

CİNSİYET ÇEŞİTLİLİĞİ, KAR DAĞITIM POLİTİKASI VE BORSA PERFORMANSI

GENDER DIVERSITY, CORPORATE PAYOUT POLICY AND STOCK MARKET PERFORMANCE

Doç.Dr. Ashlan E. BOZCUK

Akdeniz Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi, Muhasebe ve Finansman ABD,
aebozcuk@akdeniz.edu.tr, Antalya/Türkiye

Fatma ÖZTAŞ

Akdeniz Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Antalya/Türkiye

ÖZ

Bu çalışmanın amacı üst yönetim seviyesinde cinsiyet çeşitliliğinin firmanın kar dağıtım politikasına ve borsa performansına etkisini sorgulamaktır. Bu amaçla, gerek kurumsal gerekse toplumsal yapıda eşitlikçiliğin gelişmesine katkı sağlamayı hedefleyen projeler geliştiren bir oluşum olan, Barselona Süreci olarak da adlandırılan Avrupa-Akdeniz Ortaklığına (EuroMed) üye 7 ülkede faaliyet gösteren 843 firmadan oluşan bir örneklemede üst yönetimde kadınlara yer veren ve vermeyen firmalar kıyaslanmıştır. Üst yönetimde kadınların bulunduğu firmalar, bulunmayanlara göre daha büyük, daha fazla kar payı dağıtan ve daha yüksek kar payı verimine sahip firmalardır. Ayrıca, üst yönetimdeki kadın sayısı ile piyasa değeri/defter değeri oranı ve gelecek yıl için tahmini fiyat/kazanç oranı arasında olumlu ve istatistiksel olarak anlamlı ilişki (korelasyon) bulunmuştur. Kar payı dağıtım politikası ve borsa performansına ilişkin kurulan tek-değişkenli regresyon modellerinde, üst yönetimdeki kadın sayısı istatistiksel olarak anlamlı iken, firma büyüklüğü etkisi de göz önüne alındığında sadece kar payı verimi için anlamlılığı devam etmektedir. Yönetimde kadın katılımı ile firmaların geçmiş 3 yıllık borsa performansı arasında tespit edilen olumsuz ve %1 seviyesinde anlamlı ilişki, büyüklük etkisi dikkate alındığında da devam etmektedir. Ayrıca, üst yönetimdeki kadın sayısı ile gelecek yıl için tahmini fiyat/kazanç oranı arasındaki %5 seviyesinde anlamlı olumlu ilişki, büyüklük etkisi devreye girdiğinde %10 seviyesinde devam etmektedir. Geçmiş performans ve gelecek beklentisi ile ilgili bu iki bulgu, kadınlara üst yönetimde yer verilmesinin ardında firmaların 'piyasalara hoş görünmek' çabasına ilişkin soru işaretlerini akla getirmekle beraber veri kısıtları nedeniyle bu soruyu cevaplamak mümkün olamamıştır. Bulgular, üst yönetimde cinsiyet çeşitliliğinin firmaların kar payı verimi üzerinde etkili olduğu görüşünü desteklemektedir.

Anahtar Kelimeler: Cinsiyet Çeşitliliği, Üst Yönetim, Kadın, Kar Payı Verimi, EuroMed

ABSTRACT

The purpose of this study is to inquire the payout policy and market performance effects of gender diversity at top level management. For this purpose, in a sample of 843 firms in 7 countries that are members of the European-Mediterranean Partnership (EuroMed), also known as the Barcelona Process, which aims to contribute to equality by promoting social projects, the study compares firms that are gender diversified with those that are not. Firms with women present at the top level management are bigger, distribute higher dividends and have higher dividend yields. There is positive and statistically significant correlation between the number of women holding top level management positions and market-to-book ratio and the expected price/earnings (P/E) ratio for next year. While the coefficient of the number of women is statistically significant in the univariate regression analysis regarding payout policy and market performance, when the size effect is taken into account it remains significant only for dividend yield. There is negative and significant (at the 1% level) relationship between the presence of women at the top level and firms' market performance for the preceding 3 years. Additionally, there is a positive and significant (at the 5% level) relationship between the number of women at the top level and the expected P/E ratio for next year. The fact that both findings hold despite controlling for the size effect, brings to mind the question of whether firms appoint women to top

level positions to 'look good' to the markets. However answering this question was not possible in this study due to data availability constraints. The findings support the view that gender diversity at top level management affects dividend yield.

Keywords: Gender Diversity, Top Level Management, Women, Dividend Yield, EuroMed

1. GİRİŞ

Bu çalışmanın amacı en temel çeşitlilik unsuru olan cinsiyetin, firma finansal rakamlarında ortaya çıkardığı farkı irdeleyerek üst yönetim kompozisyonuyla ilgili tartışmalara yeni bir bakış açısı kazandırmaktır. Bu alandaki öncül çalışmaların özellikle Amerika'da faaliyet gösteren firmalar üzerinde yoğunlaştığı görülmektedir. Adler (2001) 1980-1998 dönemi için Fortune 500'de yer alan 215 firmanın yönetim kurulu üyeleri ve ilk 20 yöneticisine ilişkin derlediği verileri kullanarak, kadın yöneticilerin olduğu firmaların finansal performans ölçütlerinin sektör ortancalarının üstünde olduğunu göstermiştir. Khan ve Vieito (2013) kadın CEO'lar tarafından yönetilen Amerikan firmalarının hem daha düşük riskli oldukları hem de daha iyi yönetildikleri sonucuna varmışlardır. Fortune 100 firmalarının 1997 yılına ait yönetim kurulu ve muhasebe verilerini kullanılan Carter vd. (2003) çalışması ise, diğer bir çeşitlilik unsuru olan etnik kökenin varlığının performansa olan etkisini destekler niteliktedir (Carter vd., 2003: 51). Konuyu daha geniş kapsamlı ele alan Dezsö-Ross (2012) çalışmasında ise, sadece performans boyutu değil yaratıcılık gibi diğer unsurlar da analize dahil edilmiştir.

Yöneticiler ve hissedarlar arasındaki en önemli çatışmalardan biri olan kar payı politikasının yönetim kurulu yapısına bağlı olarak değişiklik gösterip göstermediğini inceleyen Byoun vd. (2016), çeşitlendirilmiş yönetim kurullarının daha yüksek oranda kar payı dağıttığını bulmuştur. Kadınların ve azınlıkların farklı özellikleri ve geçmişleri göz önüne alındığında, kadın yöneticilerin kar payı politikası üzerinde farklı etkilerinin olması bekleneneğini savunan çalışma, yönetim kurulu farklılıklarının kar payı ödeme politikası üzerinde önemli ve olumlu etkileri olduğunu teyit etmektedir.

Amerika dışında gerçekleştirilen çalışmalarda ise, her ülkenin farklı ekonomik ve kültürel yapıya sahip olmasından ve çalışma kısıtlarından dolayı çalışma sonuçları farklılık göstermektedir. Örneğin İspanyol firmalarını kapsayan Campbell ve Minguez-Vera (2008)'nin çalışmasında performans değişkeni olarak kullanılan Tobin's Q oranı üzerinde kadınların olumlu etkisi raporlanırken; Ahern ve Dittmar (2011) çalışmasında Norveç'teki zorunlu kota uygulamasının Tobin's Q üzerinde olumsuz etkisi olduğu gösterilmiştir. Norveç'te gözlemlenen bu olumsuz etkinin sebebi olarak; firmaların sadece yasal zorunluluk olarak yönetim kurullarına kadın üye eklediklerini bunun gerçek bir etki yaratmak için yeterli olmadığı dile getirilmiştir. Boon vd. (2004) ise kurumsal yönetim sistemleri ve politik ortam olarak çok farklı iki ülke olan, Japonya ve Avustralya'yı kıyaslamış, cinsiyet çeşitliliğinin Avustralya'daki firmalar için olumlu etkisini tespit etmiş, Japon firmaları için ise istatistiksel olarak anlamlı bir fark yarattığını bulamamıştır. Bu örneklerle tezat bir çalışma Endonezya'da gerçekleştirilmiştir. Darmadi (2010) tarafından yapılan çalışmada cinsiyetin varlık verimliliği (ROA) ve Tobin's oranı üzerinde negatif yönlü etkisi olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Dolayısıyla, çalışmalarda performans ölçütü olarak kullanılan farklı değişkenler, örneklem boyutu, örneklemdeki firmaların içinde bulunduğu ülkeye özgü ekonomik, yapısal ve kültürel farklar, ve incelenen dönem farklı sonuçlara ulaşılmasına sebep olmaktadır.

Ülkemizde ise, Ararat vd. (2010) BIST-100 endeksindeki şirketler için, piyasa değeri/defter değeri oranı (PD/DD) ile, cinsiyete ek olarak diğer çeşitlilik unsurlarının (yaş, etnik köken, eğitim, bağımsızlık) dahil edildiği çeşitlilik endeksi arasında olumlu ilişki raporlamıştır. Ocak (2013) ise yönetim kurulunda ve üst yönetimde yer alan kadın üyelerin oranı ile aktif karlılık arasında pozitif ve anlamlı ilişki tespit etmiş ve bu bulguyu kadınların finansal performansı arttırdığına ilişkin bir gösterge olarak yorumlamıştır.

Bu çalışmanın yazına katkısı ise ortak bir kültürel geçmişe sahip olan ülkeler grubunda sadece yönetim kurulunda kadın üye değil, daha geniş bir bakış açısıyla üst yönetimde kadın katılımı olan firmaların kar dağıtım politikası ve borsa performansının irdelenmesidir.

2. KAVRAMSAL ÇERÇEVE

2.1. Kadınların İş Hayatında Varoluşu

1964 yılında Amerika Birleşik Devletleri'nde hazırlanan Sivil Haklar Yasası ile, örgütlerin ırk, renk, din, cinsiyet, ulusal köken bağlamında çalışanlarına ayrımcılık yapmaları ve bu tarz istihdam politikaları uygulamaları yasadışı kabul edilmiştir. Daha sonra yaş ve engellilik de bu yasaya dâhil edilmiştir (Kochan vd. 2003: 4). Örgütsel yapı içinde çeşitliliğin tüm unsurlarına duyulan ihtiyaca vurgu yaparak toplumsal ve

ekonomik hayatta eşitliğin önünü açan bu yasa sonrasında başta kadınlar öncelikli olmak üzere dezavantajlı gruplar iş hayatında kendilerine yer bulmaya başlamıştır. Toplumsal ve örgütsel yapı içinde kadınların eşitsizliği öncelikli olarak yaşayan grup olmasından dolayı, birçok çalışma hayata geçirilmiştir. Bu çalışmaların ilk somut adımını CEDAW (Kadınlara Karşı Her Türlü Ayrımcılığın Önlenmesi Sözleşmesi) ile atıldığı söylenebilir. Kadın hakları evrensel bildirgesi niteliğinde olan bu sözleşmeyi Türkiye 1985'te imzalamış, 1989'da uygulamaya koymuştur (Gülbay, 2012: 3). Bu çalışmalar kadınların yolunu açmak için kılavuz olmasına rağmen etkilerini göstermesi zaman almıştır.

Kadınların iş hayatında yer bulmalarını engelleyen pek çok sebep mevcuttur. Kadınların iş yaşamındaki varlıklarını geciktiren ve zorlaştıran nedenlerin başında geçmişten itibaren iş tanımlarının ve iş koşullarının erkeklere yönelik olarak tasarlanması gelmektedir (Korkmaz, 2014: 2). Bunun devamı olarak, iş hayatı ve aile hayatı birbirinin ikamesiymiş gibi görülerek kadınlardan geleneksel olarak ailesi yönünde tavır sergilemesi beklenmiştir. Kadına atfedilen bu ev içi statü, onun eğitime ulaşma hakkını da engellemiş ve gelişmelerini kısıtlamıştır. Çalışma hayatında kısmen de olsa yer alabilen kadınlar, belli dönemlerde istihdam sorunu olarak görülmüş ve bu durumda tekrar çalışma hayatının dışına itilmişlerdir. Örneğin, 1929 ekonomik buhranında kadın çalışanların, erkek çalışanların işsizliğinin temel nedenlerinden biri olarak yansıtılması ile işverenler kadın çalışanların işlerine son vermiştir. Hatta ABD'de çıkarılan bir yasaya göre eşi hükümet kadrosunda yer alan kadınların işlerine öncelikli olarak son verilebileceği kabul edilmiştir (Jahangirov, 2012: 10).

Kadınlar uzun zaman süresince iş hayatının dışında tutulmuş olsalar da gelişen ve değişen dünya koşulları onların çalışma hayatının vazgeçilmez parçaları olduğu gerçeğini su yüzüne çıkarmıştır. Zaman içinde ekonomik sebeplerin yarattığı zorunlulukla kadınlar, iş hayatında kendine yer bulmaya başlamıştır. Sanayileşme niteliksiz işgücünün kolay ikamesine imkân yaratmış bu da eğitim imkânından göreceli olarak yoksun olan kadınların sanayi sektöründe çalışma şanslarını ve oranlarını artırmıştır. Ayrıca kadınlar tezgâhtarlık, sekreterlik, muhasebecilik gibi hizmet işlerinde de çalışma imkânı elde etmişlerdir (Costa, 2000: 110-111).

Ülkemizde de kadınların iş gücüne katılımında 1915 yılında Balkan Savaşlarında erkeklerin silahlı girmesinden dolayı eksilen işgücünün yerine kadınların geçmesi zorunluluğu etkili olmuştur. Bu durum 1. Dünya Savaşı, Kurtuluş Savaşı ve 2. Dünya Savaşı sırasında daha da derinleşerek devam etmiştir (Berber ve Eser, 2008: 3).

2.2. Üst Yönetimde Kadınlar

Alt kademelerde göreceli olarak daha kolay istihdam imkânları bulan kadınların yukarılara ulaşmasını engelleyen etkenler öteden beri akademik yazının dikkatini çekmektedir. Bu durumu açıklamak için kullanılan “**cam tavan**” terimini Weyer (2006) şu şekilde tanımlar; “*kadınların ve azınlık grupların şirket merdivenlerinde yukarı doğru ilerlemesini önleyen görünmez örgütsel ve algısal engeller*” (Anafarta vd. 2008: 112).

Yasal düzenlemeler, cinsiyetçi ayrımı ortadan kaldırmaya yönelik çalışmalar yapan kurum ve sivil toplum örgütlerinin desteği, eğitime ulaşımın eşitlik temeline dayandırılması, kadın istihdamını talep eden sektörlerin ilerlemesi, ve teknolojik gelişmeler kadınların iş hayatının vazgeçilmez bir unsuru olduğu fikrinin kabul görmeye başlamasına yol açmıştır. Tarihsel süreç yavaş işlemiş olsa da günümüzde birçok sektörde kadınlar çalışmaktadır. Kültür, eğitim ve bilişsel düzeylerini erkek meslektaşlarıyla eşit konuma getirerek artık sadece belli seviyelerdeki görevlerde olmak yerine gözlerini üst pozisyonlara dikmişlerdir. Ancak, yine de Barsh ve Yee (2012) kademeler yükseldikçe kadınlarının varlığının azaldığı göstermişlerdir. Çalışmada giriş kademesi çalışanlarının %53'ü kadınlardan oluşurken, müdürlük kademesinde oran %40, direktörlükte %35, başkan yardımcılığında %27, kıdemli başkan yardımcılığında %24, ve en üst düzeyde ise %19'lara gerilemektedir.

Satış ve operasyonel pozisyonlar gibi geleneksel olarak üst yönetimin anahtarı olarak algılanan görevlerin erkeklere verilmesi de daha yaygın bir uygulamadır (Ibarra vd. 2013: 65). Silva vd. (2012), 1660 işletme mezunuyla yapılan çalışmada, ilerlemenin yolunu açan kritik pozisyonları kapmada erkeklerin kadınlardan daha şanslı olduğunu vurgulamışlardır. Firmaların örgütsel yapılarını kadınlara daha fazla fırsat verecek şekilde düzenlemeleri onların sağ kalımını etkileyebilecek kadar önemli bir konudur. Zira, kadın CEO'ların başında bulunduğu firmaların 2008 küresel krizinden başarı ile çıkma oranları %37 iken, bu oran erkek CEO'ların başında bulunduğu firmalarda %13'te kalmıştır. (Aydın, 2013:96)

3. ÜLKEMİZDEKİ DÜZENLEMELER

Dünya genelinde ve özellikle Avrupa Birliği üye ülkelerinde sıklıkla gündeme gelmeye başlayan üst yönetimde kadın varlığı algısının ülkemiz gündeminde de kendine yer bulmaya başlamasıyla konuyla ilgili çalışmalar başlamıştır. Bu alanda öncü bir adım Sermaye Piyasası Kurulu (SPK) tarafından 2003 de yayınlanan ve 2011 de güncellenen “Kurumsal Yönetim İlkeleri” dir. Türkiye’de yönetim kurullarının sorumlulukları, yükümlülükleri ve hakları Türk Ticaret Kanunu’nda, hisse senetleri borsada işlem gören firmalar içinse Sermaye Piyasası Kanunu’nda ve Sermaye Piyasası Kurulu tarafından hazırlanan Kurumsal Yönetim Tebliği’nde düzenlenmiştir. Ülkemizde kadınların üst yönetimdeki varlığını artırabilmek için yapılan düzenlemeler daha çok gönüllük esasını destekler niteliktedir. SPK tarafından hazırlanan, 11 Şubat 2012 tarih ve 28201 no’lu Resmi Gazete’ de yayınlanan, “Kurumsal Yönetim İlkelerinin Belirlenmesine ve Uygulanmasına İlişkin Tebliğ’de Değişiklik Yapılmasına Dair Tebliğ’ in 4.3.9. maddesiyle "*yönetim kurulunda en az bir kadın üye bulunur*" ifadesi getirilmiştir. Bu ifade yönetim kurullarında kadın varlığına dair zorunluluk yaratmayıp, “uygula ya da açıkla” prensibi geçerlidir.

4. ÖRNEKLEM VE YÖNTEM

Çalışmanın örneklemini eşitlikçiliğin gelişmesi amacıyla projeler geliştiren bir oluşum olan, Barcelona Süreci olarak da adlandırılan, Avrupa-Akdeniz Ortaklığına (EuroMed) üye ülkelerdeki tüketici mal ve hizmetleri sektörleri (dönemsel ve dönemsel olmayan) oluşturmaktadır. Esas olarak Akdeniz’de istikrar ve bütünleşmeyi sağlamayı amaçlayan EuroMed, kadınların liderlik unsurlarının gelişmesi ve iş hayatında temsiliyetinin artması yönünde projelere destek vermektedir. Ancak yazında EuroMed’e üye ülkelerin bu çabalarının etkilerinin sorgulayan bir çalışma bulunmamaktadır.

Örnekleme Fransa, Hırvatistan, İspanya, İtalya, Slovenya, Türkiye ve Yunanistan’ daki tüketici mal ve hizmet sektörlerinde faaliyet gösteren firmalar bulunmaktadır. Mal ve hizmet sektörünün seçilmesinde önceki yazında kadın katılımı anlamında ön plana çıkması rol oynamıştır. Veriler Reuters’dan (www.reuters.com) Aralık 2016- Mart 2017 döneminde derlenmiştir. Finansal veriler ve üst yönetimdeki isimlere ulaşılmış ancak toplu halde indirme seçeneği olmadığından tek tek derlenmiştir. Verilerin teyit edilmesi ve eksik verilerin temini amacıyla firmaların resmi internet sitelerinde yatırımcı ilişkileri sayfaları ve faaliyet raporlarının sunulduğu sayfalara ek olarak kariyer ve yatırımcı internet siteleri de kullanılmıştır. Yöneticilerin cinsiyet değişkenini derlerken, yukarıda sayılan kaynaklarda yer alan metinlerde geçen “mr”, “mrs”, “he”, “she” ifadelerinden, bunlar bulunmadığında da firmaların resmi internet sitelerinde yer alan fotoğraflardan yararlanılmıştır.

Tüm çabalara rağmen verilerine ulaşılamayan şirketlerin elimine edilmesi sonrasında örneklem 843 firmadan oluşmaktadır. Bazı firmalar birden fazla ülkede kotasyona sahip olabildiği için, tekrarlanan verilerin analiz sonucunu olumsuz etkilemesini önlemek amacıyla sadece ilk kote oldukları ülke bazında çalışmaya dahil edilmişlerdir. Tablo 1’de çalışmada kullanılan değişkenler listelenmiştir.

Bu çalışmada ‘üst yönetim’ tanımı, yönetim kurulu üyelerine ek olarak, bölüm (finans, muhasebe, insan kaynakları, satış-pazarlama, ar-ge, basın yayın ilişkileri, müşteri ilişkileri vb.) müdürleri, bölüm müdür yardımcıları, bölge sorumluları, yatırımcı ilişkileri sorumlusu gibi görevleri ifa edenleri de içermektedir. İlk defa Adler (2001) çalışmasında Amerika’daki Fortune 500 şirketleri için kullanılan bu tanım sayesinde bu çalışmanın yazına orijinal katkı sağlayacağı düşünülmektedir. Zira, bu geniş tanımın kullanılmasıyla, sadece yönetim kurulundaki kadın üyelerin değil, kadın yöneticilerin de organizasyona potansiyel katkıları olabileceği varsayımını test etmek mümkün olabilmektedir.

Tablo 1. Çalışmada Kullanılan Değişkenler

Bağımsız Değişken	Açıklaması
ÜYKS	Üst yönetimdeki kadın sayısı
ÜYKvar	Üst yönetimde kadın varsa ‘1’, yoksa ‘0’ değerini alan kukla değişken
Bağımlı Değişkenler	Açıklaması
ESDKP	En Son Dağıtılan Kar Payı (hisse başına)
KPV	Kar Payı Verimi: hisse başına en son dağıtılan kar payı/hisse senedi fiyatı
PD/DD	Piyasa Değeri / Defter Değeri (son çeyrek)
F/K (t+1)	Gelecek Yıl için Fiyat/Kazanç Oranı (Tahmin)
3yFiyatΔ%	Hisse Senedi Fiyat Değişimi % (önceki 3 yıl)
Kontrol Değişkeni	Açıklaması
FB	Firma Büyüklüğü (milyon \$): Dolaşımdaki hisse senedi sayısı x hisse senedi fiyatı

Üst yönetimdeki kadın katılımını ölçmek için 2 farklı bağımsız değişken kullanılmıştır. Bunlar, üst yönetimdeki kadın sayısı (ÜYKS) değişkeni ve eğer üst yönetimde kadın varsa 1, yoksa 0 değerini alan (ÜYKvar) kukla değişkendir. Firmaların kar payı dağıtım politikası ölçütü olarak en son dağıtılan kar payı (ESDKP) ve kar payı verimi (KPV) değişkenleri kullanılmıştır. Yazında kar payı veriminin hesaplanmasına ilişkin farklı yaklaşımlar mevcuttur. Popüler yaklaşımda, özellikle Amerika'daki piyasaları irdeleyen çalışmalarda, hisse senedinin geçmiş on iki ayda nakit olarak dağıttığı hisse başına kâr payı miktarlarının toplanması ve bu tutarın hisse senedinin on üç ay önceki fiyatına bölünmesi ile kar payı verimi elde edilir (Keim, 1985). Ancak, İngiltere ve Avrupa'yı temel alan çalışmalarda Financial Times ve Reuters yaklaşımı kullanılmakta olup, payda da bir ay önceki fiyat kullanılmaktadır (Naranjo, 2000). Firmaların borsa performansı ölçütü olarak yazında sıklıkla kullanılan (Birgili ve Düzer, 2010) piyasa değerinin defter değerine oranı (PD/DD) kullanılmıştır. Bu oran şirketin hisse senedi fiyatının hisse başına öz sermaye değerine bölünmesiyle elde edilmektedir (Karan, 2001: 280). Kavramsal olarak, bir hisse senedinin 1 TL'lik defter değerine karşılık yatırımcıların kaç TL ödemeye razı olduklarını gösterir (Ceylan ve Korkmaz, 2013: 73).

Firmanın gelecekte beklenen performansının ölçütü olarak tahmini fiyat/kazanç (F/K(t+1)) oranı kullanılmıştır. Yazında F/K oranının firma değerini ölçmedeki yetkinliğine ilişkin bulgular karışık (Gemici, 2010) olmakla beraber, bu çalışmada sadece bir fikir vermesi amacıyla dahil edilmiş olup örneklemdaki firmalar için tahmin verisine ulaşmak tüm ülkeler için mümkün olamamıştır. Kısıtlı veri nedeniyle bu değişken regresyon analizinin dışında tutulmuştur. Aynı şekilde, son 3 yıllık fiyat değişimi oranı verisi de kısıtlı olup regresyon analizi dışında tutulmuştur.

Üst yönetimde kadın katılımı ile firma değeri ve kar payı dağıtım politikası arasındaki ilişkide kontrol değişkeni olarak firma büyüklüğü (FB) değişkeni kullanılmıştır. Buradaki amaç, yazında ciddi bir yeri olan firma büyüklüğü etkisinin (Yermack, 1996) bu çalışmanın bulgularına olan etkisini bertaraf etmektir.

5. BULGU VE TARTIŞMALAR

Örneklemdaki firmalar geneline baktığımızda, üst yönetimde yer alan kişi sayısı ve kadın sayısı Tablo 2'de ülkeler bazında ele alınmıştır. Örneklem geneli için üst yönetim kadrosu, 3 ile 64 kişi arasında değişmekte olup, ortalama 13 kişiden (ortanca değeri 11 kişi) oluşmaktadır. Üst yönetimdeki kadın sayısı ise 0 ile 13 arasında olup, ortalaması 3'dür (ortanca değeri 2 kişi).

Ülkeler bazında ise, üst yönetimdeki kişi sayısının ortalamasının en yüksek olduğu ülke 18 kişi (ortanca değeri 15 kişi) ile İspanya'dır. Üst yönetimdeki kadın sayısının ortalaması da yine İspanya için en yüksektir. İspanya için gözlemlenen bu rakamlarda kurumsal yönetime ilişkin, 'uygula veya açıkla' standardını benimseyen Olivencia Raporu (1998), Aldama Raporu (2003) ve en son 2015'de güncellenen Conthe Komitesi(2006) raporlarının etkili olduğu düşünülmektedir. Ayrıca Mart 2007'de çıkarılan "Kadınlar ve Erkekler Arasında Etkin Eşitlik" (LOIMH, 2007) yasası ile yönetim kurulundaki kadın sayısına getirilen %40 kotasına 2015'e kadar erişilmesi ön görülmektedir.

Tablo 2. Örneklemdaki Ülkeler İçin Üst Yönetim Büyüklükleri

Ülke	Firma (N)	Üst Yön. Kişi Sayısı				Üst Yön. Kadın Sayısı			
		Avg.	Ort.	Min.	Mak.	Avg.	Ort.	Min.	Mak.
Fransa	465	13,82	12	3	60	2,97	2	0	13
İtalya	146	12,34	11	3	33	2,74	3	0	9
Türkiye	115	10,83	9	3	64	1,73	1	0	8
Yunanistan	59	12,19	12	5	23	2,76	2	0	10
Hırvatistan	23	8,52	8	4	14	1,65	1	0	5
İspanya	23	17,57	15	4	38	3,09	3	0	10
Slovenya	12	8,92	9	3	17	2,08	2	0	4
Örnekleme	843	12,93	11	3	64	2,7	2	0	13

Tablo 3'de ise, ülkeler bazında üst yönetimde bulunan kadın yöneticilerin sayısının dağılımı görülebilmektedir. En son kolonda ise örneklem geneli için kadın yöneticilerin sayısının dağılımını görmek mümkündür.

Tablo 3. Ülkeler Bazında Üst Yönetimde Bulunan Toplam Kadın Sayısının Dağılımı

	Fransa (N:465)	İtalya (N:146)	Türkiye (N:115)	Yunanistan (N:59)	İspanya (N:23)	Hırvatistan (N:23)	Slovenya (N:12)	Örneklem (N:843)
Kadın Sayısı	%	%	%	%	%	%	%	%
0	10,8	13	20,9	11,9	4,3	30,4	8,3	12,9
1	20,6	18,5	33	20,3	26,1	30,4	33,3	22,5
2	18,7	18,5	23,5	22	13	8,7	25	19,2
3	17,6	19,2	12,2	13,6	21,7	13	8,3	16,7
4	11,2	13	4,3	13,6	13	8,7	25	10,9
5	8	8,9	0,9	5,1	13	8,7	0	7,1
6	4,3	2,1	3,5	8,5	4,3	0	0	3,8
7	3	4,1	1,7	3,4	4,3	0	0	2,7
8	2,4	1,4	0	1,7	0	0	0	1,8
9	1,1	0	0	0	0	0	0	0,8
10	0,4	0	0	0	0	0	0	0,4
11	1,3	0	0	0	0	0	0	0,7
12	0,4	0	0	0	0	0	0	0,2
13	0,2	0	0	0	0	0	0	0,1
Top.	100	100	100	100	100	100	100	100

Kadınlara üst yönetimlerinde hiç koltuk ayırmamış firma sayısı azımsanmayacak derecede yüksektir. Ülkeler genelinde %12,9 gibi bir oranda üst yönetim için kadınların istihdamı söz konusu değildir. Bu oran en dikkat çekici olarak %30,4 ile Hırvatistan'da kendini göstermektedir. Üst yönetim için "0" kadın istihdamında en iyimser rakam ise %4,3'lük oranla İspanya'dır. Ama bir önceki tabloyla birlikte ele aldığımızda bu durumun İspanya'nın üst yönetiminde kalabalık bir kadroya yer vermesinden dolayı kadınların kendilerine yer bulma şanslarının artmasından kaynaklandığı söylenebilir. Gerek örneklem geneli gerekse ülkeler için (İtalya hariç) üst yönetimde sadece bir kadın yönetici olmasının oranı en yüksektir. Örneklem genelinde kadınların üst yönetimde istihdamının 5 veya daha az kişi için %90'a yakın bir oranda yoğunluk gösterdiği görülmektedir. Bu durum, ülke ülke incelendiğinde de benzer şekildedir.

Tablo 4'de ise üst yönetimde kadın bulunan ve bulunmayan firmaların finansal rakamlarının ortalama değerleri kıyaslanmıştır. Üst yönetiminde kadın olan firmalar, olmayanlara kıyasla belirgin olarak daha büyüktür. Bu fark %1 seviyesinde istatistiksel olarak anlamlıdır. En son dağıtılan kar payı ve kar payı verimi olarak da üst yönetiminde kadın olan firmaların ortalama değerleri daha büyüktür. Bu fark %5 seviyesinde anlamlıdır. Firmaların borsa performansını değerlendirme ölçütü olan piyasa değeri/defter değeri oranı içine istatistiksel olarak anlamlı bir fark bulunamamıştır. Dolayısıyla, üst yönetiminde kadın olan firmalar gerek büyüklük olarak gerekse kar payı dağıtım politikası olarak farklıdır.

Tablo 4. Üst Yönetimde Kadın Olan ve Olmayan Firmaların Kıyaslanması

	Ü.Y.'de kadın olan firmalar		Ü.Y.'de kadın OLMAYAN firmalar		t-testi	P-değeri
	N	Ortalama	N	Ortalama		
FB (milyon \$)	649	5.541,09	99	596,94	6,086	0,000
ESDKP	734	0,220	109	0,07	2,299	0,023
KPV	734	0,009	109	0,004	2,172	0,030
PD/DD (son çeyrek)	734	2,799	109	2,068	1,061	0,289

Tablo 5'de ise üst yönetimde kadın olması ve üst yönetimdeki kadın sayısı değişkenleri ile çalışmada kullanılan diğer değişkenler arasındaki Pearson ilişki (korelasyon) katsayıları verilmiştir. Firmanın üst yönetiminde hem kadın olması hem de kadın sayısı ile firma büyüklüğü ve kar payı verimi arasında pozitif ve anlamlı bir ilişki bulunmuştur. Ancak, en son dağıtılan kar payı ve PD/DD oranı ile üst yönetimde kadın olması arasında ilişki bulunmazken, üst yönetimdeki kadın sayısı ile pozitif ve istatistiksel olarak anlamlı ilişki tespit edilmiştir. Firmanın gelecekteki piyasa performansı beklentisini ölçen, gelecek yıl F/K oranı (tahmin) değişkeni ile her iki kadın katılımı değişkeni arasında pozitif ve anlamlı bir ilişki bulunmuştur.

İlginç olarak, hisse senedi fiyatının önceki 3 yıllık değişim yüzdesi ile üst yönetimde kadın olması arasında negatif ve %1 seviyesinde anlamlı ilişki bulunmuştur. Bu bulgu, firmanın borsa performansının belli bir dönem boyunca kötüye gittiği durumlarda, "acaba yatırımcılara iyi görünmek amacıyla mı kadın yöneticilere başvuruluyor" sorusunu akla getirmektedir. Ancak Reuters'daki firma yöneticileri verisinin sadece en güncel

durumu vermesi ve geçmişe dönük yönetici verisi derlenememesi sebebiyle, bu soruyu cevaplamak mümkün olamamıştır.

Tablo 5. Pearson İlgileşim (Korelasyon) Katsayıları

	ÜYKvar	ÜYKS
Firma Büyüklüğü (milyon \$)	0,088 **	0,294 ***
En Son Dağıtılan Kar Payı	0,056	0,084 **
Kar Payı Verimi	0,075 **	0,094 ***
Piyasa Değeri / Defter Değeri (PD/DD)(son çeyrek)	0,036	0,106 ***
Gelecek Yıl Fiyat/Kazanç Oranı (Tahmin)	0,116 **	0,098 **
Hisse Senedi Fiyat Değişimi % (önceki 3 yıl)	-0,105 ***	-0,048

** ve ***, sırasıyla, %5 ve %1 istatistiksel anlamlılığı temsil etmektedir.

Tablo 6’da regresyon analizi sonuçları sunulmuştur. Bu tabloda 3 farklı bağımlı değişken için ikişer model oluşturulmuştur. Model 1’de sadece üst yönetimdeki kadın sayısı değişkeni tek başına regresyon modeline dahil edilmiş, Model 2’de ise kontrol değişkeni olarak firma büyüklüğü değişkeni de modele dahil edilmiştir. Gerek önceki yazında bulunan ‘büyüklük etkisi’ gerekse Tablo 4 ve 5’de raporlanan bulgular sebebiyle firma büyüklüğünün kontrol değişkeni olarak kullanılması uygun görülmüştür. Burada amaç, yapılan analizleri büyük firmaların etkisinde arındırarak, kadın katılımının etkilerine ilişkin daha net bir resim ortaya koymaktır.

En son dağıtılan kar payı (ESDKP) bağımlı değişken olarak kullanıldığında üst yönetimdeki kadın sayısının katsayısı pozitif ve anlamlı olup, düzeltilmiş R²’si %0,1’dir. Ancak firma büyüklüğünü modele eklediğimizde bu etki tamamen kaybolmaktadır. Büyük firmalar daha fazla kar payı dağıtmaktadır. Bu bulgu önceki yazınla uyumludur. Büyük firmaların fon temini amacıyla sermaye piyasalarına erişiminin küçük firmalara göre daha kolay olması sebebiyle serbest nakit akımlarını kar payı dağıtımına yönlendirmek konusunda daha rahat ve hatta cesur olabildikleri gösterilmiştir (Kaplan ve Zingales, 1997; Kadapakkam vd., 1998).

Tablo 6. Regresyon Analizi-Kar Payı Politikası ve Piyasa Performansı

	ESDKP				KPV				PD/DD			
	Model 1		Model 2		Model 1		Model 2		Model 1		Model 2	
	Kats.	P-değ.	Kats.	P-değ.	Kats.	P-değ.	Kats.	P-değ.	Kats.	P-değ.	Kats.	P-değ.
Sabit	0,11	0,020	-0,8	0,000	0,010	0,000	0,010	0,610	1,9	0,000	-8,06	0,000
ÜYKS	0,03	0,016	0,01	0,642	0,001	0,010	0,001	0,038	0,3	0,002	0,05	0,650
FB			0,05	0,000			0,001	0,126			0,55	0,000
R² (düzeltilmiş)	%0,1		%2,1		%0,8		%1,2		%1,0		%5,5	
Model F-değeri	5,81	0,016	9,13	0,000	7,461	0,006	5,641	0,004	9,69	0,002	22,7	0,000

ÜYKS: Üst Yönetimdeki Kadın Sayısı; FB: Firma Büyüklüğü; ESDKP: En son dağıtılan kar payı; KPV: Kar payı verimi; PD/DD: piyasa değeri/defter değeri

Öte yandan, kar payı verimi (KPV) değişkeni için de üst yönetimdeki kadın sayısı değişkeninin katsayısı pozitif ve anlamlı olup, düzeltilmiş R²’si %0,8’dir. Firma büyüklüğü etkisi dikkate alındığında bile pozitif ilişki ve anlamlılığı devam edip R²’si %1,2’ ye yükselmiştir. Piyasa değerinin defter değerine oranı (PD/DD) değişkeni için de firma büyüklüğü etkisinin geçerli olduğu tespit edilmiştir. Bu bulgu, Fama ve French (1992)’in finansal olmayan şirketler için raporladıklarıyla niceliksel olarak benzerdir.

Tablo 6’ daki regresyon analizinde, kadınların yönetime katılımı ile güncel finansal göstergeler irdelenmişti. Tablo 7’de ise kadınların yönetime katılımı ile firmanın geçmiş performansı ve gelecekteki performans tahmini arasındaki ilişki irdelenmektedir. Bir önceki analizde olduğu gibi, Model 1’de sadece kadın katılımı değişkenlerine yer verilirken, Model 2’de firma büyüklüğü etkisi kontrol değişkeni olarak regresyon modeline dahil edilmiştir.

Tablo 7. Regresyon Analizi- Tahmini Fiyat Kazanç Oranı ve Geçmiş Performans

	F/K (t+1)				3yFiyatΔ%			
	Model 1		Model 2		Model 1		Model 2	
	Beta.	P-değ.	Beta	P-değ.	Beta	P-değ.	Beta	P-değ.
ÜYKS	0,1	0,033	0,09	0,076				
ÜYKvar					-0,106	0,007	-0,112	0,007
FB			0,04	0,421			-0,002	0,952
R² (düzeltilmiş)	%0,8		%0,8		%1,0		%0,9	
Model F-değeri	4,57	0,033	2,61	0,075	7,446	0,007	3,664	0,026

ÜYKS: Üst Yönetimdeki Kadın Sayısı; ÜYKvar: Üst Yönetimde Kadın Var (kukla değişken); FB: Firma Büyüklüğü; F/K (t+1): Gelecek yıl için fiyat/kazanç oranı tahmini; 3yFiyatΔ%: Önceki 3 yıl için hisse senedi fiyat değişimi yüzdesi

Tablo 7’de üst yönetimdeki kadın sayısı değişkeni ile gelecek yıl için tahmini F/K oranı arasında pozitif ve %5 seviyesinde anlamlı ilişki bulunmuştur. Firma büyüklüğü değişkeninin de olduğu Model 2’de de anlamlılığı (%10 seviyesinde) devam etmektedir. Üst yönetimdeki kadın sayısı ve firma büyüklüğü birlikte, gelecek yıl için tahmini F/K oranındaki değişkenliğin %0,8’ini açıklayabilmektedir. Firmanın geçmişteki piyasa performansının analizi için önceki üç yıllık hisse senedi fiyatı değişim oranı değişkeni kullanılmış olup, üst yönetimde kadın olması değişkeni ile arasında negatif ve anlamlı ilişki bulunmuştur. Bu ilişki firma büyüklüğü etkisi dikkate alındığında bile devam etmektedir. Dolayısıyla, bu bulguyu piyasa performansı önceki 3 yıl için düşük olan şirketlerin, üst yönetime kadın katılımını sağlayarak piyasalara daha iyi görünme çabası olarak yorumlamak mümkün olsa da, yönetici devir hızlarına ve geçmiş yönetici bilgilerine ilişkin veri sınırlılıkları sebebiyle kesin bir çıkarımda bulunmak güçtür.

6. SONUÇ

Bu çalışmada, sosyo-kültürel olarak benzerlik taşıyan ve ilke olarak da eşitlikçiliğin gelişmesine katkı sağlayan bir ortaklığa üye ülkelerden oluşan bir örneklemede üst yönetimdeki cinsiyet çeşitliliği konusuna ilişkin bir resim ortaya konulmuş ve irdelenmiştir. Elde edilen bulgular çeşitli finansal performans ölçütleri ile kadın yöneticiler arasındaki ilişkiyi ortaya koyarken, eşit temsiliyetin yatırımcılar tarafından dikkate alındığı ve yatırım kararlarına ilişkin beklentilerin oluşturulmasında kullanıldığına dair ipuçları içermektedir. Çalışmada elde edilen bulguların araştırmacılar, sivil toplum kuruluşları, yöneticiler, bireysel ve kurumsal yatırımcılar ve kanun koyucuların kararlarına katkı sağlayacağı düşünülmektedir. Üst yönetimde kadınlara ayrılan koltuk sayısının artmasıyla daha eşitlikçi kurumsal yönetim anlayışının benimseneceği düşünülmektedir.

KAYNAKÇA

- Adler, R. D. (2001). “Women in the Executive Suite Correlate to High Profits”. European Project on Equal Pay. http://www.w2t.se/se/filer/adler_web.pdf
- Ahern, K., Dittmar, A. (2011). “The Changing of the Boards: The Impact on Firm Valuation of Mandated Female Board Representation.” *Quarterly Journal of Economics*, 127(1): 137–197.
- Aldama Raporu (2003), Informe de la Comisio’n Especial para el Fomento de la transparencia y la seguridad en los Mercados Financieros y en las Sociedades Cotizadas. Madrid: Ministerio de Economía y Hacienda.
- Anafarta, N., Sarvan, F., Yapıcı, N. (2008). “Konaklama İşletmelerinde Kadın yöneticilerin Cam Tavan Algısı: Antalya İlinde Bir Araştırma”. *Akdeniz İ.İ.B.F. Dergisi*, 15:111-113.
- Ararat, M., Aksu, M., Çetin, A. T. (2010). “Impact of Board Diversity on Boards’ Monitoring Intensity and Firm Performance: Evidence from the Istanbul Stock Exchange”. <https://ssrn.com/abstract=1572283> (erişim tarihi: 23.10.2016).
- Aydın, A. D. (2013). “Çeşitlilik Hayat Kurtarır”. *Harvard Business Review*, Eylül 2013: 93-97.
- Barsh, J., Yee, L. (2012). “Unlocking The Full potential of Women at Work” <https://www.wsj.com/public/resources/documents/womenreportnew.pdf>.(erişim tarihi: 20.02.2017)
- Berber, M., Eser, B. E. (2008). “Türkiye’de Kadın İstihdamı: Ülke ve Bölge Düzeyinde Sektörel Analiz”. “İş, Güç” *Endüstri İlişkileri ve İnsan Kaynakları Dergisi*,10(2):1303-2860.
- Birgili, E., Düzer, M. (2010). “Finansal Analizde Kullanılan Oranlar ve Firma Değeri İlişkisi: İMKB’de Bir Uygulama”. *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, (46), 74-83.

- Bonn, I., Yoshikawa, T., Phan, P. H. (2004). "Effects of Board Structure on Firm Performance: A Comparison Between Japan and Australia". *Asian Business & Management*, 3:(105–125).
- Byoun, S., Chang, K., Young, S. K. (2016). "Does Corporate Board Diversity Affect Corporate Payout Policy?". *Asia-Pacific Journal of Financial Studies*, 45: 48–101.
- Campbell, K., A. Mínguez-Vera (2008). "Gender Diversity in the Boardroom and Firm Financial Performance". *Journal of Business Ethics*, 83(3):435–451.
- Carter, A. D., Simkins, B. J., Simpson, W. G. (2003). "Corporate Governance, Board Diversity, and Firm Value". *The Financial Review*, 38: 33-53.
- Ceylan, A., Korkmaz, T. (2013). "İşletmelerde Finansal Yönetim". Gözden Geçirilmiş 13.Basım, Ekin Basım Yayın Dağıtım: Bursa.
- Conthe Komitesi (2006). "Unified Code of Corporate Governance (CUBG)". Informe del grupo especial de trabajo sobre buen gobierno de las sociedades cotizadas. Comité Conthe: Madrid.
- Costa, D. L. (2000). "From Mill Town To Board Room: The Rise Of Women's Paid Labor". *Journal of Economic Perspectives*, 14(4): 101-122.
- Darmadi, S. (2010). "Do women in top management affect firm performance? Evidence from Indonesia". *Corporate Governance: The international journal of business in society*, 13(3), 288-304.
- Dezsö, C. L., Ross, D. G. (2012). "Does female representation in top management improve firm performance? A panel Data Investigation". *Strategic Management Journal*, 33: 1072–1089.
- Fama, E.F. ve French, K. (1992). "The cross-section in expected stock returns" *Journal of Finance* 47, 427-466.
- Gemici, Ç. G. (2010). "Mali Oranların Firma Değerine Etkisinin Analizi", Yüksek Lisans Tezi, Ankara Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Ankara.
- Gülbay, M. (2012). "Kadın Yöneticilerin Kariyer Sorunu: Cam Tavan Sendromu üzerine Uygulamalı Bir Araştırma". Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi. İstanbul Aydın Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İstanbul.
- Ibarra, H., Ely, R., Kolb, D. (2013). "Women Rising: The Unseing Barriers". *Harvard Business Review*, 91 (9): 60-66.
- Jahangirov, N. (2012). "Kültürel Bir Değişim Olarak Güç Mesafesi ve Cam Tavan Engeli Arasındaki İlişkiler Üzerine Ampirik bir Araştırma". Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi. Gazi Üniversitesi Eğitim Bilimleri Enstitüsü, Ankara.
- Kadapakkam, P.R., Kumar P.C., Riddick, L.A. (1998) "The impact of cash flows and firm size on investment: the international evidence". *Journal Banking and Finance* 22(3), 293-320.
- Kaplan, S. ve Zingales, L. (1997). "Do investment-cash flow sensitivities provide useful measures of financing constraints?". *The Quarterly Journal of Economics* 112, 169–215.
- Karan, M. B. (2001), "Yatırım Analizi ve Portföy Yönetimi". Gazi Kitabevi, Ankara.
- Keim, D.B. (1985). "Dividend Yields and Stock Returns: Implications of Abnormal January Returns". *Journal of Financial Economics*, 14(3), 473-489.
- Khan, W. A., Vieito, J. P. (2013). "Ceo gender and firm performance". *Journal of Economics and Business*, 67: 55– 66.
- Kochan, T., Bezrukova, K., Ely, Jackson, S., Joshi, A., Jehn, K., Leonard, J., Levine, D., Thomas, D. (2003). "The Effects Of Diversity on Business Performance: Report of Diversity Research Network". *Human Resource Management*, 42(1): 3-21.
- Korkmaz, H. (2014). "Yönetim Kademelerinde Kadına Yönelik Cinsiyet Ayrımcılığı ve Cam Tavan Sendromu". *Akademik Sosyal Araştırmalar Dergisi*, 2(5): 1-14.
- LOIMH (2007). Act 3/2007 of 22 March, for Effective Equality between Women and Men (LOIMH). (BOE n. 71 de 23/3/2007).

- Naranjo, A., Nimalendran, M., and Ryngaert, M. (2000). "Time variation of ex-dividend day stock returns and corporate dividend capture: A re-examination". *Journal of Finance*, 50, 2357-2372.
- Ocak, M. (2013). "Yönetim Kurulu ve Üst Yönetimde Yer Alan Kadınların Finansal Performansa Etkisi: Türkiye'ye İlişkin Bulgular". *Muhasebe ve Finansman Dergisi (MUFAD)*, Ekim 2013, 107-125
- Olivencia Raporu (1998). "El buen Gobierno de las Sociedades". Madrid: Ministerio de Economía y Hacienda, Madrid.
- Yermack, D. (1996). "Higher market valuation of companies with a small board of directors". *Journal of Financial Economics* 40(2), 185-211.