerdir. Çalışma sonucunda YKB ile firma performans göstergeleri olan ROA ve ROE arasında anlamlı olmayan sonuçlar tespit etmişlerdir. Beiner, Drobetz, Schmid ve Zimmermann (2003) ise 2001 yılına ait 165 firma verisinden yararlanılan çalışmada kurumsal yönetim mekanizmalarının firma performansı üzerindeki etkiyi araştırmışlardır. Ampirik analizler sonucunda yönetim kurulu üye sayısının piyasa değeri üzerinde etkili olmadığını ileri sürmüşlerdir. Benzer şekilde Postma, Ees ve Sterken (2003) 1997 yılında Hollanda borsasına kayıtlı 94 firmanın YK yapısı ile performans arasındaki ilişkiyi araştırmışlardır. Çalışma sonucunda YKB ile finansal performans göstergeleri arasında negatif yönlü buna karşın istatistiksel olarak anlamlı olmayan bir ilişki bulunmuştur. Benzer sonuçlar Oxelheim ve Randøy (2003) Norveç ve İsveç firmaları ve Bozec (2005) Kanada firmaları açısından da tespit edilmiştir.

Cornett, Marcus, Saunders ve Tehranian (2007) S&P 100 borsa endeksinde bulunan firmalarda YKB ile performans arasındaki ilişkiyi EKK yöntemi aracılığıyla test etmişlerdir. Çalışma sonucunda YK üye sayısının logaritması ile ROA arasında anlamlı olmayan bir ilişki tespit etmişlerdir. Yu (2008) Çin firmaları, Lefort ve Urzúa (2008) Şili firmaları açısından da benzer sonuçlar belirlenmiştir. Kim (2007) ise 1998-2003 yılları arasında Kore'deki firmalar üzerine yaptıkları araştırma sonucunda Vekâlet teorisi ve kaynak bağımlılığı teorisi ile ters bir şekilde YKB ile Tobin's q arasında anlamlı bir ilişki belirlenememiştir.

Chen ve Nowland (2010) Hong Kong, Malezya, Singapur ve Tayvan borsalarında endex 100'de finans sektörü dışında işlem gören firmaların optimal yönetim kurulu denetimini araştırmışlardır. Yapılan analiz sonucunda hem aile işletmeleri için hem de diğer işletmeler için YK üye sayısının Tobin's q üzerinde etkisinin olmadığını gözlemlemişlerdir. Benzer şekilde Arosa, Iturralde ve Maseda (2010) çalışmalarında, YK yapısının firma performansı üzerindeki etkisini ampirik olarak incelemiştir. Analizler sonucunda kontrol değişkeni olarak modele dâhil edilen YK üye sayısı ile ROA arasında anlamlı bir ilişki belirlenememiştir. Lückerath-Rovers (2010) ise Hollanda'da 2005-2007 yılları arasında 99 işletme üzerine yapmış olduğu çalışmada YK büyüklüğünün performans üzerinde etkili olmadığını tespit etmiştir. Yazarlar vekâlet teorisyenlerinin savunduğu yönetim kurulu üye sayısı fazla olan firmalarda iletişim ve koordinasyon sorunları olacağı düşüncesini ve kaynak bağımlılığı teorisyenlerinin savunduğu etkili ve verimli dış bağlantı ve ilişkilere ihtiyacın artmasının, yönetim kurulu sayısının fazla olması bağlaması düşüncesini reddetmişlerdir.

Baptista, Klotzle ve Melo (2011) 2008 yılına 121 firmanın verileri ile Brezilya'da YK yapısı ve firma performansı ilişkisini araştırmışlardır. Ampirik çalışma sonuçlarına göre muhasebe ve piyasa esaslı performans göstergeleri olan ROA, ROE ve Tobin's q ile YKB arasında negatif bir ilişki olduğu belirlenmesine rağmen, bu ilişki istatistiksel olarak anlamlı değildir. Aygün, İç ve Sayın (2011) BİST'da faaliyet gösteren firmalarda YKB ile performans arasındaki ilişkiyi incelemiştir. Analiz sonuçlarında YKB ile ROA ve Tobin's q arasında doğrusal olmayan bir

ilişki bulmuşlardır. Ghabayen (2012) YK büyüklüğünün ROA üzerinde etkili olmadığını tespit etmiştir. Benzer sonuçlar Bouaziz ve Triki (2012), Horváth ve Spirollari (2012) tarafından da tespit edilmiştir.

Moscu (2013) Yönetim kurulu özelliklerinin firma performansı üzerindeki etkisini Romanya borsasına kayıtlı firmaların verilerini kullanarak araştırmıştır. Ampirik analizler sonucunda YKB ile ROA ve ROE arasında pozitif ve istatistiksel olarak anlamlı olmayan sonuçlar bulunmuştur. Kumar ve Singh (2013) Hindistan’da Bombay Menkul Kıymetler Borsası’na kayıtlı 176 firma verisinden yararlandıkları çalışmalarında yönetim ve ortaklık yapısı ile firma değeri arasındaki ilişkiyi incelemişlerdir. Gerçekleştirilen analiz sonucunda YKB ile Tobin’s q arasında negatif ve istatistiksel olarak anlamlı olmayan bir ilişki bulunmuşlardır. Norveç firmaları üzerine yaptıkları ve 2000-2011 yıllarını kapsayan yüksek lisans tezinde Bøhren (2013) yönetim kurulu büyüklüğünü belirleyen faktörleri ve yönetim kurulu büyüklüğünün firma performansı üzerindeki etkisini incelemiştir. Araştırma sonucunda YK üye sayısı ile performans arasında bir korelasyon olmadığını belirtmiştir. Ramezani, Pouraghajan ve Mansourinia (2013) Tahran Menkul Kıymetler Borsası’nda faaliyet gösteren 140 şirketin yönetim kurulu yapısının firma değeri üzerindeki etkisini araştırmışlardır. 2006-2010 yıllarının verilerinden yararlanılan çalışma sonucunda YKB ile firma değeri olarak kullanılan Tobin’s q arasında istatistiksel olarak anlamlı olmayan bir ilişki tespit etmişlerdir. Rad, Rajeh, Norouzi ve Bezminabadi (2013) Kurumsal yönetimin firma performansı üzerindeki etkisini İran ve Malezya firmaları için karşılaştırılarak incelemişlerdir. Araştırmada 2006-2010 yıllarına ait 183 şirket verisinden yararlanılmıştır. Araştırma sonucunda hem İran hem de Malezya firmaları için YKB ile Tobin’s q arasında istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki elde edilememiştir. Ancak söz konusu iki ülkenin verileri birleştirilerek yeni bir regresyon analizi sonucunda YKB ile Tobin’s q arasında oldukça anlamlı ve pozitif bir ilişki belirlenmiştir. Sri Lanka’da imalat sanayide bulunan firmaları üzerine yaptığı ve 2007–2011 yıllarını kapsayan araştırmasında Velnampy (2013) kurumsal yönetim ile firma performansı arasındaki ilişkiyi incelemiştir. 28 firmanın verilerinden yararlanılan çalışma sonucunda yönetim kurulu büyüklüğü ile firma performans göstergeleri olan ROA ve ROE arasında istatistiksel olarak anlamlı olmayan sonuçlar elde edilmiştir. Priya ve Nimalathan (2013) 2008-2012 yıllarını içine alan çalışmalarında Sri Lanka hotel ve restoran sektöründe yönetim kurullarının özellikleri ile firma performansı arasındaki ilişki araştırmışlardır. Gerçekleştirilen analiz sonucunda YKB ile ROA ve ROE arasında istatistiksel olarak anlamlı olmayan sonuçlar elde edilmiştir.

Sonuç olarak; yukarıda özetlenen araştırmalarda YK büyüklüğünün finansal performans üzerinde etkili olmadığını savunmuşlardır. Yazarlar; vekâlet teorisyenlerin savunduğu YK büyüklüğünün performans üzerinde olumsuz etkisi ve kaynak bağımlılığı teorisyenlerin savunduğu YK büyüklüğünün performans üzerinde olumlu etkisi iddialarını kabul etmeyerek YK üye sayısı ile finansal performans arasında herhangi bir ilişkinin olmadığını ileri sürmüşlerdir.

Tablo 3: YKB İle Finansal Performans Arasında Anlamlı Olmayan İlişkiler Tespit Eden Araştırmaların Özetlenmesi

Yazar	Yıl	Ülke	Dönem	Firma Sayısı	Model	Performans Ölçümü	
						Tobin's q	Karlılık
Tian ve Lau	2001	Çin	1996-1997	113	REG/KOR		+/+
Oxelheim ve Randøy	2003	Norveç	1996-1998	132	EKK/2EKK	+	
Oxelheim ve Randøy	2003	İsveç	1996-1998	121	EKK/2EKK	+	
Postma vd.	2003	Hollanda	1997	94	ADM	-	-/-
Beiner vd.	2003	İsviçre	2001	165	EKK/GLM	+	
Bozec	2005	Kanada	1976-2000	25	EKK		-
Cornett vd.	2007	ABD	1993-2000	100	EKK		-
Kim	2007	Kore	1998-2003	473	REM	+	
Cornett vd.	2007	ABD	1993-2000	100	EKK		-
Lefort ve Urzúa	2008	Şili	2000-2003	163*	EKK/3EKK/SEM	+	
Yu	2008	Çin	2000-2004	1977	EKK/T		-/+
Arosa vd.	2010	İspanya	2006	369	EKK/KOR		+
Chen ve Nowland	2010	Hong Kong, Malezya, Singapur ve Tayvan	1998-2004	185	SEM	-/-	
Lückerath-Rovers	2010	Hollanda	2005-2007	99	EKK		-
Aygün vd.	2011	Türkiye	2006-2007	98	REG/KOR	+	+
Baptista vd.	2011	Brezilya	2008	121	REG/KOR	-	-/-
Ghabayen	2012	Suudi Arabistan	2011	102	EKK/KOR		+
Bouaziz ve Triki	2012	Tunus	2007-2010	26	EKK/KOR	-	+/-
Horváth ve Spirollari	2012	ABD	2005-2009	136	REG	-	

Tablo 3 (devam)

Priya ve Nimalathasan	2013	Sri Lanka	2008-2012	Seçilmiş	REG/KOR		-/-
Velnampy	2013	Sri Lanka	2007-2011	28	REG/KOR		-/-
Rad vd.	2013	İran	2006-2010	87	EKK	-	
Rad vd.	2013	Malezya	2006-2010	96	EKK	+	
Ramezani vd.	2013	İran	2006-2010	140	REG/KOR	-	
Bøhren	2013	Norveç	2000-2011	244543	REG/KOR		+
Kumar ve Singh	2013	Hindistan	2008-2009	176	REG/KOR	-	
Moscu	2013	Romanya	2010	62	EKK		+/+

- ^aİlgili dönemler arasında ortalama firma sayısını göstermektedir.
- REG; çoklu regresyon yöntemini, KOR; korelasyon yöntemini, EKK; en küçük kareler yöntemini, 2EKK; iki aşamalı en küçük kareler yöntemini, 3EKK; üç aşamalı en küçük kareler yöntemini, T; t-testini, GLM; genelleştirilmiş doğrusal modelini, SEM; sabit etkiler modelini, ADM; araç değişkenler modelini, REM; rassal etkiler modelini analizini göstermektedir.

4. GENEL DEĞERLENDİRME

Şirket yönetim kurullarının mercek altına alınması, kurumsal yönetimin finansal boyutunu ilk kez ortaya koyan, Cadbury (1992) raporu ile gerçekleşmiştir. Bu alandaki akademik çalışmalar da yaklaşık olarak aynı dönemde, Hermalin ve Weisbach (1991) çalışması ile hız kazanmıştır. Bu iki çalışmayı izleyen yıllardan günümüze kadar olan dönemde ise, yönetim kurulu büyüklüğünün finansal performans üzerindeki etkisi pek çok gelişmiş ve gelişmekte olan piyasalar için yapılan çalışmalarda irdelenmiştir. Bu araştırmada ise ulusal ve uluslararası literatürde yönetim kurulu üye sayısı ile muhasebe ve piyasa esaslı performans göstergeleri arasındaki ilişkiyi inceleyen çalışmalar incelenerek sistematik bir şekilde özetlenmiştir.

Yönetim kurulu büyüklüğü ile ilgili yapılmış olan araştırmalar incelendiğinde üç temel teoriden bahsedilebilir. Bu teoriler; Vekâlet Teorisi, Temsil Teorisi ve Kaynak Bağımlılığı Teorisi'dir. Kaynak Bağımlılığı teorisine göre; yönetim kurulu üye sayısı fazla olan kurullar, daha fazla bağlantı sağlaması ve böylelikle kritik kaynaklara ulaşmanın daha kolay olması ile açıklanabilir. Bununla birlikte daha büyük yönetim kurullarının yönetsel anlamda baskı altına alınması da zordur. Birçok yazar tarafından YK sayısının fazla olmasının bilgi, tecrübe ve daha iyi tavsiye anlamını taşıyacağı vurgulanmıştır. Bunun dışında büyük yönetim kurulları, mal ve hizmet piyasaları, şirket birleşme ve satın almaları gibi firma performansını olumlu etki yapabilecek bilgilerin elde edilmesinde farklı avantajlar da sağlayabilir.

Vekâlet Teorisi ise yönetim kurulu üye sayısı ile firma performansı arasındaki ilişkiyi inceleyen araştırmacılar, yönetim kurulu üyesi daha az olması halinde yüksek bir üyelik koordinasyonuna, daha az iletişim problemlerine neden olacağını ve daha etkili denetleyicilere sahip olacaklarını belirtmişlerdir. Daha büyük yönetim kurulu olan firmalarda, bireysel olarak her bir yönetim kuruluna düşen görev daha az olduğu için, yönetimi denetleme sorumluluğunun daha fazla yayılmış olması beklenmektedir. Ayrıca bu teoride yönetim kurulu üye sayısının artmasının, karar alma ve bilgi süreçleri ile ilgili organizasyonel sorunları artırdığı savunulmuştur. Bununla birlikte yönetim kurulu üye sayısı artması halinde tüm fikir ve önerilerin ifade edilmesinin zor olacağını vurgulamışlardır. Küçük yönetim kurulların, yöneticiler ve hissedarlar arasındaki vekâlet çatışmasını azalttığını ileri sürülmüştür. Vekâlet teorisine göre; yönetim kurulu üye sayısına bir sınırlama getirilmelidir. Belirlenen sınırları aşan firmaların grup dinamikleri açısından çatışmalara yol açabileceğini ve firmanın finansal performansını azaltacağını savunmuşlardır. Temsil teorisinde ise yöneticiler, vekâlet teorisinde yer aldığı gibi kendi ekonomik çıkarlarını gözetmek yerine, şirketin bir hizmetkârı gibi davranırlar. Ortaya çıkan tüm bu sonuçlar; ülkelerin kurumsal yönetim ilkelerin uygulanmasında yaptırımların ve özendirici faaliyetlerin artırılması gerektiğini göstermektedir.

Yönetim kurulu büyüklüğü ile finansal performans arasındaki ilişkiyi araştıran çalışmalar incelendiğinde farklı yönde sonuçlar tespit edildiği görülmektedir. Çalışmaların sonuçları ülkelere, dönemlere, sektörlere göre farklılaştığı anlaşılmaktadır. Bununla birlikte yönetim kurulu üye sayısının muhasebe esaslı performans göstergelerine ve piyasa esaslı performans göstergelerine etkileri zıt yönde olabilmektedir.

Bu çalışma; araştırmacılara, finansal düzenleyicilere ve şirketlerin üst yönetimine önemli derecede katkı sağlayacaktır. Yönetim kurulu büyüklüğünün performans üzerindeki etkisi ülkelere göre farklılıklar göstermesi açısından da araştırmacılara kurumsal yönetim reformlarına odaklanan üst yönetime katkıda bulunacaktır.

Bu çalışmada yapılan literatür taramasında finans sektörü ile ilgili yapılmış olan araştırmalar çalışmaya dahil edilmemiştir. Bu araştırmada yönetim kurulu büyüklüğünün ortaya çıkardığı olumlu ve olumsuz sonuçlar ortaya konulmuştur. Olumsuz sonuçların ortadan kaldırılmasına yönelik çözüm önerileri başka çalışmaların konusunu oluşturabilir. Bununla birlikte

ülkemizde yönetim kurulu büyüklüğü ile ilgili yapılmış çalışmalar son derece azdır. İleriki çalışmalarda ülkemiz açısından alt ve ana sektörler için yönetim kurulu büyüklüğünün performans üzerindeki etkisi detaylı bir şekilde analiz edilebilir.

KAYNAKÇA

- Ahmed, K., Hossain, M. & Adams, M. B. (2006). The Effects of Board Composition and Board Size on the Informativeness of Annual Accounting Earnings. *Corporate Governance: An International Review*, 14(5), 418-431.
- Akdoğan, Y. E. & Boyacıoğlu, M. A. (2010). Corporate Governance In Turkey: An Overview. *Selçuk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 24, 11-30.
- Andres, de P. A., Azofra, V. & Lopez, F. (2005). Corporate Boards in Some OECD Countries: Size, Composition, Functioning and Effectiveness. *Corporate Governance. An International Review*, 13, 197- 210.
- Anne, H. C. & Williams, M. S. (2003). International Comparative Analysis of the Association Between Board Structure and The Efficiency of Value Added by a Firm from its Physical Capital and Intellectual Capital Resources. *The International Journal of Accounting*, 38, 465- 491.
- Arosa B., Iturralde T. & Maseda A. (2010). Outsiders on The Board of Directors and Firm Performance: Evidence from Spanish Non-Listed Family Firms. *Journal of Family Business Strategy*, 1, 236– 245.
- Arosa B., Iturralde T. & Maseda A. (2013). The Board Structure and Firm Performance in Smes: Evidence from Spain. *Investigaciones Europeas de Dirección y Economía de la Empresa*, 19, 127– 135.
- Aygün, M., İç, S. & Sayın, C. (2011). Yönetim Kurulu Büyüklüğünü Belirleyen Faktörler ve Yönetim Kurulu Büyüklüğü İle Firma Performansı Arasındaki İlişki. *Gaziantep Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, 10, 77-92.
- Baptista, M. A. A., Klotzle, M.C. & Melo, M.A.C. (2011). Ceo Duality and Firm Performance in Brazil: Evidence From 2008. *Revista Persamento Contemporaneo em Administracao*, UFF, 11, 36- 55.
- Barnhart, S. W. & Roseinstein, S. (1998). Board Composition, Managerial Ownership and Firm Performance: An Empirical Analysis. *The Financial Review*, 33, 1- 16.
- Bhagat, S. & Black, B. (2002). The Non-Correlation Between Board Independence And Long Term Firm Performance. *Journal of Corporation Law*, 27, 231– 274.
- Bhagat, S. & Bolton, B. (2013). Director Ownership, Governance and Performance. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 48(1), 1- 33.
- Beiner, S., Drobetz, W., Schmid, F. & Zimmermann, H. (2003). Is Board Size Anindependent Corporate Governance Mechanism?. *Kyklos*, 57, 327- 356.
- Beiner, S., Drobetz, W., Schmid, M. M. & Zimmermann, H. (2006). An İntegrated Framework of Corporate Governance and Firm Valuation, *European Financial Management*, 12, 249- 283.
- Bennedsen, M., Kongsted, H. C. & Nielsen, K. M. (2008). The Causal Effect of Board Size in the Performance of Small and Medium-Sized Firms. *Journal of Banking & Finance*, 32, 1098- 1109.
- Birnbaum, P. H. (1984). The Choice of Strategic Alternatives Under Increasing Regulation in High Technology Industries. *Academy of Management Journal*, 27, 489- 510.
- Bouaziz, Z. & Triki, M. (2012). The İmpact of The Board of Directors on the Financial Performance of Tunisian Companies. *Universal Journal of Marketing and Business Research*, 1(2), 56- 71.
- Bozec, R. (2005). Boards of Directors, Market Discipline and Firm Performance. *Journal of Business Finance & Accounting*, 32(9), 1921- 1960.
- Bøhren, Ø. (2013). Board Size in Private Firms. Master of Science in Business & Economics, Major in Finance, BI Norwegian Business School.
- Cadbury, A. (1992). *Report of the Committee on the Financial Aspects of Corporate Governance*. London: Gee Publishing.
- Carter, D. A., Simskins, B. J. & Simpson, W. G. (2003). The Gender and Ethnic Diversity of US Boards and Board Committees and Firm Financial Performance. *Corporate Governance: An International Review*, 18(5), 396–414.
- Cavaco, S., Challe, E., Crifo, P., Reberlioux, A. & Roudaut, G. (2013). Board Independence and Operating Performance: Analysis On (French) Company and Individual Data. Departement D'economie, Ecole Polytechnique Centre National De La Recherche Scientifique, <http://econpapers.repec.org/paper/drmwpaper/2014-2.htm>, 01.07.2014.

- Chen, E-T. & Nowland, J. (2010). Optimal Monitoring in Family-Owned Companies? Evidence from Asia. *Corporate Governance: An International Review*, 18, 3- 17.
- Chen, Z.L., Cherung, Y.L., Stouraitis & Wong, A. W. S. (2005). Ownership Concentration, Firm Performance and Dividend Policy in Hong Kong. *Pacific-Basin Finance Journal*, 13 (4), 431- 449.
- Cheng, S. (2008). Board Size and the Variability of Corporate Performance. *Journal of Financial Economics*, 87, 157–176.
- Cheng, S., Evans III J. H. & Nagarajan, N. (2008). Board Size and Firm Performance: The Moderating Effects of the Market for Corporate Control, *Review of Quantitative Finance and Accounting*, forthcoming, DOI: 10.1007/s11156-007-0074-3, 31(2), 121-145.
- Choi, J. J., Park, S.W. & Yoo, S. S. (2007). The Value of Outside Directors: Evidence from Corporate Governance Reform in Korea. [Journal of Financial and Quantitative Analysis](#), 42(4), 941- 962.
- Coles, J. L., Daniel, N. D. & Naveen, L. (2008). Boards: Does One Size Fit All?. *Journal of Financial Economics*, 87, 329- 356.
- Conyon, J. M. & Peck, I. S. (1998). Board Size and Corporate Performance: Evidence from European Countries. *The European Journal of Finance*, 4, 291- 304.
- Cook, R. (2013). *The Relationship between Corporate Governance Practices and Firm Performance in the Junior Canadian Life Sciences Sector*, Saint Mary's University, Master of Business Administration, Halifax, Nova Scotia, Canada.
- Cornett, M. M., Marcus A. J., Saunders, A. & Tehranian, H. (2007). The Impact of Institutional Ownership on Corporate Operating Performance. *Journal of Banking & Finance*, 31, 1771– 1794.
- Dalton, R. D., Daily, M. C., Johnson, L. J. & Ellstrand, A. E. (1999). Number of Directors and Financial Performance: A Meta-Analysis. *Academy of Management Journal*, 42(6), 674- 686.
- Davila, J. P. (2013). Board Characteristics and Firm Value: Evidence from Colombia. http://world-finance-conference.com/papers_wfc2/329.pdf, 11.02.2014.
- Dehaene, A., Vuyst, V. D. & Ooghe, H. (2001). Corporate Performance and Board Structure in Belgian Companies. *Long Range Planning*, 34, 383- 393.
- Ehikioya, B. I. (2009). Corporate Governance Structure and Firm Performance in Developing Economies: Evidence from Nigeria. *Corporate Governance*, 9(3), 231- 243.
- Eisenberg, T., Sundgren, S. & Wells, M. T. (1998). Larger Board Size and Decreasing Firm Value in Small Firms. *Journal of Financial Economics*, 48, 35- 54.
- Ekşi, C. (2009). *Yönetim Kurulu Üyeliği ve Şirket Performansı: Türk Firmaları İçin Bulgular*. (Yayınlanmamış Doktora Tezi). Hacettepe Üniversitesi, Ankara.
- Elsayed, K. (2011). Board Size and Corporate Performance: The Missing Role of Board Leadership Structure. *Journal of Management & Governance*, 15(3), 415- 446.
- Fama, E. F. & Jensen, M. C. (1983). Separation of Ownership and Control. *Journal of Law and Economics*, 26(2), 301- 325.
- Fauzi, F. & Locke, S. (2012). Board Structure, Ownership Structure and Firm Performance: A Study of New Zealand Listed-Firms. *Asian Academy of Management Journal of Accounting and Finance*, 8(2), 43– 67.
- Ghabayen, M. A. (2012). Board Characteristics and Firm Performance: Case of Saudi Arabia. *International Journal of Accounting and Financial Reporting*, 2(2), 168- 200.
- Gill, A. & Mathur, N. (2011a). Board Size, CEO Duality, and the Value of Canadian Manufacturing Firms. *Journal of Applied Finance & Banking*, 1(3), 1- 13.
- Gill, A. & Mathur, N. (2011b). The Impact of Board Size, CEO Duality and Corporate Liquidity on the Profitability of Canadian Service Firms. *Journal of Applied Finance & Banking*, 1(3), 83- 95.
- Gill, A. & Obradovich, J. D. (2013). The Impact of Corporate Governance and Financial Leverage on the Value of American Firms. *International Research Journal of Finance and Economics*, Issue: 91, 1- 13.
- Goodstein, J., Gautam, K. & Boeker, W. (1994). The Effects Of Board Size and Diversity on Strategic Change. *Strategic Management Journal*, 15(3), 241- 250.

- Guest, P. M. (2009). The Impact of Board Size on Firm Performance: Evidence From The UK. *The European Journal of Finance*, 15(4), 385- 404.
- Haniffa, R. & Hudaib, M. (2006). Corporate Governance Structure and Performance of Malaysian Listed Companies. *Journal of Business Finance & Accounting*, 33, 1034- 1062.
- Harrison, J. R. (1987). The Strategic Use of Corporate Board Committees. *California Management Review*, 30, 109- 125.
- Hermalin, E. B. & Weisbach M. S. (1991). The Effect of Board Composition and Direct Incentives on Firm Performance. *Financial Management*, 20, 101- 112.
- Herman, E. (1981). *Corporate Control, Corporate Power*. New York: Cambridge University Pres.
- Horváth, R. & Spirollari, P. (2012). Do the Board of Directors' Characteristics Influence Firm's Performance? The U.S. Evidence. *Prague Economic Papers*, 4, 470- 486.
- Huse, M. (2004). *Boards, Governance and Value Creation: The Human Side of Corporate Governance*. Cambridge: Cambridge University Press.
- Huther, J. (1997). An Empirical Test of The Effect of Board Size on Firm Efficiency", *Economics Letters*, 54, 259- 264.
- Jensen, C. M. (1993). The Modern Industrial Revolution, Exit and the Failure of Internal Control Systems. *Journal of Finance*, 48, 831– 880.
- Jensen, M.C. & Meckling, W.H. (1976). Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305- 359.
- Joecks, J., Pull, K. & Vetter K. (2013). Gender Diversity in the Boardroom and Firm Performance: What Exactly Constitutes a "Critical Mass"? *Journal of Business Ethics*, 118(1), 61- 72.
- Kiel, G. C. & Nicholson, G. J. (2003). Board Composition and Corporate Performance: How the Australian Experience Informs Contrasting Theories of Corporate Governance. *Corporate Governance: An International Review*, 11(3), 189- 205.
- Kim, Y. (2007). The Proportion and Social Capital of Outside Directors and Their Impacts on Firm Value: Evidence from Korea. *Corporate Governance*, 15(6), 1168- 1176.
- Kim, K. H. (2013). Deep Structures in CEO Duality-Firm Performance Linkage. *International Management Review*, 9(2), 11- 23.
- Koerniadi, H. & Tourani-Rad A. (2012). Does Board Independence Matter? Evidence from New Zealand. *Australasian Accounting Business and Finance Journal*, 6(2), 3- 18.
- Kumar, N. & Singh, J.P. (2013). Effect of Board Size and Promoter Ownership on Firm Value: Some Empirical Findings from India. *Corporate Governance*, 13(1), 88- 98.
- Kyereboah-Coleman, A. (2007). Corporate Governance and Firm Performance in Africa: A Dynamic Panel Data Analysis, <http://wuhjkww.ifc.org/wps/wcm/connect/2768a80048a7e7cbad47ef6060ad5911/Kyereboah-Coleuhjkman%2B%2BCorporate%2BGovernance.pdf?MOD=AJPERES&ContentCache=NONE>, 13.01.2014.
- Lam, T. Y. & Lee, S. K. (2008). CEO Duality and Firm Performance: Evidence From Hong Kong. *Corporate Governance*, 8(3), 299- 316.
- Larmou, S. & Vafeas, N. (2009). The Relation Between Board Size and Firm Performance in Firms with a History of Poor Operating Performance. *Journal of Management Governance*, 14(1), 61- 85.
- Lasfer, M. A. (2004). On the Monitoring Role of the Board of Directors: The Case of the Adoption of Cadbury Recommendations in the UK. *Advances in Financial Economics*, 9, 287- 326.
- Latif, B., Shahid, M. N., Haq, M. Z. U., Waqas, H. M. & Arshad, A. (2013). Impact of Corporate Governance on Firm Performance: Evidence from Sugar Mills of Pakistan. *European Journal of Business and Management*, 5(1), 51- 59.
- Lefort, F. & Urzúa, F. (2008). Board Independence, Firm Performance and Ownership Concentration: Evidence from Chile. *Journal of Business Research*, 61, 615-622.
- Liao, J. & Young, M. (2013). Firm Uncertainty and Board Size in China, <http://economics.finance.massey.ac.nz/documents/seminarseries/manawatu/Firm%20Uncertainty%20and%20Board%20Size%20in%20China.pdf>, 14.12.2013.
- Lipton, M. & Lorsch, W. J. (1992). A Modest Proposal for Improved Corporate Governance. *Business Lawyer*, 48(1), 59- 77.

- Lückerath-Rovers, M. (2010). Women on Board and Firm Performance. *Journal of Corporate Governance*, 1– 30, DOI 10.1007/s10997-011-9186-1, http://download.springer.com/static/pdf/96/art%253A10.1007%252Fs10997-011-9186-1.pdf?auth66=1416167068_199cc40999f7e7d4a7f2ca741f611a7b&ext=.pdf, 20.05.2014.
- Mak, Y. T. & Kusnadi, Y. (2005). Size Really Matters: Further Evidence on the Negative Relationship between Board Size and Firm Value. *Pacific-Basin Finance Journal*, 13, 301- 318.
- 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, 527– 554.
- Moscu, R. G. (2013). The Relationship between Firm Performance and Bord Characteristics in Romania. *International Journal of Academic Research in Economics and Management Sciences*, 2(1), 167- 175.
- O’Connell, V. & Cramer, N. (2010). The Relationship Between Firm Performance and Board Characteristics In Ireland. *European Management Journal*, 28, 387– 399.
- Oxelheim, L. & Randøy, T. (2003). The Impact of Foreign Board Membership on Firm Value. *Journal of Banking & Finance*, 27, 2369– 2392.
- Özsalih, A. (2009). *Yönetim Kurulu Yapısının İşletmelerin Finansal ve Sosyal Sorumluluk Performansı Üzerindeki Etkisi*. (Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi). Karadeniz Teknik Üniversitesi, Trabzon.
- Pfeffer, J. (1972). Size and Composition of Corporate Boards of Directors. *Administrative Science Quarterly*, 21, 218– 228.
- Pfeffer, J. (1973). Size, Composition and Function on Hospital Board of Directors: A study of Organization-Environmental Linkage. *Administrative Science Quarterly*, 18(3), 349-356.
- Pfeffer, J. & Salancik, G. R. (1978). *The External Control of Organizations: A Resource Dependence Perspective*. New York: Harper & Row.
- Postma, T. J. B. M., Ees H. V. & Sterken, E. (2003). Board Composition and Firm Performance in the Netherlands. *Eastern Economic Journal*, 29, 41- 58.
- Priya, K. & Nimalathasan, B. (2013). Board of Directors’ Characteristics and Financial Performance: A Case Study of Selected Hotels and Restaurants in Sri Lanka. *Merit Research Journal of Accounting, Auditing, Economics and Finance*, 1(2), 018- 025.
- Provan, K. G. (1980). Board Power and Organizational Effectiveness Among Human Service Agencies. *Academy of Management Journal*, 23, 221- 236.
- Rad F. H., Rajeh K. Z. S., Botyari E. & Bezminabadi G. N. (2013). The Impact of Corporate Governance on Firm’s Financial Performance: A Comparison between Iranian and Malaysian Listed Companies. *Life Science Journal*, 10(6s), 49- 55.
- Ramdani, D. & Witteloostuijn, A. (2010). The Impact Board Independence and CEO Duality on Firm Performance: A Quantile Regression Analysis for Indonesia, Malaysia, South Korea and Thailand. *British Journal of Management*, 21, 607- 626.
- Ramezani A., Pouraghajan A., Mansourinia E. & Kheili M. K. M. (2013). The Impact of Board of Director Size and Managing Director Duality on Market Value of Firms: Evidences from Tehran Stock Exchange. *World of Sciences Journal*, 04, 217- 215.
- Rashid A., Zoysa A. D., Lodh S. & Rudkin K. (2010). Board Composition and Firm Performance: Evidence from Bangladesh. *Australasian Accounting Business and Finance Journal*, 4(1), 76- 95.
- Rehman, A. & Shah S. Z. A. (2013). Board Independence, Ownership Structure and Firm Performance: Evidence from Pakistan. *Interdisciplinary Journal of Contemporary Research In Business*, 5(3), 832- 845.
- Reyna, J. M. S. M. & Encalada, J. A. D. (2012). Ownership Structure, Firm Value and Investment Opportunities Set: Evidence from Mexican Firms. *Journal of Entrepreneurship, Management and Innovation (JEMI)*, 8(3), 35- 57.
- Samuel, E. A. (2013). The Impact of Bigger Board Size on Financial Performance of Firms: The Nigerian Experience. *Journal of Research in International Business and Management*, 3(3), 85- 90.
- Saravanan, P. (2012). Corporate Governance and Company Performance- A Study With Reference to Manufacturing Firms in India. http://www.nfcgindia.org/pdf/cor_gover_manu_firms.pdf, 10.12.2013.
- Swastika, D. L. T. (2013). Corporate Governance, Firm Size, and Earning Management: Evidence in Indonesia Stock Exchange. *IOSR Journal of Business and Management (IOSR-JBM)*, e-ISSN: 2278-487X, p-ISSN: 2319-7668, 10(4), 77-82.

- SPK (2011) <http://www.spk.gov.tr/apps/teblig/displayteblig.aspx?id=435>, 01.08.2014.
- Şener, İ. (2011). Örgütsel Çevre Bağlamında Yönetim Kurulları Ve Yönetim Kurulu Üyelerini Özelliklerinin Örgüt Performansına Etkisi. (Yayınlanmamış Doktora Tezi). Başkent Üniversitesi, Ankara.
- Tian, J. J. & Lau, C. M. (2001). Board Composition, Leadership Structure and Performance in Chinese Shareholding Companies. *Asia Pacific Journal of Management*, 18, 245– 263.
- Topal Y. & Doğan M. (2014). Impact of Board Size on Financial Performance: The Case of BIST Manufacturing Industry, *International Journal of Business Management and Economic Research(IJBMER)*, Vol 5(4), 74-79.
- Uchida, K. (2011). Does Corporate Board Downsizing Increase Shareholder Value? Evidence from Japan. *International Review of Economics and Finance*, 20, 562– 573.
- Ujunwa, A. (2012). Board Characteristics and the Financial Performance of Nigerian Quoted Firms. *Corporate Governance*, 12(5), 1- 30.
- Vafeas, N. & Theodorou, E. (1998). The Relationship between Board Structure and Firm Performance in the UK. *British Accounting Review*, 30, 383- 407.
- Velnampy, T. (2013). Corporate Governance and Firm Performance: A Study of Sri Lankan Manufacturing Companies. *Journal of Economics and Sustainable Development*, 4(3), 228- 235.
- Vo, D. & Phan, T. (2013). Corporate Governance and Firm Performance: Empirical Evidence From Vietnam, <http://www.murdoch.edu.au/School-of-Management-and-Governance/document/Australian-Conference-of-Economists/Corporate-governance-and-firm-performance.pdf>, 03.12.2013.
- Wang, Y-C., Tsai J-J. & Lin H-W. W. (2013). The Influence of Board Structure on Firm Performance. *The Journal of Global Business Management*, 9(2), 7- 14.
- Wintoki, M. B., Linck, J. S. & Netter, J. M. (2012). Endogeneity and the Dynamics of Internal Corporate Governance. *Journal of Financial Economics*, 105, 581-606.
- Yermack, D. (1996) Higher Market Valuation of Companies with a Small Board of Directors. *Journal of Financial Economics*, 40, 185- 221.
- Younas, Z.I., Mahmood, H. & Saeed, A. (2013). Effect of Firm Performance on Corporate Governance a Panel Data Analysis. *Asian Journal of Empirical Research*, 3(1), 1- 8.
- Yu, M. (2008). CEO Duality and Firm Performance for Chinese Shareholding Companies. *19th Chinese Economic Association (UK) Annual Conference*, <http://www.ceauk.org.uk/2008-conference-papers/YU-mei-CEO-duality-firm-performance-Chinese-shareholding-companies.pdf>, 07.01.2014.
- Zahra, S. A. & Pearce, J. A. (1989). Boards of Directors and Corporate Financial Performance: A Review and Integrative Model. *Journal of Management*, 15, 291-334.