

YÖNETİM KURULU ÇEŞİTLİLİĞİNİN FİNANSAL PERFORMANSA ETKİSİ:
BİST 100 ÜZERİNE BİR ÇALIŞMA

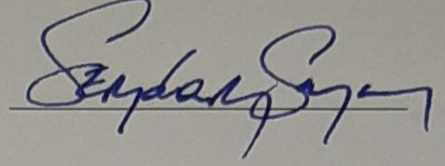
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
TOBB EKONOMİ VE TEKNOLOJİ ÜNİVERSİTESİ

KÜRŞAD TOLGA TÜRKMEN

İŞLETME
YÜKSEK LİSAN TEZİ

ARALIK 2019

Bu tezin Yüksek Lisans derecesi için gereken tüm koşulları yerine getirdiğini onaylarım.

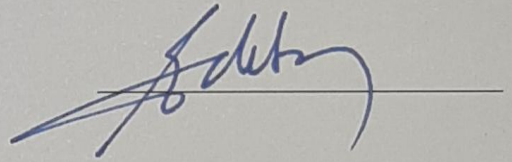


Prof. Dr. Serdar SAYAN
Sosyal Bilimler Enstitüsü
Müdürü

Bu çalışmayı okuduğumu ve çalışmanın kapsam ve içerik olarak Sosyal Bilimler Enstitüsü İşletme Ana Bilim Dalı'nda bir Yüksek Lisans tezi olabilecek yeterlilikte olduğuna kanaat getirdiğimi onaylıyorum.

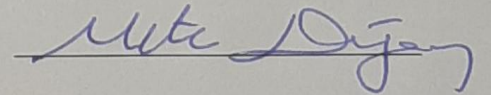
Tez Danışmanı

Prof. Dr. Ramazan AKTAŞ
(TOBB ETÜ, İşletme)

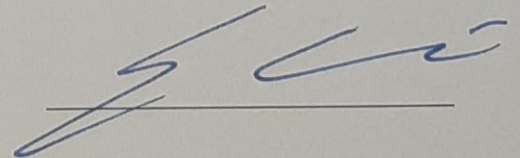


Tez Jürisi Üyeleri

Prof. Dr. Mehmet Mete DOĞANAY
(Çankaya Üniversitesi, İşletme)



Doç. Dr. Ekin TOKAT
(TOBB ETÜ, İşletme)





Tez içindeki bütün bilgilerin etik davranış ve akademik kurallar çerçevesinde elde edilerek sunulduğunu, ayrıca tez yazım kurallarına uygun olarak hazırlanan bu çalışmada her türlü kaynağa eksiksiz atıf yapıldığını bildiririm.

Kürşad Tolga TÜRKMEN

ÖZ

YÖNETİM KURULU ÇEŞİTLİLİĞİNİN FİNANSAL PERFORMANSA ETKİSİ: BİST 100 ÜZERİNE BİR ÇALIŞMA

TÜRKMEN, Kürşad Tolga

Yüksek Lisans, İşletme

Tez Danışmanı: Prof. Dr. Ramazan AKTAŞ

Şirketerdeki pay sahiplerinin haklarını korumak için kurumsal yönetim ve yönetimdeki çeşitlilik ilkeleri geliştirilmiştir. Bu ilkelerin amacı, şirket yönetimini daha şeffaf hale getirmek, adil yönetmek ile şirketin finansal performansını arttırmaktır. Borsa İstanbul 100 endeksi temel alınarak yapılan bu çalışmada da birçok çeşitlilik ilkesi baz alınmış ve bunların seçilen finansal performans ölçütleriyle ilişkisine panel veri analizi kullanılarak bakılmıştır. Sonuçlar incelendiğinde bağımsız değişkenlerin performans ölçütleri üzerinde anlamlı ve önemli etkileri olduğu tespit edilmiştir.

Anahtar Kelimeler: Kurumsal yönetim, Çeşitlilik, Finansal performans, BIST 100, Panel veri analizi

ABSTRACT

THE EFFECTS OF BOARD DIVERSITY ON FIRM PERFORMANCE AND AN APPLICATION ON BIST 100

TÜRKMEN, Kürşad Tolga

Master of Art, Business Administration

Supervisor: Prof. Ramazan AKTAŞ

The principles of corporate governance and the diversity in, were both originally developed to protect the rights of shareholders of companies. In addition, the purpose of these principles is to make the company management more transparent and fair, and also to improve the firms' financial performance. In this study, which is based on Bist 100 index; many diversity principles are taken as a basis and their relationship with the selected financial performance criterias is examined by using panel data analysis. In conclusion, independent variables have meaningful and significant effects on performance criteria.

Key Words: Corporate Governance, Diversity, Financial Performance, BIST 100, Panel Data Analysis

İÇİNDEKİLER

İNTİHAL SAYFASI.....	v
ÖZ	vi
ABSTRACT	vii
TEŞEKKÜR SAYFASI	xi
TABLolar LİSTESİ.....	xii
BÖLÜM I.....	1
GİRİŞ	1
BÖLÜM II.....	5
YÖNETİM	5
2.1. Yönetim Kavramı ve Literatür İncelemesi.....	5
2.1.a. Vekâlet Teorisi	8
2.2. Kurumsal Yönetim Tanımları	10

2.2.a. Kurumsal Yönetim Uygulama ve Hukuki Ayrımlar	11
2.3. Yönetimin Ortaya Çıkışı ve Türkiye Piyasasına Sirayeti	16
BÖLÜM III	21
ÇEŞİTLİLİK	21
3.1. Çeşitlilik Olgusu ve Tanımı	21
3.1.a. Literatürde Çeşitlilik İncelemesi	23
3.1.a.i. Yönetim Kurulu Çeşitliliğinde Cinsiyet ve Azınlıklar.....	23
3.1.a.ii. Yönetim Kurulu Çeşitliliği ve Kurul Büyüklüğü.....	26
3.1.a.iii. Çeşitlilik ve Yönetim Kurulunun Bağımsızlığı.....	27
3.1.a.iv. Çeşitlilik ve Yaş.....	28
3.1.a.v. Çeşitlilik ve Firma Yaşı.....	30
BÖLÜM IV	31
METODOLOJİ VE İNCELEME	31
4.1. Metodoloji.....	31
4.1.a. Performans Ölçütleri	33
4.1.a.i. ROA (Aktif Karlılık).....	33
4.1.a.ii. EPS (Hisse Başına Getiri).....	33
4.1.a.iii. CASH (Nakit Akışı).....	34
4.2. Bağımsız Değişkenlerin ve Kontrol Değişkenlerinin Ölçümü.....	37
4.2.a. BOARD_SIZE_LN	38
4.2.b. BOARD_IND	38
4.2.c. BOARD_KADIN	39
4.2.d. AGE_BANDS	39
4.2.e. FOREIGNER & LOCAL	41
4.2.f. FIRM_AGE_LN	41
4.3. Veri Toplama Prosedürü ve Örneklem Seçimi	42
4.4. Bağımlı ve Bağımsız Değişkenlere İlişkin Tanımlayıcı İstatistikler	44
BÖLÜM V	59
SONUÇ VE DEĞERLENDİRME	59
KAYNAKÇA	63



Kıymet'li Babaannem Kıymet TÜRKMEN' e...

TEŞEKKÜR SAYFASI

Yüksek Lisans eğitimin ve tez yazma sürecimde yardımlarını esirgemeyen tez danışmanım ve sayın hocam Prof. Dr. Ramazan AKTAŞ' a hürmetlerimi ve saygılarımı arz etmeyi bir borç bilirim. Tezimin sunumu itibariyle sona erecek olan yüksek lisans sürecimde bana öğrettikleri, kattıkları ve hiçbir vakit yardımlarını esirgemedikleri için sayın Prof. Dr. Ali ALP, Dr. Atılım MURAT ve Doç. Dr. Talha YALTA hocalarıma saygı, hürmet ve sevgilerimi iletiyorum. Son olarak, çok sevgili ve sayın dostum Aliőan GEMUHLUOĞLU' na yardımları, sabrı ve güzel kalbi için teşekkürlerimi ve őükranlarımı sunuyorum.

TABLÖLAR LİSTESİ

Tablo 4.1. Firma Sektörel ve Yüzdesel Dağılımı.....	43
Tablo 4.2. Değişken, Tanım ve Ölçüm.....	44
Tablo 4.3. Bağımlı ve Bağımsız Değişkenlere İlişkin Tanımlayıcı İstatistikler.....	47
Tablo 4.4. Değişkenler Arası Korelasyon İstatistikleri.....	51
Tablo 4.5. VIF (Variance Inflation Factor) Test.....	52
Tablo 4.6. Panel Veri Analizi Regresyon Tablosu.....	58

BÖLÜM I

GİRİŞ

Şirketlere yapılan yatırımların dünyada hızlı ülkemizde ise yavaşta olsa tabana yayılması, her çeşit ve milliyetten yatırımcının şirketleri piyasalarda takip edip yatırımlarını sürdürmesi ve yakın tarihte gerçekleşen ENRON VE TYCO gibi büyük kurumsal şirket skandalları özellikle son 10 ila 20 yılda kurumsal yönetim ilkelerine olan ilgi ve akademik çalışmalara olan rağbete yol açmış bulunmaktadır. Kurumsal yönetim içerisinde gayet geniş bir kavram olmakla birlikte bu çalışmalar özellikle kurumsal yönetimde; "firmanın stratejilerine yön veren, önemli operasyonel ve finansal kararları içeren, paydaşları temsil etme gibi görev ve sorumluluklara sahip olan" yönetim kurulunun içerik ve oluşumuna ve denetlenmesine ağırlık vermiştir. Zira günümüzde şirketler halihazırda hüküm süren ekonomik sistem gibi globalleşmektedir. Kurumlar çok uluslu ve çok kültürlü bir bağlamda giderek daha fazla faaliyet gösterdikçe, organizasyonel grupların bileşimindeki çeşitliliğin memnuniyet, yaratıcılık ve ciro gibi sonuçları nasıl etkilediğini anlamak önem kazanmaktadır (Martins, Milliken, 1996; Earley, 1989). Bu nokta da temel alınması gereken ve incelenecek örneklem ise insan kaynağıdır.

Şirketler birer tüzel kişilik olmakla beraber en nihayetinde bir grup insan yani yönetim kurulu tarafından idare edilmektedir. Kârlarını maksimize etmeye ve alâkadar oldukları şirketlerin iyi ve adil yönetildiğinden emin olmak isteyen yatırımcılar için de yönetim kurulu üyelerinin karakterleri, risk iştahları, yeniliğe açık olup olmadıkları ne kadar muhafazakar oldukları ve hatta ne kadar duygusal oldukları çok önemlidir.

Bu bağlamda çeşitlilik ilkesi kurumsal yönetimde çok kritik bir noktaya temas etmektedir. İlk olarak çeşitlilik ilkesi, günümüzdeki çoğu insanın hüküm süren sisteme karşı dezavantajlı olmasına karşı bir çare olarak; etik değerler gereğince mi uygulanmalıdır veya gerçekten iyi bir yönetim için gerekli midir?

İkincil olarak ise; birbirinden farklı olan insanların bir arada yönetim şekillerinin çıktıya veya somut olarak firma performansına etkileri var mıdır ve varsa ne derecededir?

İş dünyası içerisinde birçok kişi de çeşitliliğin gerekli ve yararlı olduğu görüşünde uzlaşmıştır.

Zamanın Motorola, Inc. Şirket Başkan Yardımcısı ve Devlet İlişkileri Direktörü Veronica A. Haggart şunları söylemiştir: "Çeşitlilik, kurulun başarısı ve başarılı bir şirket arasındaki bağlantıya bakmak zorundayız. Daha geniş bir anlamda bakmalıyız. İyi yönetim, sadece geniş bir insan kitlesini içerdiği için değil, aynı zamanda iyi bir şirket işletmesi anlamına geldiği için önemlidir. Bu sayede finansal tablolarda ortaya çıkan rakamlar, bu konunun hissedarlar için önemli bir fark yaratacağını gösteriyor." (Carter vd. 2003, Brancato and Patterson, 1999).

Literatürdeki ampirik çalışmaların çoğunda kadın yönetim kurulu üyelerinin firma performansına etkileri incelenmiştir (Adams ve Ferreira, 2004; Campbell ve Vera, 2008). Bunun yanı sıra; cinsiyet, etnisite ve yaşta incelenen başka faktörler arasında yer almıştır (Erhardt, Werbel, & Shrader, 2003).

Bu çalışma da ise Borsa İstanbul' un 100 şirketinden uygun olanlar seçilmiş, cinsiyet, kurul üye yaşı ve ay cinsinden şirket yaşı, yerli ve yabancı üye sayısı,

bağımsız üye sayısı gibi faktörler temel alınmış, finansal ve muhasebe açısından şirket performansı bu denli farklı değişkenlerle panel veri analizi kullanarak ölçüldüğü için Türkiye özelindeki ilk çalışmalardan olup literatüre önemli bir katkı yapmaktadır.





BÖLÜM II

YÖNETİM

2.1. Yönetim Kavramı ve Literatür İncelemesi

Yönetim sözcüğünün sözlük karşılığı "çekip çevirmek, idare" dir. (Maden, Ahmet, 1993; TDK, s. 875, 1979). Yönetim kavramı özellikle son yüzyılda etkisini arttırarak gelişen ve hemen hemen her mecraya sirayet etmiş, küresel bir kavramdır. Bunun nedeni ise, küçük aile işletmelerinden, okullara, küçük orta büyük işletmelerden, holdinglere, sivil toplum örgütlerinden, devlet kademelerine kadar her yerde insan hayatını kapsayıcı şekilde bulunmasıdır. Yönetim kavramının bu denli önemli olması insanların bu kavrama her an her yerde başvurma gereksiniminden kaynaklandığı söylenebilir. Daha münasip bir şekilde belirtmek gerekirse; "Çeşitli amaçlara ulaşmak nadiren kişisel çabalarla başılır, genellikle bireyler çabaları ve kaynakları birleştirerek amaçlara ulaşılabilir" (Özalp,2010).

Literatürde bu önemli kavramın pek çok tanımı mevcuttur. Aşkun, Bayar, Cemalcılar ve Öz-Alp' e göre yönetim, "bir amaca ulaşma yolunda girişilen işlerin ve faaliyetlerin toplamıdır" (Aşkun, Bayar, Cemalcılar ve Öz-Alp, 94). Bir başka bakımdan; "yönetim, işgücü ve diğer kaynakları mümkün olan en iyi şekilde birleştirerek, örgütsel amaçlara etkin ve verimli ulaşma sürecidir. Diğer bir ifade ile yönetim; iş gücü, sermaye, teknik donanım vb. gibi örgütsel kaynakların, örgütsel amaçları gerçekleştirmek üzere etkin bir şekilde koordine edilmesidir"(Bovee, Mescon, Rachman ve Thill 1993). Yönetim kavramı ayrıca yaklaşımlara ve bilim insanlarının mensup oldukları bölümlere göre de değişim göstermektedir.

W. Valdo ise yönetimi; “Örgüt amaçlarının gerçekleştirilmesi için sorun çözme, planlama, örgütleme, koordinasyon ve değerlendirme gibi fonksiyonlara ilişkin ilke, kavram, teori, model ve tekniklerin sistematik ve bilinçli bir şekilde özenle uygulanmasıyla ilgili faaliyetlerin tümüdür” şeklinde tanımlamıştır (Açıkgöz, 1994).

Bir süreç, faaliyet, strateji veya tutum olarak adlandırabileceğimiz yönetimin birçok alt özelliği mevcuttur. Bu çalışmada ise özellikle insancıl yani beşeri, grup, işbirliği ve bireyci özelliklerinin üzerinde durulacaktır.

Yönetimin tarihsel gelişimi ise özellikle Endüstri Devrimi'nin başlangıcı sayılan 18. yy' a kadar gayet durağan olmakla birlikte, bu yüzyılla birlikte özellikle ekonomi ve politik yaşamda ani bir yükseliş ve değişim içerisine girmiştir. Küçük atölyeler ve esnaf işletmeleri olarak tabir edebileceğimiz geleneksel elle üretim sistemini uygulayan mekânlar yerlerini fabrikalar, daha büyük işletmelere bırakmış ve malların fiyatları ve üretim şekilleri tamamıyla değişime uğramıştır. Nişancı bu andan itibaren olan değişimi ise şu şekilde ifade etmiştir:

"1945'ten sonra ise, alt üst oluşlar gerçekleşmiş, yönetim rasyonelleşmiş, yürütme paylaşılmış, yeni hiyerarşik fonksiyonlar ortaya konmuştur. Yönetici ve çalışanlar arasındaki ilişkiler değişmiş, 1970'li yıllarda uzmanlaşma görülmüş, 1980'li yıllarda ise personelin, örgütlerin başarısında en önemli unsur olduğunun, motive edilmesi ve tatmin edilmesi gereken en önemli kaynak olduğunun farkına varılmıştır. 1980'lerde Japon yönetim tarzı, 1990'larda kalite, 2000'lerde sanallık ve karmaşıklık, 2010'larda yenilik ve yaratıcılık en çok ilgilenilen konular olmuştur. Kısacası toplumsal yaşamdaki

değişiklikler, yönetim alanına da yansımış, ekonomik, politik, sosyal, beşeri ve teknolojik unsurlardan etkilenen yönetim, sayısız araştırma ve çalışmaya konu olmuştur" Nişancı (2015, 6).

İşbu araştırmalara da dâhil olarak, bu çalışma da özellikle işletmeler veya daha düzgün bir ifade ile şirketlerin yönetim sanatını icra etmedeki rolleri ve yöntemlerinin üzerinde durulmuştur. Bu çalışmada örneklem olarak kullanılan Borsa İstanbul' a kote olmuş şirketlerde veya küresel diğer tüm şirketlerin sayılabileceği gibi karar alma özellikle yönetim kurulu tarafından yerine getirilmekte ve tüm işlemlerin göbeğinde yer almaktadır.

Cemalcılar vd. 'nin (1976) belirttiği üzere; örgütsel normların ortaya çıkardığı nakit akışı , gider, yatırım, çalışanlar arası ilişkiler gibi önemli durum ve sorunların çözümünde yönetim kurulu üyeleri değişik çözüm yolları arasından bir seçim yapmak zorundadır. Bu kararlar akabinde ise firmalar mali ve organizasyonel olarak sıkıntıya girebileceği gibi tam tersine sorunlarından kurtulup daha sağlam bir şekilde iş hayatındaki rolüne devam edebilir. İşte tam da bu yüzden işletmelerin yönetim kurullarında yer alacak kişilerin seçiminde son derece dikkatli davranmak gerekmektedir. Bu çalışmanın ardındaki en önemli motivasyonların başında da bu sebep gelmektedir. Fon arz edenlerle, fon talep edenleri birleştiren sermaye piyasalarının baş aktörleri olan firmaların etkisi sadece burada olmayıp tüm ülke ekonomisini ve istihdamını etkilediği ve küreselleşmeyle birlikte fon sahiplerinin veya yatırımcıların ülke içiyle sınırlı kalmayıp çeşitlenmesi bu aktörlerin yönetimlerinin ne denli önemli olduğunu kanıtlamakta ve bu çalışmanın ana dayanak noktalarından biri haline gelmektedir.

2.1.a. Vekâlet Teorisi

Günümüzde profesyonel yöneticilere olan talebin artması amaçları ve çıkarları farklılaşan iki taraf olmasına neden olmuştur (Koçel, 2011, 257). Bir tarafta asiller yani işletme/firma sahipleri, diğer tarafta vekiller yani yöneticiler vardır. Yöneticiler aslen, firma sahiplerinin çıkarlarını gözetmekle mesul olmakta ve bunun için bir ücret almaktadırlar. Fakat Adam Smith' in Ulusların Zenginliği isimli eserinde belirttiği üzere; yöneticilerin, başkalarının paralarını harcarlarken, kendi paralarını harcarken gösterdikleri aynı özeni göstermeleri beklenemez. Yöneticilerin ihmâlkârlıkları ve israfları, şirket yönetiminde kaçınılmazdır (Smith, 1838, 586). Vekâlet Teoremi de işte tam buradan çıkış bulmuştur denebilir.

Bedük ve Çelik'e (2014) göre literatürde Vekâlet Teorisi' nin temelleri Max Weber' e dayandırılmaktadır. Kendilerininde özetlediği üzere 1920 yılında yayımlanan ekonomi ve toplum isimli kitapta, tepedekiler tarafından atanmış olan bürokratların, tam tezat şekilde halk oyu tarafından seçilmiş kişilerden bağımsız olarak amaçlardan sapmaları ve bürokratik işlemlerin gayet tabii olarak gizli tutulması sebebiyle yasal gizlilikler veya sırların oluşması olarak tanımlanmıştır.

Teori daha sonra Berle ve Means tarafından 1932 yılında, Jensen ve Meckling tarafından ise 1976 yılında detaylandırılmıştır. Teoremin günümüzde daha fazla önem kazanarak geçerliliğini korumasının nedeni ise, asil ile vekil arasındaki amaç farklılığı ve asilin tam olarak vekilin kararlarından emin olmaması durumundan kaynaklanmaktadır (Bedük ve Çelik, 2014; Eisenhardt, 1989, s. 61).

Daha önce bahsi geçen resmi gizliliklerinde burada belirtilen asilin kararlardan ve arkalarındaki gerçek nedenlerden emin olamaması toplu olarak bir iki taraf arasındaki bilgi simetrisinin özeti olarak belirtilebilir. Teorinin temel önceliği

“ilişkideki her iki tarafında kendi menfaatlerini maksimize etmeye çalışması durumunda vekilin vekâlet verenin menfaatleri doğrultusunda hareket etmeyeceğine inanmak için birçok neden vardır” (Jensen ve Meckling, 1976’dan aktaran UK Essays, 2013).

Çalışmada kullanılan performans ölçütlerinden olan nakit akışının diğer ölçütlere göre bir diğer farklılığı ise "Vekâlet Teorisi" ile önemli derecede ilişkili olmasından kaynaklanmaktadır. Zira nakit akışından sermaye harcamaları çıkarıldığı vakit oluşan bir başka önemli finansal performans ölçütü olan serbest nakit akışı vekâlet teorisinin ana direnç noktalarındandır.

Tıpkı Park ve Jang' in 2013' te belirttiği üzere aşırı serbest nakit akışları yöneticilere, pay sahiplerinden ziyade kendi servetlerini büyötmeye veya çıkarlarını pay sahipleri ve yatırımcılarınkinden üstte tutmaya sebebiyet vermektedir (Jensen, 1986, 1989, 1993; Jensen and Meckling, 1976).

Buna güzel bir örnek ise Wang (2010) tarafından verilmiştir: 2008' deki küresel krizde batağa saplanan Citibank ve American International Group (AIG) gibi devasa şirketler, mali sıkıntıdan kurtarılmak için Amerikan hükümetinin kurtarma paketlerine dahil edilmişti. Kurtarma paketine dahil edilmiş bu ve diğer şirketler bu finansal kaynakları aldıklarından itibaren, şirket yöneticilerine ve yönetim kurulu üyelerine çok büyük miktarda bonus ödeme planları yapmışlardır. Somut olarak AIG, hükümetten aldığı yardımdan 165 milyon dolarlık bir miktar üst düzey yönetimdeki kimselere bonus olarak dağıtmıştır.

Tam da bu noktada vekâlet teorisi diğer akademisyenlerinde belirttiği üzere 3 mühim önerme yapmış ve aslında bu önermelerin üzerine inşa edilmiştir. İlk olarak; yöneticilerin amacı pay sahiplerinin serveti ve çıkarlarından ziyade kendi

servet ve çıkarlarını maksimize etmektir. İkincisi ise, tıpkı burada belirtildiği üzere, yöneticilerin kişisel çıkar ve hırsları serbest nakit akışı doğrultusunda yatırım ve harcamaların israf edilmesine sebebiyet vermektedir. Son olarak ise, tıpkı bu çalışmada da üzerinde durulduğu üzere zayıf kurumsal yönetim neticesinde aracılık maliyetinden ortaya çıkan hasar pay sahiplerinin üzerinde kalmaktadır (Wang, 2010; Brush vd. 2000).

Literatürdeki bu öne sürümler ışığında özellikle çeşitlilik ilkesi ve şirket performansı üzerinde yapılan diğer çalışmalardan farklı olarak nakit akışı ölçeği ayrıca kullanılan önemli bir değişken olup bu sebepten dolayı literatüre ayrı bir katkı sağlamaktadır.

Vekâlet teoremi sadece bu ve bahsi geçen çalışmalara dâhil olup ve bir motivasyon kaynağı olmakla kalmayıp ayrıca yıllar içinde gelişen ve kısmi mecburi, kısmi gönüllülük esasları barındıran kurumsal yönetim kavramının oluşumuna da bir şekilde katkı sağlamıştır. Bu çalışmanın amacı, kurumsal yönetim mekanizmaları ile çeşitlilik ilkesinin firmaların finansal ve mali performansına olan etkisini ölçüp gözlemlemektir. Binaenaleyh, kurumsal yönetim kavramı bu çalışma için sadece önemli olmayıp ana iskeletin parçalarındandır.

2.2. Kurumsal Yönetim Tanımları

Kurumsal Yönetimin literatürdeki geçmişine bakıldığında herkes tarafından kabul görmüş genel geçer bir tanımı bulunmamaktadır. Fakat akademik camiada herkesin kabul ettiği ve kavramın etrafında şekillendiği temeller özet olarak, eşitlik, hesap verilebilirlik, uygunluk ve şeffaflık olarak bahsedilebilir. Bu temeller de ilk olarak Ekonomik İşbirliği ve Kalkınma Örgütü (OECD), kurumsal yönetim tanımı şu şekilde ilk örnek olarak verilebilir:

“Kurumsal yönetim, bir şirketin yönetimi, yönetim kurulu, hissedarları ve diğer menfaat sahipleri arasındaki bir dizi ilişkiyi kapsar... Kurumsal yönetim, makro ekonomik politikalardan, ürün ve faktör piyasalarındaki rekabet düzeyine kadar firmaların faaliyetlerini biçimlendiren bir dizi unsurdan oluşan daha geniş bir ekonomik çerçevenin içinde yer almaktadır. Kurumsal yönetimin çerçevesi, aynı zamanda yasal, düzenleyici ve kurumsal faktörlere dayanır.” (OECD, 2004.)

Andrei Scleifer ve Robert Vishny' e göre “Kurumsal yönetim, şirketlere finansman sağlayanların uygun bir getiriye temin etmelerine ilişkin ilkeleri incelemektedir.” (Schleifer ve Vishny, 1997, 737).

Kurumsal yönetim konusundaki başlıca yazılardan birinde Millerstein (1998, 27); kâr elde etme ve pay sahiplerine dağıtma gibi esas konuları içeren geleneksel işletme yönetiminin yanına veya yerine, hissedarların, yöneticilerin ve diğer menfaat sahiplerinin (çalışanlar, müşteriler, alacaklılar, fon sağlayanlar ve devlet gibi) haklarının da önemsendiği bir yönetim anlayışı olduğundan veya geldiğinden söz etmiştir.

Denis ve McConnell (2003, 2) ise kurumsal yönetimi, “firma sahiplerinden aldıkları yetkiyle, yönetim görevini üstlenen ve firmanın değerini maksimize etmek için uygulanacak yöntemlere karar veren yöneticiler için ortaya konulmuş olan kurumsal ve/veya piyasa temelli kurallar bütünü” olarak tanımlamışlardır.

2.2.a. Kurumsal Yönetim Uygulama ve Hukuki Ayrımlar

Tıpkı onların tanımladığı gibi klasik ve alışlagelmiş işletme, kurum veya şirket yönetiminin aksine, yukarıda bahsi geçen yeni aktörlerin katılımıyla ve günümüz şirketlerinin bir nevi ayakta durma sebepleri haline gelmeleriyle birlikte bu aktörlerin devlet veya kanun nezdinde; yönetmelik, tüzükler, tebliğlerle ve buna ilaveten yeni kanunlarla haklarının korunması önemli ve gerekli bir mevzu haline almıştır. Vekalet teorisinin de çıkış noktası olan pay sahipleri ve yöneticilerin doğal çatışması aslında tüm bu ikilemin ve literatürde olan çalışmaların çıkış noktasıdır.

İlk bakışta pay sahipleri kendi haklarını korumaya kadir, genel kurul toplantılarına katılabilen, yönetim kurulu üyelerini seçebilen, gerekli gördükleri takdirde yöneticileri görevden alabilen kimselerdir. Fakat daha sonra da değinileceği üzere özellikle Anglo-Sakson ülke piyasalarında veya başlıca ilk akla gelen ABD ve İngiltere' de sermaye taban yayıldığı için, likit bir sermaye var olmakla birlikte diğer piyasalara kıyasla çok fazla küçük yatırımcı vardır. Kıta Avrupa' sında ve aynı şekli benimseyen piyasalarda halka açılan şirket sayısı daha azdır. Halka arz söz konusu olsa bile şirket yönetimindeki tasarruflarını yitirmek istemeyen aileler toplam paylarından küçük bir kısmı satışa çıkarmakta ve ekseriyetle büyük hissedar olarak şirket yönetimindeki asıl ses olmaktadır. Avrupa' nın tersine dağıtılmış bir mülkiyet yapısını benimsemiş olan bu tip piyasalarda, şirkette pay sahibi olan küçük hissedarların haklarını koruyup, yöneticileri denetleme arzusu veya kudretine sahip olamamaları beraberinde ciddi sorunlar getirmiştir. Bu durumda yöneticilerin şirket faaliyetlerinin yönlendirilmesinde başlıca kişi haline gelmeleri ve ellerinde bulundurdukları gücü hissedarların çıkarları aleyhine bile isteye kullanmaları bu sorunların başlıcalarındandır.

Bu sistem istismarı bazı durumlarda art niyet barındırmayabilir. Zira söz konusu şirketin dağınık mülkiyet yapısı sebebiyle kurumsal yönetiminde önemli

ayaklarından olan şirket içi denetimde eksiklikler ve yetersizlikler olabilir. Zira birçok farklı şirkette pay sahibi olan yatırımcıların tek bir şirket üzerine, tasarruf, çıkar, hedef ve yatırım felsefeleri, tek bir şirkette yöneticilik yapan kişiyle gayet tabii bir şekilde çatışabilecek olması bu durumun gayri ihtiyari bir şekilde ortaya çıkmasına da sebebiyet verebilir.

Diğer taraftan Kıta Avrupası'nda dağıtılmış mülkiyet yapısının tersine, "hakim ortak" olarak adlandırılan hissedarın, şirket mülkiyetinin büyük paydasını elinde bulundurmasıyla beraber diğer küçük hissedarların veya "azınlık hissedarlarının" haklarını yok etme durumu olabilir. Çoğunluk hissesinin sahibi veya sahiplerinin, yatırımlarının büyüklüğü sebebiyle söz konusu şirketin gidişatı konusunda daha fazla söz sahibi olmak istemesi ve şirket içi denetimi yapma imkânının elinde bulundurduğu hisseleri sebebiyle daha fazla olmasından dolayı küçük hissedarların aleyhlerine yöneticilerle işbirliği yapma ihtimalleri vardır. Bu durum da mülkiyet paylaşımı konusunun önemli bir kurumsal yönetim problemi haline gelmesini net bir şekilde açıklamaktadır (Deloitte Türkiye, 2007, 3).

Kıta Avrupa' sını ile Anglo-Sakson piyasalarındaki farklılık sadece mülkiyet dağılımını ile ilgili değildir. Bir diğer faktör ve kurumsal yönetim yaklaşımındaki sebep ise hukuki düzeydeki farklılıklardır. La Porta, Lopez de Silanes, Shleifer, ve Vishny (2000, 6), David and Brierley (1985) gibi hukuk tabanlı bilim insanlarına dayandırarak belirttiği üzere ticaret hukuku veya ticari yasalar aslen belli başlı hukuk ailelerinden türemiştir. Bunlar; Anglo-Sakson/ teamül hukuku, aslen Roma Hukuku'ndan gelen Fransız ve Germen Hukuku' dur.

19. Yüzyıl' dan itibaren bu hukuk aileleri istila, kolonileşme ve gönüllü adaptasyon sistemleri ile birlikte tüm dünyaya yayılmıştır. İngiltere' nin eski kolonilerinden olan ABD, Kanada, Avustralya ve Yeni Zelanda, Afrika' daki birçok

ülke ve Güneydoğu Asya' da birçok ülke "Anglo-Sakson Teamül Hukuku'nu" benimsemiştir. Fransa ve Napolyon döneminde işgal edilmiş birçok ülke "Sivil/ Kıta Avrupa' sı Hukuk Sistemi'ni" benimsemiştir. Bu sistem ayrıca Belçika, Almanya, eski İspanyol kolonileri ve Latin Amerika' ya kadar sirayet etmiştir.

Yine La Porta vd. (2000) göre hukuki düzenlemelerin yatırımcıları ne düzeyde koruduğu uygulamadaki hukuki rejime veya köken ailesine göre değişim göstermektedir. Anglo-Sakson Hukuk' una sahip ülkelerde hem pay sahipleri hem de kredi arz eden tüzel kişilikler en güçlü şekilde korunmaktadır. Fransız sivil hukuku en zayıf yatırımcı korumasını sağlarken, Germen ve İskandinav sistemleri bu ikisinin tam arasında kendine yer bulup özellikle alacağı teminat altına alınmış alacaklılar için görece en iyi hukuki korumayı sağlamaktadırlar. Hukuki mahreçlerin asıl farkları görece olarak bazıları daha iyi bazıları daha zayıf bir koruma sağlarken, görecelendirmeyi ortadan kaldırdığımızda biri pay sahiplerinin korunmasına ağırlık verirken, diğeri kreditorlerin korunmasına ağırlık vermiştir. Genelleme yapılacak olursa bu iki temel sınıf finansal piyasaların ortaya çıkışından çok daha önce kurulduğu için günümüzde yönetim ve şirket sistemine uyum ve değişim konusunda sıkıntı yaşamaktadırlar. Bunları ayırımının temel sebebine gelindiğinde aslen iki açıklama bulunmaktadır. Birincisi siyasi ve ikincisi hukukidir.

Politik sebebi La Porta vd. (2000, 10) başta Finer(1997) ve diğer akademisyenlere dayanarak Avrupa' da kralın ve mülk sahiplerinin göreceli olarak sahip oldukları güç farkına dayanarak öne sürmüşlerdir. Özellikle 17. yy.' da İngiltere' de kral parlamento ve mülk sahiplerinin karşısında mahkemelerdeki gücünü gitgide kaybetmekteydi. Böylelikle özellikle mülk sahiplerini korumak için bahsi geçen "teamül hukuku" ortaya çıkmıştır. Zamanla mahkemeler mülk sahiplerinin yanı sıra himayelerini yatırımcılar üzerine kaydırmışlardır. Aynı zamanlarda tam

tersine Alman Prenslüklerinde ve Fransa' da parlamentonun gücü çok sınırlıydı. Ticaret Hukuku ancak iki büyük devlet adamı sayesinde, 19. yy. da devlet bünyesinde benimsenmiştir. Bu ve bu tip sistemi benimseyen ülkelerde devlet ekonomik karar gücünü mahkemelere devretmemiş korumuştur. Bu sebepten dolayı iki kıta arasında kurumsal yönetim açısından farklılıklar oluşmaya başlamıştır.

İkinci sebep ise hukuki temelde açıklanmaktadır. La Porta vd. (2000, 7) bu açıklama da ise temel olarak en yakın dönem de Anglo-Sakson hukukunun yatırımcıyı sivil hukuka göre neden daha iyi koruduğunu açıklayan Coffee (2000) and Johnson vd. (2000) ' a değinmiştir. Teamül hukukunda yargıçlar kanunları genel olarak geçmiş emsallere, adillik ve güvene dayalı görev gibi genel kabul görmüş normlara dayanarak kullanır veya uygular. Yargıçların yeni karşılaştıkları bir olayda bu spesifik durum daha önce kanunlar tarafından belirtilmemiş veya yasaklanmamış olsa bile, kabul edilmiş normlara ve emsallere göre karar vermesi beklenir. Özellikle İngiltere' de "Self-Dealing veya Investor Expropriation" olarak geçen "Kendi yararına işlem veya Yatırımcıyı tasarruf hakkından mahrum/yoksun etme" vakalarında yargıçlar; bu emsalsiz muğlak işlemlerin yatırımcıların zararına olup olmadığını aydınlatmaya çalışırlar. Bu tip hukuki örnek vakaların gitgide artması ve emsaller olarak yerlerini alması, potansiyel vakaların önüne geçmekte ve Anglo-Sakson hukukuna sahip ülkelerde yukarıda bahsi geçen istismarları engellemektedir. Sivil hukuku sisteminde ise yasama organları tarafından koyulan kanunlara bağlı kalmak zorunda olan yargıçlar, adillik ilkesine ağırlık verememekte ve emsal vakalara bakarak esnek bir şekilde karar alamamaktadır. Ayrıca sivil hukuk sisteminde mahkemeler çalışanların kendi çıkarına yönelik işlemlerine geçerli makul bir iş nedeni olduğu sürece müdahale edememektedirler. Bugünkü kurumsal yönetim

ilkeleri, anlayışı ve yaklaşımının başta Kıta Avrupa' sını ve Anglo-Sakson ülkeleri arasında ayrılmasının temel sebepleri tarihte bu şekilde gelişim göstermiştir.

2.3. Yönetimin Ortaya Çıkışı ve Türkiye Piyasasına Sirayeti

Kurumsal yönetim kavramı tarih boyunca yukarıda özetlendiği üzere bir gelişim ve ayırım seyretmiştir. Günümüzde en aktif ve ülkemiz dahil çoğu piyasa tarafından örnek alınan ülke olan Amerika Birleşik Devletleri' nde ise ilk olarak Cheffins' in (2012, 5), (Ocasio ve Joseph (2005, 167) ' ye dayanarak belirttiği üzere 1970' lerde, ABD Sermaye Piyasası Kurulu' nun reform ajandasında yer almıştır. Kurumsal yönetim ilkesi hükümetin resmi gazetesinde yönetsel hesap verebilirlik konularının artık Sermaye Piyasası Kurulu'nun düzenleyici görevinin bir parçası olarak görülmeye başlandığı belirtilmiştir. İlkelerin işlevselliğine en güzel örnek belki de Cheffins'in (2012, 5) belirttiği üzere " Penn Central" adlı, boru hatları, oteller ve organize sanayii bölgeleri işletmeciliği gibi çeşitli sektörlerde faaliyet gösteren şirketin üç bağımsız yönetim kurulu üyesine; Federal Menkul Kıymetler Kanunu gereğince söz konusu şirketin mali durumunu yanlış beyan etme ve atanmış şirket yöneticilerinin birçok hatalı davranışını açığa çıkarmadıkları gereğince dava açmıştır.

Türkiye' de ise kurumsal yönetim tarihi bu kadar eskiye gitmeyip, öncelikle sivil toplum önderliğinde gündem kazanmaya başlamıştır. OECD ilkeleri temel alınarak 2002 Aralık ayında TÜSİAD tarafından "Kurumsal Yönetim En İyi Uygulama Kodu: Yönetim Kurulunun Yapısı ve İşleyişi" başlıklı rapor hazırlanmıştır. Bu raporun içeriği ise kamuyu aydınlatma, pay sahiplerinin hakları, pay sahiplerin eşit muamele, şeffaflık ve yönetim kurulu sorumlulukları olarak 5 ana bölüme ayrılmıştır. Buna ilaveten SPK tarafından 2003 yılında "Kurumsal Yönetim İlkeleri Rehber Taslağı" yayımlanmıştır. Sonrasından ise kurumsal yönetim ilkeler

rehberi hazırlanmıştır. Bu taslak sonraki yıllarda özellikle 2005 ve 2011' de revize edilmiş, ilk seferde zorunlu olmayıp gönüllülük ilkesine tabi olan bu ilkelerin bir kısmı zorunlu hale getirilmiştir (SPK, 2011). Türkiye' de bu ilkelere uyum istenildiği düzeyde değildir.

Nestor Advisors, Haziran 2018 yılında Avrupa Kalkınma ve İmar Bankası ve Sermaye Piyasası Kurulu tarafından başlatılan “Sermaye Piyasası Kurulu’na Kurumsal Yönetim İlkelerinin Uygulanması Hakkında Destek Sağlanması” adlı proje kapsamında Borsa İstanbul’da (BİST) işlem gören şirketlerinin kurumsal yönetim ilkelerine uyum süreci dahilindeki raporlama uygulamaları hakkında bilgi sunmak amacıyla yaptığı çalışma Türkiye' deki uyum süreci ile ilgili önemli bilgiler sunmaktadır.

Gündüz ve Ünsal, Sermaye Piyasası Kurulu ve Avrupa Kalkınma Ve İmar Bankası' nında (2018) özetlediği üzere Sermaye Piyasası Kurumu, kurumsal yönetim tebliği aslen 4 ana maddeden oluşmaktadır. Bunlar; pay sahipleri, kamuyu aydınlatma ve şeffaflık, menfaat sahipleri ve yönetim kuruludur. Belirtilen ana maddeler altında ise toplam 97 ilke barınmakta ve bunlardan 24 tanesine uymak zorunludur. Belirtilen 24 tanesi dışındakiler ise SPK tarafından deklare edildiği üzere "uy ya da açıkla" prensibine dahildir. Şirketler ise bu açıklamalarını SPK tarafından dayatıldığı üzere Uyum Raporu Formatı'nı kullanarak, yıllık faaliyet raporlarına ek olarak sunmak zorundadırlar.

Çalışmada irdelenmesi gereken bölümler aşağıda belirtildiği gibidir:

Uyum raporu formatında kurumsal yönetim ilkelerinin sadece %40'ının kapsanması “uy ya da açıkla” prensibinin etkili bir şekilde uygulanmasına engel teşkil etmektedir. Açık uçlu bir anlatı tarzının

benimsenmiş olması şirketlerin yapısal açıklamalar yapmaları için yetersiz kalmaktadır.

Uyum raporu formatının en başında şirketlerden uyulmayan ilkelerin bir bütün olarak görülmesine imkan sağlayacak bir liste sunmaları beklenmektedir. Buna karşın raporların %49'unda bu talebin karşılanması, şirketlerin uyum düzeyi hakkında fikir sahibi olmayı daha da zorlaştırmaktadır. Hatta bazı şirketler baştaki uyum beyanlarında bütün ilkelere uyduklarını belirtse bile raporun devamı okunduğunda bu beyanla çelişen açıklamalar görülmektedir. İhraççılar zorunlu ilkelere yüksek düzeyde uyum göstermektedir. Bir şirket dışında bütün şirketler Yönetim Kurulu Bölümü'ndeki zorunlu ilkelerin tümüne uyum gösterirken Pay Sahipleri Bölümü'ndeki zorunlu ilkelere uyum düzeyi %88'dir. Pay Sahipleri Bölümü'ndeki zorunlu ilkelerin tamamı genel kurul toplantılarıyla ilgili olup uyumsuzluk gözlenen durumla genel kurul toplantılarının ilanı ile ilgilidir.

Zorunlu olmayan ilkelere en düşük uyum düzeyi (i) pay sahiplerinin bilgi alma ve inceleme hakkı ve azınlık haklarıyla ilgili ilkelere gözlenmiştir. Örnekteki hiçbir ihraççı pay sahipliği haklarını ilkelere önerildiği şekilde genişletmek üzere ana sözleşme düzenlemesine gitmemiştir. Yerli yatırımcıların kurumsal yönetimle doğrudan ilgili olmadığı görülmektedir. Birçok şirkette halka açıklık oranının çok düşük olması hissedarların kurumsal yönetimle ilgili konuları yakından takip etmeleri için gerekli motivasyonun sağlanamamasına neden olmaktadır.

Araştırmada, şirketlerin uyumsuzluk durumunda oldukça sınırlı bir açıklama sunduğunu ortaya koymuştur. Uyumsuzluk durumlarının sadece %32'sinde açıklama sunulduğu görülürken araştırmamızda SPK'nın açıklama standartlarının tamamını yerine getiren herhangi bir şirket bulunmadığı görülmüştür" (Gündüz ve nsal, Sermaye Piyasası Kurulu ve Avrupa Kalkınma Ve İmar Bankası, 2018).





BÖLÜM III

ÇEŞİTLİLİK

3.1. Çeşitlilik Olgusu ve Tanımı

Çeşitlilik kurumsal yönetim ilkeleri içine dahil olmuş ve onunla beraber bu çalışmanın asıl dayanak noktası ve ölçülemek istediği konudur. Çeşitlilik ilkesi sadece kurumsal yönetime dahil olmayıp, hayatın ve iş sektörünün her noktasında ayrı bir mana taşımaktadır.

Blau (1997, 276)' ya göre çeşitlilik; içerisinde birden fazla ve birbirinden farklı durum barındıracak şekilde dağıtılmış popülasyondur. Carter vd. 'ne göre (2003) çeşitlilik ise öncelikle batıdaki demokratik sistemin eşitlikçi ilkeleri ile büyük ölçüde tutarlı olan etik bir amaçtır.

Çalışmada asıl söz konusu olan yönetim kurulu çeşitliliği veya heterojenitesi ise Mahadeo vd' nin (2011, 375) Kang vd.' ne (2007, 195) dayanarak açıkladığı üzere; yönetim kurulunun çeşitli şekillerde birçok yönetim kurulu üyelerinden düzenlenmesidir. Bu çeşitlemeler ise açık bir şekilde gözlenebilecek olan milliyet, yaş, cinsiyet ve etnik kökendir. Gözlem için bu kadar açık olmayan diğer faktörler ise eğitim, fonksiyonel ve mesleki geçmiştir. Tıpkı bu açıklamayla paralel olacak şekilde bu çalışmada da aslen yaş, cinsiyet, milliyet, asıl çeşitlilik ilkeleri olarak temel alınmıştır.

Çeşitlilik ilkesinin bu denli önemli hale gelip dallanıp budaklanmasının başlıca sebeplerinden biri ise günümüzde faaliyetlerini sürdüren özel işletme veya şirketlerin artık sadece kâr amacı güden tüzel kişilikler olmaktan çıkmış olması ve artık bağlı oldukları ülkeye veya hitap ettikleri tüketicilere karşı sosyal sorumluluklar

edinmeleridir. Cinsiyet ayrımı ve önyargısı neticesinde ortaya çıkan işe alım ve maaş farkı gibi konuların azaltılıp yok edilmesi, pay sahiplerinin çok farklı toplum ve etnik kökene sahip olup, kendilerini daha iyi temsil etme ve son fakat aynı derecede önemli olarak insanların tüm bu faktörlere dayalı olarak değişen algısal farklarını göz önünde bulundurup söz konusu şirketleri daha iyi yönetim daha yüksek performans elde etmek çeşitlilik ilkesini önemli bir konuma getirmektedir.

Carter vd.' nin 2002' de Wall Street Journal Gazetesi' nin 12 Ağustos 1996 tarihli sayısına atıfla belirttiği üzere birçok şirket yönetim kurulu çeşitliliğini çok önemli bir mesele olarak görmektedir. Sun Oil' in o tarihteki CEO' su Robert Campbell' in sözleri bunu kanıtlamaktadır:

"Çoğu zaman bir kadının veya azınlığın kurula getireceği şey, bir şirketin daha önce sahip olmadığı bir bakış açısıdır - müzakere sürecine günümüzün gerçekliğini ekler. Bu bakış açıları çok değerlidir ve çoğu zaman tamamen beyazlardan oluşan bir erkek toplantısında yer almaz. Ayrıca, şirketin çeşitli işgücüne ilham kaynağı olabilirler."

Buna ilaveten yönetim Kurulu çeşitliliği konusunda Bank of America Genel Müdür Yardımcısı Karen J. Curtin tarafından önerilen en az iki önemli husus daha var:

"Yapılacak doğru şeyin o olması sebebiyle daha fazla çeşitlilik isteyenlerle, aslen hisse senedi değerini arttırdığı için daha fazla çeşitlilik isteyenler arasında bir tartışma ve çekişme var. İkinci noktaya gelmezsek ve insanlar buna inanmazsa, yalnızca tokenizme sahip olacağız" (Brancato and Patterson 1999). Bu çekişme şu ana dek bir çok akademik çalışmaya da sebebiyet vermiştir. Sadece tebliğ gereği bunun yapılması ve özellikle yönetim kurulundaki farklı kişilere karşı önyargılı olunup, tam randımanlı bir şekilde bu olguya bağlı kalınmaması aslında bunun

gereksiz olduğu hatta şirketlerin finansal performansı için zararlı olduğu yönündeki fikirlere sebebiyet vermiş ve karşılığında tam tersi bu çeşitlilik ilkesine tam uyumlu şekilde bir tutum sergilediği vakit hem yönetsel işlerin kolaylaştığı hem de firma performansında pozitif dönüşler olduğuna yönelik fikirler oluşmuştur.

3.1.a. Literatürde Çeşitlilik İncelemesi

Bu çalışmada temel olarak yaş, cinsiyet, yabancı ve yerli, bağımsız, boyut/büyüklik yönetim kurulu oluşumundaki temel değişkenler olarak incelenmiştir. Yönetim kurulunda bu değişkenler baz alındığında homojenite ve heterojenite incelemede spektrumun iki karşıt tarafında yer almaktadır. Bu bölümle birlikte başlıklar halinde kısaca literatürde bu temeller üzerine yapılmış çalışmalardan ve sonuçlarından bahsedilecektir.

3.1.a.i. Yönetim Kurulu Çeşitliliğinde Cinsiyet ve Azınlıklar

Çeşitlilik kavramı çerçevesinde en çok çalışma yapılan başlık özellikle kadınların yönetim kurullarındaki oranı ve firma performansına etkileridir. İlk olarak bahsetmek gerekirse; Campbell ve Vera çalışmalarında yönetim kurulundaki kadınların firma performansına etkilerini kukla değişken kullanarak yönetim kurulunda bir veya daha fazla sayıda bulunan kadınları, yönetim kurulundaki kadın yöneticilerin oranını ve cinsiyet çeşitliliğindeki iki endeks olan Blau ve Shannon Endeks' ini baz alarak ölçmüşlerdir. Firma değerini ise James Tobin' in öne sürdüğü; Bir varlığın piyasa değerinin ikame maliyetine oranı olan “Tobin'in q” ölçütünde değerlendirmiştir. Bu değere göre bir varlığın q'su birden büyükse, benzer varlıklara yapılan yeni yatırımlar kârlı olacaktır. Çalışmalarında kurullarda kadın yöneticilerin varlığının firma performansına pozitif etki yaptığını tespit etmişler ve bu çalışma İspanya Piyasa' sını baz alındığında bu cinsiyet çeşitliliği bakımında ilk çalışma

olmaktadır (Campbell ve Mínguez-Vera, 2008). Buna benzer diğer çalışmalardan söz etmek gerekirse; Adler (2001), daha önce bahsedildiği üzere Carter, Simkins ve Simpson (2003) ve Adams ve Ferreira (2004)' te Amerikan piyasalarını baz alarak çalışmalar yapmışlar ve yönetim kurullarındaki kadın yöneticilerin tüm yöneticilerdeki oranına bakıldığında yeniden Tobin' s Q kullanılmış ve etkinin firma değerine pozitif katkı sağladığı kaydedilmiştir.

Catalyst (2004) raporu, Fortune 500 listesinden toplam 353 Amerikan şirketi üzerine 1996-2000 yılları arasında toplanan verilerle bir çalışma yürütmüştür. Bu çalışma sonucunda üst yönetim kademelerinde en yüksek kadın yönetici oranına sahip şirketlerin özkaynak kârlılık oranları en düşük kadın yönetici oranlarına sahip olan şirketlere nazaran 35% oranında daha fazla olduğu ve hisse getirilerinde yeniden 34% daha pozitif bir etkiye sahip oldukları ortaya çıkmıştır.

Literatürde tam tezat görüşler ve çalışma sonuçları da mevcuttur. Shrader, Blackburn, ve Iles (1997) yaptıkları çalışmada, Fortune 500 listesinden yaklaşık 200 şirketi örneklem olarak alıp yönetim kurulundaki kadın yönetici oranlarıyla tıpkı diğer çalışmalara benzer olarak, aktif karlılığı ve özkaynak kârlılığını karşılaştırmışlar ve firma değerisiyle bu değişkenler arasında negatif bir sonuç bulmuşlardır. (Carter, Simkins ve Simpson, 2002; Shrader, Blackburn, ve Iles (1997). Aynı şekilde cinsiyet çeşitliliğinin negatif etkileri Rose' un (2004) Danimarka şirketleri üzerine yaptığı çalışmada negatif sonuçlar vermiştir.

Negatif sonuçlu çalışmaların bir sebebi ise Glass Cliff teorisi ile mantıklı bir şekilde açıklanabilir. Bahsi geçen teoriye göre, geleneksel, yönetici tipi olan beyaz erkekler şirketlerde alışıl gelmiş yönetici tipleridir. Fakat özellikle kriz anında olan, batma riski taşıyan veya mali olarak sıkıntıda bulunan şirketlerde kadın veya farklı milliyetlerden kişilerin yönetici olarak atanması beyaz erkeklere göre daha

fazladır(Ashby, Ryan and Haslam 2007; Haslam and Ryan 2008; Ryan and Haslam 2005). Bu tip atamalarla şirketin kötü durumunu zaten bir veya birkaç kişinin kısa bir sürede geriye çevirmesi mümkün olmayıp, kötü sonuçlar kadın yönetici veya azınlık/ farklı milliyetten olan kişilerin üzerine kalmaktadır.

Zira, Cook ve Glass' ın 2013' teki çalışmasında mesleki azınlıkların kısa, orta ve uzun vade içerisinde mali sıkıntı yaşayan şirketlerde COE pozisyonuna atanmalarının bu teoriyle bağlantılı şekilde daha fazla olduğu ve bu atamalardan sonra kısa, orta ve uzun vadede şirket performansında negatif bir eğilim görülmüştür.

Kadın ve farklı milliyetten kişilerin algı boyutları ve davranışları üzerine yapılan "tutsakların ikilemi" adlı bir başka çalışma da ise; farklı etnik kökenlerden oluşmuş çeşitliliği daha yüksek olan gruplar tamamı ile Anglo-Sakson beyaz erkeklerden oluşan gruplara göre daha yapıcı ve akılcı çözümler üretmişlerdir(Martins, Milliken, 1996; Earley, 1989).

Sosyal psikolojinin belirttiği üzere; erkekler rekabeti, hiyerarşiyi, rasyonel olarak problem çözmeyi, kontrole düşkünlüğü, düşük duygusallığı ve analiz önyargısını vurgulayan yollara yönelmeye eğilimli olabilir, çoğu kadın tersine; işbirliğini kolaylaştırmak, takım temelli başarı, sezgisel problem çözme için uygun olabilir ve fakat daha düşük kontrol seviye de kontrolde olma ve yüksek derecede duygusallık barındırmaları da göreceli olarak negatif algılanmaktadır(Alvarez, Sanchez, Dominguez, 2009; Litz and Folker, 2002, pp. 343-344; Fenwick and Neal, 2001).

Belirtilen tüm çalışmalara ve literatürdeki diğer örneklere bakarak aşağıdaki hipotezler öne sürülmektedir:

H1: Yönetim kurulunda kadın yönetim kurulu üye sayılarıyla finansal kazanç ve performans arasında anlamlı ve pozitif bir ilişki mevcuttur.

H1: Yönetim kurulunda yabancı yönetim kurulu üye sayılarıyla finansal kazanç ve performans arasında anlamlı ve pozitif bir ilişki mevcuttur.

3.1.a.ii. Yönetim Kurulu Çeşitliliği ve Kurul Büyüklüğü

Yönetim Kurulu büyüklüğü, firma performansını ve kazançlarını etkileyen bir başka faktördür. Resmi Gazete' de de yer almış Sermaye Piyasası Kurulu Tarafından oluşturulan tebliğde: "Yönetim kurulu üye sayısı, her durumda beş üyeden az olmamak koşulu ile, yönetim kurulu üyelerinin verimli ve yapıcı çalışmalar yapmalarına, hızlı ve rasyonel kararlar almalarına ve komitelerin oluşumuna ve çalışmalarını etkin bir şekilde organize etmelerine imkân sağlayacak şekilde belirlenir." şeklindeki hüküm şirketler tarafından uyulması gereken önemli bir kuraldır. Aslında istatistiki şekilde belirtilebilecek olup, diğer çeşitlilik faktörleri kadar tartışmalı olmasa da kurul büyüklüğü hakkında da akademiye karşıt görüş ve tezat sonuçlu çalışmalar mevcuttur. Aslen çeşitlilik kavramında temel olarak çıktığı vakit daha fazla sayıda kişiyi barındıran bir kurulun daha büyük bir insan havuzundan ve o kişilerin bilgi ve yönetim becerilerinden faydalanabileceği öngörülebilir. Nitekim, Zahra ve Pearce (1989, 309) daha büyük yönetim kurullarının çeşitlilik ilkesi gereğince daha heterojen bir yapıda olacağı ve baskın ve güçlü bir CEO' nun spesifik komiteler aracılığıyla denetlenip, kurulun kontrolünde tutulacağını ve daha rahat çalışacağını belirtmiştir. Buna ilaveten Hillier ve McColgan (2006, 577) tıpkı daha önce belirtildiği gibi daha kalabalık kurulların daha mantıklı kararlar almak için gereken uzmanlığa ve yetkinliğe daha rahat sahip olacağını belirtmişlerdir.

Bir diğerk görüşe göre yönetim kurulu üye sayısını sınırlı tutmak firma için daha yararlıdır. Çünkü daha büyük boyuttaki kurullarda küçüklere ziyade daha zayıf iletişim olduğu ve karar alma süreci bundan kötü bir şekilde etkilendiğı için üye sayısını sınırlamak daha doğrudur (Lipton and Lorsch 1992; Jensen 1993). Nitekim bu açıklamayla tutarlı olarak Yermack (1996) yönetim kurulu büyüklüğüyle kârlılık arasında ters bir ilişki bulunduğunu yaptığı çalışma sonucunda belirtmiştir (Brown, Caylor, Robinson, 2004).

Yukarıda belirtilen çalışmalar ve diğerk akademik bilgiler göz önüne alındığında aşağıdaki hipotez sunulmuştur:

H3: Yönetim kurulu büyüklüğü ile finansal kazanç ve performans arasında anlamlı ve pozitif bir ilişki vardır.

3.1.a.iii. Çeşitlilik ve Yönetim Kurulunun Bağımsızlığı

Genellikle yönetim kurullarındaki bağımsız üye sayısının artmasıyla kurulun tümünün daha bağımsız hale geldiğı uzun bir vakittir öne sürülmektedir (John and Senbet 1998; Brown, Caylor, Robinson, 2004). Lakin gerçek manada bağımsız üyelerin seçimi pek mümkün gözükmemektedir. Özellikle büyük aile şirketlerinde kurulda yer alsalar bile sayıları icabıyla pek etkisiz olmakta veya tanımları veya seçimleri için zaruri olarak şirketle herhangi bir şekilde bağlarının olmaması genelde pek muğlak kaldığından bu konu hakkında kesin hükümlerde bulunmak zordur. Yermack'a (2004) göre bağımsız yönetim kurulu üyelerinin dahil oldukları şirketler hakkında pek az bilgi sahibi olmaları, iletişim maliyetlerini artırmaktadır. Yapılan çalışmalardan bahsetmek gerekirse; Baysinger ve Butler (1985) yönetim kurulu üyelerinin oranları ile öz kaynak kârlılığı arasındaki ilişkiyi ölçen bir çalışma yapmış ve daha fazla bağımsız üyesi olan şirketlerin diğerklerinden daha yüksek performans gösterdiklerini belirtmişlerdir.

Fama ve Jensen (1983, 315) ise bağımsız bir yönetim kurulunun kurumsal yönetim kavramının önemli bir birleşeni olduğu belirtmiş ve temsil sorununu ortadan kaldıracı önemli bir faktör olduğunu da eklemiştir.

Brickley, Coles and Terry (1994) ise bağımsız yönetim kurulu üyelerinin oranı ile borsada "poison pill adoption" yani zehirli hap adaptasyonu olarak adlandırılan, şirket yöneticilerinin başka bir şirket tarafından an bir ele geçirme operasyonuna karşı bazı kabul edilmesi zor olan önlemler olarak hisseleri borsada ve özellikle karşı şirket nezdinde çekicilikten uzaklaştırma çabası arasında pozitif bir ilişki keşfetmiştir.

Hermalin and Weisbach (1991) ve Bhagat and Black (2002) ise bağımsız yönetim kurulu üye oranı ile öz sermaye kârlılığı ve kâr marjı arasında pozitif bir ilişki bulmuşken, Tobin's Q üzerinde bir artışa sebep olmadığını belirtmiştir.

Fosberg (2002) bağımsız yönetim kurulu oranı ile satışlar, maliyetler, öz sermaye kârlılığı üzerinde yaptığı bir çalışmada arada mantıklı bir bağlantı bulamamıştır (Brown, Caylor, Robinson, 2004).

Yukarıda belirtilen çalışmalar ve diğer akademik bilgiler göz önüne alındığında aşağıdaki hipotez sunulmuştur:

H4: Yönetim kurulu bağımsızlığı ve finansal kazanç ve performans arasında anlamlı ve pozitif bir ilişki vardır.

3.1.a.iv. Çeşitlilik ve Yaş

Çeşitliliğin ve yönetim kurulunun bir başka açıkça gözlenebilen alt faktörü yaştır. Yönetim kurulu üyelerinin yaşları dolaylı yoldan onların tutum ve davranışlarını, tecrübelerini ve risk iştahlarını etkilemektedir. Yöneticilerin yaş çeşitliliği firmaların sorumlulukları konusunda daha dengeli kararlar alabilmesini sağlamaktadır (Koparan, Okan, Nas, 2015; Aguilera ve Jackson, 2010). Emekli

yöneticiler genellikle icracı olmayan yönetim kurulu üyeleri olarak görülürken, daha genç kişilere göre yönetim kurulunda yer almalarına daha sıcak bakılmaktadır (Mahadeo vd. 2011, 377; Gilpatrick, 2000). Nitekim, yönetim kurullarının ağırlıklı olarak belirtildiği üzere daha yaşlı kişilerden oluşuyor olması şaşırtıcı değildir.

Yaş heterojenitesi üzerine yapılan çalışmalarda diğer ekip üyelerinden daha farklı yaştaki kişilerin toplantı veya çalışmalara katılım oranlarının diğerlerine göre daha düşük olduğu ve yine diğerlerine göre daha düşük performans gösterdikleri kaydedilmiştir (Martins, Milliken, 1996; Earley, 1989; Tsui ve O'Reilly, 1989).

Murray' e göre yaş bakımından homojen bir grup, aynı tarihi olaylardan aynı vakitlerde etkilenip, aynı değerleri taşıyan kişilerden oluştuğu için, yönettikleri şirketin değerlerini daha uygun şekilde hareket edip o değerleri idrak edebilir ve daha yüksek bir ahenk içinde iletişim kurabilir (Mahadeo vd. 2011, 377; 1989, p. 127).

Tam tersine bir görüş ise; yaş olarak çeşitlilik barındıran bir grup veya yönetim kurulunda daha yaşlı üyeler tecrübeleriyle, iş dünyasındaki çevreleri veya network' ü ve finansal kaynakları sağlayıp, orta yaştaki yöneticiler ana idari işleri yüklenirken, genç yöneticiler ise işlerin yürümesi için gereken temel noktaları öğrenirken, yenilikçi fikirlerinde kaynağı olabilirler (Mahadeo vd. 2011, 377; Houle, 1990).

Buna ilaveten, Hayes' e göre yaş ile kurumsal sosyal sorumluluk arasında da ters bir ilişki mevcuttur. Genç yöneticiler, çevreye karşı daha duyarlı olup, etik konulara da daha fazla önem atfetmektedirler (Koparan, Okan, Nas, 2015; Hayes, 2001).

Yine de bu görüş ve çalışmaların tersine Murray, gıda ve petrol sektöründe faaliyet gösteren 84 Amerikan şirketi üzerine yaptığı çalışmada; yaş ve yıllık tecrübe oranları olarak ayırdığı ve geçici heterojenite olarak adlandırdığı değişkenlerle kısa

vadeli firma performansı arasında negatif bir ilişki keşfetmiştir (Mahadeo vd., 2011, 377; Murray 1989, 134-135).

Çeşitliliğin alt faktörleri arasında en somut gözlenebilen fakat yorumlaması belki de en güç olan yaş değişkeni üzerinde pek çok çalışma yapılmış, fakat üzerinde kesin bir kanıya varılamamıştır. Yaş çeşitliliğinin kayırmayı azaltacağı, yenilikçi fikirlerin çıkış kaynağı olacağı doğru olmakla beraber, yaşın getirdiği düşünce ve karaktere yansıyan faktörlerden doğan belirsizlik ise yadsınamayacak düzeydedir. Literatürde yer alan bu ve diğer çalışmalar ışığında aşağıdaki hipotez öne sürülmüştür:

H5: Yönetim kurullarındaki yaş çeşitliliği veya heterojenitesi ile finansal kazanç ve performans arasında anlamlı ve pozitif bir ilişki mevcuttur.

3.1.a.v. Çeşitlilik ve Firma Yaşı

Çalışılan firmaların ayrıca niteliksel özelliği olarak kuruluş tarihlerinden itibaren söz konusu yıl dağılımına kadar geçen sürede ay cinsinden, doğal logaritması alınarak incelenmiştir. Zira tıpkı Yermak 1996 uyumlu olarak, verilerdeki çarpıklığı ortadan kaldırmak için doğal logaritması alınarak incelenmiştir. Buna ilaveten Stinchcombe' nin (1965) belirttiği üzere daha yaşlı şirketler diğerlerine göre daha tecrübeli olup, geçen zamanı her türlü endüstri bazında bilgileri öğrenerek geçirmiş ve bu sebepten daha genç firmalara göre daha yüksek finansal performans göstermektedir (Majumdar, 1997).

Buradan yola çıkılarak aşağıdaki hipotez oluşturulmuştur:

H6: Firma yaşı ile finansal kazanç ve performans arasında anlamlı ve pozitif bir ilişki mevcuttur.

BÖLÜM IV

METODOLOJİ VE İNCELEME

4.1. Metodoloji

Literatür incelendiğinde, kurumsal yönetim ile çeşitli firma fonksiyonları arasındaki ilişkinin farklı piyasalarda araştırıldığı görülmektedir. Firma fonksiyonları içerisinde ise en çok üzerinde durulan konu firma performansı olmuştur (Judge, Naoumova ve Koutzevol, 2003; Brown ve Caylor, 2004; Ertugrul ve Hegde, 2009; Agrawal ve Knoeber.2012). Firma performansını sırasıyla, firma değeri (Baek, Kang ve Park, 2004; Garay ve González, 2008; Ammann, Oesch ve Schmid, 2011) ve sermaye yapısı (Jiraporn ve Gleason, 2007. Butt ve Hasan, 2009) izlemiştir.

Kurumsal Yönetim İlkeleri günümüzde şirketlerin sadece çevreye ve çalışanlarına karşı sosyal sorumluluklarını yerine getirmelerini sağlamamakta ayrıca bu ilkelere uyan şirketlerin daha az maliyet ve efor ile ihtiyaç duydukları kaynaklara ve iş gücüne erişip daha yüksek performans göstermelerine sebep olmaktadır. Bir kısmı kurumsal yönetim ilkeleri dahilinde olan çeşitlilik ilkesi ise, yönetim kurulunun birçok yatırımcıyı daha iyi ve adil temsil etmesine, şirketin daha yenilikçi fikirlere sahip olmasına ve içeriğinin değişimine göre sahip olduğu farklı perspektifler ile daha başarılı olmasını sağlamaktadır. Bu çalışmanın amacı da, tek tek belirtilen; yönetim kurulu üye yaşları, cinsiyetleri, yerli veya yabancı olmaları, toplam sayıları, yönetim kurul bağımsızlığı ve şirket yaşları gibi üzerine somut gözlem yapılabilen somut göstergelerle, şirketin finansal ve mali performansını; aktif karlılık oranı, nakit akışı ve hisse başı getiri oranı gibi ölçütlerle gözlemek ve belirtilen değişkenlerin arasındaki ilişkiyi incelemektir.

Bu bölüm itibariyle, veri analizi için kullanılan istatistiksel yöntem tartışılacaktır. Verileri analiz etmek için kullanılan istatistiksel yöntemler iki ana bölüme ayrılmaktadır: parametric ve parametrik olmayan testlerdir. Genel olarak, araştırmada kullanılan verilerin niteliği ve özellikleri hangi yöntemin kullanılması gerektiğini belirlemektedir.

Gujarati ve Porter (2008, 61-68) parametrik testleri uygulamadan önce dikkat edilmesi gereken dört kritik varsayımı ifade etmektedir:

a) Normallik (Normality) varsayımı: Bu varsayım uyarınca, normal dağılmış ana kitlelerden örneklem alınmalıdır. Normal bir dağılım, sonsuz sayıda vaka popülasyonuna dayanan ve bir çan veya ters-U şeklini alan ideal bir örneklemdir.

b) Doğrusallık (Linear Regression) varsayımı: Bu varsayım, modelin doğrusal parametrelere sahip olması gerektiğini ifade etmektedir.

c) Homojen varyans (Homoscedasticity) varsayımı: Bu varsayım, grup içindeki bağımlı değişkenin varyansının veya standart sapmasının eşit olmasını gerektirir.

d) Hata terimlerinin bağımsızlığı varsayımı: Bu varsayım uyarınca, hata terimleri birbirinden bağımsızdır ve bu nedenle aralarında seri bir ilişki (oto kolerasyon) yoktur.

Genel olarak, tüm varsayımlar karşılandığında ve analiz edilen değişkenler en azından bir aralık ölçeğinde ölçüldüğünde parametrik testler daha güçlüdür (Judge vd. 1985). Ancak daha önce belirtilen varsayımların herhangi biri verilerin niteliği ile ihlal edilirse; parametrik olmayan testleri uygulamak daha uygun hâle gelmektedir (Balian 1982).

Bu amaçla STATA/IC 15.1 paket programı kullanılarak çoklu doğrusal regresyon (multiple regression analysis) analiz yöntemi test edilmiştir. Ayrıca

tanımlayıcı istatistikler ve korelasyon analizi gibi istatistiki veriler de STATA/IC 15.1 paket programı kullanılarak tespit edilmeye çalışılmıştır.

4.1.a. Performans Ölçütleri

4.1.a.i. ROA (Aktif Karlılık)

Bu çalışmada finansal performans ölçütü olarak en başta belirtilebilecek ölçek ROA (return on assets) yani şirketin aktif karlılığı oranıdır. Birçok diğer ölçüt gibi ROA'nında herkes tarafından kabul edilmiş tek bir tanımı olmamakla birlikte, genel olarak birim para başına kazanç veya şirket varlıklarının kâr yaratmada ne kadar etkin olduğudur.

Aktif kârlılığın oranında pay kısmında; vergiden sonraki net kâr bulunurken, paydasında ise net varlık toplamı mevcuttur (Bodie vd. 2000).

$$ROA_{t,i} = \frac{Net\ Kâr}{Varlık\ Toplamı}$$

Bu çalışmada kullanılan aktif kârlılık (ROA) oranı, organizasyonel performans ile piyasa ve finansal analizlerin yapıldığı diğer çalışmalarla da uyum göstermektedir (Erhardt vd. 2003; Shrader vd. 1997).

4.1.a.ii. EPS (Hisse Başına Getiri)

Hisse başına kâr yani EPS (Earnings per Share) oranı, belirli bir mali yıl içerisinde, sıklıkla şirket performansını ölçmek için kullanılmaktadır. Pay sahipleri bu ölçeği veya oranı firma yöneticileri ve yönetim kurulu üyelerinin şirket idaresindeki rollerini değerlendirmek için kullanmaktadırlar. Ayrıca, potansiyel yatırımcılar fiyat kazanç oranını hesaplamak için bu ölçeği kullanmaktadırlar.

Özetle; hisse başına kâr şirketin dönem kârının dağıtılan temettüler çıkarıldıktan sonraki hisse senedi sayısına veya mevcuduna bölünmesiyle hesaplanmaktadır (Jerris 1997).

$$EPS = \frac{Net\ Kâr}{Toplam\ Hisse\ Adedi}$$

4.1.a.iii. CASH (Nakit Akışı)

Bu çalışma da inceleme konusu olan bir başka finansal ölçüt ise nakit akışıdır. Bu ölçüt diğerlerinden farklı olarak, muhasebedeki tahakkuk temelinde değil, nakit esasına göre çalışmaktadır (Givoly ve Hayn 2000). Nakit akışı burada amortisman gideri öncesi net işletme gelirine ilaven faiz ve vergi öncesi kârın, toplam varlıklara bölümü sonucu hesaplanmaktadır.

$$\frac{FVÖK + Amortisman}{Toplam\ Varlıklar}$$

Bu çalışmanın veri incelemesi kısmına gelindiğinde ise; kurumsal yönetim, çeşitlilik ve firma performansı arasındaki ilişkinin araştırıldığı çalışmalar incelendiğinde çalışmalarda regresyon (Masulis, Wang ve Xie, 2012; Andreou, Louca ve Panayides, 2014), panel veri analizi (Coşkun ve Sayılır, 2012; Kara vd., 2015), t testi (Karamustafa, Varıcı ve Er, 2009), çok kriterli karar verme (Çonkar, Elitaş ve Gökhan., 2011; Ege, Topaloğlu ve Özyamanoğlu, 2013; Esendemirli ve Erdener, 2016) vb. yöntemlerin kullanıldığı görülmektedir. Bu çalışmada, daha fazla gözlem sayısına sahip olmak amacıyla panel veri analizi yöntem olarak seçilmiştir.

Panel veri analizinin, yatay kesit ve zaman serisi analizleri ile kıyaslandığında birçok üstünlüğü bulunduğu görülmektedir. Bu nedenle, çalışmada panel veri analizinin kullanılmasının daha uygun olacağına karar verilmiştir (Baltagi, 2008).

Çalışmada, kurumsal yönetim ile firma performansı arasındaki ilişkinin analizi için toplam 4 model kullanılmıştır. Kullanılan modeller şöyledir:

Model 1:

$$ROA_{i,t} = \beta_1 BOARD_SIZE_LN_{it} + \beta_2 BOARD_IND_PR_{it} + \beta_3 FIRM_AGE_LN_{it} + \beta_4 BOARD_KADIN_{it} + \beta_5 FOREIGNER \& LOCAL_{it} + \beta_6 AGEBANDS + \beta_7 SIZE_{it} + \beta_8 LEVERAGE_{it} + \gamma_1 YEAR_DUMMIES + \varepsilon_{it}$$

Model 2:

$$CASH_{i,t} = \beta_1 BOARD_SIZE_LN_{it} + \beta_2 BOARD_IND_PR_{it} + \beta_3 FIRM_AGE_LN_{it} + \beta_4 BOARD_KADIN_{it} + \beta_5 FOREIGNER \& LOCAL_{it} + \beta_6 AGEBANDS + \beta_7 SIZE_{it} + \beta_8 LEVERAGE_{it} + \gamma_1 YEAR_DUMMIES + \varepsilon_{it}$$

Model 3:

$$EPS_{i,t} = \beta_1 BOARD_SIZE_LN_{it} + \beta_2 BOARD_IND_PR_{it} + \beta_3 FIRM_AGE_LN_{it} + \beta_4 BOARD_KADIN_{it} + \beta_5 FOREIGNER \& LOCAL_{it} + \beta_6 AGEBANDS + \beta_7 SIZE_{it} + \beta_8 LEVERAGE_{it} + \gamma_1 YEAR_DUMMIES + \varepsilon_{it}$$

Panel veri analizinde, rassal etkiler ve sabit etkiler modeli olmak üzere iki tahmin modeli bulunmaktadır. Analizlerde hangi modelin kullanılacağına Hausman testi ile karar verilmiştir (Wooldridge 2002; Greene 2003). Hausman testinin boş

hipotezi rassal etkiler modelinin geçerli olduğunu ifade ederken, diğer hipotez sabit etkiler modelinin doğruluğunu işaret etmektedir (Baltagi 2008).

H_0 : Rassal Etkiler Modeli [$E(u_{it} / X_{it}) = 0$]

H_1 : Sabit Etkiler Modeli [$E(u_{it} / X_{it}) \neq 0$]

Hangi hipotezin kabul edileceği, Hausman testi sonuçları doğrultusunda yapılmaktadır. Hausman testi sonucunda elde edilen olasılık değeri 0.05'ten küçük ise H_0 reddedilmekte ve H_1 kabul edilmektedir. Her model için Hausman testi ayrı ayrı çalıştırılmış ve analizlerin tahmini Hausman testi sonuçları doğrultusunda yapılmıştır. Hausman testi sonuçları doğrultusunda rassal etkiler modelinin geçerli olduğu görülmüştür.

Gujarati ve Porter (2008, 61-68) parametrik testleri kullanmadan önce dikkat edilmesi gereken kritik varsayımlar için panel veri analizi yönteminde; homojen varyans önemli bir varsayımdır. Değişen varyans sorunu Breusch-Pagan/Cook-Weisberg ile test edilmiş (Prob > chi2=0.0000) ve modelde değişen varyans bulunduğu sonucuna ulaşılmıştır. Değişen varyans sorunu, sağlam standart hatalar (robust standart errors) White' a dayandırılarak giderilmiştir. Normallik varsayımı da Gujarati ve Porter (2008) parametrik testleri kullanmadan önce dikkat edilmesi gereken kritik varsayımlarından birisidir.

Aynı zamanda model seri korelasyon (oto korelasyon) için de test edilmiştir; çünkü mevcut olduğunda seri korelasyonu dikkate almamak, regresyon katsayılarının ve yanlış standart hataların tutarlı; fakat etkisiz tahminlerine yol açmaktadır (Baltagi 2001, 81). İki veya daha fazla ardışık hata terimi ile ilişkilendirildiğinde, hata terimlerinin heterodastisite ile benzer sonuçlara neden olan otokorelasyona veya seri

korelasyona tabi olduğu düşünölmektedir. Panel veri yöntemi tarafsız kalır; ancak etkisiz hale gelmez ve standart hatalar yanlış bir şekilde tahmin edilir (Verbeek 2012, 112). Bu nedenle, hata terimlerinin bağımsızlığı varsayımı Wooldridge Testi yapılarak kontrol edilmiştir. Wooldridge (2012) seri korelasyon (otokorelasyon) test istatistiğı sonucuna göre, modelde “seri korelasyon yoktur” şeklinde kurulmuş olan boş hipotez reddedilememiştir (Prob > F = 0.8375).

Son olarak, çoklu doğrusallık testini yapmak için, bu çalışma korelasyon katsayısı ve varyans enflasyon (artış/şişme/büyütme) faktörü (VIF) testini uygulamaktadır. Her bir kurumsal yönetim ve kontrol değişkeninin tolerans faktörü ve varyans enflasyon faktörü hesaplanmıştır. Hesaplama sonucunda, 0'a yakın bir tolerans faktörü ve 10'dan büyük varyans enflasyon faktörünün değeri, modelde çoklu doğrusallık sorununun varlığına işaret etmektedir. Hair vd. (2009, 197) ve Kennedy (2008, 199), 10'dan fazla bir VIF değerinin çoklu doğrusallık sorununa neden olacağını düşünmektedir.

4.2. Bağımsız Değişkenlerin ve Kontrol Değişkenlerinin Ölçümü

Bu çalışmada kurumsal yönetim ilkeleri dahilindeki çeşitlilik prensibi baz alınarak firma performansına etkisi üzerine bir inceleme yapılmıştır. Bu inceleme dahilinde bağımsız değişkenler daha önce belirtildiğı üzere aktif karlılık oranı yani ROA, EPS ve CASH' tir. Bağımlı değişkenler ise; BOARD_SIZE_LN, BOARD_IND, BOARD_KADIN, AGE_BANDS, FOREIGNER & LOCAL, FIRM_AGE_LN birimlerinden oluşmaktadır. Kullanılan kontrol değişkenleri ise; SIZE, LEVERAGE ve I. YEARS'dır.

4.2.a. BOARD SIZE LN

Yönetim kurul büyüklüğüyle ilgili bildiri “SPK Kurumsal Yönetim İlkeleri” tebliğiyle sağlanmış ve üye sayısının her durumda beş üyeden az olmaması koşulunu getirilmiştir. Yönetim kurulu büyüklüğünün finansal performansa etkisini konu alan pek çok akademik çalışma mevcuttur. Zira, Jantina (2017), Burke (1999), Singh vd (2001), Carter vd (2003), Brammer vd (2007), Grosvold vd. (2007) yönetim kurulu büyüklüğü ile finansal performans ilişkisini kanıtlar nitelikte çalışmalar yapmışlar ve literatüre katkı sağlamışlardır.

Çalışmada yönetim kurulu üye sayısının analize sokulması ise; şirketlerdeki yönetim kurulu toplam üye sayısının logaritması alınması ile mümkün olmuştur. Zira bu hesaplama daha önce yapılan ve yönetim kurulu büyüklüğü ile finansal performans arasındaki ilişkinin doğrusal değil, convex yani dışbükey şeklinde olduğunu ortaya çıkaran çalışmalar incelenerek ve temel alarak karar verilmiştir (Guest 2009, Yermack 1996).

4.2.b. BOARD IND

Yine “SPK Kurumsal Yönetim İlkeleri” tebliğinde belirtildiği üzere şirketlerin yönetim kurullarında her durumda bağımsız üye sayısının ikiden az olmamak şartıyla; toplam üye sayısının üçte birinden az olamayacağı kararlaştırılmıştır. Literatürdeki çalışmalar göz önüne alındığında ise, örnek olarak Beasley vd. (2000) ve Dunn (2004)’teki çalışmaları, yönetim kurullarının daha fazla bağımsız üye barındırması veya başka bir değişle daha bağımsız olması sonucunda, özellikle daha doğru bir finansal raporlama ve dolaylı olarak organizasyonel performansta artış tespit etmiştir. Bu çalışmada da bahsi geçen çalışmalar ve yine, Chtourou vd. 2001 ve Bradbury vd. 2006 gibi çalışmalarda göz önünde tutularak,

yönetim kurulu bağımsızlığı (BOARD_IND), bağımsız üyelerin yönetim kurulu üye sayısına oranı olarak hesaplanmıştır.

4.2.c. BOARD KADIN

SPK Kurumsal Yönetim İlkeleri, “şirket, yönetim kurulunda kadın üye oranı için %25’ten az olmamak kaydıyla bir hedef oran ve hedef zaman belirler ve bu hedeflere ulaşmak için politika oluşturur. Yönetim kurulu bu hedeflere ulaşma hususunda sağlanan ilerlemeyi yıllık olarak değerlendirir.” Bu ilke zorunlu olmamakla birlikte tıpkı diğer gönüllülük esasına dayalı olan ilkeler gibi yıl sonunda neden uyulmadığına dair meşru bir açıklama gerektirmektedir. Literatürde; Adler 2001, Carter, Simkins ve Simpson 2003, Catalyst 2004 raporu, Mahadeo vd. 2011 gibi ve daha pek çok çalışma mevcut olup ve ayrıca Adams ve Ferreira’nın 2008 yılında gerçekleştirdiği çalışma kadın yönetici çeşitliliğinin yönetim ve finansal performans arasında net ve mantıklı bir ilişki olduğunu belirtmiş ve bu etkinin yönetimde pozitif olduğu ve spesifik olarak aktif karlılık oranı bazında da pozitif dönüş sağladığı ayrıca kayır altına alınmıştır. Çalışmamızda bu değişken, yönetim kurulunda kadın yönetici var ise 1 değerini, eğer yok ise 0 değerini alacak şekilde incelemeye dahil edilmiştir.

4.2.d. AGE BANDS

Çalışmadaki yaş değişkeninin özellikle şirket yönetim şeklini ve gayet tabii finansal performans ölçütlerini etkilediği düşünüldüğünden literatürde; yaş değişkeni de gözlem sürecine dahil edilecek şekilde gerçekleştirilen pek çok çalışma mevcuttur (bkz., örneğin; Jantina vd. 2017 ve Mahadeo vd. 2011). Veri hazırlama ve analiz kısmında özellikle Mahadeo vd’nin 2011’deki çalışması temel olarak alınmıştır. Burada, şirketlerin yönetim kurulu üyelerinin yaşları, yayımlanan faaliyet

raporlarından ve yine şirket resmî web sitelerinden erişime açılan kişisel özgeçmişler vasıtasıyla tek tek toplanmıştır. Sonraki aşamada, yaş çeşitliliği kapsamında toplam 6 farklı yaş bandı oluşturulmuştur.

Bunlar sırasıyla:

36 yaşından küçük yönetim kurulu üyeleri

36 ila 45 yaş arasındaki yönetim kurulu üyeleri

46 ila 55 arasındaki yönetim kurulu üyeleri

56 ila 65 arasındaki yönetim kurulu üyeleri

66 ila 75 arasındaki yönetim kurulu üyeleri

76 yaşından büyük yönetim kurulu üyeleridir.

Eğer örnek olarak alınan bir şirketin yönetim kurulu üyelerinin yaşları bu 6 yaş bandından sadece birinde toplanıyor ise homojen yani çeşitliliği düşük, eğer yaşları tüm yaş batları arasında dağılım göstermiş ise heterojen yani maksimum çeşitliliktedir. Literatürde yaş bandı örneklemini kullanılmakla beraber, ayrıca yönetim kurulu üyelerinin yaş ortalamaları analize dahil edilerek de incelemeler yapılmış ve bu raddede yorumlar ve sonuçlar daha genç ya da daha yaşlı kurulların karar, yatırım ve yenilikçilik adımlarına göre geliştirilmiştir.

4.2.e. FOREIGNER & LOCAL

Literatürdeki yabancı yönetim kurulu değişkeni çeşitlidir. Zira bu çalışmada Türkiye Cumhuriyeti kimliğine sahip yani yerli olarak adlandırılan yönetim kurulu üyelerinden ziyade her kurulda bu kimliğe sahip olmayan kaç tane yabancı pasaportlu yönetim kurulu üyesi olduğuna bakılmış ve bu sayının tüm yönetim kurulu üye sayısına oranı bulunmuştur. Yabancı milliyetten yöneticilerin kesinlikle performansla ilişkili olduğu hipotezi üretilmiştir. Lakin literatürde ağırlıklı olarak negatif ilişkiye rastlanmaktadır. Bunu sebebi ise; daha önce de belirtildiği üzere: finansal sıkıntıda olan şirketlerin yönetim kadrolarına ve CEO pozisyonlarına etnik olarak farklı kimselerin atanmasına daha sık rastlanmaktadır. Cook ve Glass (2013) çalışmalarında etnik olarak farklı kökenden CEO' ların atanmaların önceki 3 ve 2 yıllık dönemleri inceledikleri model 1 ve model 2'de, p-değeri<0.05 olup öz sermaye kârlılığının kesinlikle anlamlı bir şekilde negatif olduğu belirtilmiştir. Binaenaleyh, buradan da çıkarılabileceği üzere, literatürdeki negatif sonuçların yanlı olduğu ve güvenilir olmayabileceği söylenebilir (Ashby, Ryan and Haslam 2007; Haslam and Ryan 2008).

4.2.f. FIRM AGE LN

Finansal performansa etkisi olabileceği düşünülerek ayrıca firma yaşı da, şirketlerin yayımladıkları raporlardan ve web sitelerinden elde edilen kuruluş tarihleri itibariyle ay cinsinden hesaplanmıştır. Çıkan sonuçlar ay cinsinden hesaplandığı için çok büyük olup, logaritmaları alınarak analiz için uygun düzeye indirgenmiştir.

Ayrıca çalışmada kullanılan modele; firma büyüklüğünün (SIZE) doğal logaritması alınarak, kaldıraç oranı (LEVERAGE) ve 6 yıllık periyot (İ.YEARS) şeklinde kontrol değişkeni olarak eklenmiştir.

4.3. Veri Toplama Prosedürü ve Örneklem Seçimi

2017 yıllarına ilişkin 6 yıllık bir zaman periyodundaki, Borsa İstanbul'a (BIST) kote olmuş ve işlem gören tüm firmalar örnekleme dâhil edilmiştir. Borsa İstanbul'da işlem gören firmaların, 2012-2017 yıllarına ait 6 yıllık bir zaman periyodundaki finansal verileri incelemeye konu edilmiştir.

Modelin bağımlı değişkeni olan aktif karlılığı oranı, nakit akışı ve hisse başına kazanç oranlarını tahmin etmek maksadıyla gerekli olan finansal tablo verilerine, Thomson Reuters Datastream veri tabanından; lâkin bu veri tabanından ulaşılamamış ise firmaların mevcut internet sitelerinde yayımlamış oldukları finansal tablolardan ve/veya dipnotlardan (eklerden) yararlanılmıştır. Sektörel sınıflandırma KAP kodları itibari ile yapılmıştır.

Kurumsal yönetim değişkenleri ile ilgili veriler, firmaların yıllık finansal raporlarında (sorumluluk beyanları, yönetim kurulu faaliyet raporları ve finansal tablolarından meydana gelen raporları ifade etmektedir) yer alan 2012, 2013, 2014, 2015, 2016 ve 2017 dönemlerine ait yönetim kurulu faaliyet raporlarından ve kurumsal yönetim uyum raporlarından elde edilmiştir [kaynak: firmaların web siteleri ve KAP (Kamuyu Aydınlatma Platformu)].

Firmaların bir kısmı eksik kurumsal yönetim değişkenleri nedeniyle örneklemin dışında tutulurken, bazıları ise incelenen tüm dönemler boyunca yıllık finansal raporlarındaki eksik veriler bulunduğu için örnekleme dışında tutulmuştur. Kurumsal yönetim özellikleri hakkında yeterli bilgiye sahip olduğumuz veriler 44

firma için elde edilmiştir. Başka bir deyişle; bağımsız değişkenleri ölçümleyebilmek amacıyla toplamda 264 firma*yıl verimiz mevcuttur.

Örnekleme oluşturan firmalara ait sektörel dağılımları Tablo 4.1.'de sunulmuştur:

Sektörler	2012	2013	2014	2015	2016	2017	Toplam	%
Kımya, Petrol Kauçuk ve Plastik Ürünler	6	6	6	6	6	6	36	13,7
Elektrik, Gaz ve Su Hizmetleri	5	5	5	5	5	5	30	11,36
Gıda, İçki ve Tütün	4	4	4	4	4	4	24	9,09
Kâğıt ve Kâğıt Ürünleri, Basım ve Yayın	2	2	2	2	2	2	12	4,55
Metal Eşya, Makine ve Gereç Yapım	8	8	8	8	8	8	48	18,18
Metal Ana Sanayi	1	1	1	1	1	1	6	2,27
Dokuma, Giyim Eşyası ve Deri	2	2	2	2	2	2	12	4,55
Taş ve Toprağa Dayalı	5	5	5	5	5	5	30	11,36
Teknoloji	1	1	1	1	1	1	6	2,27
Ulaştırma, Haberleşme ve Depolama	5	5	5	5	5	5	30	11,36
Toptan ve Perakende Ticaret, Otel ve Lokantalar	2	2	2	2	2	2	12	4,55
Eğitim, Sağlık, Spor ve Diğer Sosyal Hizmetler	3	3	3	3	3	3	18	6,82
Ampirik Model İçin Nihai Örnekleme Sayısı	44	44	44	44	44	44	264	100

Tablo 4.1. Firma Sektörel ve Yüzdesel Dağılımı

Tablo 4.2.'deki değişkenler, tanımlar ve ölçüm özetleri belirtilmiştir:

Değişken	Tanım	Değişkenin Ölçümü
Bağımsız Değişken		
ROA	Aktif Kârlılık Oranı	Net Kâr/ Toplam Varlıklar
CASH	Nakit Akış Oranı	(FVÖK+ Amortisman)/Toplam Varlıklar
EPS	Hisse Başına Kazanç Oranı	Net Gelir- (İmtiyazlı Hisselere Ödenen Temettü)/Ortak Hisse Senetlerinin Ağırlıklı Ortalaması
Bağımlı Değişken		
BOARD_SIZE_LN	Yönetim Kurulunda Yer Alan Üyelerin Toplam Sayısının Doğal Logaritması	Ln (Board_Size)
BOARD_IND	Yönetim Kurulundaki Bağımsız Üyelerin Toplam Üyelere Oranı	Yönetim Kurulundaki Bağımsız Üye Sayısı/ Yönetim Kurulunda Yer Alan Üyelerin Toplam Sayısı
BOARD_KADIN	Yönetim Kurul Üyelerinden Birisi Kadın ise 1, Değil ise 0	
AGE_BANDS	6 Farklı Yaş Aralığına Binaen Yönetim Kurulu Üyelerinin Yaş Dağılımı	
FOREIGNER & LOCAL	Yönetim Kurulundaki Yabancı Üyelerin Toplam Üyelere Oranı	Yönetim Kurulundaki Yabancı Üye Sayısı/ Yönetim Kurulunda Yer Alan Üyelerin Toplam Sayısı
FIRM_AGE_LN	Şirketlerin Yaşının (Aylık) Doğal Logaritması	Ln (Firm_Age)
Kontrol Değişkeni		
SIZE	Toplam Varlıkların Doğal Logaritması	Ln (Total Assets)
LEVERAGE	Finansal Kaldıraç Oranı	Toplam Yükümlülükler/ Toplam Varlıklar
i.YEARS	Yıl Kukla Değişkenleri	

Tablo 4.2. Değişken, Tanım ve Ölçüm

4.4. Bağımlı ve Bağımsız Değişkenlere İlişkin Tanımlayıcı İstatistikler

Finansal performans ölçütlerini temsil eden 3 adet bağımlı değişken, kurumsal yönetim uygulamalarını temsil eden 6 adet bağımsız değişken ve 2 adet kontrol değişkenine ait ortalama, standart sapma, minimum, birinci dördte birlik (Q1), medyan, üçüncü dördte birlik (Q3) ve maksimum gibi tanımlayıcı istatistiklere Tablo 4.3.'de yer verilmiştir.

264 firma*yıl verisinde yönetim kurulunun en az 3, en fazla 15 üyeden oluştuğu tespit edilmiştir. Ortalama yönetim kurulu üye sayısının ise 7,0756 olduğu tespit edilmiştir. Bu çalışmadaki ortalama yönetim kurulu büyüklüğü 7 civarındadır (ortalama = 7,0756). Türkiye'deki yönetim kurulu büyüklüğü, Amerika'daki firmaların yönetim kurulu büyüklüğünden (ortalama = 11,45) daha küçük olduğu

görülmektedir (Bhagat ve Black 2002, 245). Aynı durum Peasnell vd.'nin (2005, 1326) Birleşik Krallık üzerine yaptığı, yaklaşık 8 üyeden oluşan bir ortalama yönetim kurulu büyüklüğü bildirdikleri çalışmalarında da görülmektedir.

Buna ilaveten, Campbell ve Vera'nın 2007 yılında İspanya'yı baz alarak yaptığı çalışmada da yönetim kurulu üye sayısı ortalama olarak 10,75 bulunmuş ve İspanya kurumsal yönetim Olivencia koduna göre de bu sayı 5 ile 15 arasında olmalı ve çalışmamız literatürle paralellik göstermektedir.

Firmaların yönetim kurullarında en az 0,1333 oranında bağımsız yönetim kurulu üyesi bulunurken, bazı kurullarda en fazla 0,5714 oranında üyenin bulunduğu ve ortalama yönetim kurulu bağımsızlığının ise 0,3108 oranında olduğu tespit edilmiştir.

6 farklı yaş aralığına binaen yönetim kurulu üyelerinin yaş dağılımının maksimum 6 değerini, ortalamasının 3,587 değerini ve minimum ise 1 değerini aldığı tespit edilmiştir. Higgs'in (2003) raporu çerçevesinde ise, İngiltere'de ise yaş ortalaması genellikle 60 yaş ve üstü olup, Avustralya piyasalarındaki ilk 100 şirkette 78.3% ile 51-70 yaş bandına düşmektedir. Sadece 1.98% 40 yaş ve altı olduğundan Avustralya firmalarında yaş çeşitliliği oranı pek düşüktür (Jantina vd. 2013; Kang vd. 2007).

Bununla birlikte yönetim kurulundaki yabancı üyelerin toplam üyelere oranının ise maksimum 0,7142 değerini, ortalama 0,1032 değerini ve minimum 0,0000 değerini aldığı tespit edilmiştir.

Ayrıca Tablo 4.5'te örneklemin kontrol değişkenlerine ait tanımlayıcı istatistiklerini de sunmaktadır. Firma büyüklüğünü temsil eden, varlıklar toplamının doğal logaritması için ortalama değer 14,49 iken; minimum ve maksimum değerleri ise sırasıyla 10,56 ve 18,04 olduğu görülmektedir. Firmanın finansal kaldıraç oranı

ise, 0,0000 ile 1,594 arasında değişmekte ve ortalama 0,3623 civarında bir değere sahiptir.

Ayrıca örnekleme oluşturan firmaların %48,48'sinin yönetim kurulunda en az bir kadın üye bulunurken, firmaların %51,52'sinin yönetim kurulunda ise kadın üye bulunmamaktadır. Amerikan piyasaları baz alındığında ise 2006 itibariyle kadınların tüm yönetim kurulu üyelerine oranı 16 % olurken, 2004 itibari ile Avustralya' da bu oran 8,6% da kalmıştır (Jantina vd. 2013; Kang vd. 2007, Spencer ve Stuart 2006).



Değişken	Ortalama	Standart Sapma	Minimum	Q1	Ortanca	Q3	Maksimum
ROA	.0247	.1343	-.7850	.0043	.0478	.0857	.2132
CASH	.0985	.1255	-.9224	.0515	.1134	.1533	.3865
EPS	.7485	1.553	-2.493	.0125	.2950	.9010	7.161
BOARD_SIZE_LN	2.081	.2557	1.609	1.945	1.945	2.197	2.708
BOARD_IND	.3108	.0664	.1333	.2857	.3333	.3333	.5714
AGE_BANDS	3.587	.897	1	3	4	4	6
FOREIGNER & LOCAL	.1035	.1638	0	0	0	.2111	.7142
FIRM_AGE_LN	6.109	.4912	4.787	5.662	6.246	6.492	6.915
SIZE	14.59	1.658	10.56	13.26	14.84	15.77	18.04
LEVERAGE	.3623	.2662	0	.2082	.3517	.4586	1.594
İki Değerli (Dichotomous) Değişkenler			0		1		
BOARD_KADIN			136 (%51.52)		128 (%48.48)		
<p><i>Notlar:</i> ROA aktif karlılık oranı, CASH nakit akış oranı, EPS Hisse Başına Kazanç Oranı, BOARD_SIZE_LN Yönetim Kurulunda Yer Alan Üyelerin Toplam Sayısının Doğal Logaritması, BOARD_IND Yönetim Kurulundaki Bağımsız Üyelerin Toplam Üyelere Oranı, BOARD_KADIN Yönetim Kurul Üyelerinden Birisi Kadın ise 1, Değil ise 0, AGE_BANDS 6 Farklı Yaş Aralığına Binaen Yönetim Kurulu Üyelerinin Yaş Dağılımı, FOREIGNER & LOCAL Yönetim Kurulundaki Yabancı Üyelerin Toplam Üyelere Oranı, FIRM_AGE_LN Şirketlerin Yaşının (Aylık) Doğal Logaritması, SIZE Toplam Varlıkların Doğal Logaritması, LEVERAGE Finansal Kaldıraç Oranını ifade etmektedir. Kontrol değişkenleri, ROA ve EPS aşırı uç gözlemlerin(outliers) anlyze etkisini azaltmak için Khalil ve Ozkan' ın(2016, 8) belirttiği üzere %2 düzeyinde (%1 üstten ve %1 alttan) winsorize edilmiştir.</p>							

Tablo 4.3. Bağımlı ve Bağımsız Değişkenlere İlişkin Tanımlayıcı İstatistikler

Aşağıda yer alan tablo 4.4.'de ROA, CASH ve EPS bağımlı değişkenlerin, BOARD_SIZE, BOARD_IND, BOARD_KADIN, AGE_BANDS, FOREIGNER&LOCAL, FIRM_AGE bağımsız değişkenler ve kontrol değişkenleri (SIZE ve LEVERAGE) arasındaki münasebet seviyesini ve yönelimini temsil eden korelasyon katsayılarına ilişkin değerler sunulmuştur.

Tablo 4.4.'de gri bölgenin sağ çaprazında bulunan bölümde, bağımsız değişkenler arasındaki Spearman korelasyon katsayılarına, gri bölgenin sol çaprazında bulunan bölümde ise, Pearson korelasyon katsayılarına yer verilmiştir. Bununla birlikte korelasyon katsayıları, modelde kullanılan değişkenler arasında bir çoklu doğrusallık sorunu bulunup bulunmadığını tespit etmek amacıyla da kullanılmaktadır. Çoklu doğrusallık sorunu, çoklu regresyon modelinde bağımsız değişkenler arasındaki yüksek (ancak mükemmel olmayan) korelasyonu ifade etmektedir. Açıklayıcı değişkenler arasındaki korelasyon herhangi bir varsayımı ihlal etmese de, iki bağımsız değişken yüksek oranda ilişkili (korele) olduğunda, her birinin kısmi etkisini tahmin etmek zor olmaktadır (Wooldridge 2012, 298).

Gujarati ve Porter (2008, 340) ise, iki değişken arasındaki çift yönlü (-/+) korelasyonun 0,80 seviyesinden yüksek olması durumunda; çoklu doğrusallığın, regresyon analizini tehdit eden bir problem olduğunu belirtmiştir. Kurumsal yönetim değişkenleri arasındaki korelasyon katsayılarından, modeldeki bağımsız değişkenlerin yorumunu olumsuz yönde etkileyebilecek yüksek bir korelasyon katsayısı bulunmamaktadır. En yüksek korelasyon katsayısı 0,8416 ile, nakit akış oranı (CASH) ve aktif karlılık oranı (ROA) arasındadır. Lakin korelasyon katsayıları hesaplanırken

kullanılan ROA ve CASH değişkenleri bağımlı değişkenlerimiz oldukları için çoklu doğrusallık problemi bulunmamaktadır.

Çalışmanın ana veri tablosundaki korelasyon katsayıları ışığında; firmanın finansal performans ölçütlerinden olan ROA (aktif karlılığı) ile nakit akışı (Cash) ve hisse başına kazanç (EPS), diğer bağımsız değişkenler olan; yönetim kurulu büyüklüğü (BOARD_SIZE), yönetim kurulundaki bağımsız üyelerin toplam üyelere oranı (BOARD_IND), yönetim kurulundaki kadın üyelerin toplam üyelere oranı (BOARD_KADIN), yönetim kurulundaki üyelerin yaşlarının 6 farklı şekilde pay edilen yaş bantlarına göre dağılımı (AGE_BANDS), yönetim kurulundaki yabancı üyelerin toplam üyelere oranı (FOREIGNER&LOCAL), firmaların ay cinsinden yaşı (FIRM_AGE) ile ve kontrol değişkenleri olan firma büyüklüğü (SIZE) ve firmanın kaldıraç oranı (LEVERAGE) arasında sırayla 0,8416, 0,4416, 0,1227, 0,0358, 0,1859, 0,0213, 0,2068, 0,0268, 0,3380, -0,6804 ilişki mevcuttur.

Firmanın finansal performans ölçütlerinden olan CASH (nakit akışı) ile aktif karlılığı (ROA) ve hisse başına kazanç (EPS), diğer bağımsız değişkenler olan; yönetim kurulu büyüklüğü (BOARD_SIZE), yönetim kurulundaki bağımsız üyelerin toplam üyelere oranı (BOARD_IND), yönetim kurulundaki kadın üyelerin toplam üyelere oranı (BOARD_KADIN), yönetim kurulundaki üyelerin yaşlarının 6 farklı şekilde pay edilen yaş bantlarına göre dağılımı (AGE_BANDS), yönetim kurulundaki yabancı üyelerin toplam üyelere oranı (FOREIGNER&LOCAL), firmaların ay cinsinden yaşı (FIRM_AGE) ile ve kontrol değişkenleri olan firma büyüklüğü (SIZE) ve firmanın kaldıraç oranı (LEVERAGE) arasında sırayla 0,7667, 0,3452, 0,1038, -0,0451, 0,1794, 0,0040, 0,1592, 0,1801, 0,2563, -0,4754 yönü doğrudur.

Firmanın finansal performans ölçütlerinden olan hisse başına kazanç (EPS) ile aktif karlılığı (ROA) ve nakit akışı (CASH), diğer bağımsız değişkenler olan; yönetim kurulu büyüklüğü (BOARD_SIZE), yönetim kurulundaki bağımsız üyelerin toplam üyelere oranı (BOARD_IND), yönetim kurulundaki kadın üyelerin toplam üyelere oranı (BOARD_KADIN), yönetim kurulundaki üyelerin yaşlarının 6 farklı şekilde pay edilen yaş bantlarına göre dağılımı (AGE_BANDS), yönetim kurulundaki yabancı üyelerin toplam üyelere oranı (FOREIGNER&LOCAL), firmaların ay cinsinden yaşı (FIRM_AGE) ile ve kontrol değişkenleri olan firma büyüklüğü (FIRM_SIZE) ve firmanın kaldıraç oranı (LEVERAGE) arasında sırayla 0,7693, 0,6009, 0,4223, -0,1549, 0,0645, 0,1229, 0,1983, 0,1599, 0,2903, -0,1727 ilişkisi mevcuttur.

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)	(11)
(1) ROA		0.7667***	0.7693***	.0947	-0.0595	0.0739	-0.0105	0.2185***	0.3191**	0.2781***	-0.4435***
(2) CASH	0.8416***		0.6009***	0.0791	-0.1133*	0.1393**	-0.0237	0.1666***	0.1243**	0.1840***	-0.1280***
(3) EPS	0.4416***	0.3452***		0.3710***	-0.0461	0.0607	0.1124*	0.2921***	0.1947***	0.4205***	0.1784***
(4) BOARD_SIZE_LN	0.1227**	0.1038*	0.4223***		-0.2203***	-0.1170*	0.1289**	0.4050***	0.0985	0.4215***	0.1784***
(5) BOARD_IND	0.0358	-0.0451	-0.1549**	-0.3158***		-0.1528**	-0.0181	-0.0091	-0.0079	0.3520***	-0.2262***
(6) BOARD_KADIN	0.1759***	0.1794***	0.0645	-0.0673	-0.1140*		0.2107***	-0.2206***	0.0606	-0.0191	0.0981
(7) AGE_BANDS	0.0213	0.0040	0.1229**	0.1629***	-0.0178	0.2102***		0.1811***	-0.0647	0.0613	0.2430***
(8) FOREIGNER & LOCAL	0.2068***	0.1592***	0.1983***	0.4004***	-0.1663***	-0.2328***	0.1254**		0.0482	0.4400***	0.0529
(9) FIRM_AGE_LN	0.2668***	0.1801***	0.1599***	0.0504	-0.0847	0.0736	-0.0734	-0.002		0.1424**	-0.0011
(10) SIZE	0.3380***	0.2563***	0.2903***	0.4350***	0.1907***	-0.0080	0.0499	0.3810***	0.1129*		0.0528
(11) LEVERAGE	-0.6804***	-0.4754***	-0.1727***	0.0894	-0.2079***	0.0009	0.2136***	-0.0409	-0.1608***	-0.0771	

Notlar: ROA aktif karlılık oranı, CASH nakit akış oranı, EPS Hisse Başına Kazanç Oranı, BOARD_SIZE_LN Yönetim Kurulunda Yer Alan Üyelerin Toplam Sayısının Doğal Logaritması, BOARD_IND Yönetim Kurulundaki Bağımsız Üyelerin Toplam Üyelere Oranı, BOARD_KADIN Yönetim Kurul Üyelerinden Birisi Kadın ise 1, Değil ise 0, AGE_BANDS 6 Farklı Yaş Aralığına Binaen Yönetim Kurulu Üyelerinin Yaş Dağılımı, FOREIGNER & LOCAL Yönetim Kurulundaki Yabancı Üyelerin Toplam Üyelere Oranı, FIRM_AGE_LN Şirketlerin Yaşının (Aylık) Doğal Logaritması, SIZE Toplam Varlıkların Doğal Logaritması, LEVERAGE Finansal Kaldıraç Oranını ifade etmektedir. *, **, *** sırasıyla %1, %5 ve %10 seviyesinde anlamlılık değerlerini ifade etmektedir.

Tablo 4.4. Değişkenler Arası Korelasyon İstatistikleri

Bu çalışmada, araştırma modeli için varyans enflasyon faktörü (VIF) hesaplanmış ve VIF değerlerinin kabul edilebilir sınırlar dâhilinde olduğu tespit edilmiştir. Tablo 4.5.'de, her bir bağımsız değişkenin VIF ve tolerans katsayılarını göstermektedir. Gujarati ve Porter (2008, 340), 10'dan daha düşük bir VIF değerinin kabul edilebilir olduğunu ifade etmektedir.

Model için VIF (Variance Inflation Factor) ortalaması 1,52'dir. Bu nedenle, çoklu doğrusallık araştırma modeli için bir sorun teşkil etmemektedir.

VIF Test Sonuçları		
Değişken	VIF	1/VIF
BOARD_SIZE_LN	1.68	0.596445
BOARD_IND	1.52	0.657606
BOARD_KADIN	1.09	0.919671
AGE-BANDS	1.23	0.813456
FOREIGNER& LOCAL	1.50	0.664501
FIRM_AGE_LN	1.20	0.832715
SIZE	1.75	0.572318
LEVERAGE	1.18	0.848019
Ortalama VIF	1.52	

Tablo 4.5. VIF (Variance Inflation Factor) Test Sonuçları

4.5. Sonuçlar ve Tartışma

Firmanın finansal performans ölçütlerinden olan ROA (aktif karlılığı) ile nakit akışı (Cash) ve hisse başına kazanç (EPS), diğler bağımsız değışkenler olan; yönetim kurulu büyüklüğü (BOARD_SIZE), yönetim kurulundaki bağımsız üyelerin toplam üyelere oranı (BOARD_IND), yönetim kurulundaki kadın üyelerin toplam üyelere oranı (BOARD_KADIN), yönetim kurulundaki üyelerin yaşlarının 6 farklı şekilde pay edilen yaş bantlarına göre dağılımı (AGE_BANDS), yönetim kurulundaki yabancı üyelerin toplam üyelere oranı (FOREIGNER&LOCAL), firmaların ay cinsinden yaşı (FIRM_AGE) ile ve kontrol değışkenleri olan firma büyüklüğü (SIZE) ve firmanın kaldıraç oranı (LEVERAGE) arasında sırayla 0,8416, 0,4416, 0,1227, 0,0358, 0,1859, 0,0213, 0,2068, 0,0268, 0,3380, -0,6804 ilişki mevcuttur.

Firmanın finansal performans ölçütlerinden olan CASH (nakit akışı) ile aktif karlılığı (ROA) ve hisse başına kazanç (EPS), diğler bağımsız değışkenler olan; yönetim kurulu büyüklüğü (BOARD_SIZE), yönetim kurulundaki bağımsız üyelerin toplam üyelere oranı (BOARD_IND), yönetim kurulundaki kadın üyelerin toplam üyelere oranı (BOARD_KADIN), yönetim kurulundaki üyelerin yaşlarının 6 farklı şekilde pay edilen yaş bantlarına göre dağılımı (AGE_BANDS), yönetim kurulundaki yabancı üyelerin toplam üyelere oranı (FOREIGNER&LOCAL), firmaların ay cinsinden yaşı (FIRM_AGE) ile ve kontrol değışkenleri olan firma büyüklüğü (SIZE) ve firmanın kaldıraç oranı (LEVERAGE) arasında sırayla 0,7667, 0,3452, 0,1038, -0,0451, 0,1794, 0,0040, 0,1592, 0,1801, 0,2563, -0,4754 yönü doğrultusundadır.

Firmanın finansal performans ölçütlerinden olan hisse başına kazanç (EPS) ile aktif karlılığı (ROA) ve nakit akışı (CASH), diğler bağımsız değışkenler olan; yönetim

kurulu büyüklüğü (BOARD_SIZE), yönetim kurulundaki bağımsız üyelerin toplam üyelere oranı (BOARD_IND), yönetim kurulundaki kadın üyelerin toplam üyelere oranı (BOARD_KADIN), yönetim kurulundaki üyelerin yaşlarının 6 farklı şekilde pay edilen yaş bantlarına göre dağılımı (AGE_BANDS), yönetim kurulundaki yabancı üyelerin toplam üyelere oranı (FOREIGNER&LOCAL), firmaların ay cinsinden yaşı (FIRM_AGE) ile ve kontrol değişkenleri olan firma büyüklüğü (FIRM_SIZE) ve firmanın kaldıraç oranı (LEVERAGE) arasında sırayla 0,7693, 0,6009, 0,4223, -0,1549, 0,0645, 0,1229, 0,1983, 0,1599, 0,2903, -0,1727 ilişkisi mevcuttur.

Aktif kârlılık oranının ROA ile yönetim kurulundaki kadın üyelerin toplam üyelere oranı (BOARD_KADIN) arasında pozitif (katsayı = 0,0319) ve anlamlı (p değeri = 0,052) ilişki olduğu ortaya konmuştur. Bu sonuç, yönetim kurulundaki kadın oranının artmasıyla birlikte, firmanın finansal performansında pozitif şekilde etkileneceğini analiz etmiş olan ve literatürde yer alan Carter vd., 2007, Erhardt vd., 2003 ve Park ve Woodard' in 2007 yılındaki sonuçlarıyla tutarlıdır. Ayrıca Catalyst' in 2004 raporuyla da uyumlu bir ilişki içerisindedir.

Aktif kârlılık oranının ROA ile (AGE_BANDS) ilişkisi ise yine pozitif (katsayı = 0,0141) ve anlamlı (p değeri = 0,014) çıkmaktadır. Carter' in (2003) yılındaki çalışmasıyla paralel olarak çıkan sonuçta göre; yönetim kurulları yaş bakımından daha çeşitli olmalıdır ki yatırımcılarını gerçek şekilde temsil edebilsin ve ayrıca genç üyelerinde kurulda olmasıyla, statükoyu korumaya yatkın kurul üyelerinin aksine daha yenilikçi fikirlere yatırım yapmayı düşünen ve risk almayı seven üyelerin olması yönetim kuruluna hareket getirebilir ve bu şirket yatırımcılarının gelirlerine pozitif olarak yansıtılabileceği yorumu yapılabilir.

Aktif kârlılık oranının ROA ile yönetim kurulundaki yabancı üyelerin toplam üyelere oranı (FOREIGNER&LOCAL) ile ilişkisi pozitif yönlü (katsayı = 0,0846) ve anlamlı (p değeri = 0,070) olup, Cook ve Glass' ın (2013) çalışmalarının tersine aktif kârlılıkta bir iyileşme söz konusudur. Cook ve Glass' in çalışmasından farklı bir sonuç çıkmasının bir sebebi ise, örneklem farklılığı olabilir. Zira kendileri Amerikan piyasası üzerine çalışmalar yapmış olup, azınlık yöneticilerinin göreve getirilmesi üzerinde inceleme yaparken, bu çalışmada yönetim kurullarındaki Türkiye dışındaki milliyetlere mensup kişilerin sayılarına bakılmıştır.

Aktif kârlılık oranının ROA ile firmaların ay cinsinden yaşı (FIRM_AGE) arasında pozitif (katsayı = 0,321) ve anlamlı (p değeri = 0,057) cinsinden bir ilişki tespit edilmiştir.

Benzer şekilde Aktif kârlılık oranının ROA ile ve kontrol değişkeni olan firma büyüklüğü (SIZE) arasında pozitif (katsayı = 0,0245) ve makul bir şekilde anlamlı (p değeri = 0,000) bir ilişki tespit edilmiştir.

Finansal performans ölçütlerinden olan CASH (nakit akışı) ile (BOARD_KADIN) arasında pozitif (katsayı = 0,0421) ve anlamlı (p değeri = 0,052) bir ilişki mevcuttur. Bu pozitif yönlü ilişki yine Adams ve Ferreira' nın (2008) çalışmalarına uymaktadır.

CASH (nakit akışı) ile yönetim kurulundaki yabancı üyelerin toplam üyelere oranı (FOREIGNER&LOCAL) arasında pozitif (katsayı = 0,1042) ve anlamlı (p değeri = 0,079) bir ilişki mevcuttur. Jantina 2013' ün hipotezinde belirttiği ve fakat çalışmasında tam tersi yani negatif ilişki bulduğu ve (FOREIGNER&LOCAL) değişkenleriyle pozitif

yönlü bir ilişki bulunmuş, kendisinin hipotezi desteklenmiş fakat asıl sonuçlarıyla tezat sonuçlar elde edilmiştir.

Hisse başına kazanç (EPS) ile yönetim kurulundaki üyelerin yaşlarının 6 farklı şekilde pay edilen yaş bantlarına göre dağılımı (AGE_BANDS) arasında pozitif (katsayı = 0,1258) ve anlamlı (p değeri = 0,084) ilişki tespit edilmiş ve bu (Mahadeo vd. 2011, 377; Houle' un 1990 tespitleriyle bağdaşmaktadır. Ayrıca bu çalışmanın esas kaynaklarından olan Mahadeo vd. 'nin 2011 yılındaki çalışmasıyla da sonuçlar örtüşmektedir.

Hisse başına kazanç (EPS) ile kontrol değişkeni olan firma büyüklüğü (SIZE) arasında pozitif (katsayı = 1,1842) ve anlamlı (p değeri = 0,030) ilişki mevcuttur. Bu sonuç, literatürdeki Prawitt vd. (2009, 1264) bulgularıyla paraleldir.

Son olarak, yönetim kurulunda yer alan üyelerin toplam sayısının doğal logaritması ile finansal performans ölçütlerinden olan aktif karlılık oranı, nakit akış oranı ve hisse başına kazanç oranları arasında pozitif bir ilişki beklediğimiz hipotez ile yapılan analiz sonucunda anlamlı bir ilişki olmadığı [p-değeri = 0.382 (ROA), 0.806 (CASH) ve 0.433 (EPS)] için hipotezimizi reddediyoruz.

Yönetim kurulundaki bağımsız üyelerin toplam üyelere oranı ile finansal performans ölçütlerinden olan aktif karlılık oranı, nakit akış oranı ve hisse başına kazanç oranları arasında pozitif (negatif) bir ilişki beklediğimiz hipotez ile yapılan analiz sonucunda anlamlı bir ilişki olmadığı [p-değeri = 0.108 (ROA), 0.102 (CASH) ve 0.666 (EPS)] için hipotezimizi reddediyoruz.

Toplam varlıkların doğal logaritması ile finansal performans ölçütlerinden olan aktif karlılık oranı, nakit akış oranı ve hisse başına kazanç oranları arasında anlamlı [p-değeri = 0.000 (ROA), 0.009 (CASH) ve 0.030 (EPS)] ve pozitif [katsayısı = 0.0245 (ROA), 0.0206 (CASH) ve 0.1842 (EPS)] bir ilişki olduğu görülmektedir.

Finansal kaldıraç oranı ile finansal performans ölçütlerinden olan aktif karlılık oranı, nakit akış oranı ve hisse başına kazanç oranları arasında anlamlı [p-değeri = 0.000 (ROA), 0.002 (CASH) ve 0.016 (EPS)] ve negatif [katsayısı = -0.3272 (ROA), -0.3355 (CASH) ve -1.247 (EPS)] bir ilişki olduğu görülmektedir.



Değişken	ROA		CASH		EPS	
	Katsayısı (Std. Err.)	P> t	Katsayısı (Std. Err.)	P> t	Katsayısı (Std. Err.)	P> t
<i>Yönetim Kurulu Niteliksel Özellikleri</i>						
BOARD_SIZE_LN	-.0291 (.0333)	0.382	-.0084 (.0345)	0.806	.7532 (.9612)	0.433
BOARD_IND	-.1624 (.1009)	0.108	-.1597 (.0976)	0.102	-.6315 (1.464)	0.666
BOARD_KADIN	.0319 (.0164)	0.052**	.0421 (.0217)	0.052**	-.0917 (.2093)	0.661
AGE_BANDS	.0141 (.0057)	0.014**	.0049 (.0071)	0.491	.1258 (.0729)	0.084*
FOREIGNER & LOCAL	.0846 (.0466)	0.070*	.1042 (.0594)	0.079*	1.6018 (1.2057)	0.184
<i>Firmann Niteliksel Özellikleri</i>						
FIRM_AGE_LN	.0321 (.0169)	0.057*	.0157 (.0180)	0.383	.1891 (.2877)	0.511
<i>Kontrol Değişkenleri</i>						
SIZE	.0245 (.0066)	0.000***	.0206 (.0078)	0.009***	.1842 (.0846)	0.030**
LEVERAGE	-.3272 (.0478)	0.000***	-.3355 (.1108)	0.002***	-1.247 (.5160)	0.016**
Sabit Terim	-.3778 (.1644)	0.022**	-.2058 (.1561)	0.187	-4.6329 (2.2678)	0.041**
Yıl Kukla Değişkeni?	Evet		Evet		Evet	
Endüstri Kukla Değişkeni?	Hayır		Hayır		Hayır	
Gözlem Sayısı	264		264		264	
Firma Sayısı	44		44		44	
Prob > chi2	0,0000		0,0000		0,0000	
Wald chi2(13)	240.23		54.91		53.68	
Düzeltilmiş R ² (between)	0.8057		0.5547		0.2104	
Hausman Testi	0,2451		0,4684		0,6385	
<i>Notlar:</i> Modelde heterojen varyans probleminden dolayı standart hata firma düzeyinde kümelendirilerek (cluster by firm) düzeltilmiştir. *, **, *** sırasıyla %1, %5 ve %10 düzeyindeki anlamlılık değerlerini göstermektedir.						

Tablo 4.6. Panel Veri Analizi Regresyon Tablosu

BÖLÜM V

SONUÇ VE DEĞERLENDİRME

Şirketlerin daha verimli, adil ve şeffaf yönetilebilmesi için Türkiye' de kısmen mecburi ve kısmen gönüllülüğe dayalı olarak yürütülen kurumsal yönetim olgusu içerisinde çeşitlilik ilkesini de barındırmaktadır. Çeşitlilik ise birbirlerinden nicelik veya nitelik olarak farklı birim veya kişilerin bir araya getirilmesidir. Akademik düzeyde ve iş dünyasında çeşitlilik ilkesinin uygulanması konusundaki ana ayrımlar; bu kavramın uygulanmasının sadece etik olarak mı gerekli olduğu yoksa gerçekten işletmelerin performanslarına ve idare şekillerine katkı sağladığı için mi şirketler tarafından benimsenmesi gerektiğidir. Özellikle halka açılan, hem kendi içinde farklılıklar içeren çalışanlar barındırmaları ve globalleşen sisteme ayak uydurup, farklı ülke ve piyasalarda iş yapmaları şirketlerin çeşitlilik ilkesini ajandalarına almaları veya direkt uygulamaya koymalarını gerektirmektedir. Zira yapılan ampirik çalışmalarla kurumsal yönetimin ve çeşitliliğin artık gerekli olduğu ve fakat hangi alt dallarının görece şirketler için önemli, yararlı veya dezavantajlı olduğu incelenmektedir. Bu çalışmada da örneklem olarak seçilen Borsa İstanbul'daki ilk 100 şirket arasında bulunan 44 şirketin finansal ve muhasebe performansları için aktif karlılık oranı, nakit akışı ve hisse başına getiri ölçekleri baz alınmış, bunun karşısında ise, yönetim kurullarında kadın üye olup olmadığı, bağımsız yöneticilerin sayısı, yabancı ve yerli yönetim kurulu üye sayısı, yönetim kurullarının toplam üye sayısı ve yönetim kurullarındaki üyelerin yaş dağılımı incelenmiş ve literatüre paralel olarak aktif karlılıkları bağımsız değişkenlerle anlamlı ve pozitif ilişkili çıkmış, en önemli etkenlerden biri olan yaş değişkeni bütün

performans kriterlerine pozitif etki etmiştir. Yine de, seçilen ölçütler somut olarak gözlenebilse de literatürde tezat sonuçlarda mevcut olup, çalışmalarda çıkan sonuçlar örneklem sayısı, sektör, ülke ve en önemlisi kurumsal yönetim ilkeleri dahilinde bu çeşitlilik önerilerine ne denli uyulduğudur. Zira Türkiye' de şirketlerin yönetim kurullarında zorunlu olarak en az 2 bağımsız üye mevcut olması mecburidir ve fakat bu kurala uyulsa bile, bağımsız üyeler pek azınlıkta kaldığından ve bu sayının üzerine pek az firmada çıkıldığından ampirik çalışma sonuçları yanı ve muğlak kalmaktadır. Yine de yönetici ve pay sahiplerinin farklı kişiler olması ve vakâlet teorisinin geçerliliğini artırarak sürdürmesinden dolayı, kurumsal yönetim ilkelerine uyum için daha çok çaba gösterilmektedir. Kendi çıkarlarını pay sahipleri ve yatırımcıların üzerinde tutan tek tip bir kısım yöneticilerin sektördeki ağırlığına son vermek, farklı yaş, cinsiyet, milliyet, ve bağımsız yöneticiler gibi farklı sorumluluk taşıyan yöneticilerin kurullarda yer alması, şirketleri farklı bir perspektif, fikir, sorgulama, adillik ve şeffaflık getirecektir.

Bu çalışma da Türkiye' deki 44 şirketi örneklem olarak almış ve diğer çalışmalara nazaran daha fazla bağımsız değişken kullanarak; cinsiyet, yaş, bağımsız, yabancı, kurul büyüklüğü ve şirket değişkenleriyle diğer çalışmalardan farklı olarak 6 farklı bağımsız değişken kullanmıştır. Finansal performans ölçütlerinde ise literatürde mevcut olan Aktif Karlılık yani Roa ve Nakit Akışı yani Cash ve Hisse Başına Kazanç yani Earnings Per Share kullanılmıştır. Sonuç olarak özellikle ana finansal gösterge olan ROA için cinsiyet, yaş, yabancı üye ve firma yaşı değişkenleri arasında anlamlı ve pozitif ilişki tespit edilmiş, en başta belirtilen hipotezler kanıtlanmıştır. Literatürde daha nadir olarak ölçülen Nakit Akışı ile cinsiyet arasında paralel şekilde anlamlı ve pozitif ilişki çıkarken, Hisse Başına Getiri ile yaş değişkeni arasında tekrar anlamlı ve pozitif ilişki tespit edilmiş ve kontrol değişkenleri

haricinde, diğer ilişi hipotezleri sonuçlar ışığında reddedilmiştir. 2012-2017 yılları arasındaki şirket verileri kullanılarak yapılan bu çalışmada Türkiye piyasasında kurumsal yönetimin ve çeşitlilik ilkelerinin ekseriyetle etkili olduğu görülmüştür.





KAYNAKÇA

"Kurumsal Yönetim İlkeleri." Erişim tarihi: 10 Ekim 2019.

<https://www.spk.gov.tr/Sayfa/Index/10/0>

6362 Sayılı Sermaye Piyasası Kanunu. 2012. Erişim tarihi: 5 Kasım 2019.

<http://www.mevzuat.gov.tr/MevzuatMetin/1.5.6362.pdf>

Açıkgöz, Kemal. 1994. *Eğitimde Etkili Yönetici Davranışları*. İzmir: Kanyılmaz Matbaası.

Adams, Renee ve Daniel Ferreira 2004. "Gender Diveristy in the Boardroom", *ECGI Working Paper Series in Finance*. 58.

Adler, Roy. 2001. "Women in the Executive Suite Correlate to High Profits", *European Project on Equal Pay-Woking Paper-Pepperdine University*. Erişim tarihi: 10 Kasım 2019. [ttp://www.w2t.se/se/filer/adler_web.pdf](http://www.w2t.se/se/filer/adler_web.pdf).

Aguilera, Ruth ve Gregory Jackson (2010), "Comparative and International Corporate Governance", *The Academy of Management Annals*, 4 (1): 485-556.

Alison Cook ve Christy Glass.2013. "Above the Glass Ciling: When are Women and Racial/Ethnic Minorities Promoted to CEO?" *Strategic Management Journal*. 35(7).

Alp, Ali ve Saim Kılıç. 2014. *Kurumsal Yönetim Nasıl Yönetilmeli?*. İstanbul: Doğan Kitap

Alvarez, Isabel Gallego, Isabel Maria Garcia Sanchez ve Luis Rodriguez-Dominguez. 2009. "The Influence on Gender Diversity on Corporate Performance." *Revista de Contabilidad*.13(1).

Ashby, Julie, MichelleRyan ve Alexander Haslam. 2007. "Legal Work and teh Glass Cliff: Evidence that Women are Preferentially Selected to Lead Problematic Cases." *William and Mary Journal of Women and the Law*. 13(3): 775.

Aşkun, İnal, Doğan Bayar, İlhan Cemalcılar ve Alp Öz. 1976. *İşletmecilik Bilgisi*. Ankara: Eskişehir İktisadi ve Ticari İlimler Akademisi Yayını.

Balance Consulting 2017. *Tunnuslukuopas*. Helsinki, Finland: Balance Consulting / Kauppalehti tietopalvelut [cited 26.7.2017]. Erişim tarihi: 10 Kasım 2019. URL<http://www.balanceconsulting.fi/tunnusluvut>.

Baysinger, Barry D. ve Henry N. Butler. 1985. "Corporate Governance and the Board of Directors: Value effects of changes in board composition." *Journal of Law, Economics and Organization* 1:101-124.

- Berglof, E. von Thadden, L., 1999. The changing corporate governance paradigm: implications for transition and developing countries. Unpublished working paper. Stockholm Institute of Transition Economics, Stockholm, Sweden.
- Bhagat, Sanjai and Bernard Black. 2002. The Non-correlation Between Board Independence and Long-term Firm Performance." *Journal of Corporation Law*. 27 (10): 231-274.
- Brancato, C.K. ve D.J. Patterson. 1999. "Board Diversity in U. S. Corporations: Best practices for Broadening the Profile of Corporate Boards." Konferans Araştırma Bildirisi: *Research Report*. The Conference Board.
- Brancato, Carolyn Kay ve D. Jeanne Patterson. 1999. *Board diversity in U. S. corporations: Best practices for broadening the profile of corporate boards*. New York: The Conference Board, Research Report 1230-99.
<https://www.britannica.com/biography/James-Tobin#ref723419>
- Brian, Cheffins. 2012. "The History of Corporate Governance." Working Paper 184. University of Cambridge and ECGI.
- Brickley, James, Jeffrey Coles ve R. Terry. 1994. Outside Directors and the Adoption of Poison Pills." *Journal of Financial Economics* 35 (6): 371-390.
- Campbell, Kevin ve A. Mínguez-Vera. 2008. "Gender diversity in the boardroom and firm financial performance." *Journal of Business Ethics*. 83(3):435-45.
- Carter, David A., Betty J. Simkins, ve W. Gary Simpson. 2003. "Corporate governance, board diversity, and firm value." *Financial Review* 38(1): 33-53. Erişim tarihi: 5 Kasım 2019. <https://doi.org/10.1111/1540-6288.00034> Blau, P. M. (1977). *Inequality and Heterogeneity*. Glencoe, IL: Free Press.
- Catalyst. 2004. "The bottom line: Connecting Corporate Performance and Gender Diversity." New York: Catalyst. Erişim tarihi: 10 Kasım 2019.
<http://thewisdomconnection.com/sites/default/files/pdf/CatalystArticleSummary.pdf>
- Coffee, John 2000. "Privatization and Corporate Governance: The Lessons From Securities Market Failure." *Columbia Law School, Center for Law and Economics Studies, Working Paper* 158(72).
- Daily, Catherine, Travis Certo ve Dan Dalton. 1999. "Board Diversity has Increased Over Time, Albeit the Adequacy of the Increase May Be Viewed Differently by Various Groups." *Strategic Management Journal* 20(1).
- David, Rene ve John Brierley. 1985. *Major Legal Systems in the World Today*. London: Stevensand Sons.
- Deloitte Türkiye. 2006. "Nedir bu Kurumsal Yönetim." *Kurumsal Yönetim Serisi*. Erişim tarihi: 10 Ekim 2019

<http://www.denetimnet.net/UserFiles/Documents/Nedir%20bu%20kurumsal%20yonetim.pdf>.

Denis, Diane K., ve John J. McConnell. 2003. "International corporate governance." *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 38(1): 1-36. Erişim tarihi: 10 Ekim 2019. <https://doi.org/10.2307/4126762>

Dil, Meltem ve Gülten Eren Gümüştekin. 2008. *Vekâlet Teorisinin Aile İşletmelerine Katkıları ve Model Önerisi. 3. Aile İşletmeleri Kongre Kitabı* 301-312, İstanbul: İstanbul Kültür Üniversitesi.

Earley, Christopher. 1989. "Social loafing and collectivism: A comparison of the United States and the People's Republic of China." *Administrative Science Quarterly*. 3: 565-581.

Eisenhardt, Kathleen 1989. "Agency Theory: An Assessment and Review." *The Academy of Management Review*. 14(1): 57-74.

Fenwick, Graham ve Derrick Neal 2001. "Effect of Gender Composition on Group Performance." *Gender, Work and Organization*. 8:205-225.

Finer, Samuel. 1997. *The History of Government: Volume I Ancient Monarchies and Empires; Volume II The Intermediate Ages; Volume III Empires, Monarchies and the Modern Stat*. Cambridge: Cambridge University Press.

Fosberg, Richard. 1989. "Outside Directors and Managerial Monitoring." *Akron Business and Economic Review*. 20 (6): 24-32.

Gilpatrick, K. 2000. Invite youthful insight. *Credit Union Management*. 23: 28–29.

Hayes, J. 2001. "The Greater Good: How Ethical Investment Pays Off." *Australian Financial Review*. 26-27: 29-31.

Higgs, D. 2003. "Review of the Role and Effectiveness of Non-Executive Directors. London: Department of Trade and Industry/ HMSO." Erişim tarihi: 10 Kasım 2019. http://www.dti.gov.ukn/cld/non_exec_review

Hillier, David, ve Patrick McColgan. 2006. "An analysis of changes in board structure during corporate governance reforms." *European Financial Management* 12(4): 575-607. Erişim tarihi: 10 Kasım 2019. <https://doi.org/10.1111/j.1468-036X.2006.00332.x>

Houle, C. O. 1999. Who should be on your board? *Nonprofit World*. 8: 33–35.

Jimeno, Francisco Javier ve Mercedes Redondo Cristobal 2008. "Efectos sobre los ratios financieros de la diversidad de género en los consejos de administración de empresas españolas", 1. Çalıştay Bildirisi: 1st Workshop on Diversity, Gender, Governance and Accounting, Carmona Seville, Spain, Kasım 13-14.

- John, Kose ve Lemma Senbet. 1998. "Corporate Governance and Board Effectiveness." *Journal of Banking & Finance* 22 (5): 371-403.
- Kang, Helen, Mandy Cheng ve Sidney Gray. 2007. "Corporate Governance and Board Composition: Diversity and Independence of Australian Boards. Corporate Governance: An International Review. 15(2).
- Koparan, Emrah, Tarhan Okan ve Tülay Nas. 2015. "Yönetim Kurulu Çeşitliliği ve Kurumsal Sosyal Sorumluluk Söylemleri Arasındaki İlişki: Kurumsal Çevrenin Moderatör Etkisi." *Ankara Üniversitesi SBF Dergisi*. 71(2): 465-516
- La Porta, Rafael, Florencio Lopez-de-Silanes, Andrei Shleifer and Robert Vishny. 2000. "Investor Protection and Corporate Governance." *Journal of Financial Economics* 58(1-2). 3-27.
- Lawrence D. Brown, Marcus L. Caylor ve J. Mack Robinson. 2004. "Corporate Governance and Firm Performance." *Review of Quantitative Finance and Accounting* 32(2): 129-144.
- Lipton, Martin, ve Jay W. Lorsch. 1992. "A modest proposal for improved corporate governance." *The Business Lawyer* 48(1): 59-77. Erişim tarihi: 10 Kasım 2019. <https://www.jstor.org/stable/40687360>
- Litz, Reginald ve Cathleen Folker. 2002. "When He and She Sell Seashells: Exploring the Relationship Between Management Team, Gender-Balance and Small Firm Performance." *Journal of Developmental Entrepreneurship*. 7:341-359.
- Maden. Ahmet. 1993. "Yönetim ve Kültür." *Ankara Üniversitesi Dil ve Tarih-Coğrafya Fakültesi Dergisi* 36(1-2). Erişim tarihi: 10 Kasım 2019. <http://dergiler.ankara.edu.tr/dergiler/26/1255/14414.pdf>
- Mahadeo, Joti Devi, Teerooven Soobaroyen ve Vanisha Oogarah-Hanuman. 2001. "Board Composition and Financial Performance: Uncovering the Effects of Diversity in an Emerging Economy." *Journal of Business Ethics* 105(3):375-388.
- Milliken, Frances ve Luis L. Martins. 1996. "Searching for common threads: Understanding the multiple effects of diversity in organizational groups." *Academy of Management. The Academy of Management Review*. 21(2): 402.
- Millstein, Ira. 1998. "Corporate Governance - Improving Competitiveness and Access to Capital in Global Markets." *Paris: OECD Publications*.
- Murray, Allen. 1989. "Top Management Group Heterogeneity and Firm Performance." *Strategic Management Journal*. 10: 125-141.
- Nişancı, Zehra Nuray. 2015. "Geçmişten Günümüze Yönetim Düşüncesi." *Yönetim Bilimleri Dergisi* 13(25): 257-294.

- Ocasio, William ve John Joseph. 2005. "Cultural Adaptation and Institutional Change: The Evolution of Vocabularies of Corporate Governance." *Poetics*. 33: (163-78).
- OECD. 2004. "Corporate Governance Principles."
- Otluoğlu, Emir, Sarı Otluoğlu ve Kadirye akmak. 2016. "Yönetim Kurulu eşitliliğinin Finansal Performansa Etkisi: Bist 100 Üzerine Bir Araştırma." *Uluslararası Sosyal Araştırmalar Dergisi*. 9 (46).
- Özalp, İnan. 2010. *İşletme Yönetimi*. Eskişehir: Nisan Kitabevi.
- Rachman, David, Michael Mescon, Courtland Bovee and John Thill. 1993. *Business Today*. New York: McGraw-Hill Inc.
- Rose, C. 2007. "Does female board representation influence firm performance? The Danish evidence." *Corporate Governance: An International Review*. 15: 404-413.
- Ryan, Michelle ve Alexander Haslam. 2005. "The Glass Cliff: Evidence that Women are Over-Represented in Precarious Leadership Positions." *British Journal of Management* 16:81–90.
- Ryan, Michelle ve Alexander Haslam. 2011. "Think Crisis–Think Female: The Glass Cliff and Contextual Variation in the Think Manager–Think Male Stereotype." *Journal of Applied Psychology*. 96:470–84.
- Schwartz, Donald. 1976. "Penn Central: A Case Study of Outside Director Responsibility Under Federal Securities Law." *UMKC Law Review*. 45: 394-421.
- Shleifer, Andrei and Robert Vishny. 1994. "Survey On Corporate Governance." *National Bureau of Economic Research Working Paper*. 5554.
- Shrader, Charles B, Virginia B. Blackburn ve Paul Iles. 1997. "Women in Management and Firm Financial Value: An Exploratory Study." *Journal of Managerial Issues*. 9(3): 355-372.
- Smith Adam. 1838. *An Inquiry into the Nature and the Cause of the Wealth of Nations*. London: Ward Lock.
- T.D.K. 1979: Türkçe Sözlük. Türk Dil Kurumu Yayınları. NO: 403. Ankara.
- Toyah, Miller ve María del Carmen Triana. 2009. "Demographic Diversity in the Boardroom: Mediators of the Board Diversity–Firm Performance Relationship." *Journal of Management Studies* 46:5.
- Tsui, Anne ve Charles O' Reilly. 1989. "Beyond Simple Demographics Effects: The Importance of Relational Demography in Superior-subordinate Dyads." *Academy of Management Journal*. 32: 402-423.

UK Essays. 2013. "Theoretical From The Perspective Of Principal Agent Theory Management Essay". Erişim tarihi 10 Ekim 2019. :
<https://www.ukessays.com/Essays/management/theoreticalfrom-the-perspective-of-principal-agent-theory-managementessay.php?cref=1>.

Weber, Marx. 1920. *Economy and Society*. Berkeley, Lofe and Angeles, London: University of California Press

Yermack, David. 1996. "Higher market valuation of companies with a small board of directors." *Journal of Financial Economics* 40(2): 185-211. Erişim tarihi: 10 Kasım 2019. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(95\)00844-5](https://doi.org/10.1016/0304-405X(95)00844-5)

Zahra, Shaker ve John A. Pearce. 1989. "Boards of directors and corporate financial performance: A review and integrative model." *Journal of Management* 15(2): 291-334. Erişim tarihi: 10 Kasım 2019. <https://doi.org/10.1177/014920638901500208>.

