



Yönetici Değişikliğinin Firma Finansal Performansına Etkisi: BİST Firmaları Üzerine Bir İnceleme*

The Effect of Manager Change on the Company's Financial Performance: A Research on BIST Firms

Ali AÇIKTEPE¹, Prof. Dr. Osman KARAMUSTAFA²

Öz

Firmaların finansal performansı üzerinde, CEO ve CFO'ların uyguladıkları politikalar ve aldıkları kararlar kadar bu pozisyondaki yönetici değişiklikleri de önemli etkiye sahiptir. Bu çalışmada, Borsa İstanbul'da 2000-2017 yılları arasında işlem görmüş 73 firmanın CEO veya CFO değişiminden sonra gelen yeni üst düzey yöneticinin firmanın finansal performansını üzerindeki etkisi incelenmiştir. Bu değişikliklerden önceki ve sonraki üç dönem arasında firmanın finansal performansında anlamlı farklılık olup olmadığı eşleştirilmiş t testi ile analiz edilmiştir. Finansal performansın ölçümünde aktif kârlılığı, özsermaye kârlılığı, faaliyet kâr marjı, net kâr marjı, satışlarda büyüme, alacak tahsil süresi ve hisse başına kâr finansal göstergelerinden yararlanılmıştır. Bu kapsamda yapılan analiz sonucunda CEO değişikliğinin satışlardaki büyümeye, özsermaye kârlılığına ve hisse başına kâra olumlu bir etkisi olduğu; CFO değişikliğinin ise firmanın faaliyet kâr marjı üzerine olumlu bir etkisinin olduğu gözlemlenmiştir.

Anahtar Kelimeler: Finansal performans, yönetici değişikliği, Borsa İstanbul, CEO, CFO

Makale Türü: Araştırma

Abstract

In addition to the policies implemented and decisions taken by the CEOs and CFOs, the managerial changes in this position also have a significant impact on the financial performance of companies. In this research, the effect of the new senior manager, who came after the CEO or CFO change of 73 companies traded in BIST between 2000 and 2017, on the financial performance of the company was examined. Paired t test is used to analyze whether there is a significant difference in firm financial performance between the three periods before the CEO or CFO change and the three periods after the change. In the measurement of financial performance, ROA, ROE, operating margin, net profit margin, growth in sales, receivables collection period and earnings per share financial indicators were used. In this context, as a result of the analysis made on the CEO, it was determined that the CEO who came after the change had a positive effect on the growth in sales, return on equity and earnings per share compared to the previous CEO. In the analysis made on the CFO, it was observed that the new CFO, who came after the change, had a positive effect on the company's operating profit margin.

Keywords: Financial performance, manager change, Borsa Istanbul, CEO, CFO

Paper Type: Research

Giriş

Yönetici, bir firmanın belirli bir kısmından veya tamamından sorumlu olan kişidir. Firmalar genelde alt düzey, orta düzey ve üst düzey yönetim kademeleri şeklinde bir hiyerarşiye sahiptir. Yönetim kademesinde firma için önemli ve kritik kararları üst düzey yöneticiler

*Bu makale, Recep Tayyip Erdoğan Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü'nde tamamlanmış olan "Yönetici Değişikliğinin Firma Finansal Performansına Etkisi: BİST Firmaları Üzerinde Bir Çalışma" başlıklı yüksek lisans tez çalışmasından türetilmiştir.

¹ Recep Tayyip Erdoğan Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, ali_aciktepe22@erdogan.edu.tr

² Yükseköğretim Kurulu Denetleme Kurulu Başkanlığı, osman.karamustafa@yok.gov.tr

Atf için (to cite): Açıktepe, A. ve Karamustafa, O. (2023). Yönetici değişikliğinin firma finansal performansına etkisi: BİST firmaları üzerine bir inceleme. *Afyon Kocatepe Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, 25(3), 958-971.

almaktadır. Alacakları kararlar ile firmaların finansal performansına etkisinin önemli olduğu düşünülen üst düzey yöneticilerden olan *Chief Executive Officer* (CEO) ve *Chief Financial Officer* (CFO) araştırma kapsamında ele alınmıştır.

CEO, firmanın en tepe noktasında aktif olarak bulunan yöneticidir. CEO kelimesi kurumsal firmaların artmasıyla birlikte önem kazanan bir unvandır. CEO firmaların tüm paydaşlarla ilişkilerini yürüten, tüm sorumlulukları üstlenen, yönetim kurulu nezdinde seçilen en yetkili yönetici konumunda bulunan kişiyi ifade eder. Aynı zamanda belirlenen vizyon ve misyon çerçevesinde firmanın stratejisini oluşturan, firmanın yapısını şekillendiren, birleşme veya tasfiye sürecine karar veren ve bütün bunları yaparken firma yönetim kuruluna karşı sorumlu olan yöneticidir (Koçel, 2014: 228). CEO firmanın yönetsel sorumluluklarını üstlenirken CFO ise firmanın finansal olarak stratejik kararlarını vermektedir.

CFO, bir firmanın finansal işlerini yürütmekte sorumlu olan üst düzey yöneticidir. Firmanın sermaye bütçelemesini, nakit akışını ve finansal planlamayı takip etmek ve aynı zamanda finansal olarak güçlü ve zayıf yönlerini belirleyip gerekli planlamaları oluşturan kişidir. Muhasebe kayıtlarını ve mali tabloları denetleme sorumluluğu da bulunan CFO'lar yatırımcılar açısından önemli pozisyonadılar. 25 Temmuz 2002 tarihinde Sox Yasası'nın³ uygulanmasıyla birlikte, CFO'ların önemi daha da artmıştır. Bu yasayla, CFO'ların firmaların mali tablolarının doğru bilgi içerdiğini kontrol ederek onay vermesi gerekmekte, aynı zamanda firmanın finansal tablolarından da sorumlu olmaktadır. CFO'ların son zamanlarda en büyük zorlukları teknoloji ve süreçleri iyileştirerek daha verimli hale getirmek, küresel çapta faaliyetleri yönetmek, güncelliği korumak ve finansal konsolidasyonu daha etkili bir şekilde idare etmektir (Arnautovic, 2014: 9). CFO'lar finansal analizlerin hayata geçmesinin yanında firmaların kurumsal stratejik planlamalarında, stratejik hedefleri firmanın paydaşlarına iletmede, stratejik planları firma bütçelerine dahil etmede ve stratejik performans yönetiminde önemli oyuncularlardır (Han vd., 2015).

Firmanın performansı, firma değerinin belirlenmesi üzerinde etkili olan bir konudur. Bu yüzden, firma performansı üst düzey yöneticilerin üzerinde önemli bir etkiye sahiptir. Firma performansının kötüye gitmesi yöneticinin değişimine etki eder. Nitekim, Denis ve Denis (1995) tarafından yapılan bir çalışmada yönetici değişiminin temel nedeninin önemli ölçüde düşük performans sonucu gerçekleştiğini ortaya koymuştur.

Firma yönetimindeki değişimler birçok nedene bağlı olarak gerçekleşmektedir. CFO ve CEO değişimi ölüm, sağlık sorunları, emekliliğin gelmesi, istifa edilmesi veya kötü performans sonucu iş akdinin sona erdirilmesi gibi nedenler ile ortaya çıkmaktadır.

Genellikle firmalardaki üst düzey yöneticilerin kötü performans göstermesi sonrası yönetici değişimine gidildiği söylenebilir. Kötü performans sergileyen yönetici firmada tutulmak istenmez. Bu tür bir yönetici değişimi istemsiz değişim olarak ifade edilir (Mian, 2001).

Yönetici değişikliğinin yanında firmaların finansal performansına etki eden başka faktörler de vardır. Literatür incelendiğinde ürün yeniliği, müşteri performansı, şirket birleşmeleri ve satın almaları, makroekonomik faktörler, sermaye yapısı kararları ve insan kaynakları yönetimi gibi faktörlerin firmaların finansal performansları üzerinde etkisi olduğu gözlemlenmiştir.

Bu çalışmada, firmaların üst düzey yönetici değişiminin finansal performansı ne yönde etkilediği üzerine odaklanılmıştır. Bu amaçla, finansal performans göstergesi olarak aktif kârlılığı, özsermaye kârlılığı, net kâr marjı, faaliyet kâr marjı, satışlardaki büyüme, alacak tahsil süresi ve hisse başına kâr gibi finansal göstergeler kullanılmıştır.

³ Sarbanes-Oxley Yasası: Halka açık firmaların hileli faaliyetlerinden paydaşları korumayı amaçlayan, finansal raporlamaları şeffaf ve doğru bir şekilde yapılmasını zorunlu kılan, ABD senatosu tarafından çıkarılan yasadır. (SPK, 2003)

Çalışmada, literatürde CEO değişimi üzerine yapılan çalışmalara göre daha az ele alınan CFO değişikliğinin firmanın finansal performansı üzerine etkisini de ele alarak, CEO ve CFO değişikliklerinin firma finansal performansını ne yönde etkilediği araştırılmıştır. Borsa İstanbul'da işlem gören ve CEO ve CFO değişikliğine giden bazı firmaların CEO ve CFO değişiminden önceki üç yıl ile sonraki üç yıl, eşleştirilmiş t testi ile analiz edilerek, aralarında anlamlı bir farklılık olup olmadığı ortaya konulmaya çalışılmıştır.

Çalışma beş bölümden oluşmaktadır. Birinci bölümde konu ile ilgili literatüre yer verilmiş, İkinci bölümde, çalışmanın amacı ve önemi aktarılmıştır. Üçüncü bölümde araştırmanın metodolojisi açıklanmış, dördüncü bölümde elde edilen bulgular analiz edilerek, son bölümde sonuç kısmına yer verilmiştir.

1. Literatür

Günümüzde halka arz edilmiş firmaların yönetimi genellikle profesyonel kişiler tarafından yürütülmektedir. Profesyonel yöneticiler, firmaların yönetim kurulu tarafından atanmakta ve değiştirilmektedir. Yönetici değişiklikleri, birçok sebebe bağlı olarak gerçekleşmektedir. Bu değişimler, mevcut ve potansiyel yatırımcılar ve firmanın geleceği için de önem arz etmektedir. Bundan dolayı firmada en yetkili yönetici olan CEO değişimlerinin firma performansına etkisi üzerine birçok araştırma yapılmıştır. Fakat CFO değişikliğinin firma performansı üzerindeki etkisi daha az araştırılan bir konudur. Ancak son zamanlarda CFO'lar yalnızca finansal konuları denetlemek yerine, artık firmalar için genel stratejiyi geliştirme ve oluşturmada aktif olarak yer almaya başlamıştır (Girigori, 2013). Frank ve Goyal (2007) çalışmasında, CFO'nun kurumsal performansı belirleme konusunda CEO'dan daha önemli olduğunu belirlemiştir. Literatürdeki bu tür gelişmeler CFO'nun da firmalar için ne kadar önemli olduğunu ortaya koymuştur.

Weisbach (1988), 1974-1983 yılları arasında Amerika'da işlem gören 369 firma üzerine yapmış olduğu çalışmada, firma performansı ile CEO değişim olasılığı arasında ters ilişki olduğunu bulmuştur. Yani firma performansı azaldıkça CEO değişim ihtimali artmakta olduğu gözlemlenmiştir. Huson vd. (2002), 1971-1994 yılları arasındaki uluslararası şirketlerden 1344 CEO değişikliğini incelemiş, bu çalışmaya benzer sonuçlar elde etmiştir. Çalışmaya göre, firmaların finansal performanslarının bozulmasıyla üst yönetim değişikliği gerçekleştiği sonucuna varılmıştır.

Denis ve Denis (1995), zorunlu üst yönetim değişikliğine giden 63 firmanın Compustat veri tabanındaki kayıtlarını incelemiştir. Değişiklik öncesinde firma performansında düşüş gözlemlenirken, değişiklik gerçekleşikten sonra firma performansında önemli iyileşmeler olduğu gözlemlenmiştir. Yeni gelen yöneticiler firmadaki çalışan sayısını, toplam varlıkları ve sermaye harcamalarını azaltarak firmada küçülme stratejisi uygulamışlardır. Bu uygulamanın firmanın verimliliğini ve performansını arttırmada etkili olduğunu gözlemlenmiştir.

Leker ve Salamo (2000), 1987-1993 yılları arasında Almanya Frankfurt Borsası'nda işlem gören 120 firmanın verilerini incelemiş, CEO değişikliğini takip eden yılda, firma performansında iyileşme olduğunu gözlemlenmiştir. Bu çalışma, firma performansı, aktif karlılığı ve olağan faaliyet getirileri ile ölçülmüştür.

Lausten (2002), 1992-1995 yılları arasında Danimarka'daki 234 firmanın 77 CEO değişimi incelemiş, çalışma sonucunda firma performansı ile CEO devir hızı arasında negatif ilişki bulmuştur. Çalışmaya göre, firma performansı azaldıkça, CEO değişim ihtimali artmaktadır.

Garcia vd. (2006), Caracas Borsası'nda işlem gören 51 firmayı ele alarak, CEO değiştikten sonra firmaların finansal performansının düştüğü sonucuna varılmıştır. Panel veri regresyonuyla elde edilen katsayılar göre, CEO firmadan ayrıldıktan sonra, firma performansı ortalama %1,4 oranında azaldığı gözlemlenmiştir.

Kato ve Long (2006), 1998-2002 yılları arasında Çin'de işlem görmekte olan firmaların finansal piyasa verileri ve muhasebe verilerini kullanarak firma performansı ile CEO değişikliği arasındaki ilişkiyi incelemiştir. Çin firmalarında gerçekleşen CEO değişiminin firma performansını olumlu etkilediğini ve yeni CEO'nun firma performansını arttırabileceğini iddia etmiştir. Garcia vd. (2006), CEO değişiminin performansı düşürdüğünü gözlemlerken, Kato ve Long (2006), CEO değişiminin finansal performansı arttırdığını gözlemlemiştir.

Firmaların faaliyetlerini en iyi şekilde gerçekleştirebilmesi için alınan önemli kararları genellikle üst yönetim vermektedir. Messersmith vd. (2006), 1993-2004 yılları arasında Compustat ve ExecuComp veri tabanından elde ettikleri 367 firmanın verileriyle yaptıkları çalışmada, üst yönetimde gerçekleşen değişimlerin firma performansını olumsuz etkilediğini hiyerarşik lineer modelleme (HLM) kullanarak gözlemlemiştir. Üst yönetimdeki yöneticilerin değişmesi insan ve sosyal sermaye gibi iki değerli kurumsal kaynağın azalmasına etkisinin olduğu sonucuna ulaşmıştır. Dolayısıyla, istikrarlı bir yönetici gurubuna sahip olmanın firmalar için önemli olduğu görülmüştür.

Mackey (2008), CEO'ların firma performansı üzerinde önemli bir etkiye sahip olduğunu bulmuştur. Firma performansı ile CEO arasında güçlü bir ilişkinin ve aynı zamanda, bu ilişkinin CEO değişimi üzerine etkili olduğunu ifade etmiştir.

Hartono ve Lindrianasari (2011), Endonezya'da CEO değişikliğinden önce ve sonra toplam aktifler, toplam satış, ROA, ROE arasında bir fark olmadığını bulmuştur. Rutin veya rutin olmayan değişimlerin firma performansı üzerinde anlamlı bir ilişkinin olmadığı gözlemlenmiştir. Setiawan vd., (2017), 91 CEO değişimini inceleyerek CEO pozisyonundaki değişimin yapıldığı yıldan sonraki yıllarda, firmanın finansal performansı üzerindeki etkisini araştırmıştır. Araştırmaya göre, değişim yılı boyunca firmanın performansının düştüğü görülmekte ve yeni CEO'nun sonraki yıllarda firma performansını arttırmadığı görülmüştür. Yapılan çalışmalar çerçevesinde, Endonezya'daki CEO değişimlerinin, firma performansı üzerine olumlu bir etkisinin olmadığı sonucuna ulaşılmıştır.

Zhang vd. (2016), 1990-2013 yılları arasında, ABD firmalarının verilerini inceleyerek, CEO değişimlerinin firma performansı üzerindeki etkisini ampirik olarak araştırmıştır. CEO değişimi ile firma performansı arasında negatif bir ilişki olduğu tespit edilmiştir, yani CEO değişimi arttıkça firma performansı azalmaktadır. Bu çalışma Lausten (2002) tarafından yapılan çalışma ile benzer sonuçlar elde etmiştir.

Ülkemizde Bilaloğlu (2008), CEO değişikliğinin firmanın finansal performansına olan etkisini incelemek için, İMKB'de 1997-2007 yılları arasındaki 36 firmanın verilerini ele alarak bir çalışma yapmıştır. Bu çalışmada, İMKB'de işlem gören firmaların bilanço ve gelir tabloları kullanılarak elde edilen finansal rasyolar, eşleştirilmiş t testi ile yıllar itibariyle analiz edilmiştir. CEO değişim yılından önceki yıllarda karlılığın düşmesi, CEO'nun değişmesine etki etmiştir. CEO değişikliğinden önceki yıllarda karlılık oranları ve firmaların varlık durumlarını gösteren maddi duran varlık, toplam varlık ve stoklarında düşüş gözlemlenmiştir. Yeni CEO'nun göreve gelmesiyle faaliyet karı, net kar ve vergi öncesi kar oranlarındaki düşüşler, CEO değişim yılında devam etmiştir. Fakat CEO değişikliğinden sonra, ikinci yılda tüm karlılık oranlarında artış gözlemlenmiş ve CEO değişikliğinin firmanın finansal performansı üzerinde olumlu etki ettiği sonucuna ulaşılmıştır.

Gökmen (2010), yönetici değişikliğinin firma performansına etkisini incelemiştir. Araştırmasında, kaynakları ile varlıkları sabitken, bir süt fabrikasının 2008 yılında yaptığı yönetici değişikliği sonrasında işletmenin üretim hacminin, satış hacminin ve yıllık kârının arttığı sonucuna varmıştır.

Doğan vd. (2016), Borsa İstanbul İmalat Sanayi Endeksi'nde 2004-2012 yılları arasında işleme açık 136 işletmenin verilerini kullanmıştır. CEO değişimine sebep olan faktörleri bulmak amacıyla yapılan lojistik regresyon analizi sonucunda, işletmelerin piyasa performansları,

borçluluğun artması, satışların azalması ve varlıkların erimesi CEO değişimine neden olduğunu gözlemlenmiştir. CEO değişiminin işletmenin finansal performansına etkisini ölçmek için aktif kârlılığı, özsermaye kârlılığı ve Tobin's q oranını ele alarak yapılan analizde, eşleştirilmiş t-testi kullanılmış ve sonucunda CEO değişiminin işletmelerin karlılıklarını azalttığı tespit edilmiştir.

2. Araştırmanın Amacı ve Önemi

Bu araştırmanın amacı, firmalarda gerçekleşen yönetici değişikliğinin firmaların finansal performansına etkisini incelemektir. Firmaların yönetim kademesinin en tepesinde üst düzey yöneticiler bulunmaktadır. Bu yöneticilerin kararları ve oluşturmuş oldukları planlar, firmanın finansal performansı için önemlidir. Firmalar bazı nedenlerden dolayı yönetici değişikliğine gidebilirler. Üst düzey yönetici kadrosu ölümden, sağlık sorunlarından, emeklilikten veya kötü performans sonucu iş akdinin sona ermesiyle firmalar tarafından değişikliğe uğrayabilirler. Bundan dolayı, yönetici değişiminden sonra firmanın finansal performansının nasıl etkilendiği, bu araştırma kapsamında ele alınmıştır.

Araştırmanın önemi ise yapılan bu araştırma sonucuna göre yönetici değişikliğinin, firmanın finansal performansına nasıl bir etki yaptığını ortaya koyarak, firmaların yönetici değişikliğine gidip gitmemesi konusunda değerlendirme yapmasına yardımcı olmaktır. Aynı zamanda önceki çalışmalarda yönetici değişikliği olarak sadece CEO ele alınmıştır. Bu çalışmada ise firmanın finansal kararlarını almada önemli role sahip olan CFO değişikliği de ele alınmıştır. Bu da çalışma kapsamında CEO ve CFO değişikliklerinin finansal performansa etkisini karşılaştırmayı mümkün kılmıştır.

3. Yöntem

Çalışmada, 2000-2017 yılları arasında Borsa İstanbul'da işlem gören ve araştırmaya uygunluk gösteren 73 firmanın 82 yönetici değişikliği ele alınmıştır. Yönetici değişikliği kapsamında, sadece CEO ve CFO değişiklikleri incelenmiştir. Araştırma çerçevesinde ele alınan toplam 82 yönetici değişikliğinin 45 tanesi CEO değişikliğini içerirken, 37 tanesi CFO değişikliğini içermektedir.

Araştırmada, CEO değişiminin finansal performansa etkisi ile CFO değişiminin finansal performansa etkisi ayrı ayrı incelenmiştir. Firmaların hangi yıllarda değişiklik yaptıklarını incelemek için KAP web sayfası ve Borsa İstanbul verilerinden yararlanılmıştır. Ele alınan firmaların finansal verileri, Finnet uygulaması üzerinden elde edilmiştir. Bankalar farklı mevzuata tabi oldukları ve verileri işleyiş bakımından farklı olduğundan, bankalarda gerçekleşen yönetici değişiklikleri araştırma kapsamı dışında tutulmuştur.

Çalışma kapsamında, Borsa İstanbul'da yönetici değişikliği yapmış 73 firmanın finansal performansını ölçmek için, her firmanın en fazla 7 yıllık verileri kullanılmıştır. Yani yönetici değişikliği yapılan yıl ile yönetici değişikliği yapılan yıldan önceki 3 yıl ve yönetici değişikliği yapılan yıldan sonraki 3 yılın verileri toplanmıştır. Değişimden önceki 3 yılın finansal performansı ile, değişimden sonraki 3 yılın finansal performansı karşılaştırılarak anlamlı bir farklılık olup olmadığı araştırılmıştır.

Örnekleme, CEO veya CFO değişikliği yapan firmanın, değişim yılının üç yıl öncesi ve üç yıl sonrasında, CEO veya CFO değişikliği yapmayan firmaları içerir. Çalışmada, değişime giden 73 firmanın yönetici değişikliğinden önceki ve sonraki yıllarda finansal performansları arasında anlamlı bir farklılık olup olmadığını ve yönetici değişikliğinin firma finansal performansına etki edip etmediğini ölçmek için, eşleştirilmiş t testi kullanılmıştır. Eşleştirilmiş t testi, ilgili iki grubun ortalamalarının arasındaki farkın anlamlı olup olmadığını anlamak için kullanılan bir testtir. Bu test ile firmanın yönetici değişimi sonrasında finansal performansına ilişkin anlamlı farklılık olup olmadığı analiz edilmiştir.

Araştırma kapsamında ele alınan firmaların finansal performanslarını ölçmek için aşağıda yer alan finansal göstergeler kullanılmıştır. Bu finansal göstergeler açıklamalarıyla birlikte Tablo 1’de gösterilmiştir.

Tablo 1. Finansal performans ölçütleri ve açıklamaları

Finansal Performans Ölçütleri	Açıklama
Aktif Kârlılığı (ROA)	(Net Kâr) / (Toplam Aktifler)
Özsermaye Kârlılığı (ROE)	(Net Kâr) / (Toplam Özsermaye)
Net Kâr Marjı	(Net Kâr) / (Satışlar)
Faaliyet Kâr Marjı	(Faaliyet Kârı) / (Net Satış Tutarı)
Satışlardaki Büyüme	(Cari Yıl Satışları-Önceki Yıl Satışları) / (Önceki Yıl Satışları)
Hisse Başına Kâr	(Ana Ortaklık Kar/Zarar(Yıllık)) / (Hisse Adeti)
Alacak Tahsil Süresi (Gün)	(365) / (Alacak Devir Hızı Oran)

Literatürde yapılan bazı çalışmalara bakıldığında, Setiawan vd. (2017) finansal performans ölçütleri olarak toplam aktif, aktif kârlılığı ve özsermaye kârlılığını kullanırken, Kato ve Long (2006) ise, kâr marjı ve aktif kârlılığı kullanmışlardır. Aktif kârlılığı, özsermaye kârlılığı ve net kâr marjı literatürde daha önce kullanılan finansal ölçütler arasındadır. Ülkemizde, Doğan vd. (2016), satışların azalmasının CEO değişikliğine etki ettiği sonucuna ulaşmıştır. Bu sebepten dolayı, CEO değişiminden sonra satışlarda pozitif bir artış olup olmadığını görmek için satışlardaki büyüme oranı çalışmada ele alınmıştır. Ayrıca, Tablo 1’de gösterilen finansal performans ölçütleri de kullanılarak bulgular analiz edilmiştir.

4. Araştırmanın Bulguları

Yönetici değişikliğinin firma finansal performansına etkisi iki farklı pozisyonda bulunan yöneticilerin değişikliği ele alınarak incelenmiştir. Öncelikle CEO değişiminin, daha sonra da CFO değişikliğinin firma finansal performansına etkisi ele alınmıştır.

CEO’ların değişiminin firma finansal performansına etkisini araştırmak için, Borsa İstanbul’da işlem gören firmaların verilerinden elde edilen tanımlayıcı istatistikler Tablo 2’de gösterilmektedir.

Tablo 2. CEO değişikliğinin firma finansal performansına etkisi analizinin tanımlayıcı istatistikleri

		t-3	t-2	t-1	t	t+1	t+2	t+3
Aktif Kârlılığı	N	44	45	45	45	45	44	30
	Ortalama (%)	5,38	4,66	3,8	2,49	4	4,86	4,43
	Std. Sapma	5,67	5,99	6,99	8,72	8,29	8,48	7,87
	Std. Hata	0,85	0,89	1,04	1,3	1,24	1,28	1,44
Özsermaye Kârlılığı	N	41	41	40	40	41	41	30
	Ortalama (%)	12,44	12,06	8,97	8,75	13,55	13,72	17,33
	Std. Sapma	11,38	11,29	11,3	14,69	11,85	15,97	19,78
	Std. Hata	1,78	1,76	1,79	2,32	1,85	2,49	3,61
Net Kâr Marjı	N	34	35	35	35	35	33	26
	Ortalama (%)	5,79	5,25	3,5	3,02	5,88	5,34	4,37
	Std. Sapma	9,09	10,9	7,88	12,57	12,89	8,86	12,55
	Std. Hata	1,56	1,84	1,33	2,13	2,18	1,54	2,46
Faaliyet Kâr Marjı	N	38	37	37	35	38	38	26
	Ortalama (%)	7,53	7,52	5,71	6,29	7,6	7,52	8,28
	Std. Sapma	8,27	7,52	9,77	7,46	8,98	9,72	7,56
	Std. Hata	1,34	1,24	1,61	1,26	1,46	1,58	1,48
Satışlardaki Büyüme	N	40	41	39	40	41	38	26
	Ortalama (%)	16,33	5,74	9,14	7,38	20,28	25,21	21,45
	Std. Sapma	23,29	25,06	17,68	19,34	26,4	22,79	25,01
	Std. Hata	3,68	3,91	2,83	3,06	4,12	3,7	4,9
Hisse Başına Kâr	N	38	38	38	38	38	38	38
	Ortalama (%)	0,86	0,86	0,87	1,09	1,21	1,65	1,65
	Std. Sapma	1,34	1,35	1,30	2,13	2,15	3,21	2,88
	Std. Hata	0,22	0,22	0,21	0,35	0,35	0,52	0,47
Alacak Tahsil Süresi	N	36	36	35	36	35	36	28
	Ortalama (Gün)	68,37	73,54	76,67	80,93	74,73	77,66	66,09
	Std. Sapma	35,28	37,3	39,29	42,9	36,89	42,63	39,09
	Std. Hata	5,88	6,22	6,64	7,15	6,23	7,11	7,39

Tablo 2’de yer alan t yılı CEO değişim yılını ifade etmektedir. İlgili istatistik tablosunda örneklem sayısı, ortalama, standart sapma ve standart hata gibi tanımlayıcı istatistiklere yer verilmiştir.

Tablo incelendiğinde, satışlardaki büyüme ortalaması CEO değişiminden önce düşük seviyelerdeyken, CEO değişikliği sonrası artış gözlemlenmiştir. Özsermaye karlılığında ise, t yılında bir düşüş görülmekteyken, t yılı sonrasında özsermaye karlılığı ortalamasında bir artış görülmektedir. Satışlardaki büyümelerin ortalamasında, CEO değişiminden sonra değişim öncesine göre önemli artışlar görülmüştür.

Tanımsal istatistikler çerçevesinde alacak tahsil süresi değişim yılına kadar yükseliş gösterirken, t yılından sonra t+1 ve t+3 yıllarında bir azalma meydana gelmiştir. Fakat yapılan bu araştırmada, yönetici değişimlerinin firma finansal performansına etkisini anlamlı bir şekilde analiz etmek için eşleştirilmiş t testi kullanılmıştır. Yapılan analiz sonuçlarına, Tablo 3’te yer verilmiştir.

Tablo 3. CEO değişikliğinin firma finansal performansına etkisi eşleştirilmiş t testi anlamlılık verileri

	Aktif Kârlılığı	Özsermaye Kârlılığı	Net Kâr Marjı	Faaliyet Kâr Marjı	Satışlardaki Büyüme	Hisse Başına Kâr	Alacak Tahsil Süresi
t-3,t	2,17**	1,67	1,85***	0,53	1,74***	-1,10	-2,19**
t-3,t+1	0,64	-0,51	-0,14	-0,05	-0,68	-1,16	-1,61
t-3,t+2	0,25	-0,46	-0,00	0,00	-2,12**	-1,87***	-1,4
t-3,t+3	1,14	-1,15	0,89	0,51	-1,94***	-2,07**	-0,32
t-2,t	2,00***	1,43	1,69	0,17	-0,23	-1,34	-1,64
t-2,t+1	0,58	-0,69	-0,46	-0,26	-3,29*	-1,35	-1,11
t-2,t+2	-0,14	-0,66	-0,04	0,09	-4,35*	-1,99***	-0,86
t-2,t+3	0,64	-1,01	0,86	-0,2	-1,16	-2,10**	0,81
t-1,t	1,06	0,27	0,29	-1,06	0,57	-1,19	-1,43
t-1,t+1	-0,14	-1,90***	-1,39	-1,46	-2,23**	-1,39	-0,61
t-1,t+2	-0,64	-1,92***	-0,98	-1,32	-3,83*	-2,06**	-0,41
t-1,t+3	0,45	-1,83***	0,44	-0,74	-1,65***	-2,29**	1,03
t,t+1	-1,5	-2,02***	-1,75***	-0,79	-2,60**	-0,52	1,27
t,t+2	-1,63	-1,71***	-0,92	-0,14	-3,55*	-1,93***	0,49
t,t+3	-0,91	-2,11**	-0,47	-1,3	-2,66**	-1,71***	1,34

*%1, ** %5, *** %10 düzeyinde anlamlı

Tablo 3'ten görüldüğü üzere, aktif kârlılık, net kâr marjı, faaliyet kâr marjı ve alacak tahsil süresi göstergelerinde CEO değişimi öncesi ve CEO değişimi sonrası ele alınan yıllarda dikkate alınabilir anlamlı bir farklılık olmadığı gözlemlenmiştir. Fakat özsermaye kârlılığı, satışlardaki büyüme ve hisse başına karda CEO değişimi öncesi ve CEO değişimi sonrası arasında anlamlı farklılıklar olduğu gözlemlenmiştir.

Özsermaye kârlılığı t testi sonuçlarına göre, t-1 ve t yılı ile t+1, t+2, t+3 yılları arasında anlamlı bir farklılık olduğu gözlemlenmiştir. CEO değişiminin özsermaye kârlılığına olumlu bir etkisinin olduğu tespit edilmiştir.

Satışlardaki büyüme ele alındığında, t-3 yılı ile t, t+2, t+3 yılları arasında, t-2 yılı ile t+1, t+2 yılları arasında, t-1 yılı ile t+1, t+2, t+3 yılları arasında ve son olarak değişim yılı olan t yılı ile t+1, t+2, t+3 yılları arasında anlamlı farklılıkların olduğu gözlemlenmiştir. Bu verilere göre, satışların büyüme oranında CEO değişikliği sonrası bir artış olduğu görülmüştür.

Hisse başına kar verilerine bakıldığında, t-3 yılı ile t+2, t+3 yılları arasında, t-2 yılı ile t+2, t+3 yılları arasında, t-1 yılı ile t+2, t+3 yılları arasında ve t yılı ile t+2, t+3 yılları arasında anlamlı farklılıkların olduğu tespit edilmiştir. Sonuçlara göre, CEO değişikliğinin hisse başına kara olumlu etkisinin olduğu gözlemlenmiştir.

Tablo 3'te eşleştirilmiş t testi analizi sonucunda çıkan verilere genel olarak bakıldığında zaman, CEO değişikliği öncesi ve sonrası aktif kârlılığı, net kâr marjı, faaliyet kâr marjı ve alacak tahsil süresinde dikkate alınacak anlamlı bir farklılık görülmemiştir. Fakat özsermaye kârlılığı, satışlardaki büyüme ve hisse başına karda anlamlı farklılıklar görülmüştür. Özsermaye kârı, satışlardaki büyüme ve hisse başına karda CEO değişiminin firma finansal performansına olumlu bir etkisinin olduğu tespit edilmiştir.

CEO değişikliğinin analizlerinden sonra, firmaların CFO değişikliği sonrası finansal performansta anlamlı bir farklılık olup olmadığı analiz edilmiştir. Bu analiz için Borsa İstanbul'da işlem gören CFO değişikliği yapmış, analize uygun firmaların finansal göstergeleri ele alınmış, göstergelerin tanımlayıcı istatistiklerine Tablo 4'te yer verilmiştir.

Tablo 4. CFO değişikliğinin firma finansal performansına etkisi analizinin tanımlayıcı istatistikleri

		t-3	t-2	t-1	t	t+1	t+2	t+3
Aktif Kârlılığı	N	36	35	36	36	36	36	33
	Ortalama (%)	4,99	3,33	3,88	4,38	4,18	3,8	4,11
	Std. Sapma	9,71	8,4	10,03	8,58	9,16	10,04	10,55
	Std. Hata	1,62	1,42	1,67	1,43	1,53	1,67	1,84
Özsermaye Kârlılığı	N	34	35	35	35	35	35	31
	Ortalama (%)	13,62	6,7	10,91	7,18	7,78	10,04	10,03
	Std. Sapma	17,02	21,23	20,24	22,98	30,39	27,59	27,6
	Std. Hata	2,92	3,59	3,42	3,88	5,14	4,66	4,96
Net Kâr Marjı	N	34	34	34	34	34	34	30
	Ortalama (%)	4,73	2,6	4,13	3,42	2,96	3,67	4,11
	Std. Sapma	10,1	9,71	10,66	10,56	10,93	11,35	11,06
	Std. Hata	1,73	1,67	1,83	1,81	1,87	1,95	2,02
Faaliyet Kâr Marjı	N	35	35	35	35	35	35	32
	Ortalama (%)	6,52	6,38	7,35	7,31	9,23	8,74	9,54
	Std. Sapma	7,69	7,72	7,78	8,26	8,54	9,63	10,16
	Std. Hata	1,3	1,3	1,32	1,4	1,44	1,63	1,8
Satışlardaki Büyüme	N	31	33	33	33	33	33	30
	Ortalama (%)	17,88	12,42	13,63	10,73	14,97	13,73	15,14
	Std. Sapma	20,11	16,62	13,43	15,59	15,02	18,57	20,62
	Std. Hata	3,61	2,89	2,34	2,71	2,61	3,23	3,77
Hisse Başına Kâr	N	32	32	32	32	32	32	32
	Ortalama (%)	0,88	1,08	1,21	0,97	0,86	1,16	1,16
	Std. Sapma	1,30	2,88	2,09	1,78	1,04	1,50	1,50
	Std. Hata	0,23	0,51	0,37	0,32	0,18	0,26	0,27
Alacak Tahsil Süresi	N	37	37	37	37	37	37	34
	Ortalama (Gün)	60,35	62,36	63,5	62,8	64,13	65,43	66,36
	Std. Sapma	30,05	29,62	28,9	30,14	36,3	36,18	39,58
	Std. Hata	4,94	4,87	4,75	4,96	5,97	5,95	6,79

Tablo 4'teki tanımlayıcı istatistiklere bakıldığında, CFO değişikliği sonucunda aktif kârlılığı, özsermaye kârlılığı, net kâr marjı, satışlardaki büyüme ve alacak tahsil süresi ortalamalarında yıllara göre anlamlı bir değişiklik görülmemiştir. İlgili tanımlayıcı istatistiklerde ele alınan faaliyet kâr marjı ortalamaları, CFO değişim yılına kadar anlamlı bir değişiklik olmamasına rağmen, CFO değişiminden sonra faaliyet kâr marjında bir artış gözlemlenmiştir. Fakat CFO değişiminin firma finansal performansında anlamlı bir değişiklik olup olmadığını görebilmek için, t testi analiz sonuçlarına Tablo 5'te yer verilmiştir.

Tablo 5. CFO değişikliğinin firma finansal performansına etkisi eşleştirilmiş t testi anlamlılık verileri

	Aktif Kârlılığı	Özsermaye Kârlılığı	Net Kâr Marjı	Faaliyet Kâr Marjı	Satışlardaki Büyüme	Hisse Başına Kâr	Alacak Tahsil Süresi
t-3,t	0,32	1,55	0,94	-0,54	1,85***	-0,33	-0,81
t-3,t+1	0,45	1,26	1,13	-1,71***	0,69	0,10	-0,92
t-3,t+2	0,6	0,76	0,59	-1,27	0,76	-1,04	-1,27
t-3,t+3	0,62	1,07	0,81	-1,23	0,36	-1,06	-1,35
t-2,t	-0,59	-0,15	-0,58	-0,96	0,45	0,24	-0,13
t-2,t+1	-0,4	-0,2	-0,21	-2,69**	-0,76	0,47	-0,45
t-2,t+2	-0,47	-0,68	-0,63	-2,09**	-0,35	-0,14	-0,69
t-2,t+3	-0,2	-0,6	-0,4	-1,76***	-0,19	-0,17	-0,83
t-1,t	-0,28	1,89	0,42	0,58	0,92	0,68	0,33
t-1,t+1	-0,15	0,61	0,53	-1,82***	-0,38	1,08	-0,17
t-1,t+2	0,04	0,19	0,23	-1,19	-0,02	0,13	-0,54
t-1,t+3	0,03	0,37	0,42	-1,33	-0,32	0,11	-0,97
t,t+1	0,16	-0,13	0,35	-2,64**	-1,48	0,37	-0,43
t,t+2	0,37	-0,62	-0,17	-1,69	-0,85	-0,60	-0,78
t,t+3	0,49	0,45	0,17	-1,93***	-1,48	-0,62	-1,56

** %5, *** %10 düzeyinde anlamlı

Tablo 5'te yapılan analiz sonucuna göre, CFO değişimi sonrasında firmanın finansal performansında anlamlı bir farklılık olup olmadığı araştırılmıştır. Tabloya bakıldığında, CFO değişimi sonrasında firma finansal performans göstergeleri olarak alınan, aktif kârlılığı, özsermaye kârlılığı, net kâr marjı, satışlardaki büyüme, hisse başına kar ve alacak tahsil süresinde anlamlı bir farklılık görülmemektedir. Fakat faaliyet kâr marjında anlamlı bir farklılığın olduğu tespit edilmiştir.

Tabloya bakıldığında, t-3 ile t+1 yılları arasında, t-2 yılı ile t+1, t+2, t+3 yılları arasında ve t-1 ile t+1, t+2 yılları arasında faaliyet kâr marjında anlamlı bir farklılık olduğu gözlemlenmiştir. CFO değişimi sonrasında, firmalarda faaliyet kâr marjında bir artış olduğu gözlemlenmiştir.

Sonuç ve Değerlendirme

Borsa İstanbul'da işlem gören 73 firmanın 82 yönetici değişikliğinin firma finansal performansına etkisini ölçmek için aktif kârlılığı, özsermaye kârlılığı, net kâr marjı, faaliyet kâr marjı, satışlardaki büyüme, hisse başına kâr ve alacak tahsil süresi gibi finansal göstergeler kullanılmıştır. Yönetici değişikliği olarak firmalarda kritik öneme sahip Chief Executive Officer (CEO) ve Chief Financial Officer (CFO) değişiklikleri ele alınmıştır. CEO ve CFO değişikliklerinin finansal performansa etkisi olup olmadığını analiz edebilmek için eşleştirilmiş t testi kullanılmıştır.

Öncelikle CEO değişimi öncesi ve sonrasında firmanın finansal performansında anlamlı bir farklılık olup olmadığı analiz edilmiştir. Yapılan analiz sonucunda, firmaların aktif kârlılığı, net kâr marjı, faaliyet kâr marjı ve alacak tahsil sürelerinde dikkate alınacak anlamlı bir farklılık görülmemiştir.

Özsermaye kârlılığına bakıldığında zaman CEO değişikliği öncesindeki ilk yıl ile değişikliğin yapıldığı yıldan sonra özsermaye kârlılığında anlamlı farklılık gözlemlenmiştir. Yeni CEO geldikten sonra özsermaye kârlılığında olumlu yönde bir artış olduğu görülmüştür.

Ülkemizdeki firmalarının birçoğunun aile şirketi olması ve yönetim kurullarının aile üyeleri tarafından oluşturulması, CEO'ların bağımsız hareket edebilme olanağını azaltabilmektedir. Buda firmanın büyük hisselerine sahip aile ortaklarının CEO'yu özsermaye kârlılığını arttırması konusunda baskı altına alabilmesine neden olabilmektedir. Bundan dolayı yeni gelen CEO'ların özsermaye kârlılığı üzerinde etkili oldukları söylenebilir.

Diğer bir gösterge olarak satışların büyümesi ele alınmıştır. CEO değişikliği sonrasında firmaların satışlarının ne gibi bir değişikliğe uğradığı test edilmiştir. Test sonuçlarına bakıldığında, CEO değişikliği yapıldıktan sonraki yıllarda satışlarda olumlu yönde bir büyüme gözlemlenmiştir. Bu sonuçlar ışığında, yeni CEO'ların firmaların satış politikalarını önemli derecede geliştirdiği söylenebilir.

CEO değişiminden sonra satışlarda gerçekleşen bu artış, satışların azalması sonucu değişen CEO'ların firmaların satışlarını arttırma konusunda baskı altında olduğunu göstermektedir. Çünkü Doğan vd. (2016) yaptıkları çalışmada, satışların azalmasının firmaların CEO değişikliğine etki eden faktörlerden bir tanesi olduğu sonucuna ulaşmışlardır.

CEO değişikliği aynı zamanda hisse başına kârı da arttırmıştır. Hisse başına kârın artması, firma hissedarları için istenilen bir durum olduğundan dolayı, yeni CEO'nun hisse başına kârda bir artışa sebep olduğu söylenebilir.

Firmanın finansal açıdan önemli planlarını ve projelerini ortaya koyan finansal direktör olarak bilinen CFO değişikliğinden sonra, firmanın finansal performansına ne gibi etki ettiği analiz edilmiştir. Yapılan analiz sonucunda, firmaların faaliyet kâr marjı hariç, diğer göstergelerinde CFO değişim yılı öncesi ve sonrası arasında anlamlı farklılık olmadığı tespit edilmiştir.

CFO değişikliğinin faaliyet kâr marjı üzerindeki etkisi üzerine yapılan analizin sonuçlarına göre, CFO değişikliği sonrasında firmanın faaliyet kâr marjında bir artış gözlemlenmiştir. Değişim sonrası gelen CFO'lar firmaların esas faaliyetlerinden elde edilen kârı arttırma yoluna gitmişlerdir.

Sonuç olarak, Borsa İstanbul'da işlem gören ve araştırma metodolojisine uygun olan firmalar ele alınarak yapılan bu çalışmada, CEO değişikliğinden sonra, yeni CEO'lar firmanın özsermaye kârlılığını, hisse başına karını ve satış politikalarını iyileştirerek satışlardaki büyümeyi olumlu düzeyde arttırmıştır. Diğer yandan, önceki CFO'nun yerine gelen yeni CFO'nun değişimi, firmanın esas faaliyetlerini daha verimli bir şekilde gerçekleştirmesinde önemli bir rol oynayarak firmanın faaliyet kâr marjını olumlu olarak etkilemiştir. CEO değişikliğinin CFO değişikliğine göre firma finansal performansı üzerinde daha fazla etkisi olduğu gözlemlenmiştir.

Kaynakça

- Arnautovic, A. (2014). *The importance of the CFO in an enterprise* (Lisans tezi) Arcada Üniversitesi, Helsinki. Erişim adresi: <https://www.theseus.fi/handle/10024/86137>
- Bilaloğlu, E. (2008). *Üst Düzey Yönetim Değişikliğinin Finansal Performansa Etkisi*. (Yüksek lisans tezi). Gebze Yüksek Teknoloji Enstitüsü, Kocaeli.
- Denis, D. J., & Denis, D. K. (1995). Performance Changes Following Top Management Dismissals. *The Journal of Finance*, 50, 1029-1057(29).
- Doğan, M., Ağca, V., & Karayel, M. (2016). Türkiye'de CEO Değişimine Etki Eden Faktörler ve Değişiminin Finansal Performans Üzerindeki Etkisi Determining Factors on CEO Turnover and Its Impact on Financial Performance in Turkey. *Business and Economics Research Journal*, 7(2), 15-27.
- Frank, M. Z., & Goyal, V. K. (2007). Corporate Leverage: How Much Do Managers Really Matter? *SSRN Electronic Journal*. <https://doi.org/10.2139/ssrn.971082>
- Garcia, R., Gonzalez, M., & Ortega, C. (2006). The impact of CEO and director turnover on financial performance in Venezuela. *Latin American Business Review*, 7(2), 1-18. https://doi.org/10.1300/J140v07n02_01
- Girigori, E. C. Z. L. (2013). *The relationship between CFO expertise and firm performance*. (Yüksek lisans tezi). Department of Finance, Tilburg University.
- Gökmen, A. (2010). Yönetici Değişiminin İşletme Performansına Etkisi. *Organizasyon Yönetim Bilimler Dergisi*, 2(2), 11-17.
- Han, J., Zhang, J., & Han, J. (2015). CFO as a Strategic Partner of the CEO: Relational Demography and Firm Financial Performance. *Journal of Business and Management*, 21(1), 59.
- Hartono, J., & Lindrianasari. (2011). *The Relationship between Accounting Performance and CEO Turnover: Evidence from Indonesia*. Accounting and Taxation. 3(2), 97-108.
- Huson, M. R., Malatesta, P. H., & Parrino, R. (2002). Managerial succession and firm performance. *Journal of Financial Economics*, 74(2), 237-275. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2003.08.002>
- Kato, T., & Long, C. (2006). CEO turnover, firm performance, and enterprise reform in China: Evidence from micro data. *Journal of Comparative Economics*, 34(4), 796-817. <https://doi.org/10.1016/j.jce.2006.08.002>
- Koçel, T. (2014). *İşletme Yöneticiliği* (T. KOÇEL (ed.); 15. baskı). Beta.

- Lausten, M. (2002). CEO turnover, firm performance and corporate governance: Empirical evidence on Danish firms. *International Journal of Industrial Organization*, 20(3), 391–414. [https://doi.org/10.1016/s0167-7187\(00\)00083-7](https://doi.org/10.1016/s0167-7187(00)00083-7)
- Leker, J., & Salamo, S. (2000). CEO turnover and corporate performance. *Scandinavian Journal of Management*, 16(3).
- Mackey, A. (2008). The Effect of Ceos on Firm Performance. *Strategic Management Journal*.
- Messersmith, J. G., Lee, J. Y., Guthrie, J. P., & Ji, Y. Y. (2014). Turnover at the top: Executive team departures and firm performance. *Organization Science*, 25(3), 776–793. <https://doi.org/10.1287/orsc.2013.0864>
- Mian, S. (2001). On the choice and replacement of chief financial officers. *Journal of Financial Economics* (C. 60, Sayı 1). [https://doi.org/10.1016/S0304-405X\(01\)00042-3](https://doi.org/10.1016/S0304-405X(01)00042-3)
- Sermaye Piyasası Kurulu (2003). *ABD Sermaye Piyasalarında Yaşanan Son Gelişmelerin ve ABD'de Yürürlüğe Giren 2002 Tarihli Sarbanes-Oxley Kanunu'nun Türk Sermaye Piyasaları Açısından Değerlendirilmesi*. <https://www.spk.gov.tr> (Erişim Tarihi: 02.09.2022).
- Setiawan, D., Phua, L. K., Chee, H. K., & Trinugroho, I. (2017). CEO Turnover and Firm Performance In Indonesia. *Indonesian Capital Market Review*, 9.
- Weisbach, M. S. (1988). Outside directors and CEO turnover. *Journal of Financial Economics*, 20, 431–460.
- Zhang, P., Wierschem, D., Mediavilla, F. A. M., & Hong, K. P. (2016). An Empirical Investigation on CEO Turnover in IT Firms and Firm Performance. *Journal of International Technology and Information Management*, 25(2), 67–83.

Ekler

Ek 1. CEO Değişikliği Yapan Firmalar ve Değişiklik Yaptığı Yıllar

No	Firma Adı	Firma Kodu	Değişiklik Yapılan Yıl
1	EİS ECZACIBAŞI İLAÇ SİNAİ VE FİNANSAL YATIRIMLAR SANAYİ VE TİCARET A.Ş.	ECILC	2001
2	EDİP GAYRİMENKUL YATIRIM SANAYİ VE TİCARET A.Ş.	EDIP	2003
3	ADEL KALEMCİLİK TİCARET VE SANAYİ A.Ş.	ADEL	2012
4	BİZİM TOPTAN SATIŞ MAĞAZALARI A.Ş.	BİZİM	2013
5	ASELSAN ELEKTRONİK SANAYİ VE TİCARET A.Ş.	ASELS	2014
6	ÇİMSA ÇİMENTO SANAYİ VE TİCARET A.Ş.	CİMSA	2014
7	GÖZDE GİRİŞİM SERMAYESİ YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.	GOZDE	2014
8	SİNPAŞ GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.	SNGYO	2014
9	VAKKO TEKSTİL VE HAZIR GİYİM SAN. İŞLETMELERİ A.Ş.	VAKKO	2014
10	ÇELİK HALAT VE TEL SANAYİİ A.Ş.	CELHA	2015
11	DOĞUŞ GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.	DGGYO	2015
12	GOODYEAR LASTİKLERİ T.A.Ş.	GOODY	2015
13	KEREVİTAŞ GIDA SANAYİ VE TİCARET A.Ş.	KERVT	2015
14	PERGAMON STATUS DIŞ TİCARET A.Ş.	PSDTC	2015
15	SARKUYSAN ELEKTROLİTİK BAKIR SAN. VE TİC. A.Ş.	SARKY	2015
16	TURKCELL İLETİŞİM HİZMETLERİ A.Ş.	TCELL	2015
17	TÜPRAŞ-TÜRKİYE PETROL RAFİNERİLERİ A.Ş.	TUPRS	2015
18	AKENERJİ ELEKTRİK ÜRETİM A.Ş.	AKENR	2016
19	AKFEN GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.	AKFGY	2016
20	BORUSAN MANNESMANN BORU SAN. VE TİC.A.Ş.	BRSAN	2016
21	BURSA ÇİMENTO FABRİKASI A.Ş.	BUCIM	2016
22	DENİZLİ CAM SANAYİİ VE TİCARET A.Ş.	DENCM	2016
23	DESPEC BİLGİSAYAR PAZARLAMA VE TİCARET A.Ş.	DESPC	2016
24	ECZACIBAŞI YATIRIM HOLDİNG ORTAKLIĞI A.Ş.	ECZYT	2016
25	ERBOSAN ERCİYAS BORU SANAYİİ VE TİCARET A.Ş.	ERBOS	2016
26	EURO TREND YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.	ETYAT	2016
27	GENTAŞ DEKORATİF YÜZEYLER SANAYİ VE TİCARET A.Ş.	GENTS	2016
28	KENT GIDA MADDELERİ SANAYİİ VE TİCARET A.Ş.	KENT	2016
29	KOZA ANADOLU METAL MADENCİLİK İŞLETMELERİ A.Ş.	KOZAA	2016
30	PETKİM PETROKİMYA HOLDİNG A.Ş.	PETKM	2016
31	TÜRK HAVA YOLLARI A.O.	THYAO	2016
32	TÜRK TELEKOMÜNİKASYON A.Ş.	TTKOM	2016
33	AFYON ÇİMENTO SANAYİ T.A.Ş.	AFYON	2017
34	ARENA BİLGİSAYAR SANAYİ VE TİCARET A.Ş.	ARENA	2017
35	BOSSA TİCARET VE SANAYİ İŞLETMELERİ T.A.Ş.	BOSSA	2017
36	BORUSAN YATIRIM VE PAZARLAMA A.Ş.	BRYAT	2017
37	BURÇELİK BURSA ÇELİK DÖKÜM SANAYİİ A.Ş.	BURCE	2017
38	DEMİSAŞ DÖKÜM EMAYE MAMÜLLERİ SANAYİ A.Ş.	DMSAS	2017
39	ETİLER GIDA VE TİCARİ YATIRIMLAR SAN. VE TİC. A.Ş.	ETILR	2017
40	KLİMASAN KLİMA SANAYİ VE TİCARET A.Ş.	KLMSN	2017
41	KORDSA TEKNİK TEKSTİL A.Ş.	KORDS	2017
42	OYAK YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.	OYAYO	2017
43	ROYAL HALI İPLİK TEKSTİL MOBİLYA SAN. VE TİC. A.Ş.	ROYAL	2017
44	VAKIF GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.	VKGYO	2017
45	YUNSA YÜNLÜ SANAYİ VE TİCARET A.Ş.	YUNSA	2017

Ek 2. CFO Değişikliği Yapan Firmalar ve Değişiklik Yaptığı Yıllar

No	Firma Adı	Firma Kodu	Değişiklik Yapılan Yıl
1	MİGROS TİCARET A.Ş.	MGROS	2000
2	BİSAŞ TEKSTİL SANAYİ VE TİCARET A.Ş.	BISAS	2001
3	MONDI OLMUKSAN KAĞIT VE AMBALAJ SANAYİ A.Ş.	OLMK	2002
4	HEKTAŞ TİCARET T.A.Ş.	HEKTS	2003
5	BORUSAN MANNESMANN BORU SAN. VE TİC. A.Ş.	BRSAN	2004
6	TÜPRAŞ-TÜRKİYE PETROL RAFİNERİLERİ A.Ş.	TUPRS	2004
7	AKIN TEKSTİL A.Ş.	ATEKS	2005
8	SÖNMEZ PAMUKLU SANAYİ A.Ş.	SNPAM	2005
9	BANVİT BANDIRMA VİTAMİNLİ YEM SANAYİ A.Ş.	BANVT	2006
10	EGEPLAST EGE PLASTİK TİCARET VE SANAYİ A.Ş.	EPLAS	2006
11	TURKCELL İLETİŞİM HİZMETLERİ A.Ş.	TCELL	2006
12	FRİGO-PAK GIDA MADDELERİ SANAYİ VE TİCARET A.Ş.	FRIGO	2007
13	TÜRK TELEKOMÜNİKASYON A.Ş.	TTKOM	2010
14	ÇELEBİ HAVA SERVİSİ A.Ş.	CLEBI	2013
15	HÜRRİYET GAZETECİLİK VE MATBAACILIK A.Ş.	HURGZ	2013
16	ANADOLU ISUZU OTOMOTİV SANAYİ VE TİCARET A.Ş.	ASUZU	2014
17	DEMİSAŞ DÖKÜM EMAYE MAMÜLLERİ SANAYİ A.Ş.	DMSAS	2014
18	PENGÜEN GIDA SANAYİ A.Ş.	PENGD	2014
19	TÜRKİYE ŞİŞE VE CAM FABRİKALARI A.Ş.	SISE	2014
20	TAT GIDA SANAYİ A.Ş.	TATGD	2014
21	TÜRK TRAKTÖR VE ZİRAAT MAKİNELERİ A.Ş.	TTRAK	2014
22	ADEL KALEMCİLİK TİCARET VE SANAYİ A.Ş.	ADEL	2015
23	ALKİM ALKALİ KİMYA A.Ş.	ALKIM	2015
24	BANVİT BANDIRMA VİTAMİNLİ YEM SANAYİ A.Ş.	BANVT	2015
25	ÇEMTAŞ ÇELİK MAKİNA SANAYİ VE TİCARET A.Ş.	CEMTS	2015
26	DYO BOYA FABRİKALARI SANAYİ VE TİCARET A.Ş.	DYOBY	2015
27	REYSAŞ TAŞIMACILIK VE LOJİSTİK TİCARET A.Ş.	RYSAS	2015
28	SASA POLYESTER SANAYİ A.Ş.	SASA	2015
29	TOFAŞ TÜRK OTOMOBİL FABRİKASI A.Ş.	TOASO	2015
30	ZORLU ENERJİ ELEKTRİK ÜRETİM A.Ş.	ZOREN	2015
31	DOĞUŞ OTOMOTİV SERVİS VE TİCARET A.Ş.	DOAS	2016
32	FEDERAL-MOGUL İZMİT PİSTON VE PİM ÜRETİM TESİSLERİ A.Ş.	FMIZP	2016
33	ÜLKER BİSKÜVİ SANAYİ A.Ş.	ÜLKER	2016
34	VAKKO TEKSTİL VE HAZIR GİYİM SAN. İŞLETMELERİ A.Ş.	VAKKO	2016
35	ÇEMAŞ DÖKÜM SANAYİ A.Ş.	CEMAS	2017
36	KORDSA TEKNİK TEKSTİL A.Ş.	KORDS	2017
37	MARSHALL BOYA VE VERNİK SANAYİ A.Ş.	MRSHL	2017

ETİK ve BİLİMSEL İLKELER SORUMLULUK BEYANI

Bu çalışmanın tüm hazırlanma süreçlerinde etik kurallara ve bilimsel atıf gösterme ilkelerine riayet edildiğini yazar(lar) beyan eder. Aksi bir durumun tespiti halinde Afyon Kocatepe Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi'nin hiçbir sorumluluğu olmayıp, tüm sorumluluk makale yazarlarına aittir.

ARAŞTIRMACILARIN MAKALEYE KATKI ORANI BEYANI

1. yazar katkı oranı : %60

2. yazar katkı oranı : %40