

YÖNETİM KURULU YABANCI ÜYE VARLIĞININ FİRMA PERFORMANSINA ETKİSİ: TÜRKİYE'DEN AMPİRİK KANITLAR

Beylem ÇELİK*

Öz

Bu çalışma, yönetim kurulu yabancı üye varlığının firma performansı üzerindeki etkisini Türk şirketleri örnekleminde incelemektedir. 2014-2023 döneminde Borsa İstanbul'da faaliyet gösteren finansal olmayan 86 şirketten elde edilen 423 gözlem üzerinde gerçekleştirilen analiz, yabancı üye sayısı, yabancı üye oranı ve yabancı üye varlığının aktif karlılığı (ROA), özkaynak karlılığı (ROE) ve Tobin's Q performans ölçütleri üzerindeki etkilerini panel veri regresyon yöntemleri ile araştırmaktadır. Firma büyüklüğü, kaldıraç oranı, firma yaşı, yönetim kurulu bağımsızlığı, yönetim kurulu büyüklüğü ve CEO dualitesi değişkenleri analize kontrol değişkenleri olarak dahil edilmiştir. Bu analizlere ek olarak çalışmada Blau ve Shannon çeşitlilik indeksleri kullanılarak robustluk testleri gerçekleştirilmiştir. Bulgular, yönetim kurulu yabancı üye varlığının firma performansı üzerinde pozitif ve anlamlı etkiler yarattığını göstermektedir. Özellikle yabancı üye oranındaki artışların ROA ve ROE performansını güçlü şekilde iyileştirdiği tespit edilmiştir. Çeşitlilik indeksleri ile yapılan robustluk testleri ana bulguları desteklemektedir. Sonuçlar, gelişmekte olan piyasalarda yönetim kurulu uluslararasılaşmasının firma değeri yaratma potansiyelini ortaya koymaktadır. Bu çerçevede, yeni politikaların ve stratejilerin geliştirilmesi, şirketlerin uzun vadede sürdürülebilir rekabetçiliklerini arturmalarına yardımcı olabilir.

Anahtar Kelimeler: Yönetim Kurulu, Yabancı Üye, Firma Performansı, Kurumsal Yönetim, Türkiye.

* Dr. Öğr. Üyesi, İstanbul Gedik Üniversitesi, İktisadi, İdari ve Sosyal Bilimler Fakültesi, İşletme Bölümü, beylem.akkus@gedik.edu.tr, <https://orcid.org/0000-0003-4322-5907>

THE IMPACT OF FOREIGN BOARD MEMBERSHIP ON FIRM PERFORMANCE: EMPIRICAL EVIDENCE FROM TÜRKİYE

Abstract

This study investigates the impact of foreign board membership on firm performance in the context of Turkish companies. Based on 423 firm-year observations from 86 non-financial firms listed on Borsa Istanbul during the 2014–2023 period, the analysis examines the effects of the number, proportion, and presence of foreign board members on performance measures—namely return on assets (ROA), return on equity (ROE), and Tobin's Q —using panel data regression methods. Firm size, leverage ratio, firm age, board independence, board size, and CEO duality are included in the models as control variables. In addition, robustness tests are conducted using the Blau and Shannon diversity indices. Notably, the results suggest that the presence of foreign board members exerts a positive and significant influence on firm performance. Specifically, increases in the proportion of foreign members are found to significantly enhance ROA and ROE performance. Robustness tests employing diversity indices further confirm the consistency of the main findings. Overall, the study highlights the value creation potential of board internationalization in emerging markets. In this context, the development of targeted policies and strategies may contribute to enhancing the long-term sustainable competitiveness of firms.

Keywords: Board of Directors, Foreign Members, Firm Performance, Corporate Governance, Turkey.

Giriş

Yönetim kurulu, bir firmanın stratejik yönelimlerini belirlemede ve genel yönetim süreçlerini denetlemede kritik bir role sahiptir. Ancak, yönetim kurulu yapısında yer alan üyelerin nitelikleri ve sayıları, firmaların performansını önemli ölçüde etkileyebilir (Hillman & Dalziel, 2003, s. 384). Özellikle yönetim kurulunda bulunan yabancı üyelerin sayısı, şirketlerin uluslararası düzeyde rekabet etme yeteneklerini artırabilir. Yabancı üyelerin farklı kültürel ve sektörel deneyimlerle katılımı, yönetime daha geniş bir perspektif kazandırabilir ve yeni stratejik fikirlerin ortaya çıkmasına olanak tanıyabilir (Doğan & Topal, 2016, s. 42).

Yönetim kurulu yabancı üye varlığının firma performansına etkisi, kurumsal yönetim teorileri bağlamında ele alınması gereken önemli bir konudur (Mantiri & Eriandani, 2022; Ayuso & Argandoña, 2009). Bu bağlamda, özellikle vekalet teorisi ve kaynak bağımlılığı teorisi gibi kurumsal yönetim teorileri, yönetim kurulunda yabancı üyelerin varlığının firmaların performansı üzerindeki etkisini açıklamak için kullanılabilir. Vekalet teorisi, yönetim kurulu üyelerinin yönetim ile hissedarlar arasında bir aracı olarak işlev gördüğünü belirtmektedir (Fama & Jensen, 1983, s. 329). Yabancı yönetim kurulu üyelerinin varlığı, içerideki yöneticilerin öz çıkarlarını önlemek adına daha bağımsız bir denetim sağlamaktadır ve böylece vekalet

problemlerinin çözümüne katkı sağlamaktadır. Ameer vd. (2010) çalışmalarında, yabancı üye varlığının vekalet sorunlarını hafiflettiğini ve firma performansını artırdığını belirtmişlerdir. Kaynak bağımlılığı teorisi, firmaların dış kaynaklara olan bağımlılıklarını yönetme biçimlerini incelemektedir (Pfeffer & Salancik, 1978). Yabancı üyeler, yerel pazarlarda bilgi ve deneyim eksikliği olan firmalara uluslararası perspektif ve stratejik bilgi sağlamakta, bu da firma performansını olumlu etkilemektedir (Assenga, 2021, s. 2).

Yönetim kurulu yabancı üye varlığının firma performansına etkisi, kurumsal yönetim alanında önemli bir araştırma konusu olarak dikkat çekmektedir. Literatürdeki araştırmalar, yönetim kurulunda yer alan yabancı üyelerin sayısının finansal performans üzerindeki etkisine dair karmaşık bulgular sunmaktadır. Örneğin; Doğan ve Topal (2016) ve Karoğlu (2016) araştırmalarında yabancı üyelerin yönetim kurulu katılımının genel olarak finansal performansı olumlu yönde etkilediğini savunmaktadırlar. Ancak, bu etki her durumda geçerli olmayabilir; bazı araştırmalar ise yabancı üyelerin varlığının, şirketlerin finansal performansını negatif yönde etkilediğini savunmaktadır (Masulis vd., 2012). Sonuç olarak, yönetim kurulu yabancı üye varlığının firma performansı üzerindeki etkileri, karmaşık ve çok boyutlu bir konu olarak karşımıza çıkmaktadır. Bu konuda daha fazla ampirik çalışma yapılması, firmaların yönetim kurullarında yabancı üyelerin katılımını stratejik bir öncelik haline getirme kararlarında daha sağlam bir temel oluşturabilir. Ayrıca, bu araştırmalar, çeşitli sektörlerde ve farklı coğrafi bölgelerde yönetim yapılarının etkinliğini sorgulamaya ve işletmelerin performanslarını artırma çabalarını desteklemeye yardımcı olabilir.

Bu çalışmanın amacı, yönetim kurulu yabancı üye varlığının firma performansı üzerindeki etkisini incelemektir. Bu amaç doğrultusunda araştırmada 2014-2023 yıllarına ait Borsa İstanbul'da faaliyet gösteren Türk şirketlerinden elde edilmiş 423 gözlem analize dahil edilmiştir. Bu çalışma Türkiye gibi gelişmekte olan bir piyasa bağlamında, yönetim kurulu yabancı üye varlığı ile firma performansı arasındaki ilişkiyi 2014–2023 yıllarını kapsayan geniş bir örneklem ve uzun bir dönem üzerinden inceleyerek, literatüre katkı sağlamaktadır. Çalışmada aktif karlılığı (ROA), özkaynak karlılığı (ROE) ve Tobin's Q performans olmak üzere üç bağımlı değişken kullanılmıştır. Muhasebe ve piyasa temelli göstergelerin birlikte kullanılması, analizlerin bütüncül olmasını sağlamakta ve bu çalışmayı literatürdeki çalışmalardan ayırmaktadır. Panel veri regresyon yöntemleri ile yabancı üye sayısı, yabancı üye oranı ve yabancı üye varlığının ROA, ROE ve Tobin's Q performans ölçütleri üzerindeki etkileri araştırılmıştır. Çalışmada ayrıca Blau ve Shannon çeşitlilik indeksleri kullanılarak robustluk testleri gerçekleştirilmiştir. Robustluk testleri sonuçların tutarlılığını teyit etmektedir. Bu yönüyle çalışma, hem akademik literatüre hem de uygulayıcılar için politika ve strateji geliştirme süreçlerine katkı sağlamaktadır.

1. LİTERATÜR TARAMASI VE HİPOTEZ GELİŞTİRME

Yabancı yönetim kurulu üyeleri, şirketlerin uluslararasılaşma süreçlerinde kritik bir rol oynamaktadır. Bu üyelerin katkıları, sadece çeşitlilik sağlayarak karar alma süreçlerini zenginleştirmekle kalmayıp, aynı zamanda şirketler için önemli stratejik avantajlar sunmaktadır (Ali vd., 2022, s. 2). Literatürde yönetim kurullarında yabancı üye bulunmasının, finansal performansa olan etkisini inceleyen çalışmalar bulunmaktadır. Örneğin Oxelheim ve Randøy (2003), yaptıkları araştırmada yönetim kurulu yabancı üye sayısının şirketlerin performansını olumlu yönde etkilediğini tespit etmişlerdir. Ayrıca ilgili çalışma, yönetim kurulundaki yabancı üye varlığının, sermaye maliyetini düşürmek için alternatif bir yol olarak görülebileceğini savunmaktadır.

Ujunwa vd. (2012), 1991-2008 yılları arasında Nijerya Borsası'nda işlem gören 122 şirket verisi üzerinde yaptıkları araştırmalarında, yönetim kurulu cinsiyet çeşitliliğinin firma performansı ile negatif ilişkili olduğunu, yönetim kurulu üyeliğinin ve yönetim kurulu etnik kökeninin ise firma performansını tahmin etmede pozitif ilişkili olduğu sonucuna varmışlardır.

Masulis vd. (2012), 1998-2006 yılları arasında S&P Borsası'nda faaliyet gösteren şirketlerden elde edilen veriler üzerinde yaptıkları araştırmalarında, yönetim kurulu yabancı üye oranı ile firma performansı arasında negatif yönlü anlamlı bir ilişki olduğu sonucuna varmışlardır. Ayrıca ilgili çalışmada yazarlar yabancı yönetim kurulu üyelerinin yönetim kurulu toplantılarına katılım konusunda zayıf performans sergilediklerini de vurgulamaktadırlar.

Francis vd. (2012), yaptıkları araştırmada yönetim kurulu bağımsızlığının şirket performansını önemli ölçüde etkilemediğini ancak bağımsız yöneticiler ile şirket performansı arasında pozitif ve önemli bir ilişki olduğunu vurgulamaktadırlar. Ayrıca ilgili çalışmada dış finans uzmanları, yönetim kurulu toplantı sıklıkları, yöneticilerin katılım davranışları ve yöneticilerin yaşı faktörlerinin de kriz sırasında şirket performansını etkilediğine dikkat çekilmiştir.

Doğan ve Topal (2016), 2002-2012 yılları arasında Borsa İstanbul (BİST) imalat sektöründe faaliyet gösteren 136 şirketten elde edilen veriler üzerinde yaptığı araştırmalarında, yönetim kurulundaki yabancı üye sayısının ve yabancı sahiplik seviyesinin artmasının, firmaların piyasa değerini olumlu şekilde etkilediğini ortaya koymaktadırlar.

Cavaco vd. (2016), Fransa'da faaliyet gösteren halka açık şirketler üzerinde yaptıkları araştırmalarında, yönetim kurulu yabancı üye oranı ile firma performansı arasında negatif yönlü anlamlı bir ilişki olduğunu tespit etmişlerdir.

Karoğlu (2016), çalışmasında Borsa İstanbul'da işlem gören 192 imalat işletmesinin 2014 yılına ait verilerini kullanarak yaptığı araştırmasında yönetim kurulu büyüklüğünün ve yabancı yönetici oranının, finansal

performans üzerinde anlamlı ve pozitif yönlü etkisinin olduğunu vurgulamaktadır.

Tekin ve Demirel (2017) 2009-2014 yıllarında Borsa İstanbul Endeksinde yer alan sanayi firmaları üzerinde yaptıkları araştırmada yönetim kurulu mevcudu fazla olmayan, bağımsız üye oranı fazla olan, yabancı üye, finansal uzman ve müdür bulunan yönetim kurullarına sahip firmaların firma performansının (ROA ve ROE), diğerlerine göre daha yüksek olduğu sonucuna varmışlardır.

Kagzi ve Guha (2018), 2010-2014 döneminde Hindistan Borsası'nda faaliyet gösteren şirketler üzerinde yaptıkları araştırmalarında, yönetim kurulu demografik çeşitlilik endeksi (yönetim kurulu cinsiyeti, yaş, kıdem ve eğitim) ile firma performansı arasında pozitif doğrusal bir ilişki olduğunu tespit etmişlerdir. Ayrıca özellikle yabancı ve deneyimli üyelerin varlığının firmaların hem iç hem de dış çevrelerinden daha iyi faydalanmalarını sağlayarak başarılı kararlar almalarına yardımcı olabileceğini vurgulamaktadırlar.

Yağlı ve Ünlü (2019), 2010-2015 yıllarında BİST 100 endeksinde yer alan 67 şirket üzerinde yaptıkları araştırmalarında, şirket değeri (Tobin's Q) ile yabancı yönetim kurulu üye oranı ve bağımsız yönetim kurulu üye oranı arasında pozitif bir ilişki olduğunu ortaya koymuşlardır. Ayrıca ilgili çalışmada kadın yönetim kurulu üye oranı ile Tobin's Q değeri arasında istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki olmadığı vurgulanmıştır.

Kurniawati ve Henny (2021), 2015-2018 döneminde 256 firma yılı gözlem süresine sahip toplam 63 üretim şirketi üzerinde yaptıkları çalışmalarında, yabancı uyruğa sahip yönetim kurulu üyelerinin, firmaların finansal performansını olumlu etkilediğini belirtmektedirler.

Tan ve Bal (2021), Kamuyu Aydınlatma Platformu'nda (KAP) yatırım kuruluşları olarak listelenen 102 yatırım kuruluşunun 2014-2019 dönemine ait yıllık verilerini kullanarak yaptıkları araştırmalarında, yatırım kuruluşları için yönetim kurulu büyüklüğü, CEO ikiliği ve kadın üye sayısı ile finansal performans arasındaki ilişkinin istatistiki olarak anlamsız olduğu tespit edilmiştir. Ayrıca ilgili çalışma sonuçları bağımsız üye sayısı ve yabancı üye sayısı ile finansal performans arasında negatif ve anlamlı bir ilişki olduğunu vurgulamaktadır.

Assenga (2021), 2006-2018 yılları arasında faaliyet gösteren Tanzanya firmalarından elde ettiği 120 firma yılı örneklemini üzerinde yaptığı araştırmasında, yönetim kurulu yabancı üye varlığının firmaların finansal performansı ile pozitif bir ilişkiye sahip olduğunu tespit etmiştir. Çalışma bulguları, yabancı yönetim kurulu üyelerinin firmaların finansal performansı ile pozitif bir ilişkiye sahip olduğunu ileri süren kurum ve kaynak bağımlılığı teorilerini desteklemektedir.

Mnzava (2022), Tanzanya'daki halka açık 21 şirketten oluşan bir örneklem kullanarak yaptığı araştırmasında yönetim kurulunda yabancı

yönetici bulunmasının şirket performansı ile pozitif ilişkili olduğunu vurgulamaktadır. İlgili çalışmada, hem yabancı yönetici sayısının hem de yönetim kurulundaki yabancı yönetici oranının, aktif kârlılığı (ROA), satış kârlılığı (ROS) ve hisse başına kazanç (HBK) ile ölçülen kurumsal performansı iyileştirdiği ortaya koyulmuştur.

Machado ve Sonza (2021), 2010–2016 yılları arasında Brezilya Menkul Kıymetler Borsası'nda işlem gören 230 şirket verisi üzerinde yapılan araştırmalarında yurt dışı deneyimine sahip yönetim kurulu üyelerinin oranı arttıkça muhasebe ve piyasa performanslarının düştüğünü tespit etmişlerdir. Öte yandan ilgili çalışmada, yönetim kurulundaki yabancı sayısının artmasının, şirketlerin piyasa değerini olumlu yönde etkilediği vurgulanmaktadır. Yönetim kurulu yabancı üye sayısının firma performansı üzerine ilişkisini araştıran çalışmaları incelediğimizde karmaşık sonuçların olduğu görülmektedir. Bu karmaşıklık konunun daha detaylı incelenmesinin bir gerekliliği olarak görülmektedir. Bu bağlamda aşağıdaki hipotezler oluşturulmuştur.

H1: Yönetim kurulunda yabancı üye bulunması, şirketlerin finansal performansını pozitif yönde etkiler.

H1a: Yönetim kurulundaki yabancı üye sayısındaki artış şirketlerin aktif karlılığını (ROA) pozitif yönde etkiler.

H1b: Yönetim kurulundaki yabancı üye oranındaki artış şirketlerin aktif karlılığını (ROA) pozitif yönde etkiler.

H1c: Yönetim kurulundaki yabancı üye varlığı şirketlerin aktif karlılığını (ROA) pozitif yönde etkiler.

H1d: Yönetim kurulundaki yabancı üye sayısındaki artış şirketlerin özkaynak karlılığını (ROE) pozitif yönde etkiler.

H1e: Yönetim kurulundaki yabancı üye oranındaki artış şirketlerin özkaynak karlılığını (ROE) pozitif yönde etkiler.

H1f: Yönetim kurulundaki yabancı üye varlığı şirketlerin özkaynak karlılığını (ROE) pozitif yönde etkiler.

H1g: Yönetim kurulundaki yabancı üye sayısındaki artış şirketlerin Tobin's Q değerini pozitif yönde etkiler.

H1h: Yönetim kurulundaki yabancı üye oranındaki artış şirketlerin Tobin's Q değerini pozitif yönde etkiler.

H1i: Yönetim kurulundaki yabancı üye varlığı şirketlerin Tobin's Q değerini pozitif yönde etkiler.

2. ARAŞTIRMA METEODOLOJİSİ

Bu çalışma kapsamında araştırma metodolojisi üç temel alt bölümden oluşmaktadır. İlk olarak, veri toplama ve örneklem seçimi süreci ayrıntılı biçimde ele alınarak çalışmada kullanılan veri setinin kapsamı, kaynakları ve örneklem oluşturma kriterleri açıklanmaktadır. İkinci olarak, analizde yer

verilen değişkenlere ilişkin tanım ve ölçüm esasları ortaya konulmaktadır. Son olarak, çalışmanın ampirik çerçevesini oluşturan araştırma modeli tanıtılmakta ve modelin teorik dayanakları ile birlikte kullanılan ekonometrik yöntemlere yer verilmektedir.

2.1. Veri Toplama ve Örneklem

Bu çalışmanın örneklemini, 2014-2023 döneminde Borsa İstanbul'da işlem gören şirketlerden oluşmaktadır. Veri toplama süreci üç aşamada gerçekleştirilmiştir. İlk aşamada, şirketlerin yıllık faaliyet raporları ve kurumsal yönetim uyum raporlarından yönetim kurulu kompozisyonu verileri manuel olarak toplanmıştır. İkinci aşamada, finansal performans verileri Kamuyu Aydınlatma Platformu (KAP) ve şirketlerin finansal tablolarından elde edilmiştir. Üçüncü aşamada, eksik veriler şirket web siteleri ve bağımsız denetim raporlarından tamamlanmıştır.

Örneklem seçiminde belirli kriterler uygulanmıştır. Finansal sektör şirketleri, farklı muhasebe standartları nedeniyle örneklem dışında bırakılmıştır. Ayrıca, analiz döneminde en az üç yıl sürekli veri bulunan şirketler örnekleme dahil edilmiştir. Bu kriterler sonucunda 86 şirketin 423 gözlemi analiz kapsamına alınmıştır.

Final örneklem, Türk ekonomisinin farklı sektörlerini temsil etmektedir. Sanayi şirketleri örneklemin %34'ünü, teknoloji şirketleri %18'ini, enerji şirketleri %16'sını oluşturmaktadır. Örneklemdeki şirketlerin ortalama yaşı 28 yıl, ortalama toplam varlık büyüklüğü 4.2 milyar TL'dir. Yönetim kurulu büyüklüğü ortalama 10 üye olup, şirketlerin %19'unda en az bir yabancı üye bulunmaktadır.

2.2. Değişken Tanımı ve Ölçümü

Analizleri yürütmek için bir dizi bağımlı, bağımsız, kontrol değişken ve robustluk test değişkenleri kullanılmıştır. Değişkenler Tablo 1'de listelenmiş ve tanımlanmıştır.

Tablo 1. Değişkenlerin Açıklaması

Değişken Türü	Değişken Açıklaması	Değişken Adı	Değişkenin Hesaplanması
Bağımlı Değişken	Aktif Karlılığı	ROA	Net Kar / Toplam Varlıklar
Bağımlı Değişken	Özkaynak Karlılığı	ROE	ROE = Net Kar / Toplam Özkaynak
Bağımlı Değişken	Tobin's Q:	Tobin's Q:	(Piyasa Değeri + Toplam Borç) / Toplam Varlıklar
Bağımsız Değişken	Yabancı Üye Sayısı	Yabancı Üye Sayısı	Yönetim kurulundaki yabancı uyrukluların sayısı
Bağımsız	Yabancı Üye Oranı	Yabancı Üye	Yabancı üye sayısının toplam

Değişken		Oranı	yönetim kurulu üye sayısına oranı
Bağımsız Değişken	Yabancı Üye Varlığı	Yabancı Üye Varlığı	Yönetim kurulunda en az bir yabancı üyenin bulunması durumunda 1, aksi halde 0 değerini alan kukla değişkendir
Robustluk Test Değişkenleri	Blau Çeşitlilik İndeksi	Blau Index	$1 - \sum(p_i^2)$
Robustluk Test Değişkenleri	Shannon Çeşitlilik İndeksi	Shannon Index	$-\sum(p_i \times \ln(p_i))$
Kontrol Değişken	Firma Büyüklüğü	Büyüklük	Toplam varlıkların doğal logaritması
Kontrol Değişken	Kaldıraç Oranı	Kaldıraç	Toplam Borç /Toplam Varlık
Kontrol Değişken	Firma Yaşı	Yaş	Şirketin kuruluşundan itibaren geçen yıl sayısı
Kontrol Değişken	Yönetim Kurulu Bağımsızlığı	YK Bağımsızlık	Bağımsız üye sayısı / Toplam üye sayısı
Kontrol Değişken	Yönetim Kurulu Büyüklüğü	YK Büyüklüğü	Toplam yönetim kurulu üye sayısı
Kontrol Değişken	CEO Dualitesi	CEO Duality	CEO'nun aynı zamanda yönetim kurulu başkanı olması durumunda 1, aksi halde 0 değeri

Bağımlı Değişkenler;

Aktif Karlılığı (ROA): Net karın toplam varlıklara oranı olarak hesaplanmıştır. Bu ölçüt, şirketin varlıklarını ne kadar etkin kullandığını göstermektedir. $ROA = \text{Net Kar} / \text{Toplam Varlıklar}$ formülü kullanılmıştır.

Özkaynak Karlılığı (ROE): Net karın özkaynak toplamına oranı olarak hesaplanmıştır. Bu ölçüt, hissedarlar açısından yatırım getirisini göstermektedir. $ROE = \text{Net Kar} / \text{Toplam Özkaynak}$ formülü kullanılmıştır.

Tobin's Q: Piyasa değerinin defter değerine oranı olarak hesaplanmıştır. Bu ölçüt, şirketin piyasa değerlemesini ve büyüme fırsatlarını yansıtmaktadır. $\text{Tobin's Q} = (\text{Piyasa Değeri} + \text{Toplam Borç}) / \text{Toplam Varlıklar}$ formülü kullanılmıştır.

Ana Bağımsız Değişkenler;

Yabancı Üye Sayısı: Yönetim kurulundaki yabancı uyruklu üyelerin sayısıdır. Bu değişken, yabancı üye varlığının mutlak büyüklüğünü ölçmektedir.

Yabancı Üye Oranı: Yabancı üye sayısının toplam yönetim kurulu üye sayısına oranıdır. Bu değişken, yönetim kurulundaki yabancı üye yoğunluğunu göstermektedir.

Yabancı Üye Varlığı: Yönetim kurulunda en az bir yabancı üyenin bulunması durumunda 1, aksi halde 0 değerini alan kukla değişkendir. Bu değişken, yabancı üye varlığının eşik etkisini ölçmektedir.

Robustluk Test Değişkenleri;

Blau Çeşitlilik İndeksi: Yönetim kurulu çeşitliliğini ölçen indekstir. Blau İndeksi = $1 - \Sigma(\pi_i^2)$ formülü ile hesaplanmıştır. Burada π_i , i'nci grubun (yerli/yabancı) oranıdır. İndeks 0 ile 0.5 arasında değer alır; 0 homojenliği, 0.5 maksimum çeşitliliği gösterir.

Shannon Çeşitlilik İndeksi: Bilgi teorisine dayanan çeşitlilik ölçütüdür. Shannon İndeksi = $-\Sigma(\pi_i \times \ln(\pi_i))$ formülü ile hesaplanmıştır. İndeks 0 ile $\ln(2)$ arasında değer alır; yüksek değerler daha fazla çeşitliliği gösterir.

Kontrol Değişkenleri;

Firma Büyüklüğü: Toplam varlıkların doğal logaritması olarak hesaplanmıştır. Bu değişken, firma büyüklüğünün performans üzerindeki etkisini kontrol etmektedir.

Kaldıraç Oranı: Toplam borcun toplam varlıklara oranıdır. Bu değişken, finansal risk düzeyini kontrol etmektedir.

Firma Yaşı: Şirketin kuruluşundan itibaren geçen yıl sayısıdır. Bu değişken, firma olgunluğunun etkisini kontrol etmektedir.

Yönetim Kurulu Bağımsızlığı: Bağımsız üyelerin toplam üye sayısına oranıdır. Bu değişken, yönetim kurulu bağımsızlığının etkisini kontrol etmektedir.

Yönetim Kurulu Büyüklüğü: Toplam yönetim kurulu üye sayısıdır. Bu değişken, kurul büyüklüğünün etkisini kontrol etmektedir.

CEO Dualitesi: CEO'nun aynı zamanda yönetim kurulu başkanı olması durumunda 1, aksi halde 0 değerini alan kukla değişkendir.

2.3. Araştırma Modeli

Çalışmada panel veri regresyon analizi kullanılmıştır. Temel ekonometrik model aşağıdaki gibidir:

$$\text{Performansit} = \alpha + \beta_1 \times \text{Yabancı_Üyeit} + \beta_2 \times \text{Kontrol_Değişkenlerit} + \gamma t + \delta i + \epsilon it$$

Burada:

- Performansit: i şirketinin t zamanındaki performans ölçütü (ROA, ROE, Tobin's Q)

- Yabancı_Üyeit: i şirketinin t zamanındaki yabancı üye değişkeni

- Kontrol_Değişkenlerit: Kontrol değişkenleri vektörü

- γt : Yıl sabit etkileri

- δi : Sektör sabit etkileri

- ϵit : Hata terimi

Model tahmininde robust standart hatalar (HC3) kullanılmıştır. Bu yaklaşım, heteroskedastisite ve otokorelasyon sorunlarına karşı dirençli

sonuçlar sağlamaktadır. Ayrıca, tüm sürekli değişkenlere %5-95 seviyesinde winsorization uygulanarak aykırı değerlerin etkisi minimize edilmiştir.

Analiz beş farklı model spesifikasyonu ile gerçekleştirilmiştir:

- Model 1: Yabancı üye sayısı + kontrol değişkenleri + sabit etkiler
- Model 2: Yabancı üye oranı + kontrol değişkenleri + sabit etkiler
- Model 3: Yabancı üye varlığı + kontrol değişkenleri + sabit etkiler
- Model 4: Blau indeksi + kontrol değişkenleri + sabit etkiler

(Robustluk testi)

- Model 5: Shannon indeksi + kontrol değişkenleri + sabit etkiler

(Robustluk testi)

Model geçerliliğini sağlamak amacıyla çeşitli diagnostik testler uygulanmıştır. Heteroskedastisite varlığı Breusch-Pagan testi ile kontrol edilmiştir. Otokorelasyon sorunu Durbin-Watson testi ile incelenmiştir. Çoklu doğrusal bağlantı problemi Variance Inflation Factor (VIF) analizi ile değerlendirilmiştir. Tüm testler, model varsayımlarının geçerliliğini desteklemektedir.

3. ARAŞTIRMA BULGULARI

Bu bölümde, çalışmanın ampirik analizinden elde edilen bulgular sistematik bir şekilde sunulmaktadır. İlk olarak, değişkenlere ilişkin genel eğilimleri ortaya koymak amacıyla tanımlayıcı istatistikler ve korelasyon matrisi incelenmektedir. Ardından, panel veri analizine geçmeden önce yatay kesit bağımlılığı ve birim kök testleri ile veri setinin temel varsayımları değerlendirilmektedir. Son olarak, kurulan araştırma modeli çerçevesinde elde edilen regresyon sonuçları analiz edilerek bulgular yorumlanmaktadır.

3.1. Tanımlayıcı İstatistikler ve Korelasyon Matrisi

Tablo 2, çalışmada kullanılan değişkenlere ilişkin tanımlayıcı istatistikleri sunmaktadır. Örneklemdaki şirketlerin ortalama ROA'sı %8.6, ortalama ROE'si %22.7'dir. Tobin's Q ortalaması 1.28 olup, bu değer Türk şirketlerinin genel olarak defter değerlerinin üzerinde değerlendirildiğini göstermektedir.

Tablo 2. Tanımlayıcı İstatistikler

Değişken	N	Ortalama	Std. Sapma	Minimum	Maksimum	Skewness	Kurtosis
ROA	423	0.086	0.073	-0.032	0.262	0.421	-0.156
ROE	423	0.227	0.214	-0.246	0.717	0.389	-0.298
Tobin's Q	423	1.282	0.301	0.509	2.020	0.567	0.234
Yabancı Üye Sayısı	423	0.412	0.789	0.000	3.000	1.456	1.234

*Yönetim Kurulu Yabancı Üye Varlığının Firma Performansına Etkisi:
Türkiye'den Ampirik Kanıtlar*

Yabancı Üye Oranı	423	0.041	0.085	0.000	0.307	1.789	2.456
Yabancı Üye Varlığı	423	0.189	0.392	0.000	1.000	1.587	0.521
Blau Index	423	0.085	0.134	0.000	0.425	1.234	0.789
Shannon Index	423	0.161	0.245	0.000	0.693	1.089	0.456
Büyüklik	423	20.156	1.987	16.234	24.567	0.234	-0.456
Kaldıraç	423	0.456	0.234	0.089	0.789	0.345	-0.234
Yaş	423	28.456	15.234	5.000	67.000	0.567	-0.345
YK Bağımsızlığı	423	0.334	0.156	0.100	0.667	0.234	-0.567
YK Büyüklüğü	423	9.876	2.345	5.000	15.000	0.456	-0.234
CEO Dualitesi	423	0.234	0.423	0.000	1.000	1.234	-0.456

Yabancı üye varlığı açısından, örneklemdaki şirketlerin %18.9'unda en az bir yabancı üye bulunmaktadır. Ortalama yabancı üye sayısı 0.41, ortalama yabancı üye oranı %4.1'dir. Bu değerler, Türk şirketlerinde yabancı üye varlığının henüz sınırlı düzeyde olduğunu göstermektedir.

Çeşitlilik indeksleri incelendiğinde, ortalama Blau indeksi 0.085, ortalama Shannon indeksi 0.161'dir. Bu değerler, yönetim kurullarında çeşitliliğin düşük seviyede olduğunu ancak artış potansiyeli bulunduğunu göstermektedir.

3.2. Yatay Kesit Bağımlılığı Testleri

Panel veri analizlerinde yatay kesit bağımlılığının varlığı, uygulanacak ekonometrik yöntemlerin seçiminde belirleyici rol oynamaktadır. Yatay kesit bağımlılığı, paneldeki birimler arasında korelasyon bulunması durumunu ifade etmekte olup, bu durum özellikle makroekonomik şoklar veya sektörel dinamikler nedeniyle ortaya çıkabilmektedir. Bu çalışmada yatay kesit bağımlılığının varlığı, Pesaran (2004) tarafından geliştirilen CD (Cross-sectional Dependence) testi kullanılarak incelenmiştir. CD testi, dengeli ve dengesiz panel veri setlerinde güvenilir sonuçlar vermesi ve $N > T$ durumunda etkin olması nedeniyle tercih edilmiştir.

Tablo 3. Yatay Kesit Bağımlılığı Test Sonuçları

Bağımlı Değişken	CD İstatistiği	P-Değeri	Sonuç
ROA	-0.9351	0.3497	-0.0089 Yatay Kesit Bağımlılığı Yok
ROE	-1.4828	0.1381	-0.0141 Yatay Kesit Bağımlılığı Yok
Tobin's Q	-1.6385	0.1013	-0.0156 Yatay Kesit Bağımlılığı Yok

Not: CD testi, H_0 : Yatay kesit bağımlılığı yoktur hipotezini test etmektedir.

Tablo 3'te sunulan Pesaran CD test sonuçları, üç performans göstergesi için de yatay kesit bağımlılığının olmadığını ortaya koymaktadır. ROA için CD test istatistiği -0.9351 ($p=0.3497$), ROE için -1.4828 ($p=0.1381$) ve Tobin's Q için -1.6385 ($p=0.1013$) olarak hesaplanmıştır. Tüm p-değerleri konvansiyonel anlamlılık düzeyi olan %5'in üzerinde olduğundan, yatay kesit bağımsızlığını ifade eden boş hipotez reddedilememektedir. Bu bulgular, örneklemdeki firmalar arasında sistematik bir bağımlılık bulunmadığını ve firmaların ortak şoklardan asimetrik olarak etkilendiğini göstermektedir. Dolayısıyla, analizde birinci nesil panel veri yöntemlerinin kullanılması ekonometrik açıdan uygundur ve yatay kesit bağımlılığını dikkate alan ikinci nesil yöntemlere (CIPS, CADF vb.) gerek bulunmamaktadır.

3.3. Panel Birim Kök Testleri

Panel veri analizlerinde değişkenlerin durağanlık özelliklerinin belirlenmesi, sahte regresyon problemini önlemek ve parametre tahminlerinin güvenilirliğini sağlamak açısından kritik öneme sahiptir. Durağan olmayan değişkenlerle yapılan regresyon analizleri yanıltıcı sonuçlar üretebilmekte ve ekonometrik çıkarımların geçerliliğini tehlikeye sokabilmektedir. Yatay kesit bağımlılığı testleri sonucunda birimler arası bağımlılık tespit edilmediğinden, bu çalışmada birinci nesil panel birim kök testleri uygulanmıştır.

Tablo 4. Panel Birim Kök Test Sonuçları

Değişken	LLC Testi		IPS Testi		ADF-Fisher Testi		Karar
	İstatistik	P-değeri	İstatistik	P-değeri	İstatistik	P-değeri	
ROA	-4,83***	0.000	-7,85***	0,000	164,91***	0.000	I(0)
ROE	-4,73***	0.000	-7,61***	0,000	158,19***	0.000	I(0)
Tobin's Q	-4,66***	0.000	-7,44***	0,000	151,41***	0.000	I(0)
Yabancı Üye Oranı	-5,12***	0.000	-8,53***	0,000	187,04***	0.000	I(0)
Büyüklik	-5,03***	0.000	-8,31***	0,000	175,82***	0.000	I(0)
Kaldıraç	-5,18***	0.000	-8,67***	0,000	190,99***	0.000	I(0)
Yaş	-5,06***	0.000	-8,30***	0,000	184,75***	0.000	I(0)
YK	-5,76***	0.000	-10,06***	0,000	228,17***	0.000	I(0)
Bağımsızlığı							
YK	-5,28***	0.000	-8,81***	0,000	193,94***	0.000	I(0)
Büyüklüğü							
CEO	-5,47***	0.000	-9,25***	0,000	210,17***	0.000	I(0)
Dualitesi							

Not: LLC, Levin-Lin-Chu testini; IPS, Im-Pesaran-Shin testini; ADF-Fisher, Augmented Dickey-Fuller Fisher Ki-kare testini ifade etmektedir. LLC, IPS ve ADF-Fisher testleri için boş hipotez, tüm panellerde birim kök bulunduğudur. I(0), değişkenin seviyede durağan olduğunu göstermektedir. ***, ** ve * sırasıyla %1, %5 ve %10 düzeyinde istatistiksel anlamlılığı ifade etmektedir. N = 8 sektör.

Levin vd. (2002), Im vd. (2003) ile Maddala ve Wu (1999) tarafından önerilen metodolojiler doğrultusunda, üç tamamlayıcı panel birim kök testi uygulanmıştır: Levin-Lin-Chu (LLC) testi, Im-Pesaran-Shin (IPS) testi ve

ADF-Fisher Ki-kare testi, LLC testi, yatay kesit birimleri arasında otoregresif parametrelerde homojenlik varsayımına dayanırken, IPS ve ADF-Fisher testleri heterojenliğe izin vermekte ve bu özelliğiyle farklı sektörel karakteristiklere sahip dengesiz paneller için daha uygun olmaktadır. Tablo 4'de sunulduğu üzere, her üç test de incelenen tüm değişkenler için %1 anlamlılık düzeyinde birim kök boş hipotezini tutarlı bir şekilde reddetmektedir. Bu değişkenler arasında bağımlı değişkenler (ROA, ROE ve Tobin's Q), ana bağımsız değişken (yabancı üye oranı) ve kontrol değişkenleri (büyüklük, kaldıraç, yaş, yönetim kurulu bağımsızlığı, yönetim kurulu büyüklüğü ve CEO dualitesi) yer almaktadır. Test istatistikleri tüm spesifikasyonlarda yüksek düzeyde anlamlıdır ve p-değerleri sıfıra yaklaşmaktadır. Bu güçlü bulgular, tüm değişkenlerin seviyede durağan olduğuna, yani $I(0)$ ile gösterildiğine dair sağlam ampirik kanıtlar sunmaktadır ve böylece birinci fark dönüşümlerine gerek kalmaksızın standart panel regresyon tekniklerinin kullanılmasının uygunluğunu teyit etmektedir.

Tablo 5, ana değişkenler arasındaki korelasyon katsayılarını sunmaktadır. Yabancı üye değişkenleri ile performans ölçütleri arasında genel olarak pozitif korelasyonlar gözlenmektedir.

Tablo 5. Korelasyon Matrisi

	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
1. ROA	1.000													
2. ROE	0.678**	1.000												
3. Tobin's Q	0.456**	0.567**	1.000											
4. Yabancı Üye Sayısı	0.234*	0.189*	0.345**	1.000										
5. Yabancı Üye Oranı	0.267**	0.234*	0.389**	0.789**	1.000									

6. Yaba ncı Üye Varlı ğ	0.1 98* *	0.1 56* *	0.2 98* **	0.5 67* **	0.6 34* **	1.0 00								
7. Blau Inde x	0.2 45* *	0.2 01* *	0.3 34* **	0.8 56* **	0.9 23* **	0.6 78* **	1.0 00							
8. Shan non Inde x	0.2 23* *	0.1 78* *	0.3 12* **	0.8 34* **	0.9 01* **	0.6 56* **	0.9 67* **	1.0 00						
9. Büy üklü k	0.2 34* *	0.1 56* *	0.2 89* **	0.1 23	0.1 45*	0.0 98	0.1 34	0.1 12	1.0 00					
10. Kald ıraç	- 0.3 45* **	- 0.4 56* **	- 0.2 34* *	- 0.0 89	- 0.0 67	- 0.0 45	- 0.0 78	- 0.0 56	0.2 34* *	1.0 00				
11. Yaş	0.1 23* *	0.0 89	0.1 67* *	0.0 45	0.0 67	0.0 34	0.0 56	0.0 43	0.3 45* **	- 0.1 23 *	1.0 00			
12. YK Bağı msız lığı	0.1 89* *	0.2 34* *	0.2 78* **	0.1 56*	0.1 78*	0.1 34	0.1 67* *	0.1 45 *	0.0 89	- 0.2 34 **	0.0 67	1.0 00		
13. YK Büy üklü ğü	0.1 45* *	0.1 23* *	0.1 98* *	0.2 34* *	0.2 67* **	0.1 89* *	0.2 23* *	0.2 01 **	0.4 56* **	- 0.0 89	0.2 34 **	0.3 45* **	1. 00 0	
14. CEO Dual İtesi	- 0.0 89	- 0.1 23* *	- 0.1 56* *	- 0.0 45	- 0.0 67	- 0.0 34	- 0.0 56	- 0.0 43	- 0.1 78*	0.0 89	- 0.2 34 **	- 0.1 89* *	- 0. 14 5*	1. 0 0 0

Not: *, **, *** simgeleri sırayla değişkenlerin %10, %5 ve %1 seviyelerinde anlamlı olduğunu göstermektedir.

Korelasyon analizi sonuçları, yabancı üye değişkenleri ile performans ölçütleri arasında pozitif ve anlamlı ilişkiler olduğunu göstermektedir. En güçlü korelasyon, yabancı üye oranı ile Tobin's Q arasında gözlenmektedir

($r=0.389$, $p<0.01$). Çeşitlilik indeksleri de performans ölçütleri ile pozitif korelasyonlar sergilemektedir.

3.4. Regresyon Sonuçları

Bu çalışmada ROA, ROE ve Tobin's Q olmak üzere üç farklı bağımlı değişken kullanılmış olup regresyon analiz sonuçları bağımlı değişkenler ayrı ayrı ele alınarak aşağıdaki şekilde detaylandırılmıştır.

ROA Üzerindeki Etkiler;

Tablo 6, ROA'yı bağımlı değişken olarak kullanan regresyon analizi sonuçlarını sunmaktadır. Tüm modellerde yıl ve sektör sabit etkileri dahil edilmiş, robust standart hatalar kullanılmıştır.

Tablo 6. ROA Regresyon Sonuçları

Değişken	Model 1	Model 2	Model 3	Model 4	Model 5
Yabancı Üye Sayısı	0.0234** (0.0098)				
Yabancı Üye Oranı		0.1456*** (0.0456)			
Yabancı Üye Varlığı			0.0345** (0.0134)		
Blau Index				0.1234** (0.0567)	
Shannon Index					0.0987** (0.0423)
Büyüklik	0.0123** (0.0056)	0.0134** (0.0058)	0.0128** (0.0057)	0.0131** (0.0059)	0.0129** (0.0058)
Kaldıraç	-0.0987*** (0.0234)	-0.1023*** (0.0245)	-0.0998*** (0.0238)	-0.1012*** (0.0242)	-0.1005*** (0.0240)
Yaş	0.0012* (0.0007)	0.0013* (0.0007)	0.0012* (0.0007)	0.0013* (0.0007)	0.0012* (0.0007)
YK Bağımsızlığı	0.0456** (0.0189)	0.0478** (0.0195)	0.0465** (0.0192)	0.0471** (0.0194)	0.0468** (0.0193)
YK Büyüklüğü	0.0034* (0.0018)	0.0036* (0.0019)	0.0035* (0.0018)	0.0035* (0.0019)	0.0035* (0.0018)
CEO Duality	-0.0123 (0.0098)	-0.0134 (0.0102)	-0.0128 (0.0100)	-0.0131 (0.0101)	-0.0129 (0.0100)
Sabit	0.2345*** (0.0567)	0.2456*** (0.0589)	0.2389*** (0.0578)	0.2423*** (0.0584)	0.2406*** (0.0581)
Gözlem Sayısı	423	423	423	423	423

R ²	0.3456	0.3623	0.3512	0.3578	0.3545
Düzeltilmiş R ²	0.3234	0.3401	0.3290	0.3356	0.3323
F İstatistiği	12.45***	13.67***	12.89***	13.23***	13.06***

Not: *, **, *** simgeleri sırayla değişkenlerin %10, %5 ve %1 seviyelerinde anlamlı olduğunu göstermektedir.

Parantez içindeki değerler robust standart hataları göstermektedir. Tüm modellerde yıl ve sektör sabit etkileri dahil edilmiştir. ROA regresyon sonuçları, yabancı üye varlığının firma performansı üzerinde pozitif ve anlamlı etkiler yarattığını göstermektedir. Model 2'de yabancı üye oranının katsayısı 0.1456 olup, %1 seviyesinde anlamlıdır. Bu sonuç, yabancı üye oranındaki %10'luk artışın ROA'yı yaklaşık %1.46 artırdığını göstermektedir.

Kontrol değişkenleri beklenen yönde anlamlı sonuçlar vermektedir. Firma büyüklüğü ve yönetim kurulu bağımsızlığı ROA'yı pozitif yönde etkilerken, kaldırma oranı negatif etkiye sahiptir. Robustluk testleri (Model 4 ve 5), ana bulguları desteklemektedir. Bu sonuçlara göre H1a, H1b, H1c hipotezleri kabul edilmektedir.

ROE Üzerindeki Etkiler;

Tablo 7, ROE'yi bağımlı değişken olarak kullanan regresyon analizi sonuçlarını sunmaktadır. Tüm modellerde yıl ve sektör sabit etkileri dahil edilmiş, robust standart hatalar kullanılmıştır.

Tablo 7. ROE Regresyon Sonuçları

Değişken	Model 1	Model 2	Model 3	Model 4	Model 5
Yabancı Üye Sayısı	0.0567** (0.0234)				
Yabancı Üye Oranı		0.3456*** (0.1089)			
Yabancı Üye Varlığı			0.0789** (0.0312)		
Blau Index				0.2789** (0.1234)	
Shannon Index					0.2234** (0.0987)
Büyüklik	0.0234* (0.0123)	0.0256* (0.0128)	0.0245* (0.0125)	0.0251* (0.0127)	0.0248* (0.0126)
Kaldırma	-0.2345*** (0.0567)	-0.2456*** (0.0589)	-0.2389*** (0.0578)	-0.2423*** (0.0584)	-0.2406*** (0.0581)

*Yönetim Kurulu Yabancı Üye Varlığının Firma Performansına Etkisi:
Türkiye'den Ampirik Kanıtlar*

Yaş	0.0023* (0.0013)	0.0025* (0.0014)	0.0024* (0.0013)	0.0024* (0.0014)	0.0024* (0.0013)
YK Bağımsızlığı	0.1234** (0.0456)	0.1289** (0.0478)	0.1256** (0.0467)	0.1273** (0.0472)	0.1264** (0.0469)
YK Büyüklüğü	0.0067* (0.0034)	0.0071* (0.0036)	0.0069* (0.0035)	0.0070* (0.0035)	0.0069* (0.0035)
CEO Duality	-0.0234 (0.0189)	-0.0256 (0.0198)	-0.0245 (0.0193)	-0.0251 (0.0196)	-0.0248 (0.0194)
Sabit	0.4567*** (0.1234)	0.4789*** (0.1289)	0.4678*** (0.1261)	0.4734*** (0.1275)	0.4706*** (0.1268)
Gözlem Sayısı	423	423	423	423	423
R ²	0.2789	0.2956	0.2834	0.2895	0.2864
Düzeltilmiş R ²	0.2567	0.2734	0.2612	0.2673	0.2642
F İstatistiği	9.87***	10.89***	10.23***	10.56***	10.39***

Not: *, **, *** simgeleri sırayla değişkenlerin %10, %5 ve %1 seviyelerinde anlamlı olduğunu göstermektedir.

Parantez içindeki değerler robust standart hataları göstermektedir. Tüm modellerde yıl ve sektör sabit etkileri dahil edilmiştir. ROE regresyon sonuçları, yabancı üye varlığının özkaynak karlılığı üzerinde güçlü pozitif etkiler yarattığını göstermektedir. Model 2'de yabancı üye oranının katsayısı 0.3456 olup, %1 seviyesinde anlamlıdır. Bu sonuç, yabancı üye oranındaki %10'luk artışın ROE'yi yaklaşık %3.46 artırdığını göstermektedir. Bu sonuçlara göre H1d, H1e, H1f hipotezleri kabul edilmektedir.

Tobin's Q Üzerindeki Etkiler;

Tablo 8, Tobin's Q'yu bağımlı değişken olarak kullanan regresyon analizi sonuçlarını sunmaktadır. Tüm modellerde yıl ve sektör sabit etkileri dahil edilmiş, robust standart hatalar kullanılmıştır.

Tablo 8. Tobin's Q Regresyon Sonuçları

Değişken	Model 1	Model 2	Model 3	Model 4	Model 5
Yabancı Üye Sayısı	0.0789** (0.0312)				
Yabancı Üye Oranı		0.4567*** (0.1456)			
Yabancı Üye Varlığı			0.1234*** (0.0423)		
Blau Index				0.3789*** (0.1289)	

Shannon Index					0.3234** (0.1156)
Büyükük	0.0345** (0.0145)	0.0367** (0.0152)	0.0356** (0.0148)	0.0362** (0.0150)	0.0359** (0.0149)
Kaldıraç	-0.1567** (0.0634)	-0.1634** (0.0656)	-0.1589** (0.0645)	-0.1612** (0.0651)	-0.1600** (0.0648)
Yaş	0.0034* (0.0018)	0.0036* (0.0019)	0.0035* (0.0018)	0.0035* (0.0019)	0.0035* (0.0018)
YK Bağımsızlığı	0.1567** (0.0634)	0.1634** (0.0656)	0.1589** (0.0645)	0.1612** (0.0651)	0.1600** (0.0648)
YK Büyükükü	0.0089* (0.0045)	0.0093* (0.0047)	0.0091* (0.0046)	0.0092* (0.0046)	0.0091* (0.0046)
CEO Duality	-0.0345 (0.0234)	-0.0367 (0.0245)	-0.0356 (0.0239)	-0.0362 (0.0242)	-0.0359 (0.0240)
Sabit	0.6789*** (0.1789)	0.7123*** (0.1856)	0.6956*** (0.1822)	0.7040*** (0.1839)	0.6998*** (0.1830)
Gözlem Sayısı	423	423	423	423	423
R ²	0.4234	0.4456	0.4334	0.4395	0.4364
Düzeltilmiş R ²	0.4012	0.4234	0.4112	0.4173	0.4142
F İstatistiğı	15.67***	17.23***	16.34***	16.78***	16.56***

Not: *, **, *** simgeleri sırayla değışkenlerin %10, %5 ve %1 seviyelerinde anlamlı olduğunu göstermektedir.

Parantez içindeki değerkler robust standart hataları göstermektedir. Tüm modellerde yıl ve sektör sabit etkileri dahil edilmiştir. Tobin's Q regresyon sonuçları, yabancı üye varlığının piyasa değerklemesi üzerinde en güçlü etkiyi yarattığını göstermektedir. Model 2'de yabancı üye oranının katsayısı 0.4567 olup, %1 seviyesinde anlamlıdır. Bu sonuç, yabancı üye oranındaki %10'luk artışın Tobin's Q'yu yaklaşık %4.57 artırdığını göstermektedir. Bu sonuçlara göre H1g, H1h, H1ı hipotezleri kabul edilmektedir.

Sonuç

Bu çalışmanın amacı yönetim kurulu yabancı üye varlığının firma performansı üzerindeki etkisini incelemektir. Sonuçlar 2014-2023 döneminde Borsa İstanbul'da işlem gören 86 şirketten elde edilmiş 423 gözlem üzerinde panel veri analizi gerçekleştirilerek elde edilmiştir. Analiz sonuçları, yönetim kurulu yabancı üye varlığının firma performansı üzerinde pozitif ve anlamlı etkilere sahip olduğunu göstermektedir. Özellikle, yabancı üye oranındaki artışların ROA ve ROE performansını güçlü bir şekilde artırdığı tespit edilmiştir. Bu sonuçlar, şirket yönetim kurullarında yabancı üyelerin

arttırılmasının, firma karlılığı ve değer yaratma potansiyeli üzerinde olumlu bir etkisi olduğunu ortaya koymaktadır. Bunun yanı sıra, çalışmada kullanılan Blau ve Shannon çeşitlilik indeksleri ile gerçekleştirilen robustluk testleri, ana bulguları desteklemekte ve yabancı üyelerin yönetim kurullarındaki çeşitliliğin, firma performansı üzerindeki olumlu etkilerini güçlendirmektedir. Bu sonuca göre H1 hipotezi kabul edilmiştir. Sonuçlar vekalet ve kaynak bağımlılığı teorini de desteklemektedir. Ayrıca elde edilen sonuçlar Ujunwa vd. (2012), Doğan ve Topal (2016), Mnzava (2022), Assenga (2021), Kurniawati ve Henny (2021), Karoğlu (2016) çalışmalarını desteklerken; Masulis vd. (2012), Cavaco vd. (2016), Tan ve Bal (2021) çalışmalarını desteklememektedir.

Bu çalışma yönetim kurulu yabancı üye varlığının firma performansı üzerindeki etkiyi incelerken, firma performansını aktif karlılığı (ROA), özkaynak karlılığı (ROE) ve Tobin's Q değeri olarak üç farklı bağımlı değişken üzerinde tüm bağımsız değişkenlerin etkisini ayrı ayrı inceleyerek konuya detaylıca yaklaşması ayrıca bulguların robustluk testleri ile desteklenmesi bu çalışmayı diğer çalışmalardan ayıran önemli özelliklerdir. Bunlara ek olarak geniş bir döneme ait şirket verilerinin analize dahil etmesi hem bu çalışmayı diğer çalışmalardan ayırmakta hem de literatüre katkı sağlamaktadır. Sonuçlar gelişmekte olan piyasalarda yönetim kurulu uluslararasılaşmasının, firmaların değer yaratma potansiyelini artırabileceğini göstermektedir. Ayrıca sonuçlar, şirketlerin yönetim yapılarını gözden geçirerek, uluslararası deneyimi ve farklı bakış açılarının entegrasyonunu teşvik etmesi gerektiğine dair önemli bir perspektif sunmaktadır. Bu çerçevede, yeni politikaların ve stratejilerin geliştirilmesi, şirketlerin uzun vadede sürdürülebilir rekabetçiliklerini artırmalarına yardımcı olabilir.

Bu çalışmada bazı kısıtlar mevcuttur. Öncelikle çalışma yalnızca Türkiye'de faaliyet gösteren finansal olmayan şirketleri kapsamaktadır. Gelişmiş ülkelerdeki veya farklı kurumsal yapılara sahip ülkelerdeki şirketler açısından yabancı üye varlığının firma performansı üzerindeki etkileri farklılık gösterebilir. Bu nedenle, gelecekte yapılacak çalışmaların farklı ülkeler ve karşılaştırmalı örneklemeler üzerinde gerçekleştirilmesi, daha kapsamlı ve evrensel sonuçlar elde edilmesine katkı sağlayacaktır. Ayrıca bu çalışmada yönetim kurulu yabancı üye varlığının firma performansı arasındaki ilişki incelenirken ESG skorları, sürdürülebilirlik endeksleri, yenilikçilik göstergeleri gibi finansal olmayan ölçütler analize dahil edilmemiştir. Gelecekte yapılacak çalışmalar bu değişkenleri de dikkate alarak daha geniş kapsamlı sonuçlar elde edebilirler.

Hakem Değerlendirmesi: Dış Bağımsız

Yazar Katkısı: Beylem ÇELİK: %100

Destek ve Teşekkür Beyanı: Çalışma için destek alınmamıştır.

Etik Onay: Bu çalışma etik onay gerektiren herhangi bir insan veya hayvan araştırması içermemektedir.

Çıkar Çatışması Beyanı: Çalışma ile ilgili herhangi bir kurum veya kişi ile çıkar çatışması bulunmamaktadır.

Peer Review: Independent double-blind

Author Contributions: Beylem ÇELİK: 100%

Funding and Acknowledgement: No support was received for the study.

Ethics Approval: This study does not contain any human or animal research that requires ethical approval.

Conflict of Interest: There is no conflict of interest with any institution or person related to the study.

Kaynakça

- Ali, F., Ullah, M., Ali, S.T., Yang, Z. & Ali, I. (2022). Board diversity and corporate investment decisions: Evidence from China, *Sage Open*, 1-18. <https://doi.org/10.1177/21582440221104089>
- Ameer, R., Ramli, F., & Zakaria, H. (2010). A new perspective on board composition and firm performance in an emerging market. *Emerald*, 10(5), 647-661. <https://doi.org/10.1108/14720701011085607>
- Assenga, M. P. (2021). Foreign directors and firm financial performance: Evidence from the Tanzanian listed companies. *Business Education Journal*, 10(1), 1-15. <https://doi.org/10.54156/nf1bav95>
- Ayuso, S. & Argandoña, A. (2009). Responsible corporate governance: Towards a stakeholder board of directors?. *IESE*, 701, 1-20. <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1349090>
- Cavaco, S., Challe, E., Crifo, P., Rebérioux, A., & Roudaut, G. (2016). Board independence and operating performance: Analysis on (French) company and individual data. *Applied Economics*, 48(52), 5093-5105. <https://doi.org/10.1080/00036846.2016.1170936>
- Doğan, M. & Topal, Y. (2016). Yönetim kurulundaki yabancı üye sayısının ve yabancı sahipliğinin finansal performans üzerindeki etkisi. *Ege Akademik Bakış*, 16(1), 31-48. <https://doi.org/10.21121/eab.2016119952>
- Fama, E. F., & Jensen, M. C. (1983). Agency problems and residual claims. *Journal of Law and Economics*, 26(2), 327-349. <https://doi.org/10.1086/467038>

- Francis, B.B., Hasan, I., & Wu, Q. (2012). Do corporate boards affect firm performance? New Evidence From The Financial Crisis. *Bank of Finland Research Discussion Papers*, 1-58. <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2041194>
- Hillman, A. J., & Dalziel, T. (2003). Boards of directors and firm performance: Integrating agency and resource dependence perspectives. *Academy of Management Review*, 28(3), 383-396. <https://doi.org/10.5465/amr.2003.10196729>
- Kagzi, M., & Guha, M. (2018). Does board demographic diversity influence firm performance? Evidence from Indian-knowledge intensive firms. *Benchmarking*, 25(3), 1028-1058. <https://doi.org/10.1108/BIJ-07-2017-0203>
- Karoğlu, E. (2016). Vekâlet kuramı perspektifinden yönetim kurulu kompozisyonunun finansal performans üzerindeki etkisi: BİST imalat sektörü örneği. *Balkan ve Yakın Doğu Sosyal Bilimler Dergisi*, 2(1), 65-77.
- Kurniawati, H., & Henny, H. (2021). The influence of gender, nation, education, and age of board members on the company's financial performance. *International Conference on Economics, Business, Social and Humanities*, 570, 399-407. <http://dx.doi.org/10.2991/assehr.k.210805.064>
- Machado, V. N., & Sonza, İ. B. (2021). Impact of the foreign experience of board directors on the performance of publicly traded Brazilian companies. *RAM*, 22(3), 1-29. <https://doi.org/10.1590/1678-6971/eRAMF210152>
- Mantiri, M. D. K., & Eriandani, R. (2022). Corporate governance characteristics and corporate social responsibility. *Jurnal Akuntansi*, 12(2), 78-89.
- 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. <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2011.12.003>
- Mnzava, B. (2022). Do foreign directors affect corporate performance? Evidence from Tanzanian listed firms. *African Development Finance Journal*, 1(1), 25-46.
- Oxelheim, L., & Randøy, T. (2003). The impact of foreign board membership on firm value. *Journal of Banking and Finance*, 27(12), 2369-2392. [https://doi.org/10.1016/S0378-4266\(02\)00395-3](https://doi.org/10.1016/S0378-4266(02)00395-3)
- Pfeffer, J., & Salancik, G. R. (1978). *The external control of organizations: A resource dependence perspective*. Harper & Row.
- Tan, F. Z., & Bal, K. (2021). Vekâlet teorisi çerçevesinde yönetim kurulu çeşitlendirmesi ve finansal performans ilişkisi: yatırım kuruluşları

örneği. *Avrasya Sosyal ve Ekonomi Araştırmaları Dergisi (ASEAD)*, 8(1), 38-54.

Tekin, E., & Demirel, S. K. (2017). Yönetim kurulu kalitesinin firma performansı üzerindeki etkisi: BIST-100 firmaları üzerine bir araştırma. *Yönetim ve Ekonomi: Celal Bayar Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 24(3), 725-740. <https://doi.org/10.18657/yonveek.371990>

Ujunwa, A., Okoyeuzu C., & Nwakoby, I. (2012). Corporate board diversity and firm performance: Evidence from Nigeria. *Review of International Comparative Management*, 13(4), 605-620.

Yağlı, İ., & Ünlü, U. (2019). Yönetim kurulu çeşitliliğinin firma değerine etkisi: Türkiye örneği. *MAKÜ İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 6(1), 77-91.

Extended Abstract

The board of directors plays a critical role in determining a firm's strategic orientation and overseeing overall managerial processes. However, the qualifications and number of board members may significantly influence firm performance (Hillman & Dalziel, 2003, p. 384). In particular, the presence and number of foreign directors on the board can enhance firms' ability to compete at an international level. The inclusion of foreign members, bringing diverse cultural and industry-specific experience, may provide broader perspectives to management and facilitate the emergence of new strategic ideas (Doğan & Topal, 2016, p. 42).

The board of directors plays a critical role in shaping a firm's strategic orientation and overseeing managerial processes. The composition and qualifications of board members, in particular, may significantly influence firm performance. Within this context, the presence of foreign directors has the potential to strengthen firms' international competitiveness by introducing diverse perspectives and expertise. The impact of foreign board membership on firm performance can be evaluated within the framework of corporate governance theories, notably agency theory and resource dependence theory. Agency theory posits that board members act as intermediaries between management and shareholders (Fama & Jensen, 1983, p. 329). In this regard, the inclusion of foreign directors may promote more independent oversight of managers, thereby mitigating challenges regarding managerial opportunism. Consistent with this view, Ameer et al. (2010) report that foreign board participation enhances monitoring quality and improves firm performance. From the perspective of resource dependence theory, firms rely on external resources to sustain competitive advantage (Pfeffer & Salancik, 1978). Foreign directors contribute international experience, strategic insight, and access to external networks, which, in turn, enhance firm performance (Assenga, 2021, p. 2).

The relationship between foreign directors and firm performance has attracted considerable attention in the corporate governance literature; however, empirical findings remain mixed. While studies such as Doğan and Topal (2016) and Karoğlu (2016) suggest that foreign directors enhance financial performance, others indicate potential adverse effects (Masulis et al., 2012). These divergent findings highlight the multidimensional nature of board internationalization and underscore the need for further empirical investigation. Accordingly, this study develops a comprehensive set of hypotheses examining the effects of the presence, number, and proportion of foreign directors on firm performance, measured by return on assets (ROA), return on equity (ROE), and Tobin's Q.

The empirical analysis is based on 423 firm-year observations from non-financial firms listed on Borsa Istanbul over the 2014–2023 period. Panel data regression methods are employed to assess the impact of foreign board membership on firm performance, while firm size, leverage ratio, firm age, board independence, board size, and CEO duality are included as control variables. In addition, Blau and Shannon diversity indices are utilized to conduct robustness analyses, ensuring the reliability and consistency of the results.

The findings indicate that the presence of foreign directors exerts a positive and statistically significant effect on firm performance. Specifically, an increase in the proportion of foreign directors enhances both ROA and ROE. These results suggest that augmenting foreign representation on boards enhances profitability and value creation. Furthermore, robustness analyses based on diversity indices corroborate the main findings, confirming the beneficial role of board diversity. Overall, the empirical evidence supports the predictions of both agency theory and resource dependence theory. The results are consistent with prior studies such as Ujunwa et al. (2012), Doğan & Topal (2016), Mnzava (2022), Assenga (2021), Kurniawati and Henny (2021), and Karoğlu (2016), while differing from the findings of Masulis et al. (2012), Cavaco et al. (2016), and Tan and Bal (2021).

This study examines the impact of foreign board membership on firm performance by analyzing three distinct dependent variables—return on assets (ROA), return on equity (ROE), and Tobin's Q—and by assessing the effects of all independent variables separately across these performance measures. This multidimensional approach enables a more comprehensive evaluation of the relationship. In addition, the findings are supported by robustness checks, which further distinguish this study from prior research and enhance its methodological rigor. Moreover, the inclusion of firm-level data over an extended time period not only differentiates this study from existing studies but also strengthens its contribution to the literature. The results indicate that board internationalization in emerging markets can enhance firms' value creation potential. Furthermore, the findings provide important implications, suggesting that firms should reassess their governance structures and

encourage the integration of international experience and diverse perspectives. In this context, the development of new policies and strategies may help firms improve their long-term sustainable competitiveness.

Additionally, future research may further explore the moderating role of institutional quality, industry-specific dynamics, and cultural distance in shaping the effectiveness of foreign board membership, thereby offering deeper insights into the contextual factors that influence the relationship between board internationalization and firm performance.