

Firma Performansının Belirleyicileri Olarak Yönetim Kurulu Yapısı ve CEO Özellikleri: BİST 100 Firmaları Üzerine Bir İnceleme

Board Structure and CEO Characteristics as Determinants of Firm Performance: An Analysis on BIST 100 Firms

Asst. Prof. Dr. Hasan Sadık Tatlı [ID 0000-0003-1918-3188](#)

Ph.D. candidate Melih Sefa Yavuz [ID 0000-0003-1085-5304](#)

Dr. Gökten Öngel [ID 0000-0002-4165-3601](#)

Asst. Prof. Dr. Gözde Bozkurt [ID 0000-0001-8413-1099](#)

Abstract

Today, the Upper Echelon and Power theories are widely used to explain firm performance. These theories relate the size of top management and the power of managers (especially the CEO) to firm performance. However, no research has been found in the Turkish literature examining how senior management structure and CEO power affect firm performance. The aim of the study was determined as "detection of the effect of the structure of the board of directors and the characteristics of the CEO on the financial performance of the companies". In the research, a data set was created by considering the tenure of CEOs (7 years and above) in companies traded in the Borsa Istanbul 100 Index. The research data set includes 16 companies covering the period between 2016-2022, and the variables were obtained from the Thomson Reuters Eikon database. The dependent variables of the research are ROA, ROE and Tobin's Q, and the independent variables are CEO age, CEO duality, number of CEO titles, board size and board independence. Data were analyzed by the panel data analysis method. According to the research findings, CEO duality Tobin's Q, CEO age has a negative effect on ROA. Board size and CEO age have a positive effect on ROE. The number of titles held by the CEO and the board of directors' independence does not significantly affect firm performance. Research findings are important in showing the effect of board structure and CEO characteristics on firm performance.

1 Giriş

Firmaların rekabet avantajı kazanmasında üst yönetim ekibine özel bir ilgi bulunmaktadır. Üst kademeler teorisi ve güncel araştırmalar, üst yönetim ekibini firmanın stratejik kararlarını alan bir oluşum olarak görmektedirler. Bu nedenle üst yönetim ekibi firmanın rekabet avantajı kazanması, olumlu performans çıktılarına sahip olma ve firmanın sürdürülebilirliğinde önemli bir yere sahiptir (Pearce ve Zahra, 1992; Hambrick, 2007; Ahmad vd. 2022).

Üst yönetim ekipleri ve üst kademe yöneticilerin karar mekanizmasındaki rolünü inceleyen yaklaşımlardan olan üst kademeler teorisine göre üst kademedeki yöneticilerin geçmiş özellikleri onların kararlarını şekillendiren önemli bir unsurdur. Karar mekanizmasının resmi yürütücüleri olarak CEO'ların (Wan vd. 2023) bireysel özellikleri bu açıdan firmanın performansını ve rekabet avantajını etkilemektedir. Araştırmalar geçmiş deneyimler, uzmanlık, sosyal ağlar, eğitim vb. kişisel özellikleri, CEO'nun firmanın performansını nasıl yönlendireceğini açıklamada kullanılmaktadır (Finkelstein, 1992; Hambrick, 2007; Finkelstein ve Hambrick, 1996; Hambrick ve Mason, 1984) Bu araştırma sonuçlarına göre CEO'nun eğitim özellikleri, ağları uzmanlık düzeyi gibi unsurlar firma yararına kullanıldığında finansal performans üzerinde olumlu etkiler sunmaktadır (İlhan Nas ve Kalaycıoğlu, 2016).

Ancak firmalarda CEO'nun özellikleri her zaman firmanın performansına yönelik olarak kullanılan bir durum değildir. Öyle ki CEO'lar sahip oldukları bilgiler, ağlar, uzmanlık becerileri gibi faktörlerden kaynaklı olarak örgüt içinde ve dışında resmi ve gayri-resmi güç kazanımı sağlayabilirler (Finkelstein, 1992). CEO'nun güç kazanımı onun karar mekanizmasındaki ve firma içindeki pozisyonunu sağlamlaştırabilir. Kazanılan güç CEO'nun bireysel çıkarlarına hizmet eden bir araca dönüşebilir (Mace, 1986). CEO'nun unvanı/unvanları onun resmi güç kaynaklarından birisine dönüşmektedir (Finkelstein, 1992). Örneğin CEO'nun birden fazla unvana sahip olması (sahiplik, yönetim kurulu üyeliği, genel müdürlük, finans direktörlüğü, etik komitelerdeki görevler) onun yasal gücünü daha da arttırabilir. CEO'nun aynı zamanda yönetim kurulunda yer alması, CEO ikiliği olarak adlandırılmakta ve iç denetim mekanizmasının, yönetim kurulunun işlevinin zayıflaması olarak görülmektedir (Mace, 1986; Daynton, 1984; Kyereboah-Coleman ve Biekpe, 2006). CEO ikiliğinin yanında, CEO'nun birden fazla resmi göreve sahip olması, onun firma yönetimindeki güç alanını genişletmekte ve CEO ikiliğine benzer şekilde, CEO'nun karar mekanizmasındaki rolünü arttırmaktadır (Finkelstein, 1992; Nahar Abdullah, 2004).

Alanyazındaki araştırma sonuçlarına göre, CEO ikiliği; yönetim kurulunun denetim mekanizmasının olumsuz etkilenmesine, CEO'nun firma performansına olumsuz etkilenmesine (Tang, 2017), CEO kazançlarının artmasına neden olan bir unsur olarak görülmektedir (Gill & Shah, 2012; Carter ve Lorsch, 2004). CEO'nun aşırı güçlenmesi,

vekâlet sorunlarına ve firma performansında düşüşe neden olabileceğinden, CEO'nun faaliyetlerinin denetlenmesinde yönetim kurulu yapısı önemlidir (Finkelstein vd. 2009). Yönetim kurulu (YK) yapısının göstergelerinden birisi olarak üye sayısı kullanılmaktadır (Rechner ve Dalton, 1991). YK büyüklüğü, gücün üyeler arasında daha fazla dağılmasını sağlamaktadır. YK, böylece aşırı güçlenmeye bağlı muhtemel olumsuz sonuçları engelleyebilmektedir (Bliss, 2011; Haynes vd. 2019; de Villiers vd. 2011). Diğer yandan gücün olumsuz etkilerini gidermede yönetim kurulu bağımsızlığı kullanılmaktadır. Yönetim kurulu bağımsızlığı yönetim kurulunun üyelerinin önemli bir bölümünün bağımsız denetçilerden ya da direktörlerden oluşmasıdır (Laux, 2008). Yönetim kurulu bağımsızlığı firmanın üst yönetimi denetlemede ve CEO'nun kararlarını denetlemede etkilidir (Hermalin ve Weisbach, 2003; Fuzi vd. 2016; Hu vd. 2023).

Türkiye'de firmaların önemli kısmı aile şirketlerinden olduğundan sahiplik, yönetim kurullarına üyelik, yöneticilik pozisyonları aile üyeleri tarafından doldurulabilmektedir. Aile üyelerinin üst yönetime aktif rolü firmanın karar mekanizmasının aile üyeleri tarafından belirlenmesine neden olabilmektedir. BİST 100 gibi daha kurumsal firmaların yer aldığı firmalarda yönetim mekanizmaları devreye girse de CEO'ların çoklu rollere sahipliği ve yönetim kurulunun büyüklüğü firma performansı açısından hala önemli bir konudur (Aygün ve İç, 2010; Aygün vd. 2010; Ersoy vd. 2011). Ancak Türk firmalarında CEO ikiliği ve yönetim kurulu yapısı üzerine yapılmış çalışmalar oldukça kısıtlı düzeydedir. Bu nedenle, kurumsal Türk firmalarında CEO'nun aşırı güçlenmesinden dolayı firmanın performansının nasıl etkilendiği, yönetim kurulu büyüklüğünün nasıl etkiye sahip olduğu hakkında bilgi birikimi henüz istenen düzeyde değildir.

Alanyazındaki söz konusu eksikten dolayı araştırmanın amacı "*BİST 100 firmalarında, CEO ikiliği, CEO'nun sahip olduğu unvanların sayısının ve yönetim kurulu büyüklüğünün firmaların finansal performansı üzerindeki etkisinin tespit edilmesi*" olarak belirlenmiştir. Araştırma sonucunda elde edilecek bulguların özellikle üst yönetim ekiplerinin yapısının belirlenmesine katkı sağlaması beklenmektedir. Ayrıca, elde edilecek bulgular, Türkiye özelinde firmaların yönetim yapısının firma performansını nasıl etkilediği, yönetim kurulu yapısının nasıl bir role sahip olduğunu göstermesi açısından önemlidir.

Araştırmada kapsamında, üst kademeler teorisi ve örgüt içi güç ilişkilerini temel alan kuramsal bir perspektifle firma performansının nasıl gerçekleştiğini incelenmektedir. Araştırmanın ilk bölümünde araştırmanın metodu ve teknikleri hakkında bilgiler sunulmaktadır. Araştırmanın ikinci bölümünde yapılan analizlerin bulguları hakkında bilgiler sunulmaktadır. Araştırma, bulguların tartışılması ve öneriler ile sonlandırılmaktadır.

2 Metod

2.1 Veri Seti ve Metodoloji

Bu bölümde analiz edilecek veriler tanıtılarak, kullanılan testler ve yöntemler hakkında kısa ekonometrik bilgiler verilmiştir. Araştırmada, Borsa İstanbul 100 Endeksi'nde işlem gören firmalardaki CEO'ların görev sürelerini (7 yıl ve üzeri) dikkate alınarak veri seti oluşturulmuştur. Araştırmanın veri seti, 2016-2022 yılları arasındaki dönemi kapsayan 16 firmayı içermektedir ve değişkenler Thomson Reuters Eikon veri tabanından elde edilmiştir. Araştırmanın bağımlı değişkenleri ROA, ROE ve Tobin's Q, bağımsız değişkenleri ise CEO ikiliği, yönetim kurulu büyüklüğü ve CEO'nun sahip olduğu unvanların sayısıdır. Veriler, panel veri analizi yöntemiyle analiz edilmiştir.

2.2 ROA, Roe ve Tobin's Q

Firma performansının belirlenmesinde birçok kriter kullanılmaktadır. Finansal performans kavramı, firmanın kar elde etme başarısının ölçülmesini ifade eder. Bir firmanın finansal faaliyetlerdeki başarısını değerlendirmek için verimlilik oranları genellikle referans alınmaktadır. Bu oranlar arasında en önemli olanlardan biri aktif karlılık oranı (ROA) olarak bilinir. Çok sayıda çalışma, aktif karlılık oranının firma değeri üzerinde pozitif ve anlamlı bir etkiye sahip olduğunu göstermektedir (Luthfiah ve Suherman, 2018; Rosikah vd., 2018; Sudiyatno vd., 2020; Li ve Wan, 2021). Bu çalışmalar, ROA'nın firma performansının değerlendirilmesinde güvenilir bir gösterge olduğunu vurgulamaktadır.

Firma performansının belirlenmesinde ROE (özsermaye getirisi), bir firmanın kendi sermayesi üzerinden yarattığı kârlılığı ölçen önemli bir metriktir. Bu oran, aynı sektördeki diğer firmalarla karşılaştırmak için kullanılır ve yatırımcılar tarafından firma yönetiminin performansını ölçmek için sıkça kullanılan bir yöntemdir (Atan vd., 2018). ROA ve ROE gibi muhasebe temelli metrikler genellikle gecikmeli göstergeler olarak kabul edilirken, Tobin's Q gibi piyasa temelli göstergeler öncü göstergelerdir. Tobin's Q oranı, bir varlığın aşırı değerli mi yoksa düşük değerli mi olduğunu gösterir ve firmanın değerinin uzun vadeli bir ölçüsüdür. Ayrıca, Tobin's Q oranı bir şirketin değerlemesinde kullanıldığında, yöneticilerin kararları ve faaliyetleriyle ilgili önemli bilgiler sağlayabilir. Yüksek Tobin's Q oranı, yöneticilerin etkili stratejik kararlar aldığını, inovasyonu teşvik ettiğini, doğru yatırımları yaptığını ve rekabet avantajı elde ettiğini gösterebilir. Öte yandan, düşük Tobin's Q oranı, yöneticilerin değer yaratma konusunda başarısız olduğunu, varlıkları etkin bir şekilde kullanmadığını veya risk yönetiminde zayıf olduğunu gösterebilir (Atan vd., 2018; Singh vd., 2018; Rodríguez-Fernández vd., 2019). Bu nedenle, finansal performansın ölçülmesinde mevcut çalışmalarda ROA, ROE ve Tobin's Q gibi değişkenler sıklıkla kullanılmaktadır (Rassier ve Earnhart, 2010; Rodríguez-Fernández vd., 2019; Koroleva vd., 2020; Alareeni ve

Hamdan, 2020). Tobin'in Q oranı, Bloomberg veritabanına dayalı olarak denklem 1'de verilen formül kullanılarak hesaplanmıştır.

$$\text{Tobin's } Q = \frac{(\text{Piyasa kapitalizasyonu} + \text{Toplam yükümlülükler} + \text{İmtiyazlı Paylar} + \text{Azınlık Payları})}{\text{Toplam Varlıklar}} \quad (1)$$

Panel veri setini oluşturan birimlerden birinde meydana gelen bir şoka karşılık tüm birimlerin aynı şekilde etkilenmesini ifade eden bağımsızlık kavramı Pesaran (2004) testiyle incelenmiştir. Pesaran CD_{LM} testi, birimler arasındaki korelasyon katsayılarının toplamı temelinde ele alınmaktadır ($N > T$).

$$CD = \sqrt{\frac{2T}{N(N-1)} \sum_{i=1}^{N-1} \sum_{j=i+1}^N \hat{\rho}_{ij}} \quad (2)$$

Yatay kesit birimleri arasında bağımsızlık vardır temel hipotezinin reddedilmesi sonucu ikinci nesil, aksi halde birinci nesil birim kök testleri kullanılmaktadır. Bu çalışmada ikinci nesil birim kök testlerinden Pesaran (2007) kullanılmış olup,

$$\Delta y_{it} = \alpha_i + b_i y_{i,t-1} + c_i \bar{y}_{t-1} + d_i \Delta \bar{y}_t + e_{it} \quad (3)$$

CADF birim kök test denklemine göre CIPS istatistiği hesaplanarak $CIPS = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N CADF_i$ temel hipotezin reddedilmesi durumunda, incelenen serinin durağan olduğu sonucuna varılmaktadır (Pesaran, 2007: 269-271).

Model 1

$$\text{Tobin}Q_{it} = \alpha_0 + \beta_1 ROA_{it} + \beta_2 ROE_{it} + \beta_3 \text{CEO} \text{ İkililiği}_{it} + \beta_4 \text{CEO Yaşı}_{it} + \beta_5 \text{Yönetim Kurulu Büyüklüğü}_{it} + \beta_6 \text{Pozisyon Sayısı}_{it} + \beta_7 \text{Yönetim Kurulu Bağımsızlığı}_{it} + \varepsilon_{1it} \quad (4)$$

Model 2

$$ROE = \alpha_0 + \beta_1 ROA_{it} + \beta_2 \text{Tobin}Q_{it} + \beta_3 \text{CEO} \text{ İkililiği}_{it} + \beta_4 \text{CEO Yaşı}_{it} + \beta_5 \text{Yönetim Kurulu Büyüklüğü}_{it} + \beta_6 \text{Pozisyon Sayısı}_{it} + \beta_7 \text{Yönetim Kurulu Bağımsızlığı}_{it} + \varepsilon_{2it} \quad (5)$$

Model 3

$$ROA_{it} = \alpha_0 + \beta_1 \text{Tobin}Q_{it} + \beta_2 ROE_{it} + \beta_3 \text{CEO} \text{ İkililiği}_{it} + \beta_4 \text{CEO Yaşı}_{it} + \beta_5 \text{Yönetim Kurulu Büyüklüğü}_{it} + \beta_6 \text{Pozisyon Sayısı}_{it} + \beta_7 \text{Yönetim Kurulu Bağımsızlığı}_{it} + \varepsilon_{3it} \quad (6)$$

Modellerde, α_0 sabit terim, β_k ($k = 1, \dots, 11$) ilgili bağımsız/kontrol değişkenlerinin katsayıları, i firma, t yıl ve ε_{it} hata terimidir. Değişen varyans, orokorelasyon ve birimler arası korelasyon durumlarında tahminler tutarsız fakat etkindir. Bu durumda, parametre tahminlerine dokunulmadan standart hatalar düzeltilmeli ya da varlıkları halinde uygun yöntemlerle tahmin yapılması gerekmektedir. Bu çalışmada temelleri Arellano (1987) tarafından oluşturulan Arellano (1987), Froot (1989) ve Rogers (1993) tahmin yöntemi kullanılmıştır. Yöntemin kovaryans tahmincisi değişen varyans durumuna karşı dirençli ve simetriktr.

$$V_{\text{Arellano}} = (X^T X)^{-1} \sum_{i=1}^n X_i^T u_i u_i^T X_i (X^T X)^{-1} \quad (7)$$

Denklem 7'de Arellano (1987) tahmin edicisinin formu verilmiştir (Millo, 2014:6).

3 Bulgular

16 firmanın 2016-2022 yıllarını kapsayan örnekleme ait özet istatistikler Tablo 1'de verilmiştir.

İstatistik Değişken	Kısaltma	Ortalama	Standart Sapma	Minimum	Maximum
Roa	roa	8.154	6.960	-10.04	29.99
Roe	roe	23.555	42.675	-255.81	242.56
Tobin-Q	tobin	1.416	0.680	0.050	3.941
Yönetim Kurulu Büyüklüğü	ykb	9.196	3.018	3	18
Yönetim Kurulu Bağımsızlığı	ykb	32.595	11.816	0	62.5
Ceo Yaşı	ceo	56.937	7.402	45	79
Ceo İkililiği	ceoik	Kukla değişken		0	1
Pozisyon Sayısı	pzs	Kukla değişken		1	3

Tablo 1. Tanımlayıcı İstatistikler

Standart sapması en yüksek olan değişken roe olarak karşımıza çıkmaktadır. Bu durum firmalar arasında heterojen bir dağılımın olduğunu ifade etmektedir. Serilerin durağanlığının tespit edilmesinden önce yatay kesit bağımlılığı durumunun incelenmesi gerekmektedir. Eğer kesitler arasında korelasyon varsa regresyon katsayı tahminlerinde bu bağımlılık yapısını göz önüne alan analizlerin kullanılması gerekmektedir. Serilere ait yatay kesit bağımlılığı incelenerek sonuçları Tablo 2'de verilmiştir.

Değişkenler	CD-test	p-değeri	Korelasyon	Mutlak Korelasyon	Karar
Roa	2.42	0.015	0.084	0.482	H_0 ret
Roe	6.50	0.000	0.224	0.530	H_0 ret
Tobin	2.14	0.032	0.074	0.465	H_0 ret

Not: Yatay birimler birbirinden bağımsızdır. $CD \sim N(0,1)$

Tablo 2. Yatay Kesit Bağımlılığı

Pesaran (2004) yatay kesit bağımlılığı testinden elde edilen sonuçlara göre temel hipotezin tüm serilerde reddedildiği görülmektedir. Dolayısıyla veri setini oluşturan kesitler (firmalar) arasında korelasyon yani yatay kesit bağımlılığı olduğu tespit edilmiştir. Buradan hareketle serilere ikinci nesil birim kök analizlerinden Pesaran (2003) CADF testi uygulanmıştır.

Değişken	Sabit Terim + Trend (İkinci Nesil)			Karar H_0 : Birim Kök Var	Sonuç
	t-bar	Z-bar	p-değeri		
roa	-2.646	-1.028	0.152		
Δroa	-2.713	-3.053	0.001	H_0 ret	$I(1)$
roe	-1.635	1.530	0.937		
Δroe	-2.113	-2.974	0.003	H_0 ret	$I(1)$
tobin	-2.577	-0.854	0.196		
$\Delta tobin$	-2.941	-3.734	0.000	H_0 ret	$I(1)$

Tablo 3. Birim Kök Test Sonuçları

Durağanlık analizinden elde edilen bulgular doğrultusunda, değişkenlerin seviyelerinde durağanlık gözlemlenmemektedir. Bu nedenle serilerin birinci farkları alınarak aynı anlamlılık düzeyi için tekrar test edildiklerinde durağanlaştıkları belirlenmiştir. Durağanlıkları belirlenen seriler ile Panel veri modellerinin seçimine yönelik doğru modelin tespit edilmesi için F-test ve Hausman testleri uygulanarak sonuçları Tablo 4'te verilmiştir.

Model	Model 1 (Bağımlı Değişken – Tobin Q)	Model 2 (Bağımlı Değişken – ROA)	Model 3 (Bağımlı Değişken – ROE)
Test			
F	3.15(0.0000)	8.41(0.0000)	7.44(0.0000)
Hausman	2.07(0.8392)	1.69(0.8906)	4.72(0.4510)

Not: Parantez içindeki değerler, ilgili test istatistiğinin p-olasılık değerlerini göstermektedir.

Tablo 4. Model Seçimi

Klasik modeli sabit etkiler modeline karşı sınamak amacıyla F testi uygulanmıştır. Birim ve /veya zaman etkisinin sıfıra eşit olduğu H_0 hipotezi reddedilmektedir. Bu durumda sabit etkilerin bulunduğu ve klasik modelin uygulanamayacağı sonucuna varılmaktadır. Klasik modelin uygunluğunu tesadüfi etkiler modeline karşı sınamak amacıyla uygulanan Breusch-Pagan LM testi sonucunda H_0 hipotezi reddedilmektedir. Birim etkilerin varyansının sıfırdan farklı olması nedeniyle klasik modelin uygun olmadığı sonucuna varılmıştır. Hausman test sonucuna göre ise H_0 hipotezi ret edilmediği için tesadüfi etkiler tahmincisinin etkin olduğu için geçerli olduğuna tüm modeller için karar verilmiştir.

Model	Model 1 (Bağımlı Değişken – Tobin Q)	Model 2 (Bağımlı Değişken – ROA)	Model 3 (Bağımlı Değişken – ROE)
Test			
Levene-	W0= 4.482 (0.0000)	W0 = 2.020 (0.0235)	W0 = 4.271 (0.0000)
Brown ve	W50= 3.973 (0.0000)	W50= 1.561 (0.1038)	W50= 3.430 (0.0001)
Forsythe	W10 = 4.482 (0.0000)	W10= 2.020 (0.0235)	W10= 4.2719 (0.0000)
Baltagi Wu	3.92	1.23	12.33
LBI	(0.0477)	(0.2626)	(0.0000)
Pesaran	3.815(0.0001)	0.732(0.4642)	1.031(0.3025)

Tablo 5. Tanısal Testler

Araştırma modellerinde yatay kesit bağımlılığı Pesaran (2004) testi aracılığıyla incelenmiştir. Test sonucunda H_0 hipotezinin Model 1 hariç reddedilemediği, modellerde yatay kesit bağımlılığının olmadığı tespit edilmiştir. Araştırma modellerinde tesadüfi etkili modeller için otokorelasyon varsayımının test edilmesinde Baltagi-Wu'nun Yerel En İyi Değişmez testi uygulanmıştır. Otokorelasyon test sonuçlarına göre Model 2 hariç modellerde H_0

hipotezinin reddedilmesi sonucu otokorelasyon sorunu olduğu tespit edilmiştir. Tesadüfi etkiler modellerinde sabit varyans varsayımının test edilmesinde ise Levene, Brown ve Forsythe'nin (1960) Testi uygulanmıştır. Test istatistikleri incelendiğinde "birimlerin varyansları eşittir" şeklinde kurulan H_0 hipotezinin tüm modeller için de reddedildiği görülmektedir. Elde edilen sonuçlara göre Model 1'de değişen varyans, otokorelasyon ve yatay kesit bağımlılığı; Model 2'de değişen varyans; Model 3'te değişen varyans ve otokorelasyon problemleri saptanmıştır. Bu durumda modeller için sorunlara karşı dirençli standart hatalar üreten Arellano, Froot ve Rogers Tahmincisi kullanılarak, tutarlı etkin ve sapmasız katsayı tahminleri yapılarak elde edilen sonuçlar Tablo 6'da verilmiştir.

Model	Model 1		Model 2		Model 3	
	(Bağımlı Değişken – Tobin Q)		(Bağımlı Değişken – ROA)		(Bağımlı Değişken – ROE)	
	Katsayı	P> z	Katsayı	P> z	Katsayı	P> z
Değişken						
Δroa	0.012	0.040			2.628	0.000
Δroe	0.005	0.000	0.047	0.028		
$\Delta tobin$			1.443	0.003		
ykb					2.487	0.033
ykbb						
ceo			-0.081	0.033	1.284	0.019
ceoik	-0.002	0.033				
pzs						
Sabit Terim	0.001	0.000	5.582	0.045	0.513	0.000
R^2	0.213		0.218		0.371	
Wald Test	0.000		0.000		0.000	

Note: P>|z| değerleri %5 anlamlılık düzeyine göre değerlendirilerek, yalnızca istatistiksel olarak anlamlı değişkenler verilmiştir.

Tablo 6. Model Tahmin Sonuçları

Analiz sonuçlarına göre, modellerde verilen değişkenler %5 düzeyinde istatistiki olarak anlamlı bulunmuştur. Model 1'e bakıldığında Tobin-Q değişkenini; ROA 0.012 ve ROE 0.005 arttırmakta, CEO ikiliği -0.002 azaltmaktadır. Model 2'ye bakıldığında ROA değişkenini; ROE 0.047, Tobin's Q 1.443 arttırırken, CEO yaşı -0.081 azaltmaktadır. Model 3'e bakıldığında ROE değişkenini; ROA 2.628, Yönetim Kurulu Büyüklüğü 2.487, CEO yaşı 1.284 arttırmaktadır.

Diğer yandan yönetim kurulu büyüklüğü Tobin's Q ve ROA değişkeni üzerinde anlamlı bir etkiye sahip değildir. Yönetim kurulu bağımsızlığı Tobin's Q, ROA ve ROE üzerinden anlamlı etkiye sahip değildir. CEO yaşı Tobin's Q üzerinde anlamlı etkiye sahip değildir. CEO'nun unvan sayısı Tobin's Q, ROA ve ROE üzerinde anlamlı etkiye sahip değildir. CEO ikiliği ROA ve ROE üzerinde anlamlı etkiye sahip değildir.

4 Sonuç

Yönetim kurulu yapısı ve CEO özelliklerinin firma performansına etkisi son yıllarda incelenen önemli bir araştırma gündemidir. Türkçe alanyazında yönetim kurulu yapısı ve CEO özelliklerinin, firmanın karar mekanizması ve dolaylı olarak firma performansını nasıl etkilediğini tespit etmeye yönelik nadir sayıda araştırma söz konusudur. Bu araştırma kapsamında yönetim kurulu yapısının ve CEO özelliklerinin firmaların finansal performansına etkisinin tespit edilmesi amaçlanmıştır.

Bulgulara göre CEO'nun yaşının yüksek olması, firmanın aktif karlılığının azalmasına (ROA) neden olmaktadır. Ancak CEO yaşı özkaynakların (ROE) getirilerini arttırmaktadır. CEO yaşının ROA ve ROE üzerindeki farklı etkileri, ROE değişkeninde borç/kaldırıcın yer almamasından kaynaklanabilir. Diğer bir bulguya göre CEO'nun aynı zamanda yönetim kurulu başkanı olması, firmanın piyasa temelli göstergelerini olumsuz yönde etkilemektedir. İlgili bulgunun nedeni, CEO'nun aynı anda yüksek pozisyon gücü içeren iki görevi yürütmesinin piyasada olumsuz karşılanması olabilir. Benzer bulgulara Doğan vd. (2013) ve Alves (2020) tarafından yapılan araştırmada da ulaşılmıştır. Son olarak yönetim kurulu büyüklüğü firmanın özkaynak karlılığını (ROE) olumlu yönde etkilemektedir. Yönetim kurulunun büyüklüğünün karar mekanizmasındaki çeşitliği artırması, kararların geniş katılımı alınmasının optimum karar katkıda bulunması, ROE'deki artışı açıklamada kullanılabilir. Bu araştırmada elde edilen sonuca benzer bulgular (Shukeri vd. 2012) tarafından yapılan araştırmada da elde edilmiştir. Yukarıda sunulan bulgular, üst kademeler yaklaşımının CEO ve yönetim kurulu yapısı hakkındaki varsayımlarıyla Hambrick ve Mason (1984) uyumludur. Diğer yandan bulgular özellikle Finkelstein (1992)'in üst yönetim ekiplerindeki güç kaynakları ve güç kullanımı açısından oluşturduğu çerçeve ile uyumludur.

Araştırma sonuçları firmaların yönetim kurullarının ve üst yönetim ekiplerinin nasıl oluşturulması gerektiği hakkında önemli çıkarımlar sunabilir. Örneğin CEO'ların aynı zamanda yönetim kurulu başkanı olması önerilmemektedir. Aynı zamanda CEO ataması yapılırken CEO'nun yaşının önemli olduğu ve firmanın borç yapısı

da göz önüne alınarak karar verilmesi önerilir. Diğer yandan yönetim kurulu büyüklüğünün firmadaki karar mekanizmasını güçlendirecek şekilde genişletilmesi önerilir. Böylece gücün dağılımı ve kararların zengin içeriğe sahip olması sağlanabilir ve firma performansı artırılabilir. Yönetim kurulu yapısının ve yönetim kurulu bağımsızlığının araştırıldığı çalışmalar için bazı öneriler sunulabilir. Sektörel ayrımlar üst yönetim yapısının firma performansına etkisini farklılaştırabilir. Bu nedenle sektörler arası karşılaştırmaların sağlanması önerilebilir. Diğer yandan bu araştırmada üst yönetim ekiplerindeki yasal güç unsurları ağırlıklı modeller geliştirilmiştir. Gelecek araştırmalarda uzmanlık, itibar ve sahiplik güç kaynaklarının da firma performansı ile ilişkisinin incelenmesi önerilir.

Son olarak araştırma sonuçları bazı noktalarda kısıtlara sahiptir. Bu kısıtlardan en önemlisi araştırmanın veri setinin çok uzun yılları kapsamaması ve örneklem sayısının az olmasıdır. Diğer önemli bir kısıt ise araştırma modellerinin çoğunlukla yapısal güç kaynaklarını içerecek şekilde tasarlanmış olmasıdır. Bu nedenle araştırma, diğer güç kaynakları ve güç kullanım şekilleri hakkında bulgu içermemektedir. Araştırma BİST 100'de yer alan firmaları içermekte ve sektörel karşılaştırmalar bulunmamaktadır. Bu nedenle araştırma sonuçlarının borsaya kote olmayan firmaları yapısını ve hangi sektörlerde firma performansının nasıl geliştiğini yansıtmaya özelliği bulunmamaktadır.

Kaynakça

- Ahmad, G. N., Prasetyo, M. R. P., Buchdadi, A. D., Suherman, W. U., & Kurniawati, H. (2022). The effect of CEO characteristics on firm performance of food and beverage companies in Indonesia. Malaysia and Singapore. *Quality-Access to Success*, **23**(186), 111-122.
- Alareeni, B. A., & Hamdan, A. (2020). ESG impact on performance of US S&P 500-listed firms. *Corporate Governance: The International Journal of Business in Society*, **20**(7), 1409-1428. [10.1108/CG-06-2020-0258](https://doi.org/10.1108/CG-06-2020-0258)
- Alves, S. (2020). **CEO duality and firm performance: Portuguese evidence**. In *Conceptual and Theoretical Approaches to Corporate Social Responsibility, Entrepreneurial Orientation, and Financial Performance* (pp. 227-246). IGI Global.
- Arellano, M. (1987). Computing robust standard errors for within-groups estimators. *Oxford Bulletin of Economics and Statistics*, **49**(4), 431-434.
- Atan, R., Alam, M.M., Said, J. & Zamri, M. (2018). The impacts of environmental, social, and governance factors on firm performance: Panel study of Malaysian companies. *Management of Environmental Quality*, **29**(2), 182-194. <https://doi.org/10.1108/MEQ-03-2017-0033>
- Aygün, M., & İç, S. (2010). Genel müdürün aynı zamanda yönetim kurulu üyesi olması firma performansını etkiler mi? *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, (47), 192-201.
- Aygün, M., İç, S. & Sayın, C. (2010). Yönetim kurulu büyüklüğünü belirleyen faktörler ve yönetim kurulu büyüklüğü ile firma performansı arasındaki ilişki: Türk sermaye piyasası üzerine bir inceleme. *Gaziantep University Journal of Social Sciences*, **10**(1), 77-92.
- Baltagi, B.H. (2008). Forecasting with panel data. *Journal of Forecasting*, **27**(2), 153-173.
- Bliss, M. A. (2011). Does CEO duality constrain board independence? Some evidence from audit pricing. *Accounting & Finance*, **51**(2), 361-380.
- Brown, M. B. ve Forsythe, A. B. (1974). Robust tests for the equality of variances. *Journal of The American Statistical Association*, **69**(346), 364-367.
- Carter, C. B., & Lorsch, J. W. (2003). **Back to the drawing board: Designing corporate boards for a complex world**. Harvard Business Press.
- Daynton, N.K. (1984), Corporate governance: The other side of the coin. *Harvard Business Review*, **62**(1), 34-47.
- de Villiers, C., Naiker, V. & van Staden, C.J. (2011). The effect of board characteristics on firm environmental Performance. *Journal of Management*, **37**(6), 1636-1663.
- Dogan, M., Elitas, B. L., Agca, V., & Ögel, S. (2013). The impact of CEO duality on firm performance: Evidence from Turkey. *International Journal of Business and Social Science*, **4**(2). 146-155
- Ersoy, E., Bayrakdaroğlu, A., & Şamiloğlu, F. (2011). Türkiye'de kurumsal yönetim ve firma performansı (Tobin Q ve anormal getiri) arasındaki ilişkinin analizi. *Finans Politik & Ekonomik Yorumlar*, **48**(554), 71-83.
- Finkelstein S. & Hambrick D. C. (1996). **Strategic leadership: Top executives and their effects on organizations**. St. Paul, MN: West Publishing.
- Finkelstein, S. (1992). Power in top management teams: Dimensions, measurement, and validation. *The Academy of Management Journal*, **35**(3), 505-538. <https://doi.org/10.2307/256485>
- Froot, K. A. (1989). Consistent covariance matrix estimation with cross-sectional dependence and heteroskedasticity in financial data. *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, **24**(3), 333-355.

- Fuzi, S. F. S., Halim, S. A. A., & Julizaerma, M. K. (2016). Board independence and firm performance. *Procedia Economics and Finance*, **37**, 460-465.
- Gill, A., & Shah, C. (2012). Determinants of corporate cash holdings: Evidence from Canada. *International Journal of Economics and Finance*, **4**(1), 70-79.
- Hambrick, D. C. (2007). Upper echelons theory: An update. *Academy of Management Review*, **32**(2), 334-343.
- Hambrick, D. C. & Mason, P. A. (1984). Upper echelons: The organization as a reflection of its top managers. *The Academy of Management Review*, **9**(2), 193–206. <https://doi.org/10.2307/258434>
- Haynes, K.T., Zattoni, A., Boyd, B.K. & Minichilli, A. (2019). Figureheads or potentates? CEO power and board oversight in the context of Sarbanes Oxley. *Corporate Governance: An International Review*, **27**(6), 402-426.
- Hermalin, B. E., & Weisbach, M. S. (2003). Boards of directors as an endogenously determined institution: A survey of the economics literature. *Economic Policy Review*, **9**(2003), 7– 26.
- Hu, X., Lin, D., & Tosun, O. K. (2023). The effect of board independence on firm performance–new evidence from product market conditions. *The European Journal of Finance*, **29**(4), 363-392.
- İlhan Nas, T. & Kalaycioglu, O. (2016). The effects of the board composition, board size and CEO duality on export performance: Evidence from Turkey. *Management Research Review*, **39**(11), 1374-1409. <https://doi.org/10.1108/MRR-01-2015-0014>
- Koroleva, E., Baggieri, M., & Nalwanga, S. (2020). Company performance: Are environmental, social, and governance factors important. *International Journal of Technology*, **11**(8), 1468-1477.
- Kyereboah-Coleman, A., & Biekpe, N. (2006). The relationship between board size, board composition, CEO duality and firm performance: Experience from Ghana. *Corporate Ownership and Control*, **4**(2), 114-122.
- Laux, V. (2008). **Board independence and CEO turnover**. *Journal of Accounting Research*, **46**, 137-171. <https://doi.org/10.1111/j.1475-679X.2008.00269.x>
- Levene, H. (1960). **Robust tests for equality of variances**. In: Olkin, I., Ed., *Contributions to Probability and Statistics*, Stanford University Press, Palo Alto, 278-292.
- Li R. & Wan Y. (2021). Analysis of the negative relationship between blockchain application and corporate performance. *Mobile Information Systems*, 9912241, <https://doi.org/10.1155/2021/9912241>.
- Luthfiah, A. A. & Suherman, S. (2018). The effects of financial performance toward firm value with ownership structure as moderating variable (the study on manufacturing companies listed in Indonesia stock exchange in the period of 2012-2016). *Journal of Business and Behavioural Entrepreneurship*, **2**(1), 18-27. <https://doi.org/10.21009/jobbe.002.1.03>.
- Mace, M.L. (1986). **Directors: Myth and reality**, Harvard Business School Press, Boston, MA.
- Nahar Abdullah, S. (2004). Board composition, CEO duality and performance among Malaysian listed companies. *Corporate Governance: The International Journal of Business in Society*, **4**(4), 47-61.
- Pearce, J.A. & Zahra, S.A. (1992). Board composition from a strategic contingency perspective. *Journal of Management Studies*, **29**(4), 411-438.
- Pesaran M. H. (2004). **General diagnostic tests for cross section dependence in panels**. IZA Discussion Paper No. 1240.
- Rassier, D. G., & Earnhart, D. (2010). Does the porter hypothesis explain expected future financial performance? The effect of clean water regulation on chemical manufacturing firms. *Environmental and Resource Economics*, **45**(3), 353-377.
- Rechner, P. L., & Dalton, D. R. (1991). CEO duality and organizational performance: A longitudinal analysis. *Strategic Management Journal*, **12**(2), 155-160.
- Rodríguez-Fernández, M., Sánchez-Teba, E. M., López-Toro, A. A., & Borrego-Domínguez, S. (2019). Influence of ESGC indicators on financial performance of listed travel and leisure companies. *Sustainability*, **11**(19), 5529.
- Rogers, W. H. (1993). Regression standard errors in clustered samples. *Stata Technical Bulletin*, **13**, 19-23.
- Rosikah, P.D.K., Muthalib, D. A., Azis, M. I. & Rohansyah, M. (2018). Effects of return on asset, return on equity, earning per share on corporate value. *The International Journal of Engineering and Science (IJES)*, **7**(3), 6-14. <https://doi.org/10.9790/1813-0703010614>.
- Finkelstein, S., Hambrick, D.C. & Cannella, A.A. (2009). **Strategic leadership: Theory and research on executives, top management teams and boards**. Oxford University Press.

- Shukeri, S. N., Shin, O. W., & Shaari, M. S. (2012). Does board of director's characteristics affect firm performance? Evidence from Malaysian public listed companies. *International Business Research*, **5**(9), 120.
- Singh, S., Tabassum, N., Darwish, T. K., & Batsakis, G. (2018). Corporate governance and Tobin's Q as a measure of organizational performance. *British Journal of Management*, **29**(1), 171-190.
- Sudyatno, B., Puspitasari, E., Suwanti, T. & Asyif, M. M. (2020). Determinants of firm value and profitability: Evidence from Indonesia. *The Journal of Asian Finance, Economics and Business*, **7**(11), 769-778. <https://doi.org/10.13106/jafeb.2020.vol7.no11.769>.
- Tang, J. (2017). CEO duality and firm performance: The moderating roles of other executives and blockholding outside directors. *European Management Journal*, **35**(3), 362-372.
- Wan, X., Zhang, S. X., & Wei, F. (2023). CEO–TMT congruence in growth-need strength and firm growth. *Journal of Management Studies*, **60**(3), 722-751.