

Türkiye’de CEO Değişimine Etki Eden Faktörler ve Değişiminin Finansal Performans Üzerindeki Etkisi

Mesut Doğan^a

Veysel Ağca^b

Mete Karayel^c

Öz: CEO’nun temel sorumluluğu; şirketin vizyon ve misyonu doğrultusunda belirlediği hedef ve amaçları başaracak etkili stratejiler oluşturmak ve uygulamaktır. Bu araştırmanın amacı Borsa İstanbul’da (BİST) işlem gören firmaların CEO değişimini belirleyen finansal faktörleri ve CEO değişiminin finansal performans üzerindeki etkisini tespit etmektir. Araştırmada 2004-2012 yılları arasında BİST İmalat Sanayi Endeksi’nde işlem gören 136 firmanın verilerinden yararlanılmıştır. Ampirik analizlerde CEO değişimine neden olan faktörleri tespit etmek amacıyla lojistik regresyon yönteminden yararlanılmıştır. CEO değişimi öncesi ve sonrası dönemlerde finansal performanstaki farklılıkları belirlemek amacıyla Eşleştirilmiş (Paired) T-testi kullanılmıştır. Yapılan analizler sonucunda BİST İmalat Sanayi Endeksi firmalarının muhasebe ve piyasa temelli performans göstergelerinin azalması, borç yükünün artması, satışlarının ve varlıklarının azalması CEO değişimi ihtimalini artırdığı tespit edilmiştir. Bununla birlikte CEO değişiminin firmaların karlıklarını olumsuz yönde etkilediği belirlenmiştir.

Anahtar Sözcükler: CEO Değişimi, Belirleyici Faktörler, Finansal Performans, BİST İmalat Sanayi

JEL Sınıflandırması: L25, L10

Determining Factors on CEO Turnover and Its Impact on Financial Performance in Turkey

Abstract: The main responsibility of the CEO is to create and execute effective strategies that will achieve the goals and objectives determined in line with the company’s vision and mission. The purpose of this study is to determine financial factors that determine CEO turnover and to determine the effects of CEO turnover on the financial performance of the firms traded in Istanbul Stock Exchange (BIST). In the research, data from 136 firms trading in the BIST Manufacturing Industry Index between the dates 2004-2012 was used. In the empirical analysis, logistic regression method was used with the purpose of determining the factors causing CEO turnover. The paired t-test was used for determining the differences before and after the CEO turnover periods. At the end of the analysis; it was determined that reduction of accounting and market based performance indicators; increase of the debt burden, decrease of the sales and assets of BIST Manufacturing Industry Index firms increase the probability of CEO turnover. However, it was determined that CEO turnover adversely affects the companies’ profitability.

Keywords: CEO Turnover, Determining Factors, Financial Performance, BİST Manufacturing Industry

JEL Classification: L25, L10

^aPhD., Afyon Kocatepe University, Vocational School of Bayat, Afyonkarahisar, Türkiye, mesutdogan07@gmail.com

^bAssoc. Prof., PhD., Afyon Kocatepe University, Faculty of Economics and Administrative Sciences, Department of Business Administration, Afyonkarahisar, Türkiye, agca@aku.edu.tr

^cAssist. Prof., PhD., Afyon Kocatepe University, Faculty of Economics and Administrative Sciences, Department of Business Administration (in English), Afyonkarahisar, Türkiye, karayelmete@gmail.com

1. Giriş

Bir şirketin en üst konumunda olan CEO’nun (Chief Executive Officer) temel sorumluluğu; şirketin vizyon ve misyonu doğrultusunda belirlediği hedef ve amaçları başaracak etkili stratejiler oluşturmak ve uygulamaktır. Yönetim kurulunun sorumluluğu ise şirket işlerini, pay sahiplerinin uzun vadeli ve istikrarlı bir kazanç sağlamasını temin edecek şekilde yürütmektir. Yönetim kurullarının önemli sorumluluklarından biri de CEO pozisyonunda bulunan kişinin yaptığı ya da yapacağı davranışları denetlemektir (Aygün ve İç, 2010).

CEO’nun temel sorumluluğu; şirketin vizyon ve misyonu doğrultusunda belirlediği hedef ve amaçları başaracak etkili stratejiler oluşturmak ve bunları hayata geçirmektir. CEO’lar örgütsel etkinliği ve örgütteki karar verme süreçlerini beş temel yolla etkilerler (Jones, 2010: 38-39):

- CEO, örgütsel amaçları belirlemek ve örgütsel yapıyı düzenlemekten sorumludur.
- CEO, örgütsel hiyerarşideki önemli pozisyonundaki üst yöneticileri belirler.
- CEO, üst yönetimin alacağı ödül ve teşvikleri belirler.
- CEO, para gibi kıt kaynakların dağıtımını ve işletmedeki bölümlerdeki karar verme gücünü kontrol eder.
- CEO’nun eylemleri ve itibarı, içsel ve dışsal paydaşlar üzerinde önemli bir etkiye sahiptir ve örgütün çevresinden kaynak çekme yeteneğini etkiler.

Bir şirketin belirsiz bir iş ortamında rekabetle baş edebilmesi için güçlü bir yönetim ekibine sahip olması hayati bir öneme sahiptir. CEO değişimi (zorla ya da gönüllü olarak) şirket performansı üzerinde negatif ya da pozitif bir etkiye sahiptir. CEO’nun değiştirilmesi ve yerine kimin geçeceği karar verilmesi işletme için çeşitli nedenlerden dolayı çok önemli bir karardır. Örneğin, yaşanan kötü performans sonrasında dışardan birisiyle CEO’nun değiştirilmesi, yeni gelecek olan CEO’nun yeni ve daha iyi stratejiler ortaya koyarak şirket performansını yükselteceği beklentisiyle zorla yapılabilir. CEO’nun daha iyi bir kariyer fırsatı bulması nedeniyle yaşanacak bir gönüllü CEO değişiminde ise yönetim kurulu şirketin uzun dönemli stratejilerini bilen ve şirkette önemli değişiklikler yapmayacağını düşündüğü bir içerden aday seçebilir. Bunun nedeni ise genellikle gönüllü CEO değişimlerinde şirketler finansal olarak bir sorun yaşamıyorlardır (Lindrianasari, 2012: 207).

Bu çalışmada Borsa İstanbul’da (BİST) işlem gören firmaların CEO değişimini belirleyen finansal faktörlerin ve CEO değişiminin finansal performans üzerindeki etkisinin tespit edilmesi amaçlanmaktadır. Araştırmada 2004-2012 yılları arasında BİST İmalat Sanayi Endeksi’nde işlem gören 136 firmanın verilerinden yararlanılmıştır. Konuya ilişkin literatür incelendiğinde CEO değişiminin finansal performans üzerindeki etkisinin ülkelere göre farklılaştığı görülmektedir. Yani CEO değişiminin finansal performans üzerinde pozitif bir etkisi olduğunu savunan çalışmaların yanında negatif bir etki yaptığını tespit eden çalışmalar da mevcuttur. Ulusal literatür incelemesi sonucunda BİST’te CEO değişimini belirleyen finansal faktörlerini tespit eden ve CEO değişiminin finansal performans üzerindeki etkisini inceleyen ilk çalışmalardan biri olması, bu çalışmayı oldukça önemi kılmaktadır. Ayrıca araştırmada elde edilen bulgular; yatırımcılar, araştırmacılar, finansal düzenleyiciler ve işletmelerin üst yönetimi açısından büyük önem taşımaktadır.

CEO değişimini belirleyen finansal faktörlerin ve CEO değişiminin performans üzerindeki etkisinin araştırıldığı bu araştırmanın birtakım kısıtları bulunmaktadır. Öncelikle çalışmanın bulguları; Borsa İstanbul İmalat Sanayi Endeksi’nde faaliyette bulunan firmalar açısından yorumlanmalıdır. Ayrıca firmaların 2004-2012 yıllarına ait verilerinden yararlanılması çalışmanın başka kısıtıdır.

Bu çalışma beş bölümden oluşmaktadır. Girişten sonra ikinci bölümde CEO değişimini belirleyen finansal faktörleri ve CEO değişiminin finansal performans üzerindeki etkisini araştıran akademik çalışmalar özetlenmiştir. Üçüncü bölümde çalışmada yer verilen bağımlı ve bağımsız değişkenler tanımlanarak, çalışmanın metodolojisi açıklanmıştır. Dördüncü bölümde ampirik analiz sonuçları yer almaktadır. Son bölümde ise araştırma sonuçlarının genel bir değerlendirilmesi yapılmıştır.

2. Literatür Taraması

Firmalarda CEO değişimi iki şekilde gerçekleşmektedir. Birincisi; firmanın finansal performansının kötüye gitmesinden dolayı dışsal kaynaklı zorunlu bir CEO değişimidir. İkincisinde ise CEO'nun daha iyi kariyer fırsatlarından dolayı istifa etmesidir ve bu gönüllü bir değişikliktir. Konuya ilişkin literatür taramasının önemli bir kısmında, CEO kararlarının ve CEO değişmesinin firmaların finansal performansı üzerinde etkili olduğunu göstermektedir.

Bazı firmalarda, CEO tüm önemli kararları verir. Bazı firmalarda ise kararlar daha açık bir şekilde üst yöneticilerin fikir birliğiyle alınır. Eğer farklı bireyler, farklı fikirlere sahipse, karar verme gücünün dağılımı, hangi kararların verileceğini etkileyebilir. Yönetim kararlarının firma çıktıları üzerinde önemli etkileri vardır. Bu açıdan, üst yöneticilerin nitelikleri ve örgütsel değişkenler firma performansı üzerinde bir etkiye sahip olacaktır (Adams, Almeida ve Ferreira, 2005: 1403).

Finansal performansın düşmesi CEO değişim ihtimalini artırmaktadır (Osborne, Jauch, Martin ve Glueck, 1981; Wildt, 1996; Harrison, Torres ve Kukalis, 1988). Performansla ilişkili olan değişimler CEO'nun emeklilik yaşından önce ayrıldığı vakalarda gözlemlenmektedir (Coughlan ve Schmidt, 1985). Eğer üst düzey bir yönetici normal emeklilik yaşına kadar görevde kalırsa görev değişimini açıklamada performans değerlendirmeye alınmaz. CEO, çoğunluk pay sahibi olmasından kaynaklanan olağan dışı bir güce sahipse, bu durumda görev değişimi performansın iyi olduğu dönemlerde gözlemlenmektedir (Allen, Panian ve Lotz, 1979). Schrader ve Lüthje (1995) çalışmasına göre küçük aile şirketlerinde CEO'ların değişimi emeklilik dışındaki nedenlerden kaynaklanmaktadır. Bir örgütün dış kaynaklara olan bağımlılığıyla baş etme yeteneğinin CEO değişimi üzerinde güçlü bir etkiye sahiptir (Salancik, Staw ve Pondy, 1980). Üst yönetim pozisyonlarındaki değişimler CEO'nun değişen ihtiyaçlar karşısında sahip olması gereken niteliklere ait bir tepkidir. Gönüllü ayrılmalar, emeklilik veya ölüm CEO değişimindeki diğer nedenlerdir (Leker ve Salomo, 2000:289).

CEO değişimi ile performans ile ilgili ilk çalışmalar 1980'lerde yapılmıştır. O zamandan bu yana akademisyenler değişim/performans ilişkisinin çok farklı yönleriyle ilgili çok sayıda çalışma üretmişlerdir. Brickley (2003) göre; CEO değişiminin firma performansı ile ilişkisi ters yönlüdür. CEO'ların değişim düzeyi, hisse fiyatı ve muhasebe esaslı performans göstergelerinin kötü olduğu zamanlarda iyi olduğu zamanlara kıyasla daha fazla olmaktadır.

Helmich (1974); Davidson vd. (1993) gibi araştırmacılar CEO değişiminin firmaların finansal performansını olumlu yönde etkilediğini; buna karşın Grusky (1964); Allen vd. (1979); Carroll (1984); Beatty ve Zajac (1987); Haveman (1993) ise CEO değişiminin firmaların finansal performansını olumsuz yönde etkilediğini savunmuşlardır. Gamson ve Scotch (1964); Boeker (1992) ise CEO değişiminin firmanın finansal performansı üzerinde etkili olmadığını belirtmişlerdir (Lindrianasari ve Hartono, 2012: 212). Bu çalışmalarının dışında Kesner ve Sebor (1994) CEO değişimi bağımlı değişken olarak kullanmıştır. Çalışmasının sonucunda CEO devir hızı ne kadar yüksek olursa firmanın finansal performansının da o kadar düşük olacağını savunmuştur. Benzer şekilde Virany vd. (1992); Shen (2000) çalışmalarında ROA (Varlık Karlılığı) ile CEO değişim oranı arasında negatif bir ilişkinin varlığını ortaya koymuşlardır. Deond ve Park (1999); Engel vd. (2003) ve Defond ve Hung (2004) ise "faiz ve vergi öncesi karlar" ile CEO değişimi arasında negatif bir ilişki belirlemişlerdir. Buna karşın Cannella ve Lubatkin (1993); Zajac ve Westphal (1996) gibi araştırmacılar ise CEO değişimi ile firmanın performans göstergeleri arasında zayıf ilişkiler tespit etmişlerdir.

Morck vd. (1988) ve McConnell ve Servaes (1990) yöneticilerin pay sahipliği ile Tobin's Q oranı arasında doğrusal olmayan bir ilişki tespit etmişlerdir. Yermack (1996) ve La Porta vd. (1999) benzer sonuçlara ulaşmışlardır. Üst yöneticilerin değişiminin performansa olan duyarlılığının düşük olması kötü kurumsal yönetim göstergesi kabul edildiğinde, bu şirketin değerine de yansıtacağı varsayılmaktadır.

Volpin (2002) çalışmasında İtalya'da üst yöneticilerin değişimi ile firma değeri arasındaki ilişkiyi ele almıştır. Çalışmasında 1986 ve 1997 yıllarında Milan Borsası'na kayıtlı finansal olmayan firmaları incelemiştir. Çalışmada İtalya'da kurumsal yönetim zayıf bulunmuştur. Kontrolü elinde bulunduran pay sahiplerinin aynı zamanda üst yönetici olduğu, kontrolün tek bir pay sahibinin elinde olduğu ve kontrolü elinde tutan pay

sahiplerinin %50’den daha az bir nakit akımını kontrol ettikleri durumda üst yöneticilerin değişiminin performans ve düşük Tobin’s q ile ilişkisi zayıf bulunmuştur.

Turan (2006) Türkiye’deki şirketlerin yönetim yapıları, üst yönetim değişim frekansları ve şirket performansları arasındaki ilişkiyi incelemiştir. Analiz sonucunda yönetim yapısı ve şirket tipi arasında istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki bulunmuştur. Ayrıca düşük performanslı şirketlerin performansı iyi olan şirketlere kıyasla CEO seçimini şirket dışından yaptıkları tezi ile anlamlı olmayan bir ilişki tespit edilmiştir.

Yukarıda özetlenen çalışmaların dışında kontrol değişkenleri ile CEO değişimi arasındaki ilişkiyi inceleyen Smith vd. (2008) toplam varlıkların artmasının CEO değişimini yavaşlattığını buna karşın sermaye yeterlilik oranının (öz sermaye/toplam varlık) artmasının CEO değişim olasılığını arttırdığını belirtmişlerdir. Conyon ve He (2008) ise Çin’de faaliyet gösteren firmalarda CEO değişimi ile firma performansı arasındaki ilişkiyi incelemiştir. Araştırmalarında 1999-2006 yıllarını arasında faaliyette bulunan 1200 Çin firması analize dâhil edilmiştir. Analiz sonucunda; CEO değişimi ile firma performansı arasında oldukça güçlü ve negatif bir ilişki ortaya çıkmıştır. Benzer şekilde Lindrianasari ve Hartono, (2012) Endonezya’da faaliyette bulunan firmaların CEO değişimi ile firma performansı arasındaki ilişkiyi incelemiştir. 1998-2006 yılları arası verilerden yararlanılan araştırmada lojistik regresyon yönteminden yararlanılmıştır. Yapılan analiz sonucunda CEO değişimi ile Faiz ve Önceki Kar, Varlık Karlılığı, Öz sermaye Karlılığı, Toplam Varlıklar, Satışlar ve Borç-Öz Sermaye oranı arasında negatif; buna karşın cari oran ile CEO değişimi arasında pozitif bir ilişki tespit edilmiştir. Rachpradit vd. (2012) bir şirketin sahiplik ve yönetim kurulu yapısının CEO değişimi ile firma performansı arasındaki ilişki üzerinde etkili olduğunu belirtmişlerdir. Firma aile tarafından kontrol edildiğinde, CEO aileden birisi olduğunda ve yönetim kurulu büyüklüğü fazla olduğunda CEO değişiminin firma performansına duyarlılığı düşük olacaktır. CEO değişiminin firma performansına duyarlılığı CEO ve yönetim kurulu başkanının aynı olması ve yönetim kurulunun bağımsızlığının düşük olduğu durumlarda yüksek olacağı sonucuna ulaşmışlardır. CEO emeklilik yaşını geçmişse bu durumda CEO değişiminin firma performansıyla olan ilişkisi düşük olacaktır. Conyon ve He (2014) Çin’de faaliyette bulunan firmalar üzerinde yaptıkları çalışmada daha kötü performans değerlerine ve daha fazla büyüme fırsatlarına sahip olan firmalar CEO’yu değiştirme kararlarında muhasebe performansına ve hisse piyasası performansına daha az dikkat ettikleri sonucuna ulaşmışlardır. Aynı zamanda Çin’de devlet kontrolündeki firmaların muhasebe performans değerlerini CEO’yu değiştirme kararlarında daha fazla önem verdiklerini gözlemlemişlerdir.

3. Metodoloji

3.1. Araştırmanın Amacı ve Soruları

Bu çalışmanın amacı; Borsa İstanbul’da (BİST) İmalat Sanayi Endeksi’nde işlem gören firmaların CEO değişimini belirleyen finansal faktörleri ve CEO değişiminin finansal performans üzerindeki etkisini tespit etmektir. Araştırmada 2004-2012 yılları arasında BİST İmalat Sanayi Endeksi’nde işlem gören 136 firmanın 9 yıllık dönemi kapsayan (2004-2012) verilerinden yararlanılmıştır. Bu 9 yıllık dönem kendi içerisinde 3 alt döneme ayrılmıştır.

1. Dönem: 2004-2005-2006 yılları kapsayan CEO değişim öncesi dönemdir. Bu dönemde CEO değişimi yaşanmayan firmalar tespit edilmiş ve bu firmalar analize dâhil edilmiştir. Örneğin herhangi bir firmada bu dönemde CEO değişimi yaşanmışsa o firma örneklem dışında tutulmuştur. Yani; 3 yıl boyunca aynı CEO ile devam eden firmalar bu grupta yer almaktadır. 136 firma içerisinde 105 firma bu kriterlere uymaktadır. Başka bir ifade ile BİST İmalat Sanayi Endeksi’nde 2004-2005-2006 yıllarında 136 firmanın 105’inde CEO değişmemiştir. 31 firmada bu dönemde CEO değişimi olduğu için analizlere dâhil edilememiştir.

2. Dönem: CEO değişimi yaşamayan firmalar (105 tane) tespit edildikten sonra, bu firmalar 2007-2008-2009 yıllarında CEO değişimi olan ve olmayan firmalar şeklinde iki gruba ayrılmıştır. Bu 105 firmadan bu dönemde 68’inde CEO değişmemiş, 37’sinde ise CEO değişmiştir.

3. Dönem: CEO değişimi yaşanan firmalar (37 tane) tespit edildikten sonra, bu firmalarda 2010-2011-2012 yıllarında CEO değişiminin finansal performans üzerindeki etkisi araştırılmıştır. Başka bir ifade

ile söz konusu 37 firmanın 1. Dönem (değişiklik öncesi) ve 3. Dönem (değişiklik sonrası) finansal performans göstergeleri karşılaştırılmıştır.

Bu bilgiler ışında; araştırmada şu sorulara cevap aranacaktır;

- 2. dönemde yaşanan CEO değişiminde 1. dönemde bazı finansal göstergelerin (satışların, karlılığın, piyasa değerinin vs.) etkisi var mıdır? Başka bir ifade ile CEO değişimini belirleyen finansal faktörler nelerdir?
- 1. Dönem (eski CEO) ile 3. Dönem (yeni CEO) arasında ne gibi finansal farklılıklar vardır? Yani; CEO değişimin finansal performans üzerinde olumlu veya olumsuz bir etkisi var mıdır?

3.2. Araştırmanın Veri Seti

Bu çalışmada 2004-2012 yılları arasında BİST İmalat Sanayi Endeksi'nde 136 firmanın verilerinden yararlanılmıştır. Bununla birlikte elde edilecek bulguların genellenebilirliği için ve kullanılacak mali tabloların tekdüzeliğin sağlanması açısından çalışmada sadece BİST İmalat Sanayi Endeksi'nde yer alan firmalar kullanılmıştır. İmalat sanayide yer alan 136 firmanın alt sektörleri Tablo 19'da gösterilmiştir. İmalat sanayide yer alan 136 firmanın alt sektörleri Tablo 1'de gösterilmiştir.

Tablo 1. İmalat Sanayi'de Faaliyet Gösteren Firmaların Sektörlere Göre Dağılımı

Sektör	Firma Sayısı
Gıda, İçki ve Tütün	21
Dokuma Giyim Eşyası ve Deri	21
Orman Ürünleri ve Mobilya	2
Kâğıt ve Kâğıt Ürünleri, Basım ve Yayın	10
Kimya, Petrol, Kauçuk ve Plastik Ürünler	24
Taş ve Toprağa Dayalı Sanayi	24
Metal Ana Sanayi	11
Metal Eşya, Makine ve Gereç Yapım	20
Diğer İmalat Sanayi	3
Toplam Firma Sayısı	136

Analiz kapsamında incelenen firmalara ait finansal veriler iki farklı yolla elde edilmiştir. İmalat sanayi firmalarının 2008 yılı ve öncesine ait dönemlere ilişkin finansal veriler Borsa İstanbul (BİST)'in resmi internet sayfasından (www.borsaistanbul.com), 2009 yılı ve sonrasına ait dönemlere ilişkin finansal veriler ise Kamuyu Aydınlatma Platformu (KAP)'in resmi internet sayfasından (www.kap.gov.tr) temin edilmiştir. CEO bilgilerine ilişkin bilgiler ise 2004-2008 yılları için şirket yıllıklarından, 2009-2012 yılları için ise firmaların faaliyet raporlarından, web sayfalarından, dipnot bilgilerinden ve KAP'tan ulaşılmıştır.

3.3. Değişkenler ve Hipotezler

CEO değişimini belirleyen finansal faktörlerin ve CEO değişimin finansal performans üzerindeki etkisinin belirlendiği bu çalışmada 1 adet bağımlı değişken 7 adet bağımsız değişken kullanılmıştır. Bu bağımlı ve bağımsız değişkenlere ilişkin bilgiler aşağıdaki gibidir.

3.3.1. Bağımlı Değişkenler

Bu araştırmada bağımlı değişken olarak CEO değişimi (CEO) kullanılmıştır. 2. Dönemde (2007-2008-2009 yıllarında) bir CEO değişimi yaşanmışsa 1, CEO değişimi olmamışsa 0 olarak tanımlanmıştır. Hoetker (2007); Zhou vd. (2009); Lindrianasari (2012) gibi yazarlar da benzer şekilde bağımlı değişken olarak kullanmışlardır.

3.3.2. Bağımsız Değişkenler

Bu çalışma CEO değişimine etki edebilecek 7 adet bağımsız değişken kullanılmıştır. Bu bağımsız değişken şöyledir:

ROA: Firmaların varlık karlılığıdır. Net karın toplam varlıklara oranlanmasıyla elde edilir. Virany vd. (1992); Shen (2000); Lindrianasari (2012) gibi yazarlar CEO değişimi belirleyen faktörleri tespit ettikleri çalışmalarda bağımsız değişken olarak kullanmışlardır. Bu oran muhasebe esaslı bir performans göstergesidir. ROA firmaların karlılığını ve yönetimin yeteneğini gösteren bir orandır. Başka bir ifade ile 1 TL’lik varlık başına düşen kar miktarını göstermektedir. İşletmenin varlıklarını etkin kullanıp kullanmadığı da ifade etmektedir. Bu yüzden bu oranın düşmesinin CEO değişimini artıracığı beklenmektedir.

H₁: Varlık Karlılığı ile CEO değişimi arasında negatif bir ilişki vardır.

ROE: Firmaların öz sermaye karlılığıdır. Net kârın öz sermaye toplamına oranlanmasıyla hesaplanmıştır. Puffer ve Weintrop (1991); Harrison, Torres ve Kukalis (1988); Lindrianasari (2012) gibi yazarlar CEO değişimini belirleyen faktörleri tespit ettikleri çalışmalarda bağımsız değişken olarak kullanmışlardır. Bu oran muhasebe esaslı bir performans göstergesidir. ROE 1 TL’lik öz sermaye başına düşen kar miktarını ve işletmenin öz sermayesini etkin kullanıp kullanmadığı da göstermektedir. Oranın düşük veya negatif olması işletmenin başarısızlığı şeklinde yorumlanabilir. Bu yüzden CEO değişimi ile ROE arasında negatif bir ilişki beklenmektedir.

H₂: Öz sermaye karlılığı ile CEO değişimi arasında negatif bir ilişki vardır.

TOBIN: Tobin’s q (TOBIN): Firmanın piyasa değerinin defter değerine oranlanması ile elde edilmiştir. Bu oran piyasa esaslı bir performans göstergesidir.

Birçok çalışmada firma performansının ölçütü olarak genel kabul görmüş olan Tobin’s q oranı, ilk kez 1969 yılında James Tobin tarafından hesaplanmıştır. Bu oran farklı şekillerde de hesaplanabilmektedir. Bu oran piyasa esaslı bir performans göstergesidir. Chung ve Pruitt (1994) Tobin’s q hesaplama yöntemini “Yaklaşık q Değeri” şeklinde basit olarak aşağıdaki gibi hesaplamaktadırlar:

Yaklaşık $q = (MVE + PS + DEBT) / TA$

MVE: Hisse senedi piyasa fiyatı ile hisse senedi adedinin çarpımıyla bulunmaktadır.

PS: Tercihli hisse senedinin fiyatı ile hisse sayısının çarpımı sonucunda elde edilir.

DEBT: Firmanın toplam borçlarını/yükümlülüklerini,

TA: Firma toplam varlıklarını/aktiflerini göstermektedir.

Chung ve Pruit (1994) tarafından geliştirilen yaklaşık q değerinin hesaplanmasında varlıkların yerine koyma maliyetinin defter değerine eşit olduğu varsayılmaktadır. Oranın hesaplanmasında q oranının hesaplanmasında Chung ve Pruit (1994) formülü esas alınmış ve Tobin’s q oranı aşağıdaki gibi hesaplanmıştır (Aygün ve İç, 2010: 1997).

TOBIN = Piyasa Değeri / Defter Değeri

TOBIN, yatırımcıların şirketi nasıl değerlendirdiğine dair bulgu verir. Şirket yönetimi kararlar alırken firmanın piyasa değerinin en üst seviyeye çıkarılmasını amaçlar. Bu yüzden CEO değişimi ile *TOBIN* arasında negatif bir ilişki beklenmektedir.

H₃: Tobin’s q oranı ile CEO değişimi arasında negatif bir ilişki vardır.

SATIS: Firmaların toplam satışlarıdır. Dedman ve Lin (2002); Defond ve Hung (2004) gibi yazarlar tarafından yürütülen çalışmalarda satışların azalmasının CEO değişimini hızlandıracağı şeklinde sonuçlar elde edilmiştir.

VARLIK: Firmaların toplam aktifleridir. Diğer değişkenler ile uyumlu olması için logaritmaları alınarak modele dâhil edilmiştir. Toplam satışlar ve toplam varlıklar firma büyüklük göstergeleridir. İşletmeler

büyüyük belli avantajlara sahip olmaktadır. İşletmeler büyüyük ölçek ekonomilerinden yararlanırlar. Sonuç olarak literatürle tutarlı bir şekilde (Smith vd., 2008; Lindrianasari, 2012) satışların azalmasının ve firmanın küçülmesinin işletmeler açısından istenmeyen bir durum olmasından dolayı aşağıdaki hipotezler geliştirilmiştir.

H₄: Satışlar ile CEO değişimi arasında negatif bir ilişki vardır.

H₅: Toplam varlıklar ile CEO değişimi arasında negatif bir ilişki vardır.

KALDIRAÇ ORANI: Firmaların toplam borçlarının toplam varlıklarına oranlanmasıyla elde edilmiştir. Bu oran varlıkların yüzde kaçının borçlarla finanse edildiğini göstermektedir. Toplam borç oranı yüksek olan işletmelerin faaliyetlerini devam ettirebilmesi borçlara bağlıdır. Bu oranın çok yüksek olması firmanın riskliliğinin artmasına ve mali sıkıntıya düşmesine hatta iflas etmesine neden olabilir. Özellikle kredi verenler açısından bu oranın düşük olması istenir (Elitaş ve Doğan, 2013: 46).

CARİ ORAN: Firmanın dönen varlıklarının kısa vadeli yükümlülüklerine bölünmesiyle elde edilmiştir. Bu oran işletmenin kısa vadeli borç ödeme gücünü gösterir. Bu oranın düşük olması işletmenin kısa vadeli borç ödeme gücünün zayıf olduğu anlamına gelmektedir.

H₆: Kaldıraç oranı ile CEO değişimi arasında pozitif bir ilişki vardır.

H₇: Cari oran ile CEO değişimi arasında negatif bir ilişki vardır.

Literatürde, CEO değişiminin finansal performans üzerindeki etkisini ölçen çalışmalarda kullanılan finansal performans göstergelerin genellikle benzerlik gösterdiği görülmektedir. Bu alanda iki farklı finansal performans göstergesi kullanılmıştır. Bunlardan birincisi muhasebe esaslı finansal performans göstergeleri ROA ve ROE'dir. İkincisi, piyasa esaslı göstergelerden biri olan Tobin's q performans ölçütüdür. Literatür taramasında Carroll, (1984); Davidson vd. (1993); Haveman, (1993); Lindrianasari, (2012) ise gibi yazarlar CEO değişiminin firmaların performansını etkilediğini savunmuşlardır.

H₈: CEO değişim öncesi ve sonrası Varlık Karlılığı'nda önemli değişiklikler vardır.

H₉: CEO değişim öncesi ve sonrası Öz sermaye Karlılığı'nda önemli değişiklikler vardır.

H₁₀: CEO değişim öncesi ve sonrası firmanın Tobin's q oranında önemli değişiklikler vardır.

3.4. Araştırmanın Yöntemi ve Modeli

Çalışmada kullanılan veriler; 136 firmanın 9 yıllık verisini kapsadığından dolayı dengeli panel veri özelliği taşımaktadır. Ampirik analizlerde CEO değişimine neden olan faktörleri tespit etmek amacıyla lojistik regresyon yöntemlerinden yararlanılmıştır. Firmaların CEO'su değişmişse 1 diğer durumlarda ise 0 olarak tanımlanmıştır. CEO değişimi öncesi ve sonrası finansal performanstaki farklılıkları belirlemek amacıyla Eşleştirilmiş (Paired) T-testi kullanılmıştır.

Yukarıda tanımlanan bağımlı ve bağımsız değişkenler kullanılarak ve literatürde yer alan çalışmalar Defond ve Hung (2004); Conyon ve He (2008); Smith vd. (2008); Rachpradit vd. (2012); Lindrianasari (2012) esas alınarak aşağıdaki regresyon modeli geliştirilmiştir.

$$CEO (1,0) = \beta_1 + \beta_2 ROA_{it} + \beta_3 ROE_{it} + \beta_4 TOBIN_{it} + \beta_5 SATIS_{it} + \beta_6 VARLIK_{it} + \beta_7 KALDIRAC_{it} + \beta_8 CARL_{it} + e_{it}$$

4. Araştırmanın Bulguları

Araştırmanın bu bölümünde tanımlayıcı istatistiklere, lojistik regresyon analizine, eşleştirilmiş örnek istatistiklerine ve eşleştirilmiş T-testi sonuçlarına yer verilmiştir.

Tablo 2. Tanımlayıcı İstatistikler

Tanımlama	Miktar
2004-2012 yılları arasında incelenen firmalar	136
2004-2006 yılları arasında CEO’su değişmeyen firmalar	105
2004-2006 yılları arasında CEO’su değişen firmalar	31 ^a
2004-2006 yılları arasında CEO’su değişmeyip ancak 2007-2009 yılları arasında CEO’su değişen firmalar	37 ^b
2004-2006 yılları arasında ve 2007-2009 yılları arasında CEO’su değişmeyen firmalar	68

^aCEO’su değişmesinden dolayı bu firmalar analiz dışında tutulmuştur.

Tablo 2’de analizlerde kullanılan CEO değişimi ile ilgili tanımlayıcı istatistik sonuçları yer almaktadır. Tablo 2’den görüldüğü gibi 2004-2012 yılları arasında BİST İmalat Sanayi Endeksi’nde faaliyet gösteren 136 firma incelenmiştir. 2004-2006 yılları arasında 105 firmanın CEO’su değişmemiş, 31 firmanın ise CEO’su bir veya iki kez değişmiştir. CEO değişiminin etkisini görebilmek için 31 firma analiz dışında tutulmuştur. 2004-2009 yılları arasında 68 firmanın CEO’su değişmemiş, 37 firmanın ise değişmiştir.

Tablo 3’te yukarıda geliştirilen modele ilişkin lojistik regresyon analizi sonuçları yer almaktadır. 2007-2009 yılları (2. Dönem) arasında CEO’su değişen firmalar 1, değişmeyen firmalar 0 olarak tanımlanmıştır. 2004-2006 yılları (1. Dönem) arasının finansal verileri kullanılarak CEO değişimine neden olan faktörler tespit edilmiştir. Böylece 2. dönemde yaşanan CEO değişiminde 1. dönemde hangi finansal göstergelerin etkisi olduğu tespit edilmeye çalışılmıştır.

Tablo 3. Lojistik Regresyon Analizi Sonuçları

Bağımlı Değişken: CEO (0,1)- Yıllar: 2007-2009						
Bağımsız Değişkenler: Yıllar: 2004-2006						
Yıl Sayısı: 3						
Firma Gözlem Sayısı: 105						
Toplam Gözlem Sayısı: 315						
Değişkenler	B	Wald	Sig.	Exp(B)	Tolerans	VIF
Sabit	-1,921	22,125	0,000	0,091	-	-
ROA	-1,744	14,362	0,007	0,225	,687	1,492
ROE	-1,125	11,200	0,009	0,204	,742	1,501
TOBIN	-0,705	7,114	0,042	0,075	,585	1,862
KALDIRAC	1,051	9,878	0,025	0,141	,802	1,198
CARİ	-0,085	4,321	0,842	0,032	,758	1,487
SATIS	-1,548	13,632	0,035	0,152	,595	1,801
VARLIK	-0,988	9,102	0,048	0,107	,845	1,106
N. R ²						,379

Tablo 3’te analiz sonuçları incelendiğinde *ROA*, *ROE*, *TOBIN*, *SATIS*, *VARLIK*, *KALDIRAC* bağımsız değişkenleri firmaların CEO değişimini etkilemektedir. Firmaların varlık karlılığının, öz sermaye karlılığının, Tobin’s q oranının azalması CEO değişimini artırmaktadır. Bu yüzden H₁, H₂, H₃ hipotezleri kabul edilmektedir. Benzer şekilde firma büyüklük göstergeleri olan satışların ve toplam varlıkların azalması CEO değişimine neden olmakta ve H₄, H₅ hipotezleri kabul edilmektedir. Buna karşın CEO değişimi ile cari oran arasında anlamlı bir ilişki bulunamamıştır. CEO değişimi ile kaldıraç oranı arasında pozitif ve istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki tespit edilmiştir. Sonuç olarak H₆ hipotezi kabul edilmekte ve H₇ hipotezi reddedilmektedir.

Modelde Durbin-Watson d istatistiği kullanılarak, birinci dereceden oto-korelasyon olup olmadığı test edilmiştir. Durbin-Watson d istatistiği genellikle 1,5 ile 2,5 civarında oto-korelasyon olmadığını gösterir (Kalaycı, 2009: 267). Durbin-Watson d istatistiği 1,917 olarak hesaplanmıştır. Çoklu bağlantı problemini test etmek ve regresyon modelinin sonuçlarını desteklemek için ise Varyans Artış Faktörü (VIF-Variance Inflation

Factor) kullanılmaktadır. Ayrıca çoklu doğrusal bağlantı problemini saptamada kullanılan diğer yöntem ise değişkenlerin tolerans değeridir. VIF değerinin 10'un altında olduğu ve tolerans değerinin ise 0' çok yakın olmadığı durumlara modelde çoklu doğrusal bağlantı sorunu olmadığı anlamına gelir (Gujarati, 1995). Ayrıca modele ait Hosmer & Lemeshow testi sonuçları Ek 1 ve Ek 2'de verilmiştir. Test sonuçlarına göre modelin uyum iyiliği bakımından model verilere sağlıklı ve yeterli biçimde uymaktadır.

Tablo 4. Eşleştirilmiş Örnek İstatistikleri

		Ortalama	Gözlem Sayısı	Std. Sapma	Std. Hata Ortalama
Eşleştirilmiş 1	ROA(1) ^a	0,0508	111	0,10546	0,01001
	ROA(3) ^b	0,0216	111	0,09938	0,00943
Eşleştirilmiş 2	ROE(1)	0,0706	111	0,26363	0,02502
	ROE(3)	0,0339	111	0,25656	0,02435
Eşleştirilmiş 3	TOBIN(1)	1,7843	111	1,62075	0,15383
	TOBIN(3)	1,8581	111	1,71235	0,16253

^a (1) 2004-2006 CEO değişimi öncesi 1. dönemi göstermektedir.

^b (3) 2010-2012 CEO değişimi sonrası 3. dönemi göstermektedir.

Tablo 4'te CEO değişimi öncesi ve sonrası dönemlerine ait eşleştirilmiş örnek istatistikleri gösterilmiştir. CEO değişimi öncesine ve sonrasına ait 37 firma 111 gözlem sayısı mevcuttur. CEO değişimi öncesi dönemde ROA ve ROE %5 ve %7 iken, CEO değişimi sonrası dönemde ROA ve ROE %2,1 ve %3,3'e gerilemiştir. CEO değişimi sonrası dönem, CEO değişimi öncesi döneme göre karlılık göstergelerinde önemli bir azalış olmuştur. Piyasa esaslı performans göstergesi olan Tobin's q oranında CEO değişimi sonrası dönemde kısmen bir yükseliş mevcuttur.

Tablo 5. Eşleştirilmiş Örnek Testi

	Eşleştirilmiş Farklılıklar		t	Sig
	Ortalama	Std. Sapma		
ROA(1)- ROA(3)	0,0291	0,11667	2,636	0,010
ROE(1)- ROE(3)	0,0367	0,32843	1,429	0,046
TOBIN(1)-TOBIN(3)	-0,0737	2,42734	-0,320	0,256

Tablo 5'te CEO değişimi öncesi ve sonrası dönemlerine ait finansal performans göstergelerindeki farklılıklar eşleştirilmiş T-testi ile gösterilmiştir. CEO değişimi öncesi dönem, CEO değişimi sonrası döneme göre ROA ve ROE'de negatif ve istatistiksel olarak anlamlı farklılıklar mevcuttur. Başka bir ifade ile CEO değişimi işletmelerin muhasebe esaslı performans göstergelerini olumsuz yönde etkilemiştir. Sonuç olarak H_8 ve H_9 hipotezleri kabul edilmiştir. Tobin's q oranında ise öncesi ve sonrası döneme ait istatistiksel olarak anlamlı farklılık söz konusu değildir. Başka bir ifade ile CEO değişimi işletmenin piyasa performansını etkilememiştir. Bu yüzden *CEO değişim öncesi ve sonrası firmanın Tobin's q oranında önemli değişiklikler vardır* (H_{10}) hipotezi reddedilmiştir.

5. Genel Değerlendirme

Bu çalışmada Borsa İstanbul'da (BİST) işlem gören firmaların CEO değişimini belirleyen finansal faktörlerin ve CEO değişimin finansal performans üzerindeki etkisinin tespit edilmesi amaçlanmıştır. Araştırmada 2004-2012 yılları arasında BİST İmalat Sanayi Endeksi'nde işlem gören 136 firmanın verilerinden

yararlanılmıştır. Araştırmada firmaların likidite seviyesi, sermaye yeterliliği, toplam varlıkları, satışları, muhasebe ve piyasa esaslı performans göstergeleri ile CEO değişimi arasında etkileşimler incelenmiştir.

Araştırmanın sonuçları incelendiğinde BİST İmalat Sanayi Endeksi’nde yer alan firmalarda gözlenen CEO değişiminin finansal performansın kötüye gitmesinden kaynaklandığı anlaşılmaktadır. Başka bir ifade ile firmaların muhasebe ve piyasa temelli performans göstergelerinin azalması, borç yükünün artması, satışlarının ve varlıklarının azalması CEO değişimi ihtimalini artırmaktadır. Ayrıca, bu çalışmada CEO değişimi öncesi ve sonrası dönemlere ait firmaların finansal performans göstergelerinde önemli değişiklikler tespit edilmiştir. CEO değişimi ile ROA ve ROE arasında negatif ve anlamlı ilişkiler belirlenmiştir.. Buna karşın CEO değişimi ile piyasa performansı (TOBIN) arasında anlamlı bir değişiklik gözlenmemiştir. Başka bir ifade ile firmaların muhasebe esaslı başarı göstergelerinden olan öz sermaye ve varlık başına düşen karlılık miktarlarının azalması CEO değişimine neden olmaktadır. Ancak piyasa esaslı performans göstergesi ile CEO değişikliği arasında önemli bir etkileşim söz konusu değildir.

CEO’nun temel sorumluluğu; firmanın vizyon ve misyonunu doğrultusunda belirlediği hedef ve amaçları başaracak etkili stratejiler oluşturmak ve uygulamaktır. Genel itibarıyla firmalarda CEO değişimi iki şekilde gerçekleşmektedir. Birincisi; firmanın finansal performansının kötüye gitmesinden dolayı dışsal kaynaklı zorunlu bir CEO değişimidir. İkincisinde ise CEO’nun daha iyi kariyer fırsatlarından dolayı istifa etmesi, vefat etmesi veya emekli olması gibi gönüllü değişikliklerdir. BİST İmalat Sanayi Endeksi’nde yer alan firmalar açısından CEO değişiminin daha çok finansal performansın kötüye gitmesinden kaynaklandığı bulunmuştur. CEO değişiminin BİST İmalat Sanayi Endeksi’nde yer alan firmalarının finansal performansını olumsuz etkilediği görülmektedir.

CEO değişimi firmalar açısından son derece önemli bir karardır. CEO değişimi durumunda BİST firmalarının CEO’yu firmanın stratejik amaç ve politikalarını bilen yönetim kurulu üyeleri arasından seçmesinde fayda vardır. Bu bakış açısı bir çok ampirik çalışma tarafından desteklenmektedir. Gelecek araştırmalarda CEO değişiminin emeklilik, ölüm, zorla ve gönüllü değişiklik olup olmadığı tespit edilerek finansal performans bakımından CEO değişim öncesi ve sonrası karşılaştırılabilir. Bununla CEO değişiminin finansal performans üzerindeki etkisi farklı sektörler için de araştırılabilir.

Kaynaklar

- Adams, R. B., Heitor A., & Daniel F. (2005). Powerful CEOs and their impact on corporate *performance*. *Review of Financial Studies*, 18(4), 1403-1432.
- Allen, M. P., Panian, S. K., & Lotz, R.E. (1979). Managerial succession and organizational performance: a recalcitrant problem revisited. *Administrative Science Quarterly*, 24, 167-180.
- Aygün, M. ve İç, S. (2010). Genel müdürün aynı zamanda yönetim kurulu üyesi olması firma performansını etkiler mi?. *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, Sayı: 47, 192- 201.
- Beatty, R. P., & Zajac, E. J. (1987). CEO change and firm performance in large corporations: succession effects and manager effects. *Strategic Management Journal*, 8(4), 305-317.
- Boeker, W. (1992). Power and managerial dismissal: scapegoating at the top. *Administrative Science Quarterly*, 37, 400-421.
- Brickley, J. A. (2003). Empirical research on CEO turnover and firm-performance: A discussion. *Journal of Accounting and Economics*, 36(1), 227-233.
- Cannella, A. J., & Lubatkin, M. (1993). Succession as a sociopolitical process: Internal Impediments To Outsider Selection. *Academy of Management Journal*, 36(4), 763-793.
- Carroll, G. R. (1984). Organizational Ecology. *Annual Review of Sociology*, 10, 71-93.
- Chung, H. K. & Pruitt S. W. (1994). A Simple approximation of Tobin’s q. *Financial Management*, 23(3), 70- 74.
- Conyon, M., & He, L. (2008). CEO Turnover and firm performance in China’s listed firms. <http://digitalcommons.ilr.cornell.edu/cri>, 01.10.2015.
- Conyon, M. J., & Lerong H. (2014). CEO turnover in China: the role of market-based and accounting performance measures. *The European Journal of Finance*, 20(7-9), 657-680.

- Coughlan, A. T., & Schmidt, R. M. (1985). Executive compensation, management turnover, and firm performance: an empirical investigation." *Journal of Accounting and Economics*, April, 43-66.
- Davidson, W. N., Worrell, D., & Dutia, D. (1993). The Stock market effects of CEO succession in bankrupt?. *Journal of Management*, 19(3), 517-533.
- Dedman, E. and Lin, S. W. J. (2002). Shareholder wealth effects of CEO departures: evidence from the UK. *Journal of Corporate Finance*, 8, 81-104.
- Defond, M. L., & Hung, M. (2004). Investor protection and corporate governance: evidence from worldwide CEO Turnover. *Journal of Accounting Research*, 42(2), 269-312.
- Deond, M. L., & Park, C. W. (1999). The effect of competition on CEO turnover. *Journal of Accounting and Economics*, 27, 35-56.
- Elitaş B. L., & Doğan M. (2013). Sermaye yapısını belirleyen faktörler: İMKB sigorta şirketleri üzerine bir araştırma. *Muhasebe Bilim Dünyası Dergisi*, 15(2), 41-57.
- Engel, E., Hayes, R. M., & Wang, X. (2003). CEO turnover and properties of accounting information. *Journal of Accounting and Economics*, 36, 197-226.
- Gujarati, N. Damodar (1995). Basic Econometrics-3rd Edition, New York: McGraw-Hill, ISBN 0-07-025214-9.
- Gamson, W., & Scotch, N. (1964). Scapegoating in baseball. *American Journal of Sociology*, 70, 69-76.
- Grusky, O. (1964). Reply to scapegoating in baseball. *American Journal of Sociology*, 70, 72-76.
- Harrison, J. R., Torres, D. L., & Kukalis, S. (1988). The changing of the guard: Turnover and structural change in the top management positions. *Administrative Science Quarterly*, 33: 211-232.
- Haveman, H. (1993). Organizational size and change. *Administrative Science Quarterly*, Vol. 38, 20-50.
- Helmich, D. L. (1974). Organizational growth and succession patterns. *Academy of Management Journal*, 17, 771-775.
- Hoetker, G. (2007). The use of logit and probit models in strategic management research: critical issues. *Strategic Management Journal*, 28, pp. 331-43.
- Kalaycı, Şeref (2010). SPSS Uygulamalı çok değişkenli istatistik teknikleri-5. Baskı, Asil Yayınevi, Ankara.
- Kesner, I. F., & Sebor, T. C. (1994). Executive succession: past, present and future", *Journal of Management*, 20, 327-372.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. (2000). Investor protection and corporate governance. *Journal of financial economics*, 58(1), 3-27.
- Leker, J., & Sören S. (2000). CEO turnover and corporate performance. *Scandinavian Journal of Management*, 16(3), 287-303.
- Lindrianasari, J. H. (2012). Antecedent and consequence factors of CEO turnover in Indonesia. *Management Research Review*, 35(3), 206 – 224.
- McConnell, J. J., & Servaes, H. (1990). Additional evidence on equity ownership and corporate value. *Journal of Financial Economics*, 27(2), 595-612.
- Morck, R., Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1988). Management ownership and market valuation: An empirical analysis. *Journal of financial economics*, 20, 293-315.
- Osborn, R. N., Jauch, L. R., Martin, T. N., & Glueck, W. F. (1981). The event of CEO succession, performance, and environmental conditions. *Academy of Management Journal*, 24, 183–191.
- Puffer, S. M., & Weintrop, J.B. (1991). Corporate performance and CEO turnover: the role of performance expectations. *Administrative Science Quarterly*, 36, 1-19.
- Rachpradit, P., John C.S. T., & Do B. K. (2012). CEO Turnover and firm performance, Evidence from Thailand. *Corporate Governance*, 12(2), 164 – 178.
- Schrader, S., & Lüthje, C. (1995). Das Ausscheiden der spitzeführungskraft aus dem Unternehmen: Eine empirische Analyse, in: Zeitschrift für Betriebswirtschaft, 65, 467-492.
- Shen, W. (2000). Political dynamics within corporate upper echelons and their impacts on contender and outsider CEO succession. *Academy of Management Proceedings BPS: H1*, <http://connection.ebscohost.com/c/proceedings/5438559/political-dynamics-within-corporate-upper-echelons-their-impacts-contender-outsider-ceo-succession>, 01.10.2015.
- Smith, F., Wright, A., & Huo, Y. P. (2008). Scapegoating only works if the herd is big: downsizing, management turnover, and company turnaround, *International Journal of Business Strategy*, 8(3), 72-83.

- Turan G. (2006). Şirketlerin performansı, yönetim yapıları ve üst düzey yönetici değişimleri arasındaki ilişkinin analizi. Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, İstanbul Teknik Üniversitesi, Fen Bilimleri Enstitüsü, İstanbul.
- Virany, B., Tushman, M. L., & Romanelli, E. (1992). Executive succession and organization outcomes in turbulent environments: an organization learning approach. *Organization Science*, 3, 72-91.
- Volpin, P. F. (2002). Governance with poor investor protection: Evidence from top executive turnover in Italy. *Journal of Financial Economics*, 64(1), 61-90.
- Wildt, C. T. (1996), CEO turnover and corporate performance: The German case. *Kieler Schriften zur Finanzwirtschaft*. 22, 171-193.
- Yermack, D. (2004). Remuneration, retention, and reputation incentives for outside directors. *The Journal of Finance*, 59(5), 2281-2308.
- Zajac, E. J., & Westphal, J. D. (1996). Who shall succeed? How CEO/Board preferences and power affect the choice of new CEOs. *Academy of Management Journal*, 39, 64- 90.
- Zhou, H., Xiong, Y., & Ganguli, G. (2009). Does the adoption of international financial reporting standards restrain earnings management? Evidence from an emerging market”. *Academy of Accounting and Financial Studies Journal*, 13, 43-56.

Ekler

Ek 1. Model Özeti

Step	-2 Log likelihood	Cox & Snell R Square	Nagelkerke R Square
1	651,078 ^a	,332	,379

Ek 2. Hosmer and Lemeshow Testi

Step	Chi-square	df	Sig.
1	11,255	8	,046

This Page Intentionally Left Blank