

Yönetim Kurulu ve Üst Yönetimde Yer Alan Kadınların Finansal Performansa Etkisi: Türkiye'ye İlişkin Bulgular

Murat OCAK*

ÖZET

Yönetim kurulu ve üst yönetimde yer alan kadınların finansal performansı pozitif yönde etkilediğine ilişkin teoriler ve ampirik bulgular mevcuttur.

Çalışmamızda, yönetim kurulunda yer alan kadın üyelerin oranının, kadın yönetim kurulu başkanının, yönetim kurulundaki bağımsız üyelerin içindeki kadın üyelerin oranının, üst yönetimde yer alan kadın üyelerin oranının, kadın CEO-genel müdürün finansal performansa etkisi panel veri analizi gerçekleştirilerek araştırılmış ve Türkiye'ye ilişkin ampirik bulgular elde edilmiştir.

Anahtar Kelimeler: Yönetim Kurulu, Üst Yönetim, Cinsiyet, Finansal Performans.

JEL Sınıflandırması: G30, G34, G38.

The Effects of Women in Board of Directors and Top Management on Financial Performance: Evidence From Turkey

ABSTRACT

There are some theories and empirical evidences regarding women in board of directors and top management affect financial performance positively.

In this paper, we investigated the effects of percentage of female members in board of directors, female chairperson, percentage of independent female members in board of directors, percentage of females in top management, female CEO-general manager on financial performance through panel data analysis and empirical findings were obtained regarding Turkey.

Keywords: Board of Directors, Top Management, Gender, Financial Performance.

Jel Classification: G30, G34, G38.

* Dr. Murat Ocak, muratocak@hotmail.com

1. GİRİŞ

Bir işletmede finansal performansı etkileyen birçok faktör olmakla birlikte, son zamanlarda cinsiyetin finansal performansı etkilediği üzerine tartışmalar ve çalışmalar gittikçe artmaktadır.

İşletme genel kurulları, kendisini oluşturan pay sahipleri tarafından kendi çıkarlarını en iyi şekilde gözetecek yönetim kurulunu seçmekte, yönetim kurulu ise işletmenin faaliyetlerini, pay sahiplerinin çıkarları doğrultusunda günlük olarak yerine getirecek yöneticileri belirlemektedir.

Daha farklı bir ifade ile bu üçlü ilişkide, bir yolculuk sırasında pay sahipleri gitmek istenilen yeri seçerken, yönetim kurulu gitmek istenilen yere ulaştıracak en iyi rotayı belirlemekte, yöneticiler ise aracı kullanmaktadır (Sternberg, 2004: 42). Yönetim kurulu sadece en iyi rotayı belirlemekle kalmayıp, aracı kullanan yöneticilere danışmanlık yapmakta yani rehberlik etmekte, ayrıca yoldan sapmaması için onları kontrol edip gözetlemektedir (Rezaee ve Riley, 2010: 138).

Bir takım kurumların yapmış olduğu bazı düzenlemelerde, kadınların yönetim kurulu ve üst düzey yönetimde yer alması gerektiği üzerinde durulmaktadır. Yapılmış olan çalışmalarda yönetim kurulunda ve üst düzey yönetimde yer alan kadınların finansal performansı arttırdığı ampirik olarak gözlemlenmekle birlikte, konuya ilişkin olarak bir takım teorik yaklaşımlar da mevcuttur.

Çalışmamızın odak noktası ve amacı cinsiyetin finansal performans üzerine etkisi olup olmadığını tespit etmektir. Bu doğrultuda; yönetim kurulunda yer alan kadın üyelerin toplam üye sayısına oranı, yönetim kurulu başkanının kadın olması, yönetim kurulundaki kadın bağımsız üyelerin toplam bağımsız üye sayısına oranı, üst yönetimde yer alan kadın yöneticilerin toplam üst yönetici sayısına oranı, CEO/genel müdürün kadın olması ile finansal performans arasındaki ilişki ele alınmıştır.

Çalışmanın takip eden ikinci bölümü, konuya ilişkin teorik yaklaşımlardan, üçüncü bölümü bir takım kurumların konuya ilişkin yapmış olduğu düzenlemelerden, dördüncü bölüm konuya ilişkin uluslararası ve ulusal düzeyde geçmişte yapılmış olan çalışmalardan, beşinci bölüm araştırmanın yönteminden, altıncı bölüm araştırmanın sonuçlarından, yedinci bölüm genel değerlendirmeden ve önerilerden oluşmaktadır.

2. TEORİK ALTYAPI

İki teori, kadınlar ile finansal performans arasındaki ilişkiye odaklanmaktadır. Bu teoriler; vekalet teorisi ve kaynak bağımlılığı teorisidir.

Vekalet teorisi açısından kadınlar, karmaşık durumlara yeni bir bakış açısı ile yaklaşacağından; bu durum strateji geliştirme ve problem çözmede onların uygun bilgisayarlılık göstermelerine neden olacaktır (Francoeur vd., 2008: 84). Bunun yanında, vekalet teorisi temel olarak yönetim kurulunda bağımsız üyeler ile bağımsız olmayan üyeler arasında

bir dengenin bulunması gerektiği üzerinde durmaktadır. Çünkü bu denge içinde yer alan bağımsız üyeler üst düzey yönetimi etkin bir şekilde kontrol edip gözetleyecektir. Yönetim kurulunda, cinsiyet açısından çeşitliliğin olması yönetim kurulunun bağımsızlığını arttıracak ve böylelikle dengeli bir yönetim kurulu oluşacak ve alınan kararların hiçbir birey ya da grup adına alınmamasına neden olacaktır (Bathullah, 2008: 44), (Carter vd., 2003: 37).

Kaynak bağımlılığı teorisine göre ise işletmeler açık bir sistemdir ve çevresi ile karşılıklı etkileşim halindedir. İşletmeler hayatta kalabilmek için diğer işletmeler ve çevre ile bağımlı olmalıdır (Pfeffer ve Salancik; 1978: 43). İşletmelerde yönetim kurulu işletmeye dış çevresi ile bağlantı kurup kaynak sağlayan bir mekanizma görevi üstlenmiştir. Daha açık bir ifade ile yöneticilere danışmanlık ve tavsiye vermek, işletme ve dış çevresi arasındaki bilginin iletimini sağlamak, işletmenin dışından çeşitli konularda destek almasını sağlamak için yönetim kurulu bir kaynak görevi üstlenmiştir. Yönetim kurulunun böyle bir görevi üstlenmesi işletmenin dışa bağımlılığını azaltmasına, çevresel belirsizlikleri ortadan kaldırmasına, çevresi ile etkileşim halinde olup gerçekleşen her türlü olaydan haberdar olduğundan işlem maliyetlerini azaltmasına ve böylelikle finansal performansın arttırılmasına yardımcı olacaktır. Bu yüzden yönetim kuruluna hem içeriden (bağımlı) hem de dışarıdan (bağımsız) üyelerin getirilmesi bağlantıların kurulması, bilginin iletimi, çeşitli konularda destek almayı sağlayan kaynakların elde edilmesi için faydalı olacaktır. Yönetim kurulunda cinsiyet, etnik köken, kültürel altyapı açısından çeşitliliğin arttırılması, yönetim kurulunun bağımsızlığını arttıracaktır. Başka bir açıdan ise, yönetim kurulunda çeşitliliğin arttırılması, işletmenin kaynaklardaki çeşitliliğini arttırmasını sağlayacak (Ayuso ve Argandona, 2007: 5-7) böylelikle işletme performansı artacaktır.

3. KURUMSAL ALTYAPI

Kadınların yönetim kurulunda ve üst düzey yönetimde yer alması gerektiğine ilişkin olarak düzenlemeler çeşitli ülkelerde yayınlanmış olan kurumsal yönetim ilkelerinde ve raporlarında da yer almaktadır.

Fransa'da menkul kıymetler borsasında işlem gören işletmeler için yayınlanmış kurumsal yönetim ilkelerinde, yönetim kurulu üyeleri arasında makul seviyede bir dengenin bulunması gerektiği; bu yüzden bu dengeyi sağlayabilmek için bahsi geçen kurumsal yönetim ilkeleri yayımlandıktan sonraki 3 yıllık periyod içinde işletmelerin yönetim kurullarını en az %20 oranında kadın üyelerden oluşacak şekilde; 6 yıllık periyod içinde ise en az %40 oranında kadın üyelerden oluşacak şekilde tekrar belirlemeleri gerektiği üzerinde durmaktadır (Association Francaise des Enterprises Privees& Mouvement Des Enterprises De France, Corporate Governance Code of Listed Corporations , 2010).

Lüksemburg'ta 2009 yılında yayınlanan kurumsal yönetim ilkelerinde, işletmelerin yönetim kurullarında mümkün olduğu sürece her iki cinsiyetten üyelere yer vermesi önerisi (<http://www.bourse.lu/corporate-governance>, 2013); Norveç'te 2012 yılında yayınlanan kurumsal yönetim düzenlemesinde yönetim kurulunda kadın ve erkek üyeler arasında bir

denge kurulması gerektiği (<http://www.nues.no>, 2013), Singapur'da 2012 yılında yapılan kurumsal yönetişime ilişkin düzenlemede yönetim kurulu ve komitelerde cinsiyet açısından uygun dengenin gözetilmesine özen gösterilmesi gerektiği (The Corporate Governance Council of the Monetary Authority of Singapore (MAS), 2013), Ürdün'de 2012 yılında yayınlanan kurumsal yönetim düzenlemesinde, işletmenin yararına bağımsız kararlar alabilmek için yönetim kurulunda cinsiyet, yaş ve deneyim açısından bir dengenin oluşturulması gerektiği (<http://www.ccd.gov.jo>, 2013); İsveç'te 2010 yılında yayınlanan kurumsal yönetim düzenlemesinde, işletmelerin yönetim kurullarında eşit cinsiyet dağılımına özen göstermeye gayret etmesi (<http://www.corporategovernanceboard.se/>, 2013) vurgulanmaktadır. Polonya'da 2012 yılında yayınlanan kurumsal yönetişime ilişkin düzenlemede, işletmelerin yürütme ve gözetim kurullarında, dengeli oranda kadın ve erkek üyelere yer verilmesi gerektiği (<http://www.corp-gov.gpw.pl/>, 2013), Almanya'da 2010 yılında yapılan kurumsal yönetişime ilişkin düzenlemede işletmelerin çıkar çatışmalarını önlemek gibi bir takım somut hedeflere ulaşılabilmesi için gözetim kurullarında uygun seviyede kadın üyelere yer verilmesinin bir şart olduğu üzerinde durulmaktadır (German Corporate Governance Code, 2013)

Ülkemizde Sermaye Piyasası Kurulu'nun yayınlamış olduğu kurumsal yönetim ilkelerinde 2012 yılına kadar yönetim kurulunda kadın üyelerin yer alması gerektiğine ilişkin bir hüküm olmamakla birlikte; Kurulun 11 Şubat 2012 tarihinde yayınladığı Seri: IV, No:57 sayılı Kurumsal Yönetim İlkelerinin Belirlenmesine ve Uygulanmasına İlişkin Tebliğ'de Değişiklik Yapılmasına Dair Tebliğ ile, “Yönetim kurulunda en az bir kadın üye bulunur” şeklinde düzenlemeye gidilmiştir (<http://www.spk.gov.tr/>, 2013).

4. LİTERATÜR

Konuya ilişkin literatür 4 başlık altında ele alınmaktadır. İlk üç başlık konumuzla doğrudan bağlantılı olup, bunlardan ilki yönetim kurulundaki kadın üyeler ve finansal performans arasındaki ilişki; ikincisi üst düzey yönetimdeki kadınlar ve finansal performans arasındaki ilişki; üçüncüsü ise karma çalışmaların olduğu yönetim kurulundaki ve üst düzey yönetimdeki kadınlar ile finansal performans arasındaki ilişkiye yöneliktir. Dördüncü başlık ise çalışmamızda kontrol değişkeni olarak kullandığımız; yönetim kurulunun bağımsızlığı, büyüklüğü gibi diğer karakteristik özellikleri ile finansal performans arasındaki ilişkiye yöneliktir.

4.1. Yönetim Kurulundaki Kadın Üyeler ve Finansal Performans

Aşağıda, yönetim kurulunda yer alan kadın üyeler ile finansal performans arasındaki ilişkiye yönelik çalışmalar ele alınmıştır.

Carter vd. (2003) 1997 yılını kapsayan 797 işletme üzerine yapmış olduğu çalışmada yönetim kurulunda yer alan kadın üyeler ile finansal performansın göstergesi olan Tobin Q arasında, işletmenin büyüklüğü, yönetim kurulunun büyüklüğü, yönetim kurulunda ikililik

olup olmaması, yönetim kurulu üyelerinin ortalama yaşının doğal logaritmasını, yönetim kurulunda yer alan işletme yönetiminde yer alan üyelerin oranı değişkenlerini kontrol ederek pozitif anlamlı ilişki tespit etmiştir. Yani yönetim kurulunda yer alan kadın üyelerin oranı arttıkça işletmenin performansı artmaktadır sonucuna varmıştır. Carter vd. (2010) 1998-2002 yılları arasında 2563 işletme-yıl veri üzerine yapmış oldukları çalışmada, finansal performansı Tobin Q ve aktif karlılığı değişkeni (ROA) ile ölçümlenmiş; yönetim kurulundaki kadın üye sayısı, denetim komitesindeki kadın üye sayısı, ücretlendirme komitesinde yer alan kadın üye sayısı, atama komitesinde yer alan kadın üye sayısı ve bahsi geçen her bir kurul ve komitelerde yer alan İspanyol kökenli üye sayıları arasındaki ilişkiyi araştırmıştır. Kurul, komitelerde yer alan kadın üye sayıları ve İspanyol üye sayıları ile aktif karlılığı ve Tobin Q değişkenleri arasında anlamlı bir ilişkiye rastlanmamıştır.

Mahadeo vd. (2012) eski bir İngiliz sömürgesi olan Mauritius Menkul Kıymetler Borsasında 39 işletmede yapmış oldukları çalışmada, yönetim kurulundaki çeşitliliği, üyelerin eğitimi, üyelerin yaşı, bağımsız üyelerin oranı, kadın üyelerin oranı olarak ele almış ve finansal performansın göstergesi olan aktif karlılığı arasındaki ilişkiyi araştırmıştır. Yapılan çoklu regresyon analizi sonucunda, yönetim kurulunda yer alan kadın üyelerin oranı ve yönetim kurulu üyelerinin yaşı ile finansal performansın göstergesi olan aktif karlılık arasında pozitif anlamlı ilişkiye rastlanırken, yönetim kurulunda yer alan bağımsız üyelerin oranı ve yönetim kurulunun eğitim seviyesi arasında negatif anlamlı ilişkiye rastlanmıştır. Ayrıca, yönetim kurulundaki kadın üye oranı ve yönetim kurulunun eğitim seviyesi arasında pozitif anlamlı korelasyon olduğu gözlemlenmiştir.

Menteş (2011), 2004-2009 yılları arasında, İstanbul Menkul Kıymetler Borsasında, 123 işletme üzerine yapmış olduğu çalışmada, yönetim kurulunda yer alan kadın üyelerin oranı, yönetim kurulunun büyüklüğü, aktif toplamının logaritması ve yıl ile finansal performansın göstergesi olan aktif karlılığı ve Tobin Q rasyoları arasındaki ilişkiyi çoklu doğrusal regresyon ile araştırmıştır. Finansal performansın göstergesi olan Tobin Q rasyosu ile yönetim kurulunda yer alan kadın üyelerin oranı ile negatif anlamlı ilişkiye rastlanırken, finansal performansın diğer göstergesi olan aktif karlılığı rasyosu ile yönetim kurulunda yer alan kadın üyelerin oranı arasında negatif fakat anlamsız ilişki ile karşılaşılmıştır. Ararat vd. (2010), 2006 yılında İstanbul Menkul Kıymetler Borsasında, İMKB 100 endeksinde işlem gören işletmeler üzerine yapmış olduğu çalışmada, yönetim kurulundaki çeşitliliği, ulusal kimlik, kadın üyeler, bağımsız üyeler, yaş ve eğitim seviyesi şeklinde ele almış; yönetim kurulunun çeşitliliği ile finansal performansın göstergesi olan Tobin Q ve özsermaye karlılığı arasında pozitif ilişki tespit etmiştir.

Shukeri vd. (2012) Malezya'da, 300 işletme üzerine yapmış olduğu çalışmada, yönetim kurulunda yer alan kadın üyelerin oranı ile finansal performansın göstergesi olan özkaynak karlılığı (ROE) arasında anlamlı bir ilişkiye rastlanmamıştır. Pakistanda, Mirza vd. (2012) tarafından 2004-2009 yılları arasında 395 işletme üzerine yapılan çalışmada, yönetim kurulunda yer alan kadın üyelerin oranı ile finansal performansın göstergesi olan aktif

karlılığı ve özsermaye karlılığı arasında negatif anlamlı ilişkiye rastlanmıştır. Dang vd. (2013) tarafından, 70 Amerikan işletmesini ve 103 Fransız işletmesini kapsayan çalışmada, Fransız ve Amerikan işletmelerinde yönetim kurulunda yer alan kadın üyelerin oranı arasında anlamlı bir fark tespit edilirken, yönetim kurulunda yer alan kadın üyelerin oranı ile finansal performansın göstergesi olan Tobin Q arasında anlamlı bir ilişki tespit edilememiştir. Schwizer vd. (2013) tarafından, İtalya'da yapılan 2006-2008 yıllarını ve 246 işletme üzerine yapılan çalışmada, yönetim kurulunda yer alan kadın üyelerin oranı ile piyasa değeri/defter değeri ve sistematik risk arasında anlamlı bir ilişkiye rastlanmamıştır.

4.2. Üst Yönetimdeki Kadınlar ve Finansal Performans

Aşağıda, üst yönetimde yer alan kadınlar ve finansal performans arasındaki ilişkiye yönelik çalışmalara yer verilmiştir.

Smith vd. (2005) Danimarka'da 1993-2001 yılları arasında 2500 işletme-yıl veri üzerine yapmış olduğu çalışmada, üst yönetimde kadınların yer almasının işletmenin finansal performansını arttırdığını fakat etkinin üst yönetimde yer alan kadınların diğer niteliksel özelliklerine göre değiştiğini tespit etmiştir.

Marimuthu ve Kolandaisamy (2009); 2000-2006 yılları arasında Malezya'da en büyük 100 halka açık işletme üzerine yapmış olduğu çalışmada, üst yönetimde yer alan kadınların oranı ile finansal performansın göstergesi olan aktif karlılığı ve özkaynak getiri oranı arasında anlamlı bir ilişkiye rastlanmamıştır.

Darmadi (2012) Endonezya'da 2008-2009 yılları arasında 354 işletme-yıl veri üzerine yapmış olduğu çalışmada, üst yönetimde kadın olup olmaması ile finansal performansın göstergesi olan aktif karlılık arasında negatif anlamlı ilişki tespit ederken; üst yönetimde kadın üyelerin oranı ile finansal performansın göstergesi olan Tobin Q arasında negatif anlamlı ilişki tespit etmiştir.

Dezső ve Ross (2008), 1992-2006 yılları arasında 19509 işletme-yıl veri üzerine yapmış olduğu çalışmada, CEO'nun altında yer alan yönetim takımındaki en az bir kadın yönetici bulunması durumu ile finansal performansın göstergesi olan Tobin Q rasyosu arasında anlamlı ve pozitif ilişki tespit etmişken; CEO'nun kadın olmasının finansal performansa etki ettiğine ilişkin bir bulguya rastlanmamıştır.

4.3. Karma Çalışmalar

Aşağıda, aynı çalışmada yönetim kurulunda ve üst yönetimde yer alan kadınlar ile finansal performans arasında ilişkiyi ele alan çalışmalara yer verilmiştir.

Marimuthu ve Kolandaisamy (2009), 2000-2006 yılları arasında Malezya'da 100 adet finansal kuruluş olmayan işletme üzerine yapmış olduğu çalışmada, yönetim kurulunda ve üst düzey yönetimde yer alan kadın üyelerin oranının, aktif karlılığa etki edip etmediğini araştırmış ve bir ilişki tespit edememiştir.

Gallego-Álvarez ve Garcia-Sánchez (2010), Madrid Borsası'nda 2004-2006 yılları arasında 117 işletme üzerine yapmış oldukları çalışmada, yönetim kurulunda yer alan kadın üyelerin oranı ile Tobin Q ve net aktif karlılığı arasında pozitif ve anlamlı ilişki tespit ederken; üst yönetimde yer alan kadınların oranı ile hiçbir performans göstergesi arasında anlamlı ilişkiye rastlamamıştır. Ayrıca; toplam pay sahipliği içinde kadın sahipliği oranı ile net aktif karlılığı arasında negatif anlamlı ilişkiye rastlanmıştır.

Özatac (2011), 2005-2008 yılları arasında 16 banka üzerine yapmış olduğu çalışmada; yönetim kurulunda ve üst yönetimde yer alan kadınların sayısı ile aktif karlılıkları arasında herhangi bir ilişkiye rastlamamıştır.

4.4. Farklı Karakteristik Özellikler ve Finansal Performans

Yönetim kuruluna ilişkin farklı karakteristik özelliklerin de finansal performansa etki edeceği tartışılmaktadır. Bu karakteristik özellikler; yönetim kurulunun bağımsızlığı, yönetimde ikililik yani yönetim kurulu başkanı ile CEO/genel müdürün aynı kişi olması durumu, yönetim kurulunun toplantı sayısı, yönetim kurulunun büyüklüğü başlıklarından oluşmaktadır. Bu başlıklara ilişkin ampirik çalışmalar aşağıda ele alınmıştır.

Chiang ve Lin (2011), Tayvan'da 2008 yılında 1194 işletme üzerine yapmış olduğu çalışmada, yönetimde ikililiğin olması durumu ile finansal performansın göstergesi olarak ele aldıkları; aktif karlılığı arasında negatif ilişkiye rastlamışlardır. Benzer ilişkiye; Ho (2011), yine Tayvan'da 2005-2009 yılları arasında hayat sigortası işletmeleri üzerine yapmış olduğu çalışmada yönetimde ikililik olması durumu ile finansal performans arasında negatif ilişkiye rastlamıştır.

Elsayed (2011) ise; Mısır'da 2000-2004 yıllarını ve 356 işletmeyi kapsayan çalışmada, CEO ile yönetim kurulu başkanının aynı kişi olmadığı işletmelerde yönetim kurulu büyüklüğü ile finansal performans arasında pozitif ilişkiye rastlamıştır.

Khan ve Awan (2012), Pakistan'da 91 işletme üzerine yapmış olduğu analizde; bağımsız yönetim kurulu üyesine sahip işletmelerin bağımsız üyeye sahip olmayan işletmelere göre daha iyi finansal performans gösterdiğini tespit etmiştir.

Ferrer ve Banderlipe II (2012), Filipinler'de yapmış olduğu finansal performans ile yönetim kurulu büyüklüğü, yönetim kurulunun bağımsızlığı, yönetimde ikililik arasında anlamlı bir ilişkiye rastlamamıştır. Shukeri vd. (2012), finansal performansın göstergesi olarak aktif karlılık ile yönetim kurulunun büyüklüğü, yönetim kurulunun bağımsızlığı, yönetimde ikililik arasında ilişkiyi araştırmış, yönetim kurulunun büyüklüğü ile aktif karlılık arasında pozitif; yönetim kurulunun büyüklüğü ile aktif karlılık arasında negatif anlamlı ilişkiye rastlamıştır.

Ntim ve Osei (2011), Güney Afrika'da 2002-2007 yılları arasında 169 işletme üzerine yapmış oldukları çalışmada yönetim kurulu toplantı sayısı ile finansal performans arasında pozitif anlamlı ilişkiye rastlamıştır.

5. ARAŞTIRMANIN YÖNTEMİ

Aşağıda konuya ilişkin hipotezler, araştırmanın modeli ve analiz yöntemi, değişkenlerin ölçümü, örneklem seçimi ve veri toplama prosedüründen bahsedilmiştir.

5.1. Hipotezler

Vekalet ve kaynak bağımlılığı teorisi açısından ve ülkemizdeki kurumsal yönetim düzenlemesine giren -Yönetim kurulunda en az bir kadın üye bulunur- maddesinden yola çıkarak; ayrıca literatürde Carter vd. (2003), Mahadeo vd. (2012), Smith vd. (2005), Dezső ve Ross (2008), Gallego-Álvarez ve Garcia-Sánchez (2010) 'in elde ettiği bulguları da dikkate alarak aşağıda yönetim kurulunda ve üst yönetimde kadınlar ile finansal performans arasında 5 farklı hipotez kurulmuştur.

H₁ : Yönetim kurulundaki kadın üyelerin oranı ile finansal performansın göstergesi olan aktif karlılık arasında pozitif ilişki mevcuttur.

H₂ : Yönetim kurulu başkanının kadın olması ile finansal performansın göstergesi olan aktif karlılık arasında pozitif ilişki mevcuttur.

H₃ : Üst yönetimdeki kadınların oranı ile finansal performansın göstergesi olan aktif karlılık arasında pozitif ilişki mevcuttur.

H₄ : CEO/genel müdürün kadın olması ile finansal performansın göstergesi olan aktif karlılık arasında pozitif ilişki mevcuttur.

H₅ : Yönetim kurulunda kadın bağımsız üyelerin oranı ile finansal performansın göstergesi olan aktif karlılık arasında pozitif ilişki mevcuttur.

5.2. Model ve Analiz Yöntemi

Çalışmamızda kadınların finansal performans üzerine etkisi tespit edilirken, panel veri analizi gerçekleştirilmiştir. Çalışmada dengeli panel set kullanılmıştır. Çalışmadaki analiz gerçekleştirilirken, Stata ve Eviews programları kullanılmıştır.

Panel veri analizinde yapılan katsayı tahmininde klasik yaklaşım olarak da adlandırılan havuzlandırılmış regresyon modeli, sabit etkiler modeli ve rastsal etkiler modeli olmak üzere 3 ana yaklaşım mevcuttur (Greene, 2012: 346). Analizde, sabit etkiler ile rastsal etkiler yaklaşımından hangisinin seçileceğine ilişkin karar verirken Hausman Testi gerçekleştirilmiştir. Bu test ile rastsal etkiler yaklaşımına göre tespit edilen katsayılar ile sabit etkiler yaklaşımına göre tespit edilen katsayılar karşılaştırılmakta, eğer katsayılar arasında anlamlı bir ilişki tespit edilemezse ($p > 0.05$) rastsal etkiler yaklaşımının, eğer anlamlı bir ilişki mevcutsa ($p < 0.05$) sabit etkiler yaklaşımının kullanılması gerektiği belirtilmektedir (<http://dss.princeton.edu/>, 2012) Hipotezlerin testi bölümünde görüldüğü üzere, Hausman Testi sonucu sabit etkiler yaklaşımı kullanılması gerektiğine karar verilmiştir.

Her regresyon analizinde olduğu gibi, panel veri analizinde de kullanılan her 3

yaklaşımında da bir takım temel varsayımların olması analizin sağlıklı olması için gereklidir. Bu varsayımlar, hata teriminin birim içerisinde ve birimlere göre sabit varyansa sahip olması ve birim içinde hata terimlerinin ilişkisiz olması ve birimler arasında hata terimlerinin ilişkisiz olması (birimler arası korelasyon&yatay kesit bağımlılık&uzamsal korelasyon) ve değişkenler arasında çoklu doğrusallık olmamasıdır (Tatoğlu, 2012: 199).

Panel veri analizinde sabit etkiler yaklaşımı kullanıldığından dolayı otokorelasyonun olup olmadığını test etmek amacı ile Bhargava-Franzini-Narendranathan'ın Durbin-Watson testi kullanılmıştır. Test sonucu anlamlı ise,"modelde otokorelasyon vardır" sonucuna varılmaktadır. Sabit etkiler yaklaşımında birimler arası korelasyon olup olmadığını test etmek amacı ile Pesaran testi kullanılmaktadır. Test sonucu anlamlı çıkarsa modelde birimler arası korelasyon vardır sonucuna varılmaktadır. Sabit etkiler yaklaşımında, modelde değişen varyans olup olmadığını tespit etmek amacı ile Değiştirilmiş Wald Testi kullanılmaktadır. Test sonucu anlamlı çıkarsa, modelde değişen varyans sorunu mevcuttur sonucuna varılacaktır (Tatoğlu, 2012: 200-228). Çoklu doğrusallığın olup olmadığını test etmek amacı ile ise, korelasyon katsayıları tablosuna bakılmıştır. İki değişken arasındaki korelasyon katsayısının 1'e yakın olması (0.80 üstü) çoklu doğrusallığın olduğuna işaret eder (Alpar, 2003: 299-302).

Modellerde değişen varyans, otokorelasyon ve birimler arası korelasyon problemi mevcut olduğu zaman, standart hataların, t ve f istatistiklerinin, R2'nin ve güven aralıklarının geçerliliği etkilenmektedir. Bu durumda, modellerde değişen varyans, otokorelasyon ve birimler arası korelasyonun en az biri varsa parametre tahminlerine dokunulmadan standart hatalar düzeltilmeli yani dirençli standart hatalar elde edilmelidir. Standart hataları düzeltmek için birçok yöntem geliştirilmiştir. Modelde sadece değişen varyans problemi mevcut ise White Tahmincisi olarak da adlandırılan Huber-Eicker-White Tahmincisi, hem değişen varyans hem de otokorelasyon problemi mevcut ise Arellano-Froot-Rogers tahmincisi; değişen varyans, otokorelasyon ve birimler arası korelasyon probleminin üçü de mevcutsa Driscoll-Kraay Tahmincisi kullanılarak standart hatalar düzeltilmekte böylece değişen varyans, otokorelasyon ve birimler arası korelasyon probleminin önüne geçilmeye çalışılmaktadır (Tatoğlu, 2012: 241-249).

Çalışmada kullanılan model ampirik olarak aşağıda izah edilmiştir.

$$ROA_{it} = \beta_0 + \beta_1 YKKUO_{it} + \beta_2 YKBK_{it} + \beta_3 UYKO_{it} + \beta_4 CEOK_{it} \\ + \beta_5 YKBKUO_{it} + \beta_6 IKILI_{it} + \beta_7 YKBUO_{it} + \beta_8 YKT_{it} + \beta_9 YKUS_{it} \\ + \beta_{10} IY_{it} + \beta_{11} FK_{it} + \beta_{12} LNAB_{it} + \varepsilon_{it}$$

5.3. Değişkenlerin Ölçümü

Çalışmada, bağımlı değişkenimiz olan finansal performans, işletmelerin aktif karlılığı (ROA) ile ölçümlenmiştir.

Bağımsız değişkenlerimiz; yönetim kurulunda yer alan kadın üyelerin toplam üye

sayısına oranı (YKKUO), yönetim kurulu başkanının kadın olup olmaması(YKKBK), yönetim kurulundaki kadın bağımsız üyelerin toplam bağımsız üye sayısına oranı (YKBUO), üst yönetimde yer alan kadın yöneticilerin toplam üst yönetici sayısına oranı (UYKO), Ceo/Genel müdürün kadın olup olmaması (CEOK) olarak ele alınmıştır.

Kontrol değişkeni olarak ise, yönetim kurulu başkanı ile Ceo/Genel Müdürün aynı kişi olup olmaması (IKILI), yönetim kurulunda yer alan bağımsız üyelerin toplam üye sayısına oranı (YKBUO), yönetim kurulu toplantı sayısı (YKT), yönetim kurulu toplam üye sayısı (YKUS), işletmenin yaşı (IY), finansal kaldıraç oranı (FK) ve işletmenin büyüklüğünü temsil eden aktif büyüklüklerin doğal logaritması (LNAB) kullanılmıştır.

5.4. Örneklem Seçimi ve Veri Toplama Prosedürü

Çalışmamızda bağımlı, bağımsız ve kontrol değişkenlerine ilişkin veriler toplanırken, işletmelerin yayınlamış olduğu kurumsal uyum raporlarından, yıllık faaliyet raporlarından ve işletmelerin internet sitelerinden, Finnet Mali Analiz programından ve işletmelerin finansal tablolarından yararlanılmıştır.

Dengeli panel sette yer alan işletmeler arasında, holdingler, bankalar, sigorta şirketleri, aracı kurumlar, yatırım ortaklıkları, yatırım fonları, finansal kiralama, faktoring, girişim sermayesi şirketleri; maden, doğalgaz, petrol çıkaran işletmeler yer almamaktadır. Bu işletmeler çıkarıldıktan sonra 2008-2012 yılları arasında her yıl 101 işletme olmak üzere, toplamda 505 işletme-yıl veri bulunmaktadır.

6. ARAŞTIRMANIN SONUÇLARI

Aşağıda konuya ilişkin tanımlayıcı istatistikler, korelasyon katsayıları tablosu ve hipotezlerin testi ele alınmıştır.

6.1. Tanımlayıcı İstatistik

Bağımlı, bağımsız ve kontrol değişkenlerine ilişkin tanımlayıcı istatistikler Tablo 1'de olduğu gibidir.

Tablo 1. Tanımlayıcı İstatistik

	ROA	YKBKUO	YKBK	YKKUO	UYKO	CEOK	LNAB
Ort.	3.865	0.013	0.085	0.104	0.121	0.053	19.779
Ortanca	3.855	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	19.538
Maksi.	47.52	0.500	1.000	0.714	8.000	9.000	23.656
Mini.	-53.022	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	15.863
Std. Sap	9.845	0.078	0.279	0.128	0.384	0.439	1.5814
Gözlem	505	505	505	505	505	505	505
	İKILI	YKBUO	YKT	YKUS	FK	IY	
Ort.	0.079	0.101	24.150	7.039	45.706	36.396	
Ortanca	0.000	0.000	23.000	7.000	45.290	38.000	
Maksi.	1.000	0.571	89.000	15.000	165.000	77.000	
Mini.	0.000	0.000	4.000	3.000	1.060	5.000	
Std. Sap	0.270	0.146	13.325	1.961	24.849	14.323	
Gözlem	505	505	505	505	505	505	

YKKUO: yönetim kurulunda yer alan kadın üyelerin toplam üye sayısına oranı, **YKBK:** yönetim kurulu başkanının kadın olup olmaması, **YKBKUO:** yönetim kurulundaki kadın bağımsız üyelerin toplam bağımsız üye sayısına oranı, **UYKO:** üst yönetimde yer alan kadın yöneticilerin toplam üst yönetici sayısına oranı, **CEOK:** Ceo/Genel müdürün kadın olup olmaması, **İKILI:** yönetim kurulu başkanı ile Ceo/Genel Müdürün aynı kişi olup olmaması, **YKBUO:** yönetim kurulunda yer alan bağımsız üyelerin toplam üye sayısına oranı, **YKT:** yönetim kurulu toplantı sayısı, **YKUS:** yönetim kurulu toplam üye sayısı, **IY:** işletmenin yaşı, **FK:** finansal kaldıraç oranı, **LNAB:** işletmenin büyüklüğünü temsil eden aktif büyüklüklerin doğal logaritması, **ROA:** Aktif Karlılık

505 işletme-yıl veride yapılan tanımlayıcı istatistikte, yönetim kurullarında kadın üye oranı(YKKUO) ortalama %10,49 iken; üst düzey yönetimdeki kadın üye oranı (UYKO) ortalama %12, 12'dir. Yönetim kurulundaki bağımsız üyeler içindeki kadın bağımsız üyelerin oranı (YKBKUO) ise %1,3'tür. 505 işletme-yıl veri içerisindeki 40 adet işletme-yıl veride ikililiğe (İKILI) rastlanırken, 43 adet işletme-yıl veride yönetim kurulu başkanı kadın (YKBK), 40 adet işletme-yıl veride Ceo/genel müdür kadın (CEOK)'dir.

6.2. Korelasyon Katsayıları

Tablo 2'de kullanılan değişkenler arasındaki korelasyon katsayıları yer almaktadır.

Korelasyon katsayıları tablosu hipotezlerin testinde kullanılabileceği gibi, çalışmamızda gerçekleştireceğimiz panel data analizinde, otokorelasyon olup olmadığını tespit etmek amacı kullanılmıştır. Değişkenler arasındaki korelasyona baktığımız zaman hiçbir değişkenin arasında 0.80'in üzerinde anlamlı bir korelasyon olduğuna ilişkin bulgu mevcut değildir. Bu yüzden datalar arasında otokorelasyon olmadığı sonucuna varabiliriz.

Tablo 2. Korelasyon Katsayıları Tablosu

	ROA	YKBK	YKKUO	YKBKUO	UYKO	CEOK	IKILI	YKT	YKUS	YKBUO	FK	IY	LNAB
ROA	1.000												
YKBK	-0.080*	1.000											
YKKUO	0.062	0.162***	1.000										
YKBKUO	-0.039	-0.052	0.092**	1.000									
UYKO	0.032	-0.034	0.030	-0.024	1.000								
CEOK	-0.023	-0.037	0.014	0.180*	0.078***	1.000							
IKILI	-0.061	-0.089**	0.022	0.042	-0.009	-0.035	1.000						
YKT	-0.060	0.252***	0.131***	0.064	-0.036	0.084*	-0.098**	1.000					
YKUS	0.176***	0.048	0.030	0.009	-0.041	-0.011	0.005	-0.042	1.000				
YKBUO	-0.060	-0.001	-0.153*	0.256*	0.072	0.161*	0.136*	0.013	0.114**	1.000			
FK	-0.412***	-0.047	-0.077*	0.159***	0.073*	0.161***	-0.029	0.108**	-0.120***	0.067	1.000		
IY	0.213***	0.014	0.106**	-0.096**	0.043	0.073*	0.010	-0.008	0.100**	-0.010	-0.094**	1.000	
LNAB	0.138***	-0.038	-0.100**	0.073*	-0.047	0.077*	-0.033	0.078*	0.426***	0.190***	0.128***	0.188***	1.000

YKKUO: yönetim kurulunda yer alan kadın üyelerin toplam üye sayısına oranı, **YKBK:** yönetim kurulu başkanının kadın olup olmaması, **YKBKUO:** yönetim kurulundaki kadın bağımsız üyelerin toplam bağımsız üye sayısına oranı, **UYKO:** üst yönetimde yer alan kadın yöneticilerin toplam üst yönetici sayısına oranı, **CEOK:** Ceo/Genel müdürün kadın olup olmaması, **IKILI:** yönetim kurulu başkanı ile Ceo/Genel Müdürün aynı kişi olup olmaması, **YKBUO:** yönetim kurulunda yer alan bağımsız üyelerin toplam üye sayısına oranı, **YKT:** yönetim kurulu toplantı sayısı, **YKUS:** yönetim kurulu toplam üye sayısı, **IY:** işletmenin yaşı, **FK:** finansal kaldıraç oranı, **LNAB:** işletmenin büyüklüğünü temsil eden aktif büyüklüklerin doğal logaritması, **ROA:** Aktif Karlılık

%90 GÜVENİLİR ** %95 GÜVENİLİR *** %99 GÜVENİLİR

6.3. Hipotezlerin Testi

Çalışmada dengeli panel set kullanılmıştır. Panel veri analizinde gerçekleştirilen katsayı tahmininde ilk olarak kullanılacak yaklaşımın tespit edilmesi gerekmektedir. Sabit, rassal etkiler yaklaşımından hangisinin kullanılacağını tespit ederken, Hausman Testi gerçekleştirilmiştir. Hausman Testine ilişkin sonuçlar, Tablo 3'te olduğu gibidir.

Tablo 3. Kullanılacak Yaklaşımın Belirlenmesine İlişkin Test

Hausman Test			
Test Summary	Chi-Sq. Statistic	Chi-Sq. d.f.	Prob.
Cross-section random	21.424393	12	0.0445

Hausman testi sonucu elde edilen olasılık değeri 0.05'ten küçük olduğundan analizde sabit etkiler yaklaşımının kullanılmasına karar verilmiştir.

Sabit etkiler yaklaşımının kullanılmasına karar verildikten sonra, modelde değişen varyans, otokorelasyon ve birimler arası korelasyon olup olmadığını test etmek amacı ile sırası ile Değiştirilmiş Wald Testi, Değiştirilmiş Bhargava-Durbin Watson Testi ve Pesaran Testi gerçekleştirilmiştir.

Tablo 4. Varsayımların Testi

Modified Wald test for groupwise heteroskedasticity in fixed effect regression model	
chi2 (101)	Prob>chi2
35449.43	0.000
Modified Bhargava et al. Durbin-Watson Test for Autocorrelation	
1.6870053	
Pesaran's test of cross sectional independence	
P Value	1.63

Testlerin sonucunda, modelde değişen varyans ve otokorelasyon problemi olduğu sonucuna varılmış; birimler arası korelasyon olduğuna ilişkin bir bulguya rastlanmamıştır.

Modelde; değişen varyans ve otokorelasyon problemi ile karşılaşıldığı zaman, Arellano-Froot-Rogers tahmincisi kullanılarak standart hatalar düzeltilmekte ve sonuçlar bu şekilde yorumlanmaktadır.

Tablo 5. Modele İlişkin Sonuçlar

Fixed-effects (within) regression with with Robust Standard Errors				
Gözlem Sayısı =	505		Grup Sayısı =	101
ROA	Coef.	Robust Standart Error	t-statistics	P> t
<i>Bağımsız Değişkenler</i>				
YKKUO	9.95100	5.54978	1.79	0.076
YKBK	0.70584	2.92544	0.24	0.810
YKBKUO	6.32024	6.32832	1.00	0.320
CEOK	-0.61656	0.34546	-1.78	0.077
UYKO	0.94049	0.33312	2.82	0.006
<i>Kontrol Değişkenleri</i>				
YKBUO	-5.93931	2.34774	-2.53	0.013
İKİLİ	-3.16376	3.96058	-0.80	0.426
YKUS	0.37829	0.37986	1.00	0.322
YKT	-0.10687	0.05672	-1.88	0.062
LNAB	4.92879	2.59065	1.90	0.060
FK	-0.18309	0.04824	-3.79	0.000
IY	0.45796	0.43534	1.05	0.295
Cons	-102.42000	40.72700	-2.51	0.014
R²	within :0.11. between:0.20 . overall:0.14		Prob>F	0.0001
YKKUO: yönetim kurulunda yer alan kadın üyelerin toplam üye sayısına oranı, YKBK: yönetim kurulu başkanının kadın olup olmaması, YKBKUO: yönetim kurulundaki kadın bağımsız üyelerin toplam bağımsız üye sayısına oranı, UYKO: üst yönetimde yer alan kadın yöneticilerin toplam üst yönetici sayısına oranı, CEOK: Ceo/Genel müdürün kadın olup olmaması, İKİLİ: yönetim kurulu başkanı ile Ceo/Genel Müdürün aynı kişi olup olmaması , YKBUO: yönetim kurulunda yer alan bağımsız üyelerin toplam üye sayısına oranı , YKT: yönetim kurulu toplantı sayısı, YKUS: yönetim kurulu toplam üye sayısı, IY: işletmenin yaşı, FK: finansal kaldıraç oranı, LNAB: işletmenin büyüklüğünü temsil eden aktif büyüklüklerin doğal logaritması, ROA: Aktif Karlılık				

Yönetim Kurulunda Yer Alan Kadın Üyelerin Oranı ve Finansal Performans: Yönetim kurulundaki kadın üyelerin oranı ile finansal performansın göstergesi olan aktif karlılık arasında pozitif ilişki mevcuttur şeklinde kurmuş olduğumuz hipotez (H_1) çerçevesinde yapılan analiz sonucunda elde edilen katsayının yönü pozitif olup (9.95101) anlamlıdır (0.076). Yönetim kurulunda yer alan kadın üyelerin oranı arttıkça finansal performansın göstergesi olan aktif karlılık artmaktadır. Bu durumda H_1 'i kabul etmiş bulunmaktayız.

Yönetim Kurulu Başkanının Kadın Olması ve Finansal Performans: Yönetim kurulu başkanının kadın olması ile finansal performansın göstergesi olan aktif karlılık arasında pozitif ilişki mevcuttur şeklinde kurmuş olduğumuz hipotez (H_2) çerçevesinde yapılan analiz sonucu elde edilen katsayının yönü pozitif olup (.7058466) anlamsızdır (0.810). Katsayının yönü beklentimiz yönünde olmasına karşılık anlamsız çıktığı için H_2 'yi reddetmiş bulunmaktayız.

Üst Yönetimdeki Kadınların Oranı ve Finansal Performans: Üst yönetimdeki kadınların oranı ile finansal performansın göstergesi olan aktif karlılık arasında pozitif ilişki

mevcuttur şeklinde kurmuş olduğumuz hipotez (H_3) çerçevesinde yapılan analiz sonucunda elde edilen katsayının yönü pozitif olup (.9404919) anlamlıdır (0.006). Bu durumda üst yönetimde yer alan kadın sayısının toplam üst yönetici sayısına oranı arttıkça finansal performansın göstergesi olan aktif karlılık artmaktadır. Bu yüzden H_3 'ü kabul etmiş bulunmaktayız.

CEO/Genel Müdürün Kadın Olması Durumu ve Finansal Performans: CEO/genel müdürün kadın olması ile finansal performansın göstergesi olan aktif karlılık arasında pozitif ilişki mevcuttur şeklinde kurmuş olduğumuz hipotez (H_4) çerçevesinde yapılan analiz sonucu elde edilen katsayının yönü (-.6165669) negatif olup anlamlıdır (0.077). Yani CEO/Genel Müdürün kadın olan işletmelerde finansal performansın göstergesi olan aktif karlılık kadın olmayan işletmelere göre daha azdır. Aralarında negatif anlamlı ilişki olmasına karşılık H_4 'ü reddetmiş bulunmaktayız.

Yönetim Kurulunda Yer Alan Kadın Bağımsız Üyelerin Toplam Bağımsız Üyelere Oranı ve Finansal Performans: Yönetim kurulunda kadın bağımsız üyelerin oranı ile finansal performansın göstergesi olan aktif karlılık arasında pozitif ilişki mevcuttur şeklinde kurmuş olduğumuz hipotez (H_5) çerçevesinde yapılan analiz sonucunda elde edilen katsayının yönü pozitif olup (6.320247), anlamsızdır (0.320). Katsayı beklentimiz yönünde olmasına karşılık anlamsız olduğu için H_5 'i reddetmiş bulunmaktayız.

Kontrol Değişkenleri ve Finansal Performans: Kontrol değişkeni olarak kullandığımız yönetim kurulunda yer alan bağımsız üyelerin oranı, yönetim kurulu toplantı sayısı ve finansal kaldıraç oranı ile finansal performansın göstergesi olan aktif karlılık arasında negatif anlamlı ilişkiye rastlanmıştır. Yani yönetim kurulunda yer alan bağımsız üyelerin oranı, toplantı sayısı ve finansal kaldıraç oranı arttıkça aktif karlılık azalmaktadır. İşletmenin büyüklüğü ile finansal performansın göstergesi olan aktif karlılık arasında pozitif anlamlı ilişkiye rastlanmıştır. Yani işletmenin büyüklüğü arttıkça aktif karlılıkta artmaktadır.

Yönetim kurulu toplam üye sayısı, işletmenin yaşı, yönetimde ikililik değişkenleri ile finansal performansın göstergesi olan aktif karlılık arasında anlamlı bir ilişkiye rastlanmamıştır.

7. DEĞERLENDİRME VE ÖNERİLER

Çalışmada; yönetim kurulunda ve üst yönetimde kadınlar ile finansal performansın göstergesi olan aktif karlılık arasındaki ilişkiye yönelik bulgulara rastlanmaktadır.

Yönetim kurulunda ve üst yönetimde yer alan kadınların oranı arttıkça, finansal performansın göstergesi olan aktif karlılık artmasına karşılık; CEO/Genel müdürün kadın olması ile finansal performansın göstergesi olan aktif karlılık arasında negatif anlamlı ilişki olduğu gözlemlenmiştir. Yönetim kurulu başkanının kadın olması ve yönetim kurulundaki kadın bağımsız üyelerin oranı ile finansal performansın göstergesi olan aktif karlılık arasında pozitif, fakat anlamsız bir ilişki olduğu gözlemlenmiştir. Elde edilen iki bulgu olan yönetim kurulunda ve üst yönetimde yer alan kadın üyelerin oranı ile aktif karlılık arasında pozitif anlamlı ilişki olması, hem kadınların finansal performansı arttırdığına ilişkin bir gösterge;

hem de işletme yönetimleri, menkul kıymet borsası ve sermaye piyasası kurulu gibi düzenleyici kuruluşların dikkate alması gereken bir durumdur.

Çalışma, yönetim kuruluna bağlı olan komiteler olan denetim komitesi ve kurumsal yönetim komitesinde yer alan kadın üyelerin oranı ile finansal performansın göstergesi olarak ele aldığımız aktif karlılık arasındaki ilişkiye yönelik olarak geliştirilebilir. Finansal performansın göstergesi olarak aktif karlılığın dışında, Tobin Q, özkaynak karlılığı (ROE) rasyoları gibi farklı finansal performans rasyoları kullanılabilir.

KAYNAKLAR

- Alpar, Reha (2003), Uygulamalı Çok Değişkenli İstatistiksel Yöntemlere Giriş 1, Değiştirilmiş ve Genişletilmiş 2. Baskı, Nobel Yayınevi.
- Ararat, Melsa-Aksu, Mine-Çetin, Ayşe Tansel (2010), "Impact of Board Diversity on Boards's Monitoring Intensity and Firm Performance: Evidence From The Istanbul Stock Exchange", 17th Annual Conference of The Multinational Finance Society, New Jersey: Multinational Finance Society, pp.1-33.
- Association Francaise des Enterprises Privees & Mouvement Des Enterprises De France, Corporate Governance Code of Listed Corporations (2010), http://www.ecgi.org/codes/documents/afep_medef_cgcode_listed_corporatins_20apr2010_en.pdf, (06.10.2011).
- Ayuso, Silvia-Argandona, Antonia (2007), "Responsible Corporate Governance: Towards A Stakeholder Board of Directors", University of Navarra, Responsibility and Corporate Governance, Working Paper, No. 701, pp. 2-7.
- Batullah, Hanoku (2008), Board Characteristics and Firm Performance: Evidence From New Zealand, Unpublished Ph.d Thesis, AUT University, pp.44.
- Carter, David A.-D'Souza, Frank-Simkins, Betty J.-Simpson, W. Gary (2010) "The Gender and Ethnic Diversity of US Boards and Board Committees and Firm Financial Performance", Corporate Governance: An International Review, Vol. 18 No. 5, pp.396-414.
- Carter, David A.-Simkins, Betty J.-Simpson, W. Garry (2003) "Corporate Governance, Board Diversity and Firm Value", The Financial Review, No.38, pp.37.
- Chiang, Hsiang-Tsai-Lin, Mei-Chih (2011), "Examining Board Composition and Firm Performance", The International Journal of Business and Finance Research, Vol.5, No.3, pp.15-27.
- Dang, Rey; Nguyen, Duc Khuong; Vo, Linh-Chi (2013), "Women on Corporate Boards and Firm Performance: A Comparative Study", <http://events.emlyon.com/AFFI/Papers/252.pdf>, (9.07.2013).
- Darmadi, Salim (2012), "Do Women in Top Management Affect Firm Performance? Evidence From Indonesia, The International Journal of Business in Society, pp.1-34.

- Dezső, Cristian L.-Ross, David Gaddis (2008), ““Girl Power”: Female Participation in Top Management and Firm Performance”, University of Maryland, Robert H. Smith School of Business, Working Paper No. RHS-06-104, pp.1-37.
- Elsayed, Khaled (2011), “Board Size and Corporate Performance: The Missing Role of Board Leadership Structure”, *Journal of Management and Governance*, Vol.15, p.415-446.
- Francoeur, Claude-Labelle, Real-Sinclair- Desgagne, Bernard (2008), “Gender Diversity in Corporate Governance and Top Management”, *Journal of Business Ethics*, Vol. 81, pp.84
- Ferrer, Rodiel C.-Banderlippe II, Mc Reynald S. (2012), “The Influence of Corporate Board Characteristics on Firm Performance of Publicly Listed Property Companies in The Philippines”, *Academy of Accounting and Financial Studies Journal*, Vol.16, No. 4, pp.123-142
- Gallego-Álvarez, Isabel-Garcia-Sánchez, Isabel Maria (2010); “The Influence of Gender Diversity on Corporate Governance”, *Revista de Contabilidad- Spanish Accounting Review*, Vol. 13 – No. 1, pp.53-88
- German Corporate Governance Code (2010), http://www.ecgi.org/codes/documents/cg_code_germany_may2010_en.pdf, (29.06.2013).
- Greene, William H. (2012), *Econometric Analysis*, Seventh Edition, Prentice Hall.
- Ho, Chia-Ling (2011), “Board Composition, Risk Management and Corporate Governance in The Taiwanese Life Insurance Industry”, *IUP Journal of Risk&Insurance*, Vol. VIII, No. 4, pp.7-27.
- Khan, Aamir-Awan, Sajid Hussain (2012), “Effect of Board Composition on Firm's Performance: A Case of Pakistani Listed Companies”, *Interdisciplinary Journal of Contemporary Research in Business*, Vol. 3, No. 10, pp.853-863.
- Mahadeo, Jyoti D.-Soobaroyen, Teerooven-Hanuman, Vanisha Oogarah (2012), “Board Composition and Financial Performance: Uncovering the Effects of Diversity in an Emerging Economy”, *Journal of Business Ethics*, Vol. 105, pp.375-388.
- Marimuthu, Maran-Kolandaisamy, Indraah (2009), “Can Demographic Diversity in Top Management Team Contribute for Greater Financial Performance? An Empirical Discussion”, *Uluslararası Sosyal Araştırmalar Dergisi (The Journal of International Social Research)*, Vol. 2 No. 8, pp.273-286.
- Marimuthu, Maran-Kolandaisamy, Indraah (2009), “Demographic Diversity in Top Level Management and Its Implication on Firm Financial Performance: An Empirical Discussion”, *International Journal of Business and Management*, Vol.4, No.6, pp.176-188.
- Menteş, S. Ahmet (2011), “Gender Diversity at the Board and Financial Performance: A Study on ISE (Istanbul Stock Exchange)”, *Middle Eastern Finance and Economics*, No. 14, pp.6-15.

- Mirza, Hammad Hassan-Mahmood, Shahid-Andleeb, Sumaira-Ramzan, Farzana (2012), "Gender Diversity and Firm Performance: Evidence From Pakistan, Journal of Social and Development Science, Vol.3, No.5, pp.161-166.
- Ntim, Collins G.- Osei, Kori A. (2011), "The Impact of Corporate Board Meetings on Corporate Performance in South Africa, African Review of Economics and Finance, Vol.2, No.2, pp.83-103.
- Özatac, N. (2011), Gender Diversity in Board of Directors and Top Management: The Case of Turkish Bank, АКТУАЛЬНІ ПРОБЛЕМИ ЕКОНОМІКИ, №1((115)), pp.311-319.
- Pfeffer, Jeffrey-Salancik, Gerald L. (1978), "The External Control of Organization: A Resource Dependency Perspective", University of Illinois at Urbana-Champaign's Academy for Entrepreneurial Leadership Historical Research Reference in Entrepreneurship, pp.43.
- Rezaee, Zabihollah-Riley, Richard (2010), Financial Statement Fraud: Prevention and Detection, Second Edition, John Wiley&Sons.
- Schwizer, Paola-Soana, Maria-Gaia-Cucinelli, Doriana; "The Relationship Between Board Diversity and Firm Performance: The Italian Evidence", http://www.adeimf.it/new/images/stories/Convegni/Novara/Soana_Schwizer_Cucinelli_Board_diversity.pdf , (9.06.2013), p.1-19.
- Shukeri, Siti Norwahida-Shin, Ong Wei-Shaari, Mohd Shahidan (2012) " Does Board of Director's Characteristics Affect Firm Performance? Evidence From Malaysian Public Listed Companies", International Business Research, Vol.5, No.9, pp.120-127.
- Smith, Nina-Smith, Valdemar-Verner, Mette (2005), "Do Women in Top Management Affect Firm Performance? A Panel Study of 2500 Danish Firms", IZA Discussion Paper No.1708, pp.1-34.
- Sternberg, Elaine (2004), Corporate Governance: Accountability in The Marketplace , Second Edition, The Institute of Economic Affairs Publishing, Great Britain.
- Tatoğlu, Ferda Yerdelen (2012), Panel Veri Ekonometrisi, Beta Yayınevi.
- The Corporate Governance Council of the Monetary Authority of Singapore (2012), http://www.ecgi.org/codes/documents/cg_code_singapore_2may2012_en.pdf, (28.06.2013)
- <http://www.corporategovernanceboard.se/the-code/current-code> , (26.06.2013)
- http://www.corp-gov.gpw.pl/assets/library/english/regulacje/dobrepraktykien_2012.pdf, (29.06.2013)
- <http://www.bourse.lu/corporategovernance> , (29.06.2013)
- http://dss.princeton.edu/online_help/stats_packages/stata/panel.htm#choice, (19.07.2013)

<http://www.spk.gov.tr/apps/teblig/displayteblig.aspx?id=437&ct=f&action=displayfile>,
(28.06.2013)

<http://www.ccd.gov.jo/english/inside.php?src=sl&id=5383>, (28.06.2013)

<http://www.nues.no/filestore/Dokumenter/20121023CodeofPracticeforCorporateGovernance.pdf>, (28.06.2013)

