



Uluslararası Sosyal Araştırmalar Dergisi

The Journal of International Social Research

Cilt: 9 Sayı: 46 Volume: 9 Issue: 46

Ekim 2016 October 2016

www.sosyalarastirmalar.com Issn: 1307-9581

## YÖNETİM KURULU ÇEŞİTLİLİĞİNİN FİNANSAL PERFORMANSA ETKİSİ: BIST 100 ÜZERİNE BİR ARAŞTIRMA

*THE IMPACT OF BOARD DIVERSITY ON FINANCIAL PERFORMANCE: AN EVIDENCE ON BIST 100*

Emir OTLUOĞLU\*

Emre Selçuk SARI†

K. Övgü Çakmak OTLUOĞLU‡

### Öz

Sermaye Piyasası Kurulu'nun (SPK) 2014 yılında yayınlanan tebliği ile halka açık firmaların yönetim kurullarındaki cinsiyet çeşitliliğinin artırılması istenmektedir. Bu doğrultuda çalışma, Borsa İstanbul'da (BİST) işlem görmekte olan firmaların yönetim kurullarının cinsiyet çeşitliliği ile firma performansı arasındaki ilişkiyi araştırmaktadır. Çalışmanın örneklemini olarak 2010-2015 yılları arasında BİST 100 endeksinde yer alan firmalar seçilmiştir. Örneklemde yer alan firmaların yönetim kurullarındaki cinsiyet çeşitliliği ile firmaların muhasebe temelli, piyasa temelli ve nakit temelli performans ölçütleri arasında ilişki incelenmiştir. Uygulanan panel veri analizi sonucunda; yönetim kurulunda kadın üye bulunmasının, firmaların özsermaye karlılığı ve Tobin'in q oranı üzerinde, yönetim kurulundaki kadın üye oranının ise aktif karlılık ve nakit akışı üzerinde etkili olduğu gözlemlenmiştir.

**Anahtar Kelimeler:** Cinsiyet Çeşitliliği, Yönetim Kurulu Çeşitliliği, Finansal Performans, Panel Veri Analizi.

### Abstract

The communique issued by Capital Markets Board of Turkey (CPM) in 2014 requires the public companies to increase the gender diversity in the board member composition. This study examines the relationship between board diversity and financial performance. The sample of the study consists of the companies listed on Borsa İstanbul (BIST) 100 Index. The relationship between the board diversity and accounting based, market based and cash based financial performance indicators is examined. The result of panel data analysis indicates that female board membership affects Return on Equity and Tobin's q. Also, it is found that the proportion of female board membership affects Return on Assets and cash flows.

**Keywords:** Gender Diversification, Board Diversification, Financial Performance, Panel Data Analysis.

### 1. Giriş

Yönetim kurulu, firmanın karar alma organını temsil etmektedir (Vafaei, Ahmed, & Mather, 2015). Buna göre yönetim kurulunun, firmanın stratejilerine yön verme, önemli operasyonel ve finansal kararlarını onaylama ve paydaşlarını temsil etme gibi görev ve sorumluluklara sahip olduğu belirtilebilir (Erhardt, Werbel, & Shrader, 2003; Vafaei, Ahmed, & Mather, 2015). Yönetim kurulunun bu görev ve sorumlulukları göz önüne alındığında, firma performansını doğrudan etkileyebileceği iddia edilmektedir. Bu doğrultuda yönetim kurulu çeşitliliğinin firma performansı üzerindeki etkisi, araştırılması gereken önemli bir konu olarak plana çıkmaktadır (Triana, Miller, & Trzebiatowski, 2013).

Yapılan ampirik çalışmalar incelendiğinde, yönetim kurulu çeşitliliğinin genellikle yaş, cinsiyet, etnik köken gibi özellikler açısından ele alındığı görülmektedir (Erhardt, Werbel, & Shrader, 2003). Bu çalışmada, yönetim kurulu çeşitliliğinde cinsiyete odaklanılmıştır. Cinsiyete odaklanılmasının temel nedeni, ülkemizde kadın çalışanların, gerek akademik, gerek teknik, gerekse yöneticilik işlerinde yoğun bir şekilde var olduklarının gözlemlenmesine rağmen geleneksel olarak yönetim kurulu gibi üst düzey pozisyonlarda çok düşük bir oranda yer almalarının dikkat çekmesidir (Aycan, 2004). Ancak 3.1.2014 tarihinde 28871 sayılı Resmi Gazete'de yayınlanarak yürürlüğe giren "Kurumsal Yönetim Tebliği"nin beraberinde getirdiği "şirket, yönetim kurulunda kadın üye oranı için %25'ten az olmamak kaydıyla bir hedef oran ve hedef zaman belirlenir ve bu hedeflere ulaşmak için politika oluşturur. Yönetim kurulu bu hedeflere ulaşma hususunda sağlanan ilerlemeyi yıllık olarak değerlendirir." ilkesi ile birlikte ülkemizde yönetim kurullarında yer alan kadınların sayısında artış olması beklenmektedir. Bu doğrultuda yönetim kurulunda kadınların varlığının, firma performansı üzerindeki etkisinin ülkemiz için de araştırılması gereken önemli bir konu olarak karşımıza çıktığı ifade edilebilir (Karayel & Doğan, 2014). Türkiye dışında çeşitli ülkelerde yayınlanmış olan kurumsal yönetim ilkeleri ve raporlarında da kadınların yönetim kurullarında yer almalarına ilişkin düzenlemeler yapılmıştır. Örneğin Fransa'da menkul kıymetler borsasında işlem gören işletmeler için yayınlanmış kurumsal yönetim ilkelerinde, yönetim kurulu üyeleri arasında makul seviyede

\* Arş. Gör..Dr., İstanbul Üniversitesi İşletme Fakültesi, Finans Anabilim Dalı, otluoglu@istanbul.edu.tr

† Arş. Gör.Dr., İstanbul Üniversitesi İşletme Fakültesi, Muhasebe Anabilim Dalı, emresari@istanbul.edu.tr

‡ Yrd. Doç. Dr., İstanbul Üniversitesi İşletme Fakültesi, İnsan Kaynakları Yönetimi Anabilim Dalı, ovgu@istanbul.edu.tr

bir dengenin bulunması gerektiği belirtilmiştir. Bu dengeyi sağlayabilmek için bahsi geçen kurumsal yönetim ilkeleri yayımlandıktan sonraki üç yıllık periyod içinde işletmelerin yönetim kurullarını en az %20, altı yıl içinde de en az %40'ı kadınlardan oluşacak şekilde belirlemesi istenmektedir. Benzer bir şekilde, Lüksemburg, Norveç, Singapur, Ürdün, İsveç, Polonya ve Almanya'da yayınlanan kurumsal yönetim düzenlemeleri de işletmelerin yönetim kurullarında kadın erkek dengesi üzerinde durmaktadır (Ocak, 2013:108-109)

Her ne kadar literatürde, yönetim kurulu çeşitliliğinin firma performansına etkisini araştıran çok sayıda ampirik çalışma bulunsa da bu çalışmalarda elde edilen sonuçların tutarsızlık gösterdiği belirtilmelidir. Buna göre kimi ampirik çalışmalarda yönetim kurulunda yüksek düzeyde kadın olmasının firma performansını pozitif yönde etkilediği tespit edilmişken (örn; Carter, Simkins, & Simpsons, 2003; Erhardt, Werbel, & Shrader, 2003), kimi çalışmalarda ise (örn; Adams & Ferreira, 2009; Haslami 2010) negatif bir etkinin olduğu saptanmıştır. Bazı çalışmalarda da bu etkinin anlamlı olmadığı bulunmuştur (Örn; Carter, D'Souza, Simkins, & Simpsons, 2010; Wang & Clift, 2009). Söz konusu tutarsız sonuçlar göz önüne alınarak; çalışmanın amacı, yönetim kurulu çeşitliliğinin firma performansı üzerindeki etkisini incelemek olarak belirlenmiştir.

Çalışmanın literatüre çeşitli açılardan katkıda bulunacağı düşünülmektedir. İlk olarak konu ile ilgili yapılan ampirik çalışmaların büyük çoğunluğunun, Kuzey Amerika'da gerçekleştirildiği görülmektedir (Campbell & Minguez-Vera, 2007). Bu çalışma, Türkiye verilerinden oluşmasıyla literatüre katkıda bulunmaktadır. Çalışma ayrıca konu ile ilgili Türkiye'de gerçekleştirilen çalışmalardan (örn; Erdur & Kara, 2015; Karayel & Doğan, 2014; Ocak, 2013) farklı olarak firma performansını hem muhasebe açısından, hem piyasa açısından, hem de finansal açıdan ölçen ülkemizdeki ilk çalışma olmasıyla da literatüre katkı sağlamaktadır. Çalışmanın literatüre bir diğer katkısı ise verilerin analiz edilmesinde panel veri analizinin kullanılmasıdır.

## **2. Kuramsal Çerçeve**

### **2.1. Yönetim Kurulu Çeşitliliği**

Yönetim kurulu çeşitliliği, temel olarak iki ana başlık altında incelenebilir (Erhardt, Werbel, Shrader, 2003). İlki gözlemlenebilen çeşitlilik (observable diversity) şeklinde ifade edilirken, ikincisi gözlemlenemeyen çeşitlilik (unobservable diversity) olarak adlandırılmaktadır. Gözlemlenebilen çeşitlilik, yönetim kurulunu oluşturanların yaş, cinsiyet, etnik kökenleri gibi demografik özelliklerinin farklılık göstermesi sonucu ortaya çıkan çeşitlilik şeklinde açıklanırken, gözlemlenemeyen çeşitlilik ise yönetim kurulunu oluşturanların değerleri, algıları, kişilikleri gibi gözlemlenemeyen özelliklerinin farklılık göstermesi sonucu ortaya çıkan çeşitlilik olarak tanımlanmaktadır (Erhardt, Werbel, Shrader, 2003). Yapılan çalışmalar incelendiğinde, yönetim kurulu çeşitliliği ile gözlemlenebilen çeşitliliğe odaklanıldığı dikkat çekmektedir (Örn; Carter, D'Souza, Simkins, & Simpson, 2010; Carter, Simkins, & Simpsons, 2003). Söz konusu durumun en önemli nedeni, gözlemlenebilen çeşitliliğin daha kolay ölçülebilmesi şeklinde açıklanabilir. Bu çalışmada da literatürdeki çalışmalar doğrultusunda yönetim kurulu çeşitliliği, gözlemlenebilen çeşitlilik olarak ele alınmış ve cinsiyet çeşitliliğine odaklanılmıştır.

### **2.2. Yönetim Kurulu Çeşitliliğinin Firma Performansına Etkisi**

Yönetim kurulu çeşitliliğinin firma performansına etkisinin açıklanmasında iktisattan örgütsel davranışa, sosyal psikolojiden yönetim-organizasyona pek çok farklı disiplinden gelen kuramlara başvurulduğu dikkat çekmektedir (Carter, D'Souza, Simkins, & Simpson, 2010). Bu noktada tek bir kuramın, yönetim kurulu çeşitliliğinin firma performansına etkisini doğrudan açıklamada yeterli olmadığı ve çeşitli disiplinlerdeki kuramların konuya ışık tutmaya yarar sağladığı belirtilmelidir (Carter, D'Souza, Simkins, & Simpson, 2010). Söz konusu etkiyi açıklamada başvurulan kuramlar, Kaynak Bağımlılığı Kuramı (Resource Dependency Theory), İnsan Sermayesi Kuramı (Human Capital Theory), Sosyal Psikoloji Kuramı (Social Psychological Theory) ve Vekalet Kuramı (Agency Theory) olarak sıralanmaktadır (Carter, D'Souza, Simkins, & Simpson, 2010).

İlk olarak Kaynak Bağımlılığı Kuramı ele alındığında, kuramı geliştiren Pfeffer ve Salancik'in (1978) hiçbir firmanın kendi kendine yetemediğini ve her bir firmanın yaşamını sürdürebilmek için ihtiyaç duyduğu kaynakları elde etmesi gerektiğini savundukları görülmektedir. Bu bağlamda yönetim kurulunun, firmanın dış çevresiyle ilişki kurarak kaynak sağlayan bir mekanizma rolü üstlendiğini iddia etmektedirler (Carter, D'Souza, Simkins, & Simpson, 2010). Pfeffer ve Salancik'e (1978) göre yönetim kurulu, firmaya bilgi ve uzmanlık gücü sağlama, firma için önem taşıyan gruplarla iletişim kanalları kurma, önemli firmalar ve gruplardan firmaya destek sağlama ve dış çevrede firmaya meşruiyet oluşturma şeklinde kaynak temininde bulunmaktadır. Bu doğrultuda Kaynak Bağımlılığı Kuramının yönetim kurulunun dış çevreden kaynak sağlamasına ilişkin çizdiği çerçeveden yola çıkılarak; yönetim kurulundaki çeşitliliğin, firma için daha değerli ve daha kritik kaynakların elde edilmesini kolaylaştırmasıyla firma performansını pozitif yönde etkileyeceği ileri sürülmektedir (Hillman, vd., 2000; Vafaei, Ahmed, & Mather, 2015).

İkinci olarak İnsan Sermayesi Kuramı incelendiğinde, bu kuramda kişilerin geçmişten bugüne sahip oldukları eğitim, deneyim ve becerileri çalışmakta oldukları firma yararına kullanacaklarının ileri sürüldüğü görülmektedir. İnsan Sermayesi Kuramının söz konusu yaklaşımından yola çıkılarak; yönetim kurulu çeşitliliğinin özgün bir insan sermayesi oluşturacağı ifade edilebilir. Ancak bu kuramın, yönetim kurulu çeşitliliğinin firma performansına pozitif veya negatif bir etkisi olup olmadığı konusunda kesin bir yanıt vermediği göz önüne alınmalıdır (Carter, D'Souza, Simkins, & Simpson, 2010).

Üçüncü olarak Vekalet Kuramına bakıldığında, kuramı geliştiren Fama ve Jensen'in (1983) yönetim kurulunun rolü üzerinde önemle durdukları dikkat çekmektedir (Carter, Simkins, & Simpsons, 2003). Buna göre Fama ve Jensen (1983), firma ve paydaşların yöneticilerin fırsatçı davranışlarından korunmasında firma içindeki en önemli kontrol mekanizmasının yönetim kurulu olduğunu savunmaktadırlar (Campbell & Minguez-Vera, 2007). Vekalet Kuramından hareketle yönetim kurulu çeşitliliğinin, farklı bakış açıları ve farklı alternatiflerin gündeme gelmesini sağlayarak yönetim kurulunun bağımsızlığını arttıracığı ileri sürülmektedir (Campbell & Minguez-Vera, 2007; Carter, Simkins, & Simpsons, 2003). Buna göre Vekalet Kuramının; yönetim kurulu çeşitliliğini, firmanın performansı bakımından ele almaktan ziyade yönetim kurulunun bağımsızlığı açısından incelediği ifade edilebilir. Başka bir deyişle, yönetim kurulu çeşitliliğinin firma performansına etkisini açıklamada Kaynak Bağımlılığı Kuramına kıyasla daha zayıf kaldığı göze çarpmaktadır (Carter, D'Souza, Simkins, & Simpson, 2010).

Son olarak temellerini Sosyal Etki Kuramından (Social Impact Theory) alan Sosyal Psikoloji Kuramı (Social Psychological Theory) incelendiğinde, bu kuramda grup dinamiklerine odaklanıldığı görülmektedir. Söz konusu kuram, bir grupta çoğunluğu oluşturanların kararları etkileme gücünün yüksek olduğunu, azınlıkta kalanların ise grup kararlarını etkileme gücünün düşük olduğunu ileri sürmektedir. Bu doğrultuda yönetim kurulu çeşitliliğinin, farklı görüşleri beraberinde getirerek karar almayı zorlaştıracığı ve karar alma sürecinin etkinliğini azaltacağı vurgulanmaktadır. Sosyal Psikoloji Kuramında, yönetim kurulu çeşitliliğinin her ne kadar karar alma sürecini yavaşlatacağı ileri sürülse de bu durumun yaratıcı görüş ve fikirlerin ortaya atılması açısından olumlu etkide bulunacağı da iddia edilmektedir.

### **3.Literatür Taraması**

İşletmelerin yönetim kurullarındaki cinsiyet çeşitliliğinin işletmelerin finansal performansı üzerine etkisi inceleyen birçok çalışma yapılmıştır. Yapılan çalışmalar incelendiğinde, yönetim kurullarında cinsiyet çeşitliliğinin firma performansını pozitif yönde etkilediğine, negatif yönde etkilediğine ve etkisi olmadığına ilişkin sonuçlar ile karşılaşmıştır.

Carter ve diğerleri 2003 yılında yaptıkları çalışmada, Fortune 1000 listesinde işlem gören 638 şirketi incelemiş ve yönetim kurulundaki kadın oranı ile finansal performans arasında anlamlı ve olumlu yönde bir ilişki tespit etmişlerdir. Erhardt ve diğerleri 2003 yılında yaptıkları çalışmada yönetim kurulunda demografik açıdan çeşitlilik olması ile işletme performansı arasında pozitif bir ilişki belirlemişlerdir. Miller ve Triana (2009) ise cinsiyet açısından heterojen olan yönetim kurullarında alınan kararların homojen olan yönetim kurullarına göre daha yaratıcı fikirler ortaya koyduklarını ve daha doğru kararlar aldıkları tespit etmişlerdir. Bir diğer çalışmada Bonn (2004) Avustralya'da halka açık 84 şirket üzerinde yaptığı çalışmada yönetim kurullarındaki kadın oranı ile firma performansı arasında olumlu bir ilişki belirlemiştir.

Gul ve diğerleri 2011 yılında yaptıkları çalışmada hisse senetleri fiyatlarını kullanarak yönetim kurulunun cinsiyet açısından çeşitliliği ile firma performansı arasında pozitif yönde bir ilişki ortaya koymuşlardır. Smith ve diğerleri (2006), Campbel ve Minguez-Vera (2007), Dunstan ve diğerleri (2011), Luckerath-Rovers (2013) yaptıkları çalışmalarda yönetim kurulunun cinsiyet çeşitliliği ile firma performansı arasında pozitif yönde ilişki belirlemişlerdir. Vafaei, Ahmed ve Mather de 2015 yılında yayınlanan çalışmalarında, Avustralya'da halka açık 500 şirket üzerinde yaptıkları analiz sonucunda yönetim kurullarındaki kadın oranının 2010 yılından itibaren artmakta olduğunu, özellikle köklü, büyük ve iyi performans gösteren firmaların yönetim kurullarında daha çok kadın üyeye yer vermekte olduklarını tespit etmişlerdir. Ayrıca aynı çalışmada yönetim kurulunun çeşitliliği ile firma performansı arasında pozitif yönde bir ilişki gözlemlenmiştir.

Adams ve Ferreira 2009 yılında yayınladıkları çalışmalarında kadın yönetim kurulu üyelerinin daha katılımcı olduklarını belirlemişlerdir ancak yönetim kurulunun cinsiyet çeşitliliğinin firma performansı üzerinde negatif yönde bir etkisi olduğunu ortaya koymuşlardır. Benzer şekilde, Lee ve James 2007 yılında yayınlanan çalışmalarında kadın yönetim kurulu başkanlarının yaptıkları açıklamaların, piyasa tarafından erkek yönetim kurulu başkanlarının yaptıkları açıklamalara göre daha olumsuz karşılandığını belirlemişlerdir. Haslam'ın (2010) Birleşik Krallık'ta yaptığı çalışmaya göre ise yönetim kurulunda bulunan kadınların performanslarının düşük olduğu ve yatırımcıların gözünde firmanın değerini de azalttığı sonucuna ulaşılmıştır.

Carter ve diğerleri 2010 yılında yönetim kurulunda cinsiyet çeşitliliğine ilişkin başka bir araştırma daha yapmışlardır. Bağımlı değişken olarak Tobin's Q ve nakit akışlarının kullanıldığı bu çalışmada,

yönetim kurullarında cinsiyet ve etnik çeşitlilik olması ile firma performansı arasında anlamlı bir ilişki tespit edilememiştir. Firma performansının yönetim kurullarının cinsiyet ve etnik olarak çeşitliliği ile bir ilişkisi olmadığını Wang ve Clift (2009) de yaptıkları çalışmada ortaya koymuşlardır. Joecks'e (2013) göre ise literatürde iddia edilen aksine, firma performansı ile yönetim kurulunda cinsiyet çeşitliliği olması arasında doğrusal bir ilişki bulunmamaktadır. Earlier, Farrell ve Hersch 2005 yılında Fortune 500 şirketlerine yaptıkları analiz sonucunda; yönetim kurulu çeşitliliğinin, firmalara değer kattığı yönünde bir sonuca ulaşamamışlardır.

Konuya ilişkin Türkiye'de yapılan çalışmalar incelendiğinde, Karayel ve Doğan'ın (2014) yönetim kurullarında kadın üye bulunan işletmelerin aktif kârlılığı açısından daha başarılı olduklarını, özsermaye kârlılığı ve Tobin's Q açısından ise cinsiyet çeşitliliğinin firma performansına bir etkisi olmadığını saptadıkları görülmektedir. Erdur ve Kara (2014) yaptıkları çalışma sonucunda, yönetim kurullarının cinsiyet çeşitliliğine sahip olması ile finansal performans arasında olumsuz yönde ilişki tespit etmişlerdir. Ocak'ın ise 2013 yılında yayınlanan çalışmasında, yönetim kurulu ve üst yönetimde kadın sayısı arttıkça aktif kârlılığın pozitif yönde, CEO veya genel müdürün kadın olması durumunda ise negatif yönde etkilendiği ortaya konulmuştur.

#### 4.Çalışmanın Veri Seti ve Metodu

Bu çalışmanın amacı, firmaların yönetim kurulu üyelerinin cinsiyet çeşitliliği ile firmaların finansal performansı arasındaki ilişkiyi araştırmaktır. Bu amaç doğrultusunda oluşturulan hipotezler, araştırmanın modeli ve analiz yöntemi aşağıda açıklanmaktadır.

Firmaların yönetim kurulundaki cinsiyet çeşitliliğinin finansal performansa etkisine ilişkin gerek uluslararası gerekse Türkiye'de yapılan geçmiş çalışmalar göz önüne alınarak Tablo 1 ve Tablo 2'de yer alan bağımlı ve bağımsız değişkenlerin analize dahil edilmesine karar verilmiştir.

Tablo 1: Bağımlı Değişkenler

Model 1	Aktif Karlılığı	$RoA = \frac{Net\ Kâr}{Toplam\ Varlıklar}$
Model 2	Özsermaye Karlılığı	$RoE = \frac{FVÖK}{Toplam\ Özsermaye}$
Model 3	Tobin'in q Oranı	$q = \frac{Top.\ Borç + Öss\ Piy.\ Değ.}{Toplam\ Varlıklar}$
Model 4	Nakit Akışı	$CF = \frac{FVÖK + Amortisman}{Toplam\ Varlıklar}$

Tablo 2: Bağımsız Değişkenler

Cinsiyet Çeşitliliği	Div = Yönetim Kurulunda Kadın Üye Olup Olmadığı
Kadın YK Üyelik Oranı	$DivP = \frac{Kadın\ Üye\ Sayısı}{Toplam\ YK\ Üye\ Sayısı}$
Bağımsız YK Üyelik Oranı	$NEX = \frac{Bağımsız\ Üye\ Sayısı}{Toplam\ YK\ Üye\ Sayısı}$
Üye Sayısı	BSIZ = Yönetim Kurulundaki Toplam Üye Sayısı
Büyük Hissedarlar	BHO = %5'ten Fazla Hisseye Sahip Olan Firma Ortaklarının Toplam Hisse Senedi İçerisindeki Payı
Yaş	FAGE = Firmanın Yaşı
Firma Büyüklüğü	FSIZ = Toplam Varlıklar
Kaldıraç Oranı	$Lev = \frac{Uzun\ Vadeli\ Borçlar}{Toplam\ Varlıklar}$
Stok ve Maddi Duran Varlıkların Toplam Varlıklara Oranı	$A:P = \frac{Stoklar + Maddi\ DV}{Toplam\ Varlıklar}$

Çalışmada cinsiyet çeşitliliği ve bağımsız yönetim kurulu üyeliğinin finansal performans üzerine etkisini ölçmek amacıyla dört bağımlı değişken kullanılmıştır. Bu amaç doğrultusunda Vafaei vd. (2015) muhasebe temelli, piyasa temelli ve nakit temelli ölçütlerin performans göstergesi olarak kullanılabileceğini öne sürmüşlerdir. Muhasebe temelli ölçütler olan Aktif Karlılığı (ROA) ve Özsermaye Karlılığı (ROE), işletmenin geçmiş performansına dayalı ölçütlerdir. Aktif karlılığı, firmanın yapmış olduğu yatırımlardan ne ölçüde kâr ettiğini gösterirken, özsermaye karlılığı ise firma sahiplerinin koydukları sermayeye karşılık elde ettikleri getiriyi göstermektedir. Piyasa temelli bir ölçüt olan Tobin'in q Oranı ise (Q) işletmenin mevcut ve gelecekteki potansiyel performansını gösterirken (Haslam, Ryan, Kulich, Trojanowski, & Atkins, 2010), firmanın piyasa değerinin mevcut varlıkları yenileme maliyeti (replacement) olarak ifade edilebilir. Finansal performansın bir diğer ölçütü olarak kullanılan nakit akışı (CF), aktif ve özsermaye karlılıklarından farklı

olarak muhasebenin tahakkuk esasına göre değil, nakit esasına göre firma performansını göstermektedir (Givoly & Hayn, 2000).

Firmaların finansal performansına etki ettiği düşünülen bağımsız değişkenlerden cinsiyet çeşitliliği (DIV), firmaların yönetim kurulunda kadın üye olup olmadığını gösteren bir kukla değişken olarak modele alınmıştır. Bir diğer cinsiyet çeşitliliği göstergesi olan Kadın yönetim kurulu üyelik oranı (DIVP), firmaların yönetim kurulundaki kadın üyelerin oransal ağırlığını göstermekle beraber sürekli değişkendir (Jurkus, Park, & Woodard, 2011). Firma performansı şüphesiz yalnızca yönetim kurulunun çeşitliliğinden etkilenmeyip başka faktörlerden de etkilenmektedir. Campbell ve Minguez-Vera (2008) ile Wang ve Clift (2009), yönetim kurulu çeşitliliğinin, firma performansı üzerindeki etkisi araştırırken, firma performansını etkileyen diğer faktörlerin de göz ardı edilmemesi gerektiğini öne sürmüşlerdir. Literatürde yer alan çalışmalar incelendiğinde bu amaçla geniş bir kontrol değişken seti kullanıldığı göze çarpmaktadır (Örneğin, Andersen ve Reeb (2003), Nguyen ve Faff, (2007), Adams ve Ferreira (2009), Vafaei, Ahmed ve Mather (2015)). Tablo 2’de yer alan bağımsız yönetim kurulu üyelik oranı, yönetim kurulu üye sayısı, büyük hissedarlar, firma yaşı, firma büyüklüğü, kaldıraç oranı ve stok ve maddi duran varlıkların toplam varlıklara oranı kontrol değişkenler olarak kullanılmıştır.

Araştırmanın amacı doğrultusunda aşağıdaki hipotezler geliştirilmiştir.

H<sub>1</sub>: Yönetim kurulu çeşitliliği, aktif karlılığı pozitif yönde etkiler.

H<sub>2</sub>: Yönetim kurulu çeşitliliği, özsermaye karlılığını pozitif yönde etkiler.

H<sub>3</sub>: Yönetim kurulu çeşitliliği, Tobin’in q oranını pozitif yönde etkiler.

H<sub>4</sub>: Yönetim kurulu çeşitliliği, nakit akışını pozitif yönde etkiler.

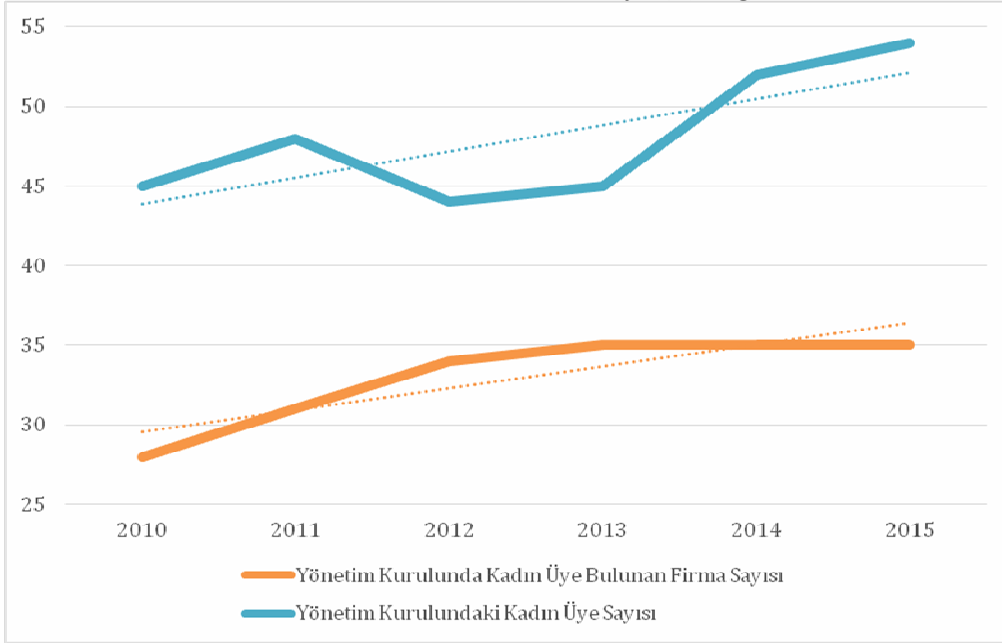
2010 - 2015 döneminde BİST 100 Endeksi’nde işlem görmekte olan firmaların verileri 4 farklı model kurularak, panel veri regresyon analiz yöntemi ile test edilmiştir. Bu bağlamda holding firmaları ve finans sektöründe yer alan firmalar kapsam dışı bırakılarak 55 firma analize dahil edilmiştir. Veri setinde, gözlemlerin sahip olduğu genel trendden dikkat çekici bir şekilde farklılık gösteren gözlemler olarak tanımlanan uç değerlerin (outliers) olup olmadığı incelenmiştir. Modelin yanlış çıkmasına neden olabilecek uç değere sahip 6 firma belirlenerek örneklemden çıkartılmış, analizde 49 firmanın verileri kullanılmıştır. Analiz kapsamında örnekleme yer alan firmalara ait veriler, FİNNET Elektronik Yayıncılık Data İletişim San. Tic. Ltd. Şirketi’nin finansal veri tabanından ve her bir firmanın yıllık faaliyet raporlarından elde edilmiştir. Analiz kapsamındaki firmalara ait tanımlayıcı istatistikler aşağıda Tablo 3’te özetlenmiştir.

**Tablo 3: Tanımlayıcı İstatistikler**

Değişken	Gözlem	Ortalama	Medyan	Maksimum	Minimum	Std. Sapma
ROA	294	0.0643	0.0634	0.2464	-0.0990	0.0615
ROE	294	0.1203	0.1228	0.6563	-0.7417	0.1622
Q	294	1.2497	1.0647	10.4821	0.2866	1.0182
CF	294	0.1169	0.1099	0.3573	-0.0196	0.0659
DIV	294	0.5918	1.0000	1.0000	0.0000	0.4923
DIVP	294	0.1004	0.0909	0.4286	0.0000	0.1026
NEX	294	0.1940	0.2222	0.4286	0.0000	0.1424
Ln(BSIZ)	294	2.1515	2.1972	2.7081	1.6094	0.2454
BHO	294	0.6725	0.6949	0.9792	0.2756	0.1527
Ln(FAGE)	294	3.7250	3.8501	4.3944	2.0794	0.4644
Ln(FSIZE)	294	21.5836	21.5939	24.5869	18.3267	1.2811
LEV	294	0.4701	0.3038	4.4837	0.0000	0.5315
AIP	294	0.6717	0.6788	0.9645	0.3001	0.1333

Grafik 1’de, yıllar itibarıyla yönetim kurulunda kadın üye bulunan firmaların sayısı ve yönetim kurullarındaki toplam kadın üye sayıları yer almaktadır. Buna göre 2010 yılında örnekleme yer alan 49 firmadan 28’inin yönetim kurulunda kadın üye bulunmaktayken, 2015 yılında bu sayı 35’e yükselmiştir. Ayrıca 2010 yılında, yönetim kurullarında toplam 45 kadın üye yer alırken, bu sayı 2015 yılında 54’e yükselmiştir. Hem yönetim kurulunda kadın üye bulunan firmaların sayısının, hem de yönetim kurullarındaki toplam kadın üye sayısının yıllar itibarıyla artış trendinde olduğu gözükmektedir.

Grafik 1: Yönetim Kurulundaki Cinsiyet Çeşitliliği



Tablo 4: Yönetim Kurulunda Kadın Üye Olan ve Olmayan Firmalara Ait Ortalamaların Karşılaştırılması

Değişken	Ortalama (DIV=1)	Ortalama (DIV=0)	T-Test İstatistiği
ROA	0.0715	0.0540	-2.424**
ROE	0.1263	0.1117	-0.758
Q	1.2251	1.2854	0.498
CF	0.1208	0.1113	-1.216
NEX	0.2000	0.1853	-0.871
BSIZ	8.9138	8.7750	-0.541
BHO	0.6556	0.6970	2.303**
FAGE	43.1322	48.4917	2.796*
FSIZ	₺4,520,194,455	₺5,668,685,365	1.475
LEV	0.4816	0.4535	-0.444
AIP	0.6730	0.6697	-0.213

\* ve \*\* ifadeleri sırasıyla değişkenin, %1 ve %5 seviyesinde anlamlı olduğunu belirtmektedir.

Tablo 4'te özetlenen yönetim kurulunda kadın üye olan ve olmayan firmalara ait ortalamalara bakıldığında yönetim kurulunda kadın üye bulunan firmaların, aktif karlılıklarının anlamlı derecede yüksek olduğu görülmektedir. Ayrıca yönetim kurulunda kadın üye bulunan firmaların küçük yatırımcı paylarının daha fazla olduğu daha genç firmalar olduğu dikkat çekmektedir.

Çalışmada, hem kesitsel hem de zamansal etkileri tahminlere dahil etme imkanı bulunan panel veri regresyon modeli kullanılmıştır. Panel veri analizinde hem yatay kesit verileri hem de zaman boyutu olduğu için daha çok veri kullanma fırsatı vardır ve bu durum, tahminlerdeki serbestlik derecesini arttıracak için ekonometrik tahminlerin daha etkin hale gelmesini sağlar (Yıldız, Yalama, & Sevil, 2009).

Çalışmanın amacı doğrultusunda 2010 - 2015 dönemine ilişkin veriler 4 farklı bağımlı değişkenin 2 ayrı cinsiyet değişkeni kullanılarak test edilmesini içeren 8 ayrı model kurulmuştur.

**Model 1a:**

$$ROA_{it} = \beta_0 + \beta_1 DIV_{it} + \beta_2 NEX_{it} + \beta_3 \ln BSIZ_{it} + \beta_4 BHO_{it} + \beta_5 \ln FAGE_{it} + \beta_6 \ln FSIZ_{it} + \beta_7 LEV_{it} + \beta_8 AIP_{it} + \epsilon_{it}$$

**Model 1b:**

$$ROE_{it} = \beta_0 + \beta_1 DIV_{it} + \beta_2 NEX_{it} + \beta_3 \ln BSIZ_{it} + \beta_4 BHO_{it} + \beta_5 \ln FAGE_{it} + \beta_6 \ln FSIZ_{it} + \beta_7 LEV_{it} + \beta_8 AIP_{it} + \epsilon_{it}$$

**Model 2a:**

$$ROA_{it} = \beta_0 + \beta_1 DIV_{it} + \beta_2 NEX_{it} + \beta_3 \ln BSIZ_{it} + \beta_4 BHO_{it} + \beta_5 \ln FAGE_{it} + \beta_6 \ln FSIZ_{it} + \beta_7 LEV_{it} + \beta_8 AIP_{it} + \epsilon_{it}$$

**Model 2b:**

$$ROE_{it} = \beta_0 + \beta_1 DIV_{it} + \beta_2 NEX_{it} + \beta_3 \ln BSIZ_{it} + \beta_4 BHO_{it} + \beta_5 \ln FAGE_{it} + \beta_6 \ln FSIZ_{it} + \beta_7 LEV_{it} + \beta_8 AIP_{it} + \epsilon_{it}$$

**Model 3a:**

$$Q_{it} = \beta_0 + \beta_1 DIV_{it} + \beta_2 NEX_{it} + \beta_3 LnBSIZ_{it} + \beta_4 BHO_{it} + \beta_5 LnFAGE_{it} + \beta_6 LnFSIZ_{it} + \beta_7 LEV_{it} + \beta_8 AIR_{it} + \epsilon_{it}$$

Model 3b:

$$Q_{it} = \beta_0 + \beta_1 DIV_{it} + \beta_2 NEX_{it} + \beta_3 LnBSIZ_{it} + \beta_4 BHO_{it} + \beta_5 LnFAGE_{it} + \beta_6 LnFSIZ_{it} + \beta_7 LEV_{it} + \beta_8 AIR_{it} + \epsilon_{it}$$

Model 4a:

$$CF_{it} = \beta_0 + \beta_1 DIV_{it} + \beta_2 NEX_{it} + \beta_3 LnBSIZ_{it} + \beta_4 BHO_{it} + \beta_5 LnFAGE_{it} + \beta_6 LnFSIZ_{it} + \beta_7 LEV_{it} + \beta_8 AIR_{it} + \epsilon_{it}$$

Model 4b:

$$CF_{it} = \beta_0 + \beta_1 DIV_{it} + \beta_2 NEX_{it} + \beta_3 LnBSIZ_{it} + \beta_4 BHO_{it} + \beta_5 LnFAGE_{it} + \beta_6 LnFSIZ_{it} + \beta_7 LEV_{it} + \beta_8 AIR_{it} + \epsilon_{it}$$

Panel veri analizinde yapılan katsayı tahmininde havuzlandırılmış regresyon (pooled regression) modeli, sabit etkiler (fixed effect) modeli ve rassal etkiler (random effect) modeli olmak üzere 3 ana yöntem kullanılmaktadır (Greene, 2012: 346). Bu doğrultuda, Breusch-Pagan testi ile veri setinin havuzlandırılmış regresyona uygunluğu araştırılmış ve veri setinin havuzlanmak için uygun olmadığı görülmüştür. Veri setinin havuzlanmaya uygun olmadığı tespit edildikten sonra Hausman testi ile sabit etkiler modeli ve rassal etkiler modelinden hangisinin daha uygun olacağı araştırılmıştır. Hausman testinde ki-kare değerinin olasılığı %5'ten küçük olup olmadığına bakılmaktadır. Ki-kare değerinin olasılığı %5'ten küçük ise sabit etkiler modelinin, büyük ise rassal etkiler modelinin kullanımı uygun olacaktır. Hausman testi sonuçlarına göre aktif karlılığı (ROA), Tobin'in q (Q) oranı ve nakit akışı (CF) ile kurulan modellerin sabit etkiler modeline uygun olduğu, özsermaye karlılığı (ROE) ile kurulan modelin ise rassal etkiler modeline uygun olduğu belirlenmiş ve sonuçlar aşağıdaki tabloda özetlenmiştir.

Tablo 5: Hausman Testi Sonuçları

Bağımlı Değişken <sup>§</sup>	Ki-Kare	Olasılık
ROA	16.0937	0.0411
	16.7650	0.0327
ROE	12.0635	0.1484
	12.9122	0.1149
Q	29.0865	0.0003
	33.9854	0.0000
CF	21.9932	0.0049
	21.9593	0.0050

Regresyon analizi sonuçlarının güvenilir olması için serilerin durağan olması gerekmektedir. Bu amaç doğrultusunda Levin-Lin-Chu (LLC) testi ile ortak birim kök süreci, Im-Pesaran-Shin (IPSw) testi ile her bir birim için birim kök süreci ve genelleştirilmiş Dickey-Fuller (ADF) birim kök testiyle serilerde birimlerden bağımsız olarak durağanlık araştırılmıştır. Yönetim kurulundaki üye sayısı (BSIZ), Firmanın Yaşı (FAGE) ve Firma Büyüklüğü (FSIZ) bağımsız değişkenlerinin durağanlaştırılması için serilerin doğal logaritmaları alınmıştır. Yapılan testler sonucu analizde kullanılan veri setinde ortak birim kök süreci ve her bir birim için birim kök süreci bulunmadığı diğer bir ifadeyle serilerin ilgili dönemde durağan olduğu tespit edilmiştir.

Bağımsız değişkenler arasında çoklu doğrusal bağlantı problemi varsa bağımsız değişkenlerin tahmin gücü zayıflayacaktır. Bu bağlamda, çoklu doğrusal bağlantının varlığı, VIF (Varyans Inflation Factors - Varyans Artış Faktörü) incelenerek araştırılmış ve bağımsız değişkenler arasında çoklu doğrusal bağlantı probleminin olmadığı saptanmıştır. Tahmin edilen panel veri regresyon modelinin sonuçlarının güvenilirliği modelin varsayımlarının sağlanıp sağlanmadığının da test edilmesini gerektirmektedir. Bu bağlamda, öncelikle modelin hata terimleri arasında otokorelasyon olup olmadığı Woolridge (2002) testi ile araştırılmış ve hata terimleri arasında otokorelasyon problemi olduğu gözlemlenmiştir. Veriler arasında otokorelasyon probleminin tespit edilmesinin ardından yatay kesit birimlerine ait hata terimlerinin değişken varyanslılık (heteroskedasticity) gösterip göstermediği Değiştirilmiş Wald testi ile araştırılmış ve yatay kesit birimlerine ait hata terimlerinin değişken varyansa sahip olduğu tespit edilmiştir. Kurulan modelin tutarlı ve tarafsız sonuçlar verebilmesi için regresyon modelinin otokorelasyon ve değişken varyanslılık sorunlarından arındırılması gerekmektedir. Stock ve Watson (2008), yatay kesit birimlerine ait hata terimlerinin değişken varyanslılık nedeniyle tarafsız sonuçlar vermesini engelleyen bir tahminleyici geliştirmiştir. Tutarlı değişken varyanslılık standart hatalar (Heteroscedasticity-robust standard errors) yöntemi olarak adlandırılan tahminleyici aynı zamanda sabit etkilerin bulunduğu serilerde otokorelasyon sorununu da gidermektedir (Stock ve Watson: 155-174). Kurulan modellerde değişken varyanslılık ve otokorelasyon problemlerine rastlandığı için Stock ve Watson'ın (2008) tutarlı değişken varyanslılık

§ Dört farklı bağımlı değişken ile kurulan modellerin her birine, yönetim kurulunda kadın üye olup olmadığını gösteren DIV kukla değişkeni ve yönetim kurulundaki kadın üye oranını gösteren DIVP bağımsız değişkeni için ayrı ayrı Hausman Testi yapılmıştır. Her bir bağımsız değişkenin ilk satırı DIV ile yapılan test sonucunu, ikinci satırı DIVP ile yapılan test sonucunu göstermektedir.

standart hatalar yöntemi ile modeller tahmin edilmiştir. Panel veri analizinin sonuçları Tablo 6’da özetlenmiştir.

**Tablo 6: Birinci Aşama Analiz Sonuçları**

	Model 1a: ROA		Model 2a: ROE		Model 3a: Q		Model 4a: CF	
	Katsayı	t İst.	Katsayı	t İst.	Katsayı	t İst.	Katsayı	t İst.
DIV	0.0127	1.54	0.0346	1.87***	-0.3121	-1.89***	0.0098	1.26
NEX	0.0242	0.90	0.0334	0.54	-0.5668	-1.97***	-0.0594	-2.48**
BSIZ	-12.125	-1.50	-10.4265	-0.82	-100.269	-1.00	16.162	2.27**
BHO	-0.0042	-0.13	-0.0132	-0.21	1.6614	1.20	0.0354	0.57
FAGE	0.0551	0.92	0.0242	0.72	0.3256	0.85	0.0630	1.25
FSIZ	0.5314	1.30	0.7031	2.67*	7.1144	1.23	-1.1525	-2.34**
LEV	-0.0385	-4.17*	-0.1253	-4.15*	0.3649	2.23**	-0.0114	-1.22
AIP	-0.2021	-5.65*	-0.3041	-3.49*	-0.3440	-1.05	-0.1865	-3.15***

\*, \*\* ve \*\*\* ifadeleri sırasıyla, bağımsız değişkenin %1, %5 ve %10 seviyesinde anlamlı olduğunu belirtmektedir.

Tablo 6’da cinsiyet çeşitliliğinin bir göstergesi olarak, yönetim kurulunda kadın üye bulunup bulunmadığını belirten DIV kukla değişkeni kullanılmıştır. Model 1a incelendiğinde aktif karlılığı (ROA) ile yalnızca kaldıraç oranı (LEV) ve stok ve maddi duran varlıkların toplam varlıklara oranı (AIP) arasında, %1 anlamlılık seviyesinde anlamlı ve negatif yönlü bir ilişki olduğu göze çarpmaktadır. Diğer bir ifade ile düşük finansal borca sahip firmaların ve varlıkları içinde stokları ve sabit varlıkları düşük oranda yer alan firmaların, analiz dönemi itibarı ile daha yüksek finansal performans gösterdikleri öne sürülebilir. Öte yandan yönetim kurulu üyeleri arasında kadın üye olup olmamasının aktif karlılığına %1, %5 ve %10 anlamlılık seviyesinde bir etkisi olmadığı görülmektedir. Özsermaye karlılığı (ROE) ile kurulan Model 2a’da ise yönetim kurulunda kadın üye bulunmasının özsermaye karlılığı üzerinde %10 anlamlılık düzeyinde ve pozitif yönde bir etkisi bulunduğu saptanmıştır. Buna göre yönetim kurulunda kadın üye bulunduran firmalar, analiz dönemi itibarı ile diğer firmalara kıyasla daha yüksek finansal performans göstermişlerdir. Model 2a’ya ilişkin analiz sonuçlarına göre özsermaye karlılığı (ROE) üzerinde etkili olan diğer değişkenler ise firma büyüklüğü (FSIZ), kaldıraç oranı (LEV) ve stok ve maddi duran varlıkların toplam varlıklara oranı (AIP) olmuştur. Söz konusu değişkenler %1 anlamlılık seviyesinde özsermaye karlılığı (ROE) üzerinde etkiliyken, yalnızca firma büyüklüğü özsermaye karlılığını pozitif yönde etkilemekte; kaldıraç oranı ve stok ve maddi duran varlıkların toplam varlıklara oranı negatif yönde etkilemektedir. Tobinin q oranının test edildiği Model 3a’nın analiz sonuçlarına göre, yönetim kurulunda kadın üye bulunması (DIV) ve yönetim kurulundaki bağımsız üyelerin oranı (NEX), %10 anlamlılık seviyesinde firmanın piyasa değerinin mevcut varlıkları yenileme maliyeti olarak da ifade edilen Tobin’in q oranını (Q) negatif yönde etkilemektedir. Öte yandan Tobin’in q oranı, %5 anlamlılık seviyesinde kaldıraçtan (LEV) pozitif yönde etkilenmektedir. Son olarak Model 4a’nın analiz sonuçlarına göre yönetim kurulunda kadın üye bulunması (DIV), firmanın nakit akışı (CF) üzerinde anlamlı bir etkiye sahip değilken; yönetim kurulundaki bağımsız üyelerin oranı (NEX) ve firma büyüklüğü (FSIZ) %5 anlamlılık seviyesinde ve negatif yönde; yönetim kurulundaki üye sayısı (BSIZ) ise %5 anlamlılık seviyesinde ve pozitif yönde, stok ve maddi duran varlıkların toplam varlıklara oranı (AIP) ise %10 anlamlılık seviyesinde ve negatif yönde etkili olmuştur. Sonuç olarak yönetim kurulunda cinsiyet çeşitliliğinin varlığı incelendiğinde, yönetim kurullarında kadın üye bulunmasının özsermaye karlılığı (ROE) üzerinde pozitif; Tobin’in q oranı üzerinde ise negatif yönlü etkisi olduğu saptanmıştır.

**Tablo 7: İkinci Aşama Analiz Sonuçları**

	Model 1b: ROA		Model 2b: ROE		Model 3b: Q		Model 1b: CF	
	Katsayı	t İst.	Katsayı	t İst.	Katsayı	t İst.	Katsayı	t İst.
DIVP	0.0675	1.81***	0.1311	1.36	-2.1989	-1.60	0.0776	2.03**
NEX	0.0307	1.17	0.0486	0.69	-0.7498	-2.37**	-0.0533	-2.25**
BSIZ	-12.869	-1.57	-10.726	-0.92	-61.666	-0.85	14.625	2.08**
BHO	-0.0078	-0.23	-0.0151	-0.17	1.8204	1.32	0.0293	0.49
FAGE	0.0508	0.82	0.0178	0.53	0.4136	1.18	0.0605	1.21
FSIZ	0.5692	1.34	0.7082	2.65*	5.1452	1.05	-1.0738	-2.34**
LEV	-0.0390	-4.19*	0.1255	-6.96*	0.3824	2.32**	-0.0120	-1.28
AIP	-0.1930	-5.49*	-0.2917	-3.64*	-0.6125	-1.72***	-0.1774	-3.08*

\*, \*\* ve \*\*\* ifadeleri sırasıyla, bağımsız değişkenin %1, %5 ve %10 seviyesinde anlamlı olduğunu belirtmektedir.

Analizin ikinci basamağı olarak, finansal performans göstergeleri yönetim kurulundaki kadın üye oranı (DIVP) ile yeniden analiz edilmiştir. Model 1b’de %10 anlamlılık seviyesinde yönetim kurulundaki kadın üye oranı (DIVP) ile aktif karlılığı (ROA) arasında pozitif yönlü bir ilişki tespit edilmiştir. Aktif karlılığını etkileyen diğer değişkenler ise %1 anlamlılık seviyesinde kaldıraç oranı (LEV) ve maddi duran



varlıkların toplam varlıklara oranı (AIP) olmuş, bu iki değişkenin de finansal performans üzerinde ters yönlü bir etki sahibi olduğu gözlemlenmiştir. Model 2b’de özsermaye karlılığı (ROE) açısından ise %1 anlamlılık seviyesinde firma büyüklüğü (FSIZ) ile pozitif yönde; kaldıraç oranı (LEV) ve maddi duran varlıkların toplam varlıklara oranı (AIP) ile negatif yönde ilişki olduğu gözlemlenmiştir. Model 3b’de Tobin’in q oranı incelendiğinde, %5 anlamlılık seviyesinde, negatif yönlü olarak yönetim kurulundaki üye sayısından (NEX), pozitif yönlü olarak ise kaldıraç oranından (LEV) etkilendiği; %10 anlamlılık seviyesinde ise negatif yönlü olarak maddi duran varlıkların toplam varlıklara oranından (AIP) etkilendiği saptanmıştır. Model 4b’de yönetim kurulundaki kadın üye oranı (DIVP) ve yönetim kurulundaki üye sayısı (BSIZ) %5 anlamlılık seviyesinde, firmanın nakit akışı (CF) üzerinde pozitif yönlü bir etkiye sahiptir. Aynı anlamlılık düzeyinde, bağımsız üye sayısı (NEX) ve firma büyüklüğü (FSIZ), firmanın nakit akışı (CF) üzerinde negatif yönde etkiye sahiptir. Maddi duran varlıkların toplam varlıklara oranı (AIP) ise %1 anlamlılık seviyesinde firmanın nakit akışı (CF) üzerinde negatif yönde bir etkiye sahiptir. Modeller bir arada incelendiğinde yönetim kurullarındaki kadın üye oranındaki artışın, aktif karlılığı (ROA) ve firmaya sağlanan nakit akışı (CF) üzerinde pozitif yönde etki yarattığı gözlemlenmiştir.

### **Sonuç**

Bu çalışmanın amacı yönetim kurulu çeşitliliği ile firma performansı arasındaki ilişkiyi incelemektir. Çalışmada, işletme literatüründe yer alan Kaynak Bağımlılığı Kuramından yola çıkılarak yönetim kurulu çeşitliliğinin firma performansına pozitif yönde katkı yaptığı görüşü esas alınarak incelenmiştir. Yönetim kurulu çeşitliliği ile cinsiyet çeşitliliğine odaklanılmıştır.

SPK’nın 3.1.2014 tarih ve 28871 sayılı Resmî Gazete’de yayınlanarak yürürlüğe giren, Kurumsal Yönetim Tebliği ile yönetim kurullarında görev yapan kadın üye sayısının arttırılmaya çalışması hedeflenmiştir. Bu yasal hedef de çalışmanın yapılması için motive edici bir unsur olmuştur.

Çalışmanın örneklemini 2010-2015 yılları arasında, BİST 100 Endeksi kapsamında borsada işlem gören firmalar oluşturmaktadır. Çalışmada örneklem kapsamındaki firmaların yönetim kurulundaki kadın üye varlığının ve yönetim kurulundaki kadın üyelerin oranının firma performansına etkileri ampirik olarak incelenmiştir.

Çalışmanın örneklemini oluşturan 49 firma incelendiğinde, yıllar itibarıyla yönetim kurulunda kadın üye bulunan firma sayısının ve yönetim kurulundaki kadın üye oranının artan bir trend izlediği, özellikle SPK’nın 3.1.2014 tarihli Kurumsal Yönetim Tebliği’nde, yönetim kurullarında en az %25 oranında kadın üye bulunmasının hedeflenmesi sonucunda, 2014 ve 2015 yıllarında yönetim kurulunda bulunan kadın üye oranının hızlı bir artış gösterdiği dikkat çekmektedir. Ayrıca yönetim kurullarında kadın üye bulunan ve bulunmayan firmaların finansal performans ölçütleri ayrı ayrı incelendiğinde, kadın üye bulunan firmalarda aktif karlılığının anlamlı derecede yüksek olduğu belirlenmiştir. Öte yandan; yönetim kurulunda kadın üye bulunan firmaların, daha küçük yatırımcı paylarına sahip, daha genç firmalar olduğu da görülmüştür.

Yapılan panel veri regresyon analizi sonuçlarına göre, yönetim kurulunda kadın üye bulunmasının firmaların özsermaye karlılığı ve Tobin’in q oranı üzerinde anlamlı bir etkisi olduğu saptanmıştır. Bu etki, özsermaye karlılığında pozitif yönlü olarak gerçekleşmiştir. Yönetim kurulundaki kadın üye oranının ise, aktif karlılığı ve nakit akışı üzerinde anlamlı ve pozitif yönlü bir etki yarattığı gözlemlenmiştir. Ampirik sonuçlar, yönetim kurulunda kadın üye bulunan firmaların, diğer firmalara kıyasla daha yüksek özsermaye karlılığı elde ettiğini göstermektedir. Ayrıca yönetim kurulunda kadın oranının yüksek olan firmaların da daha yüksek aktif karlılığı ve nakit akışına sahip oldukları ileri sürülebilir.

Çalışmada elde edilen ve yukarıda özetlenen sonuçlar, Kaynak Bağımlılığı Kuramının ileri sürmüştüğü tezi desteklemektedir. Gelecek çalışmalarda yeterli analiz dönemi oluştuktan sonra, SPK’nın ilgili tebliğinin etkilerini araştırmak için, 2014 öncesi ve 2014 sonrası ayrı ayrı analiz edilerek, söz konusu tebliğin yönetim kurullarındaki cinsiyet çeşitliliği üzerindeki etkileri ve bu çeşitliliğin finansal performans üzerindeki etkileri araştırılabilir.

### **KAYNAKÇA**

- ADAMS, Renee, FERREIRA, Daniel (2009). “Women in the boardroom and their impact on governance and performance” *Journal of Financial Economics*, Volume 94, pp. 291-309
- ANDERSON, Robert, REEB, David (2003). “Founding-Family Ownership and Firm Performance: Evidence from the S&P 500”, *The Journal of Finance*, Volume 58, Issue 3, pp. 1301-1328
- AYCAN, Zeynep (2004). “Key Success Factors for Women in Management in Turkey”, *Applied Psychology*, Volume 53, Issue 3, pp.453-477
- BONN, Ingrid (2004). “Board Structure and Firm Performance: Evidence From Australia”, *Journal of the Australian and New Zealand Academy of Management*, Volume 10, Issue 1, pp 14-24
- CAMPBELL, Kevin., MINGUEZ-VERA, Antonio (2007). “Gender Diversity in the Boardroom and Firm Financial Performance”, *Journal of Business Ethics*, Volume 83, Issue 3, pp. 435-451
- CARTER, David, SIMKINS, Betty, SIMPSON, Gary (2003). “Corporate Governance, Board Diversity, and Firm Value”, *The Financial Review*, Volume 38, Issue 1, pp 33-53

- CARTER, David, D'SOUZA, Frank, SIMKINS, Betty, SIMPSON, Gary (2010). "The Gender and Ethnic Diversity of US Boards and Board Committees and Firm Financial Performance", *Corporate Governance: An International Review*, Volume 18, Issue 5, pp. 396-414
- ERHARDT, Niclas, WERBEL, James, SHRADER, Charles (2003). "Board of Director Diversity and Firm Financial Performance", *Corporate Governance: An International Review*, Volume 11, Issue 2, pp.102-111
- FAMA, Eugene, JENSEN, Michael (1983). "Separation of Ownership and Control", *Journal of Law and Economics*, Volume 26, Issue 2, pp.301-325
- FARRELL, Kathleen, HERSCH, Philip (2005). "Additions To Corporate Boards: The Effect of Gender", *Journal of Corporate Finance*, Volume 11, pp. 85-106
- GIVOLY, Dan, HAYN, Carla (2000). "The changing time-series properties of earnings, cash flows and accruals: Has financial reporting become more conservative?", *Journal of Accounting and Economics*, Volume 29, Issue 3, pp. 287-320
- HASLAM, Alexander, RYAN, Michelle, KULICH, Clara, TROJANOWSKI, Grzegorz, ATKINS, Cate (2010). "Investing with prejudice: Evidence that the appointment of women to company boards is associated with lower stock-market value but not lower accountancy-based performance", *British Journal of Management*, Volume 21, Issue 2, pp. 487-497
- HILLMAN, Amy, CANNELLA, Albert, PAETZOLD, Ramona (2000). "The Resource Dependence Role of Corporate Directors: Strategic Adaptation of Board Composition in Response to Environmental Change", *Journal of Management Studies*, Volume 37, Issue 2, pp. 235-256
- JOECKS, Jasmin, PULL, Kerstin, VETTER, Karin (2013). "Gender Diversity in the Boardroom and Firm Performance: What Exactly Constitutes a "Critical Mass?"", *Journal of Business Ethics*, Volume 118, Issue 1, pp. 61-72
- JURKUS, Anthony, PARK, Jung, WOODARD, Lorraine (2011). "Women in top management and agency costs", *Journal of Business Research*, Volume 64, Issue 2, pp. 180-186
- KARA, Esen, ERDUR, Duygu, KARABIYIK, Lale (2015), "Effects Of Corporate Governance Level On The Financial Performance Of Companies: A Research On BIST Corporate Governance Index (XKURY)", *Ege Academic Review*, Volume 15, Issue 2, pp.265-274
- KARAYEL, Mete, DOĞAN, Mesut (2014). "Yönetim Kurulunda Cinsiyet Çeşitliliği ve Finansal Performans İlişkisi: BİST 100 Şirketlerinde bir Araştırma", *Suleyman Demirel Üniversitesi The Journal of Faculty of Economics and Administrative Sciences*, Volume 19, Issue 2, pp.75-88
- LEE, Peggy, JAMES, Erika (2007). "She'-e-os: gender effects and investor reactions to the announcements of top executive appointments", *Strategic Management Journal*, Volume 28, Issue 3, pp. 227-241
- LÜCKERATH-ROVERS, Mijntje (2013). "Women on Boards and Firm Performance", *Journal of Management and Governance*, Volume 17, Issue 2, pp. 491-509
- MILLER, Toyah, TRIANA, Maria del Carmen (2009). "Demographic Diversity in the Boardroom: Mediators of the Board Diversity - Firm Performance Relationship", *Journal of Management Studies*, Volume 46, No 5, pp. 755-786
- NGUYEN, Hoa, FAFF, Robert (2007), "Impact of Board Size and Board Diversity on Firm Value: Australian Evidence", *Corporate Ownership & Control*, Volume 4, Issue 2, pp. 24-32
- OCAK, Murat (2013). "Yönetim Kurulu ve Üst Yönetimde Yer Alan Kadınların Finansal Performansa Etkisi: Türkiye'ye İlişkin Bulgular", *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, Sayı 60, pp. 107-125
- PFEFFER, Jeffrey, SALANCIK, Gerald (1978). *The External Control of Organizations: a Resource Dependence Perspective*, Harper & Row Publishers
- SHRADER, Charles, BLACKBURN, Virginia, ILES, Paul (1997). "Journal of Managerial Issues Women In Management And Firm Financial Performance: An Exploratory Study", *Journal of Managerial Issues*, Volume 9, Number 3, pp. 355-372
- STOCK, James, WATSON, Mark (2008), *Introduction To Econometrics*, Second Edition, South-Western
- TRIANA, Maria del Carmen, MILLER, Toyah, TRZEBIATOWSKI, Tiffany (2013). "The double-edged nature of board gender diversity: Diversity, firm performance, and the power of women directors as predictors of strategic change", *Organization Science*, Volume 25, Issue 2, pp.609-632
- VAFAEI, Alireza, AHMED, Kamran, MATHER, Paul (2015). "Board Diversity and Financial Performance in the Top 500 Australian Firms", *Australian Accounting Review*, Volume 25, Issue 4, pp.413-427
- WANG, Yi, CLIFT, Bob (2009). "Is There a "Business Case" for Board Diversity?", *Pacific Accounting Review*, Volume 21, Issue 2, pp. 88-103
- WOOLDRIDGE, Jeffrey (2002), *Econometric Analysis of Cross Section And Panel Data*, MIT Press
- YILDIZ, Mehmet, YALAMA, Abdullah, SEVİL, Güven (2009), "Sermaye yapısı teorilerinin geçerliliğinin test edilmesi: Panel veri analizi kullanılarak İMKB-imalat sektörü üzerinde ampirik bir uygulama", *İktisat, İşletme ve Finans Dergisi*, Volume 24, pp. 25-45