

Erken Görünüm

Journal Pre-proof

Üst Kademe Kuramı Doğrultusunda CEO Değişiminin Hisse Senedi Getirisine Etkisi

Öğr. Gör.Dr. Beste ALTINÇUBUK

Ufuk Üniversitesi, Meslek Yüksekokulu, İşletme Yönetimi Programı, ANKARA

e-posta: beste.altincubuk@ufuk.edu.tr, ORCID: 0000-0002-0894-2372

Doç. Dr. Serkan ÜNAL

Ufuk Üniversitesi, Meslek Yüksekokulu, Sağlık Kurumları İşletmeciliği Programı, ANKARA

e-posta: serkan.unal@ufuk.edu.tr, ORCID: 0000-0002-7060-979X

DOI: 10.30794/pausbed.1353644

Dergi adı: Pamukkale Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi

Journal Name: Pamukkale University Journal of Social Sciences Institute

Gönderilme tarihi/Received: 01.09.2023

Kabul tarihi/Accepted: 10.11.2023

Bu makaleyi şu şekilde alıntılaysın: Altıncubuk, B. ve Ünal, S. (2023). "Üst Kademe Kuramı Doğrultusunda CEO Değişiminin Hisse Senedi Getirisine Etkisi", *Pamukkale Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, sayı xx, Denizli, ss. xx-xxx.

To cite this article: Altıncubuk, B. ve Ünal, S. (2023). "The Effect of CEO Change on Stock Return Within The Perspective of Upper Echelons Theory", *Pamukkale University Journal of Social Sciences Institute*, Issue xx, Denizli, pp. xx-xxx.

This is a PDF file of an article that has undergone enhancements after acceptance, such as the addition of a cover page and metadata, and formatting for readability, but it is not yet the definitive version of record. This version will undergo additional copyediting, typesetting and review before it is published in its final form, but we are providing this version to give early visibility of the article. Please note that, during the production process, errors may be discovered which could affect the content, and all legal disclaimers that apply to the journal pertain.

Bu, kabulden sonra kapak sayfası ve üst veri ekleme, okunabilirlik için biçimlendirme gibi geliştirmelere tabi tutulan bir makalenin PDF dosyasıdır, ancak henüz dosyanın kesin sürümü değildir. Bu sürüm, son haliyle yayınlanmadan önce ek dosya düzenleme, dizgi ve incelemeden geçecektir, ancak makalenin erken görünürlüğünü sağlamak için bu sürümü sağlıyoruz. Üretim sürecinde içeriği etkileyebilecek hataların keşfedilebileceğini ve dergi için geçerli olan tüm yasal uyarıların geçerli olduğunu lütfen unutmayın.



ÜST KADEME KURAMI DOĞRULTUSUNDA CEO DEĞİŞİMİNİN HİSSE SENEDİ GETİRİSİNE ETKİSİ

Öz

Üst kademe teorisi üst yönetimdeki kişilerin özelliklerinin firma performansları ve stratejileri üzerinde dikkate değer bir etkiye sahip olduğunu belirtmektedir. Bu doğrultuda bu çalışmada CEO değişimi, CEO değişim sıklığı, CEO görev süresi ve firma hisse senedi performansı arasında bir ilişki olup olmadığı incelenmiştir. Araştırmada bağımlı değişkenler olarak CEO değişiminin yaşandığı yıl ve takip eden yıldaki hisse senedi performansı kullanılmıştır. Bağımsız değişkenler olarak ise CEO değişimi, CEO değişim sıklığı ve CEO'nun aynı pozisyonda geçirdiği yıl kullanılmıştır. Araştırmada BIST100 endeksinde bulunan firmaların 2011-2021 yıllarındaki CEO pozisyonu ve 2011-2022 yıllarındaki hisse senedi performansı verisinden faydalanılmıştır. Araştırmadan elde edilen sonuçlara göre; CEO değişimi, CEO değişim sıklığı ve CEO'nun kıdemi ile hisse senedi performansı arasında istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki bulunmamaktadır.

Anahtar Kelimeler: CEO Değişimi, Hisse Getirisi, Borsa İstanbul

THE EFFECT OF CEO CHANGE ON STOCK RETURN WITHIN THE PERSPECTIVE OF UPPER ECHELONS THEORY

Abstract

The Upper Echelons Theory states that the characteristics of individuals in top management have a significant impact on firm performance and strategies. In line with this, in this study, the relationship between CEO change, frequency of CEO change, CEO tenure, and stock price performance has been examined. In the research, the year of the CEO change and the stock performance in the following year were used as dependent variables. CEO change, the frequency of CEO change and the year the CEO spent in the same position were used as independent variables. In the research, the CEO position of the companies in the BIST100 index in the years 2011-2021 and the stock performance data in the years 2011-2022 were used. According to the results obtained from the research, there is no statistically significant relationship between CEO change, CEO turnover frequency and CEO tenure and stock price performance.

Keywords: CEO Change, Stock Return, Borsa İstanbul

1. GİRİŞ

Borsada yatırım yapan yatırımcılar açısından hisse senedi performansına etki eden unsurların anlaşılması, yatırım kararlarını iyileştirici etkiye sahiptir. CEO değişimi de performansı etkileyebilecek unsurlardan biridir. Şirketlerdeki CEO değişimi ile borsa performansı arasında karmaşık bir ilişki vardır ve bu ilişki çeşitli faktörlerden etkilenebilir. Öncelikle liderlik istikrarı şirketler için önemlidir (Sridharan & St. John, 1998). CEO değişiklikleri genellikle şirket liderliğinde ve yönetim stratejilerinde bir kaymaya işaret eder. Sık CEO değişiklikleri, kuruluş içinde yatırımcı güvenini etkileyebilecek ve dolayısıyla borsa performansını etkileyebilecek istikrarsızlık veya zorluklar anlamına gelebilir. İkinci olarak CEO değişimi ile yatırımcı algısı arasında bir ilişkiden bahsedilebilir (Beatty & Zajac, 1987). CEO değişiklikleri yatırımcılar tarafından farklı yorumlanabilir. Bazı CEO değişiklikleri, yeni bakış açıları ve yeni stratejiler getirerek olumlu olarak görülebilse de diğerleri şirketin istikrarı veya liderliğinin etkinliği hakkında endişeler doğurabilir. Yatırımcı algısı ve duyarlılığı, hisse senedi fiyatlarını ve piyasa performansını etkileyebilir. Üçüncü olarak CEO değişimi beraberinde bir stratejik yön değişimini getirebilir (Zhang & Wiersema, 2009). Özellikle yeni CEO'nun farklı iş stratejileri uygulaması veya belirli büyüme alanlarına odaklanması, yatırımcı beklentilerini etkileyebilir. Yatırımcı beklentileri ve piyasa eğilimleri ile uyumlu olumlu değişiklikler, borsa performansının artmasına neden olabilir. Dördüncü olarak CEO değişiminin hisse performansına etkisi şirket performansına bağlı olarak da değişebilir (Farrell & Whidbee, 2003). CEO değişikliği, iyileşen finansal sonuçlar, operasyonel verimlilik veya stratejik girişimlerle aynı zamana denk gelirse, hisse senedi fiyatlarını olumlu yönde etkileyebilir. Tersine, düşük performans veya finansal istikrarsızlık dönemlerinde bir CEO değişikliği meydana gelirse, borsa performansı üzerinde olumsuz bir etkisi olabilir. Son olarak sektör ve şirket kültürü ile CEO değişiminin performansa etkisi arasındaki ilişkiden de söz edilebilir. Eğer bir şirket düzenli periyotlarla CEO değiştiriyorsa ve zamanı geldiğinde değişim gerçekleşiyorsa piyasa tepkisi nötr olabilir. Diğer yandan yeni atanmış bir CEO'nun değişimi olumsuz bir gelişmeye işaret edebilir.

Bu çalışmada CEO değişiminin hisse senedi getirileri üzerindeki etkisi farklı boyutlarıyla analiz edilmiştir. Araştırmada üç bağımsız değişkenden faydalanılmıştır. İlk olarak CEO değişiminin, yaşandığı yıldaki ve takip eden yıldaki hisse senedi performansına etkisi araştırılmıştır. İkinci olarak sık CEO değiştiren firmalar ile nadiren CEO değiştiren firmaların

hisse senedi performansı olarak ayırıp ayırmadığı test edilmiştir. Üçüncü olarak CEO'nun aynı firmadaki CEO olarak geçirdiği sürenin hisse performansına etkisi analiz test edilmiştir. Bu çalışmada elde edilen sonuçların özellikle borsada yatırım yapan yatırımcılar açısından fayda sağlayacağı düşünülmektedir. Yatırımcılar çalışmadan elde edilen sonuçlara bağlı olarak CEO değişimine ne kadar anlam yüklemeleri gerektiğini yorumlayabileceklerdir.

Bu çalışmada yurtdışında yapılan diğer çalışmalardan farklı olarak CEO değişimi, CEO değişim sıklığı ve CEO kıdemi ile şirket hisse senedi performansı arasındaki ilişki farklı bir bağlama sahip olan Türkiye'de incelemiştir. Ayrıca literatüre katkı amacıyla CEO değişim sayısı dikkate alınarak CEO değişim sıklığı ve şirketlerin hisse senedi performansları arasındaki ilişki araştırılmıştır. Ayrıca literatürdeki diğer çalışmalarda genellikle performans değişkeni olarak kârlılık, Tobin's Q gibi değişkenler ele alınırken bu çalışmada hisse senedi performansı kullanılmıştır.

2. LİTERATÜR

Hambrick ve Mason (1984) çalışmalarında üst kademe kuramı kapsamında örgütün karakterinin, üst yönetimin özelliklerinin bir yansıması olduğunu belirtmiştir. Üst kademe kuramı performans düzeyi, stratejik seçim gibi örgüt çıktılarının yönetim ekibinin özelliklerinden etkilendiğini savunmaktadır. Hambrick ve Mason (1984) yönetici tecrübesi ile firma büyümesi arasında pozitif yönlü bir ilişki olduğu, stabil ve dinamik sektörlerde CEO tecrübesinin firma kârlılığını olumlu etkilediği önermelerini yapmışlardır. Daily ve Johnson (1997) CEO gücü ve şirket performansı arasında anlamlı bir ilişki bulmuşlardır. Ayrıca performansın CEO gücünün hem öncülü hem çıktısı olduğunu kanıtlamışlardır. Wang vd. (2016) ise CEO'ların şirket performansında rol oynayıp oynamadığını araştırmış ve üst kademe teorisini destekleyecek şekilde firma performansı ve firma stratejik eylemleri ile CEO özellikleri arasında bir ilişki tespit etmiştir. Ünal ve Doğru (2021) üst kademe kuramı ile ilgili olarak yapmış oldukları çalışmada CEO'ların özellikleri ile şirket performansı arasındaki ilişkiyi incelemiştir. Çalışmada BIST100 endeksinde yer alan şirketlerin 2015-2019 yılları arasındaki 5 yıllık performans verisinden faydalanılmıştır. Çalışmaya 163 farklı yönetici dahil edilmiş olup, çalışmada kullanılan gözlem sayısı 475 şirket*yıldır. Araştırma bulgularına göre CEO'ların %84'ü içeriden atanmaktadır. İçeriden atanan CEO'ların aynı şirkette CEO olarak ortalama çalışma sürelerinin dışarıdan atananlara göre üç kat daha uzun olduğu görülmüştür. Araştırmaya göre BIST100 endeksinde işlem gören şirketlerde CEO nadiren yönetim kurulu

başkanıdır. CEO ikiliği, gözlemlerin yalnızca %8'inde mevcuttur. Araştırma kapsamında incelenen CEO'ların ortalama yaşı 52 iken CEO'ların önemli bir bölümünün 60 yaşında emekli olduğu tespit edilmiştir. Araştırma bulguları özet olarak içeriden atanan CEO'ların daha uzun süre görevde kalabildiklerini ve tecrübeleri ile performansları arasında doğrusal bir ilişki olduğunu göstermektedir. Dursun ve Köseoğlu (2016) üst kademe kuramı ile ilgili olan çalışmalarda demografik özelliklerin daha çok dikkate alındığı, bilişsel özelliklerin ise detaylı olarak değerlendirilmediğini belirtmişlerdir.

Bu kapsamda bu çalışmada üst kademeler teorisi çerçevesinde temel olarak CEO değişimi ve CEO değişim sıklığı ile firma performansı arasındaki ilişki incelenmiş olup ayrıca CEO görev süresi ile firma performansı arasındaki ilişki de gözden geçirilmiştir. Bu kapsamda araştırmanın modeli aşağıda yer almaktadır:



Şekil 1. Araştırma Modeli

2.1 CEO Değişimi ve Şirket Hisse Senedi Performansı İlişkisi

Puffer ve Weintrop (1991) emeklilik yaşını doldurmamış 408 CEO'dan oluşan örneklem ile yaptıkları çalışmalarında CEO değişiminin kurumsal performans ile ilişkili olduğunu göstermişlerdir. Diğer çalışmalardan farklı olarak araştırmacılar tutarsız bulguların performans göstergesinin doğru seçilmemesinden kaynaklı olabileceğini vurgulamışlardır. Şirketlerin CEO performansını değerlendirirken yönetim kurulu üyelerinin şirket performansı ile ilgili beklentilerinin de dikkate alınmasını gerektiğini savunmuşlardır. Khurana ve Nohria (2000) 200 firmadan oluşan boylamsal veri seti ile yaptıkları çalışmalarında CEO değişimi ve takip eden dönem firma performansı arasında bir ilişki olduğunu tespit etmişlerdir. CEO değişimi ile ortaya çıkan örgütsel aksamanın derecesi ve yeni CEO tarafından yaratılan örgütsel değişimin takip eden firma performansını önemli ölçüde etkilediğini göstermişlerdir. Kato ve Long (2006) hem hisse senedi performansı hem de muhasebe performansı ile CEO değişimi arasındaki

ilişkinin çoğunluk hissedarı olan firmalar için daha güçlü olduğunu tespit etmişlerdir. Diğer taraftan araştırmacıların bulgularına göre, özel teşebbüs statüsünde olan veya çoğunluk hissedar tarafından kontrol edilen borsaya açık firmalar, CEO'larının değiştirilmesinden sonra daha fazla performans artışı yaşıyor gibi görünmektedir. Kaplan ve Minton (2006) 1992-2005 yılları arasında ABD'de faaliyet göstermiş firmalardan oluşan örneklemelerinde iç etkenlerden kaynaklı (yönetim kurulu) CEO değişimi ve dış etkenlerden kaynaklı CEO değişimi (iflas ve devralma) ile şirket performansı arasındaki ilişkiyi incelemişlerdir. Bu ilişkiyi incelerken performans değişkeni olarak sektöre göre performans, genel piyasaya göre performans ve hisse senedi performansını esas almışlardır. Araştırmanın sonuçlarına göre, içsel CEO değişimi ile bu üç performans değişkeni arasında anlamlı bir ilişki tespit edilirken dışsal CEO değişimi ile performans değişkenleri arasında anlamlı bir ilişki bulunamamıştır. Conyon ve He (2012) Çin'deki halka açık firmalardan oluşan çalışmalarında CEO değişim kararında firmaların muhasebe ve piyasa performanslarının etkili olduğunu göstermişlerdir. Firmaların, CEO değişim kararlarında muhasebe performansına kıyasla hisse senedi performansına daha çok önem verdiğini bulmuşlardır. Yönetimde yapılan değişiklik sonrasında ise muhasebe performansına verilen önemin azaldığını hisse senedi performansına verilen önemin arttığını belirtmişlerdir. Gao vd. (2017) ise kamu firmalarında özel firmalara göre daha fazla CEO değişimi yaşandığını bulmuşlardır. Ayrıca kamu firmalarının özel firmalara göre daha çok değişim performans duyarlılığı yaşadığını ispat etmişlerdir. Değişim öncesi performansı incelediklerinde özel firmaların performans iyileştirmelerinin kamu firmalarına göre daha fazla olduğunu görmüşlerdir. Prime (2007) ise kamu şirketlerinde iki temel problem tespit etmiştir. Bu problemlerden ilki üst yönetim ile hissedarlar arasındaki çıkar farklılıkları, ikincisi ise kontrolde olanlar ile azınlık hissedarlar arasındaki çıkar farklılıklarıdır. Bu iki problemin ise CEO değişimi ve firma performansı arasındaki ilişkiden etkilendiğini savunmuşlardır. Araştırmacılara göre, eğer CEO değişimi ile firma performansı arasında güçlü bir ilişki varsa, üst yönetim ve hissedarlar arasındaki çıkar farklılıkları azalmaktadır.

Jenter ve Kanaan (2015) çalışmalarında CEO'ların kontrolleri dışında gerçekleşen kötü firma performansı sonrasında görevden alındıklarını bulmuşlardır. Sektör performansındaki düşüşün CEO değişim olasılığını arttırdığını tespit etmişlerdir. 1993-2009 yılları arasında gerçekleşen 3.365 CEO değişimi örnekleme ile bankalarda yaptıkları çalışmalarında kötü piyasa performansından sonra CEO'ların işten atılma olasılıklarının önemli ölçüde daha yüksek

olduğunu göstermişlerdir. Jenter ve Lewellen (2021) ise CEO değişimi ile firma performansı arasındaki ilişkiyi farklı bir açıdan ele almıştır. Zorunlu ve isteğe bağlı CEO değişimi kavramları yerine performansa dayalı CEO değişimi kavramını ortaya atmışlardır. Firma performansı iyi olsaydı gerçekleşmeyecek olan CEO değişimlerini esas alan bu yaklaşım performansa dayalı CEO değişimlerinin zorunlu CEO değişimlerine göre daha yüksek olduğunu ileri sürmektedir. Çalışmalarında CEO değişiminin %38-%55 civarının performans kaynaklı olduğunu göstermişlerdir. Doğan vd. (2016) çalışmalarında CEO değişiminin firmaların kârlılıklarını negatif şekilde etkilediğini tespit etmişlerdir. Durgun vd. (2023) çalışmalarında Brand Finance Türkiye raporunun 2021 sayısındaki ilk 100 şirketi temel alarak içeriden ve dışarıdan atanan CEO'ların performanslarını incelemişlerdir. Makalede 2010-2019 yılları arasında araştırma kapsamında olup Borsa İstanbul'da işlem gören şirketlerin CEO'ları, mali tabloları ve hisse performansları incelenmiştir. Diğer tüm koşulların eşit olduğu varsayılarak firma içinden veya dışarıdan atanan ilgili CEO'ların şirket başarısı üzerindeki etkisi değerlendirilmiştir. Araştırmada değişkenler olarak aktif kârlılığı, özkaynak kârlılığı ve hisse senedi performansları değişkenleri kullanılmıştır. Sonuç olarak, CEO'nun şirket içinden ve dışarıdan atanmasının şirketin başarısı ve hisse değeri üzerinde çok az etkisi olduğu veya hiç etkisi olmadığı görülmüştür.

Bu çalışmada CEO değişimi ile firma performansı arasındaki ilişki analiz edilmiştir. Literatür çerçevesinde CEO özelliklerinin ve gücünün performans üzerinde etkili olduğu görülmektedir. Bu kapsamda CEO değişimi yaşayan firmaların CEO değişimi sonrası hisse senedi performanslarının bundan etkileneceğini düşünülmektedir;

Hipotez 1: CEO değişimi ile şirketin takip eden dönemdeki hisse senedi performansı arasında pozitif bir ilişki vardır.

Diğer taraftan, daha çok CEO değiştiren firmaların performansı, yeni gelen CEO'ların şirkete ve göreve alışma sürecinden olumsuz etkilenebilir. Bu varsayım altında aşağıdaki hipotez oluşturulmuştur;

Hipotez 2: CEO değişim sıklığı ile şirketin takip eden dönemdeki hisse senedi performansı arasında pozitif bir ilişki vardır.

2.2 CEO görev süresi ve Şirket Hisse Senedi Performansı İlişkisi

Hambrick ve Fukutomi (1991) CEO görev süresinin dinamiklerine ilişkin bir model oluşturmuştur. Araştırmacıların temel savları bir üst düzey yöneticinin bir pozisyondaki görev

süresi içinde belirli aşamalar olduğu ve bu aşamaların CEO'nun davranışı, dikkati ve örgüt performansı üzerinde etkisinin olduğudur. Allgood ve Farrell (2000) 1980-1993 yılları arasında 1.388 CEO değişimi yaşayan 875 firma ile yaptıkları çalışmalarında CEO görev süresinin zorunlu işten ayrılma ve firma performansı arasındaki ilişkiyi nasıl etkilediğini incelemiştir. CEO görev süresi ile firma performansı arasında ilişki olduğunu tespit etmişlerdir. Araştırma bulgularına göre, kurucu CEO'lar performanslarının ilk yıllarında firma performansından sorumlu tutulmazken, ilerleyen yıllarda sorumlu tutulurlar.

CEO görev süresinin firma performansını etkilediği görülse de bu ilişkiyi etkileyen mekanizmaların henüz yeterince incelenmediğini savunan araştırmacılar da bulunmaktadır. Bu araştırmacılar CEO görev süresinin üst yönetim risk alma eğilimi ve girişimcilik inisiyatifleri üzerindeki etkileri aracılığıyla firma performansını etkilediğini göstermişlerdir (Şimşek, 2007). Henderson vd. (2006) gıda sektöründen 98 CEO'nun ve bilgisayar sektöründen 228 CEO'nun yer aldığı çalışmalarında CEO görev süresi ile firma performansı arasındaki ilişkiyi analiz etmişlerdir. Araştırma bulgularına göre daha durağan olan gıda sektöründe CEO görev süresi ile firma performansı arasında istikrarlı bir ilişki vardır. Daha dinamik olan bilgisayar sektöründe ise CEO görev süresi ve firma performansı arasında ters yönlü bir ilişki vardır. Hou vd. (2015) 1998-2005 arasında faaliyet gösteren 500 Standart&Poors firmasından oluşan örneklemelerinde CEO görev süresi arttıkça performansa bağlı faydaların azaldığını ve performansa bağlı olmayan faydaların arttığını tespit etmişlerdir. Bu çerçevede CEO özellikleri ile kurumsal hedefler arasında bütüncül bir yaklaşım olmadığından bahsetmişlerdir. Choi vd. (2020) ise 2012-2016 yılları arasında Kore firmaları ile ilgili yaptıkları çalışmalarında yönetimin CEO değişimi ve kurumsal sosyal performans arasındaki ilişkideki düzenleyici etkisini incelemiştir. Sonuçlara göre, son yılını çalışan CEO'ların sosyal performansı düşürdüğü görülmektedir. Diğer taraftan kurumsal yönetim dikkate alındığında iyi bir kurumsal yönetim, CEO görev süresi ve kurumsal sosyal performans arasındaki ilişkiyi olumlu yönde etkilemektedir.

Literatürde farklı sonuçlar bulunmuş olsa da bu çalışmada CEO görev süresi arttıkça CEO tecrübesinin artacağı ve bunun firmaya olumlu yansıtacağı düşünüldüğü için CEO görev süresi ile şirket hisse senedi performansı arasında pozitif bir ilişki olduğu düşünülmektedir. Bu çerçevede aşağıdaki hipotez oluşturulmuştur;

Hipotez 3: CEO görev süresi ile şirketin takip eden dönemdeki hisse senedi performansı arasında pozitif bir ilişki vardır.

3. ARAŞTIRMA

3.1. Veri

Bu çalışmada Borsa İstanbul BIST100 endeksinde bulunan şirketlerin verisinden faydalanılmıştır. Araştırmada şirketlerin 2011-2021 yılları arasındaki CEO pozisyonları ve 2011-2022 dönemindeki hisse senedi getirisi kullanılmıştır. Araştırma, CEO verisine ulaşılabilen 94 adet şirkete ait 1045 hisse*yıldan oluşan veri setini kapsamaktadır.

3.2. Metodoloji

Bu araştırmada CEO değişimi ve hisse senedi getirisi arasındaki ilişki incelenmiştir. Araştırmanın bağımlı değişkeni araştırma kapsamında incelenen hisse senetlerinin getirileridir. CEO değişimine farklı boyutları ile bakabilmek için araştırmanın bağımsız değişkenleri, "Son 5 Yıldaki CEO Değişim Sayısı", "Son Yıl CEO Değişimi Olup Olmadığı" ve "CEO'nun Görev Süresi" olarak belirlenmiştir. Bu üç değişken de birbiri ile doğrudan ilişkilidir. Örneğin son 5 yıldaki CEO değişim sayısı, son yıl CEO değişimi olup olmadığı ve CEO'nun görev süresi ile ilişkilidir. Ayrıca CEO'nun görev süresinin uzun olması son 5 yıldaki CEO değişim sayısını ve son yılda CEO değişiminin olup olmadığını doğrudan etkilemektedir. Bu yüzden farklı hipotezler oluşturulmuş ve bu değişkenler farklı denklemlerde test edilmiştir. Her ne kadar üç değişken de CEO değişimi ile ilgili olsa da bu üçü arasındaki tanım farklılıkları araştırmanın bakış açısını genişletmiştir.

Araştırmada kontrol değişkenleri olarak BIST100 endeksinin getirisi, performansı ölçülen hisse senetlerinin bulunduğu sektör getirileri ve piyasa değeri kullanılmıştır. Araştırmada kullanılan değişkenler ve açıklamaları Tablo 1'de paylaşılmıştır.

Tablo 1. Araştırmada Kullanılan Değişkenler ve Açıklamaları

Türü	Değişken Adı	Değişken Açıklaması
Bağımlı Değişken	Hisse Getirisi	Dönem Sonu düzeltilmiş hisse fiyatı / Başlangıç düzeltilmiş hisse fiyatı -1
Kontrol Değişkeni	BIST100 Getirisi	Dönem Sonu BIST100 endeksi / Başlangıç BIST100 endeksi - 1
Kontrol Değişkeni	Sektör Getirisi	Sektördeki şirketlerin hisse performansının ortalaması
Kontrol Değişkeni	Piyasa Değerinin Doğal Logaritması	İlgili yılda şirketin piyasa değerinin doğal logaritması

Bağımsız Değişken	Son Yıl CEO Değişimi Olmadığı	CEO Olup	Son dönem CEO değişimi durumu (1: Değişim oldu, 0: Değişim olmadı)
Bağımsız Değişken	CEO'nun Süresi	Görev	İçinde bulunan yıl dahil olmak üzere son 5 yılın kaçında mevcut CEO'nun CEO görevinde olduğu. Örneğin 2011-2015 yıllarında görevde olan CEO'lar için bu değişkenin 2015 yılında aldığı değer 5'tir. 2013 yılında göreve başlamış bir CEO için bu değişken 2015 yılında 3 değerini almaktadır.
Bağımsız Değişken	Son 5 Yıldaki CEO Değişim Sayısı		İlgili şirkette son 5 yıl içindeki CEO değişim sayısı

Araştırmada Rassal Etkiler ve Sabit Etkiler yöntemleri ile regresyon analizleri ve t testleri gerçekleştirilmiştir. Araştırmada hisse senedi getirisine farklı boyutları ile bakabilmek adına aşağıda listelenmiş olan 9 farklı denklem kurgulanmıştır. Hisse getirisi değişkeni, t yılındaki n hissenin performansını; BIST100 getirisi değişkeni, t yılındaki BIST100 endeksi getirisini; sektör getirisi değişkeni, n şirketinin bulunduğu sektördeki şirketlerin t yılındaki ortalama getirisini; CEO değişimi değişkeni, son yıl CEO değişimi olup olmadığını; görev süresi değişkeni, son dönem CEO'nun görev süresini yıl olarak; 5 yıldaki değişim değişkeni, ilgili şirkette son 5 yıl içindeki CEO değişim sayısını, $\ln(PD)$ ilgili şirketin ilgili yıldaki piyasa değerinin doğal logaritmasını, n ilgili hisseyi; t, incelenen yılı; ε , hata terimini ifade etmektedir. İlgili denklemler hem t yılı için hem de takip eden dönemdeki performansı takip etmek için t+1 yılındaki hisse getirileri üzerinden oluşturulmuştur.

$$Hisse\ Getirisi_{nt} = \beta_1 CEO\ Değişimi_{nt} + \beta_2 BIST100\ Getirisi_t + \beta_3 \ln(PD) + \varepsilon \quad (1)$$

$$Hisse\ Getirisi_{nt} = \beta_1 CEO\ Değişimi_{nt} + \beta_2 Sektör\ Getirisi_{nt} + \beta_3 \ln(PD) + \varepsilon \quad (2)$$

$$Hisse\ Getirisi_{nt} = \beta_1 CEO\ Değişimi_{nt} + \beta_2 BIST100\ Getirisi_t + \beta_3 Sektör\ Getirisi_{nt} + \beta_4 \ln(PD) + \varepsilon \quad (3)$$

$$Hisse\ Getirisi_{nt} = \beta_1 Görev\ Süresi_{nt} + \beta_2 BIST100\ Getirisi_t + \beta_3 \ln(PD) + \varepsilon \quad (4)$$

$$Hisse\ Getirisi_{nt} = \beta_1 Görev\ Süresi_{nt} + \beta_2 Sektör\ Getirisi_{nt} + \beta_3 \ln(PD) + \varepsilon \quad (5)$$

$$Hisse\ Getirisi_{nt} = \beta_1 Görev\ süresi_{nt} + \beta_2 BIST100\ Getirisi_t + \beta_3 Sektör\ Getirisi_{nt} + \beta_4 \ln(PD) + \varepsilon \quad (6)$$

$$Hisse\ Getirisi_{nt} = \beta_1 5\ yıldaki\ Değişim_{nt} + \beta_2 BIST100\ Getirisi_t + \beta_3 \ln(PD) + \varepsilon \quad (7)$$

$$Hisse\ Getirisi_{nt} = \beta_1 5\ yildaki\ Değişim_{nt} + \beta_2 Sektor\ Getirisi_{nt} + \beta_3 \ln(PD) + \varepsilon \quad (8)$$

$$Hisse\ Getirisi_{nt} = \beta_1 5\ yildaki\ Değişim_{nt} + \beta_2 BIST100\ Getirisi_t + \beta_3 Sektor\ Getirisi_{nt} + \beta_4 \ln(PD) + \varepsilon \quad (9)$$

3.3. Bulgular

Araştırmaya ait tanımlayıcı istatistikler Tablo 2’de paylaşılmıştır. Performans değerlerinin ortalama ve medyan değerlerinin genel olarak olumlu bir performansa işaret ettiği görülmektedir. Son 5 yıldaki CEO değişim sayısının ortalama değeri 0,86’dır. Bu değer örneklemdaki şirketlerin ortalama olarak CEO’larını nadiren değiştirdiklerini göstermektedir. En yüksek değer olan 4 ve basıklık değerleri bazı şirketlerin diğerlerine kıyasla daha yüksek oranda CEO değiştirebildiklerini belirtmektedir. CEO değişimi yaşanan şirketlerin oranının %17 olduğu görülmektedir bu da CEO’ların mevcut pozisyonlarında uzun süre kaldıklarını teyit etmektedir.

Tablo 2. Tanımlayıcı İstatistikler

	Hisse Performansı	BIST Performansı	Sektör Performansı	Son 5 Yıldaki CEO Değişim Sayısı	CEO Değişimi	CEO'nun Görev Süresi
Ortalama	0.32	0.14	0.31	0.86	0.17	3.56
Medyan	0.19	0.17	0.21	1.00	0.00	4.00
Maks	8.52	0.44	5.54	4.00	1.00	5.00
Min	-0.68	-0.21	-0.54	0.00	0.00	1.00
S. Sapma	0.70	0.24	0.58	0.91	0.38	1.60
Çarpıklık	3.79	-0.24	3.31	1.01	1.73	-0.52
Basıklık	31.29	1.46	24.62	3.75	4.00	1.62
Jarque-Bera	35,213	114	21,866	111	515	82
Olasılık	0	0	0	0	0	0
Gözlem	985	1045	1027	570	950	665

Tablo 3’te korelasyon matrisi sunulmuştur. Buna göre hisse performansı ile sektör performansı arasında yüksek korelasyon olduğu göze çarpmaktadır. Bu durum iki nedenden kaynaklanmaktadır. Birincisi araştırmada detaylı bir sektör dağılımı kullanılmış ve toplamda 36 farklı sektöre yer verilmiştir. Bu nedenle de her bir sektördeki şirket sayısı azdır ve ilgili şirketin sektör performansına etkisi yüksek oranda gerçekleşmektedir. İkinci olarak benzer sektörlerde bulunan şirketler doğal olarak birlikte hareket etmektedir. Özellikle bazı sektörlerdeki şirketlerin azlığı nedeniyle sadece sektöre kıyasla değil aynı zamanda BIST100’e kıyasla da

performanslar araştırmaya dahil edilmiştir. Fakat yine de bir şirketin hisse senedi performansı aynı sektörde bulunan diğer şirketlerden CEO değişimi nedeniyle ayrışıyorsa bu önemli bir bulgu olacağı için araştırmaya sektör getiri değişkeni de eklenmiştir.

Tablo 3. Korelasyon Matrisi

	Hisse Performansı	BIST Performansı	Sektör Performansı	Son 5 Yıldaki CEO Değişim Sayısı	CEO Değişimi	CEO'nun Görev Süresi
Hisse Performansı	1.00	0.29	0.82	0.02	0.03	-0.02
BIST Performansı	0.29	1.00	0.35	0.03	0.10	-0.04
Sektör Performansı	0.82	0.35	1.00	0.01	0.02	0.02
Son 5 Yıldaki CEO Değişim Sayısı	0.02	0.03	0.01	1.00	0.52	-0.78
CEO Değişimi	0.03	0.10	0.02	0.52	1.00	-0.73
CEO'nun Görev Süresi	-0.02	-0.04	0.02	-0.78	-0.73	1.00

Tablo 4, bağımsız değişkenlerin aldığı çeşitli değerlere göre, içinde bulunulan yıldaki (t) ve takip eden yıldaki (t+1) BIST100'e ve sektöre kıyasla ortalama hisse senedi getirilerini göstermektedir. Son 5 yıldaki CEO değişim sayısı ile ortalama hisse senedi getirileri incelendiğinde CEO değişim sayısındaki artış ile görece hisse senedi getirileri arasında sağlıklı bir ilişki olmadığı görülmektedir. CEO değişiminin yaşandığı yıl BIST100'e kıyasla ortalama performans, CEO değişimi olan firmalar ile olmayan firmalarda aynıdır. Fakat sektöre kıyasla performanslara bakıldığında CEO değişimi yaşanan firmalarda performansın nispeten daha yüksek olduğu görülmektedir. CEO değişiminden sonraki yıldaki performanslara bakıldığında ise CEO değişimi yapan firmaların performansının ortalama olarak daha yüksek olduğu görülmektedir. CEO'nun aynı görevde kaç yıldır bulunduğu ile hisse performansı arasındaki ilişki incelendiğinde, bu iki değişken arasında sağlıklı bir ilişki olmadığı göze çarpmaktadır.

Tablo 4. Bağımsız Değişkenlere Bağlı Olarak Ortalama Hisse Performansları

		Hisse Performansları			
		t Yılı		t+1 Yılı	
		BIST100'e Kıyasla	Sektöre Kıyasla	BIST100'e Kıyasla	Sektöre Kıyasla
	0	18.8%	-2.0%	36.2%	0.2%

Son 5 yıldaki CEO Değişim Sayısı	1	28.8%	1.2%	31.1%	0.3%
	2	18.5%	1.2%	48.9%	2.6%
	3	28.1%	4.6%	18.8%	-13.6%
	4	15.4%	-1.1%	63.2%	-0.7%
CEO değişimi (1:evet;0: hayır)	0	19.6%	2.0%	19.4%	-0.1%
	1	19.6%	-0.4%	26.9%	0.0%
CEO kaç yıldır görevde	1	23.9%	2.9%	22.9%	-1.7%
	2	17.5%	1.8%	39.1%	7.2%
	3	23.3%	6.3%	43.8%	0.7%
	4	41.3%	1.1%	23.4%	-4.9%
	5	19.1%	-3.2%	29.9%	-0.7%

İçinde bulunan yıldaki hisse senedi getirisinin bağımlı değişken olduğu regresyon analizi sonuçları Tablo 5'te paylaşılmıştır. Gerek CEO değişimi gerek CEO'nun görev süresi gerekse son 5 yıldaki CEO değişim sayısı dikkate alındığında sonuçların istatistiksel olarak anlam taşımadığı görülmektedir. Denklemlerin açıklama gücü yalnızca BIST100'ün kontrol değişkeni olduğu denklemlerde düşüktür. Özellikle sektör performanslarının kullanıldığı denklemlerde R² değerlerinin yüksek olduğu görülmektedir. Bu sonuçta Borsa İstanbul'da sektörlerin sürü davranışı (Süsay ve Tanrıöven, 2023) ve makro ekonomik koşullardaki ve çevresel diğer faktörlerdeki değişimin farklı sektörlerde etkilerinin farklı olması belirleyici olabilir. Ayrıca bağımsız değişken kat sayılarının yönü de değerlendirildiğinde bazı bağımsız değişkenlerin hisse senedi getirilerinde pozitif bazılarının ise negatif etkiye sahip olduğu görülmektedir. Bu da elde edilen sonuçların istatistiksel olarak anlama sahip olmadığını teyit etmektedir.

Tablo 5. t Yılındaki Hisse Senedi Getirisinin Bağımlı Değişken Olduğu Regresyon

Analizleri

PANEL A- Sabit Etkiler, Bağımlı Değişken: t Hisse Senedi Getirisi										
		(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)
CEO Değişimi	Katsayı	-	0.01	0.01	0.01					
	Olasılık		0.80	0.78	0.75					
CEO'nun Görev Süresi	Katsayı				0.00	-	-			
	Olasılık				0.97	0.02	0.02			
Son 5 Yıldaki CEO Değişim Sayısı	Katsayı							-	0.06	0.00
	Olasılık								0.35	0.99
BIST100	Katsayı			-	0.49		-	0.63		-
	Olasılık				0.00			0.00		
Sektör	Katsayı		0.95	0.95		0.93	0.95		0.94	0.95

	Olasılık		0.00	0.00		0.00	0.00		0.00	0.00
Piyasa Değerinin Doğal Logaritması	Katsayı	0.34	0.11	0.11	0.46	0.14	0.16	0.48	0.14	0.16
	Olasılık	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
R2		0.31	0.72	0.72	0.36	0.73	0.74	0.34	0.73	0.73
PANEL B- Rassal Etkiler, Bağımlı Değişken: t Hisse Senedi Getirisi										
		(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)
CEO Değişimi	Katsayı	-0	0.02	0.02						
	Olasılık	0.97	0.49	0.48						
CEO'nun Görev Süresi	Katsayı				0.00	-	-			
	Olasılık				0.96	0.13	0.12			
Son 5 Yıldaki CEO Değişim Sayısı	Katsayı							0.01	0.02	0.02
	Olasılık							0.79	0.47	0.46
BIST100	Katsayı	1.02		-	0.01		-			-
	Olasılık	0			0.81		0.78			0.84
Sektör	Katsayı		1.00	1.00		1.00	1.00		1.00	1.00
	Olasılık		0.00	0.00		0.00	0.00		0.00	0.00
Piyasa Değerinin Doğal Logaritması	Katsayı	0.03	0.02	0.02	0.02	0.01	0.01	0.03	0.01	0.01
	Olasılık	0.06	0.08	0.08	0.28	0.43	0.40	0.20	0.31	0.30
R2		0.12	0.69	0.69	0.12	0.69	0.69	0.09	0.68	0.68

CEO'ların aldığı kararların bazılarının etkileri içinde bulunan yıl değil takip eden yıllarda gerçekleşebilir. Tablo 4'teki analizin bir benzeri CEO ile ilgili bağımsız değişkenin hesaplandığı yıldan sonraki yıldaki hisse performansları baz alınarak Tablo 6'da tekrarlanmıştır. Buradaki sonuçlar incelendiğinde de elde edilen bulguların istatistiksel olarak anlamlı olmadığı görülmektedir.

Tablo 6. t+1 Yılındaki Hisse Senedi Getirisinin Bağımlı Değişken Olduğu Regresyon Analizleri

PANEL A- Sabit Etkiler, Bağımlı Değişken: t+1 Hisse Senedi Getirisi										
		(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)
CEO Değişimi	Katsayı	-	0.07	0.01						
	Olasılık		0.32	0.88						
CEO'nun Görev Süresi	Katsayı				0.01	-	-			
	Olasılık				0.74	0.55	0.52			
Son 5 Yıldaki CEO	Katsayı							0.00	0.00	0.01
	Olasılık							0.95	0.99	0.80

Değişim
Sayısı

BIST100	Katsayı	0.71	0.15	0.61	0.23	0.49	0.33			
	Olasılık	0.00	0.01	0.00	0.00	0.00	0.00			
Sektör	Katsayı	0.90	0.94	0.88	0.93	0.87	0.93			
	Olasılık	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00			
Piyasa Değerinin Doğal Logaritması	Katsayı	0.44	0.13	0.16	0.57	0.17	0.24	0.67	0.20	0.32
	Olasılık	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
R2		0.55	0.80	0.80	0.57	0.79	0.80	0.57	0.79	0.80

PANEL B- Rassal Etkiler, Bağımlı Değişken: t Hisse Senedi Getirisi

		(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)
CEO	Katsayı	-0.1	0.00	0.00						
Değişimi	Olasılık	0.27	0.98	0.99						
CEO'nun						-	-			
Görev	Katsayı				0.00	0.01	0.01			
Süresi	Olasılık				0.85	0.69	0.69			
Son 5									-	-
Yıldaki CEO	Katsayı							0.01	0.01	0.01
Değişim										
Sayısı	Olasılık							0.88	0.64	0.63
				-			-			-
BIST100	Katsayı	1.28		0.02	1.33		0.02	1.31		0.02
	Olasılık	0		0.73	0.00		0.79	0.00		0.76
Sektör	Katsayı		0.99	1.00		0.99	1.00		0.99	1.00
	Olasılık		0.00	0.00		0.00	0.00		0.00	0.00
Piyasa	Katsayı	0.04	0.01	0.01	0.06	0.01	0.01	0.06	0.02	0.02
Değerinin										
Doğal										
Logaritması	Olasılık	0.01	0.26	0.23	0.01	0.40	0.37	0.05	0.38	0.34

Tablo7'de CEO değişimi olan ve olmayan şirketlerin BİST100 endeksine kıyasla performanslarının farklılığı t testleri ile analiz edilmiştir. Elde edilen sonuçlara göre istatistiksel olarak anlamlı bir farklılık bulunmamaktadır. Bu sonuçlar regresyon analizlerinde elde edilen sonuçları teyit etmektedir.

Tablo 7. CEO Değişimi Olan ve Olmayan Şirketlerin Hisse Senetlerinin BİST100 Endeksine Kıyasla Performanslarının Farklılığını Analiz Eden t Testleri

	t Yılında Hisse Senedi Getirileri		t+1 Yılında Hisse Senedi Getirileri	
	CEO Değişimi Olmayan Firmalar	CEO Değişimi Olan firmalar	CEO Değişimi Olmayan Firmalar	CEO Değişimi Olan firmalar
Ortalama				
a	0.20	0.20	0.27	0.26
Varyans	0.45	0.43	0.62	0.20

Gözlem	743	158	743	158
df	232		393	
t				
istatistiği	0.00		0.31	

4. SONUÇ

Bu araştırmada CEO değişiminin hisse senedi getirileri üzerindeki etkisi analiz edilmiştir. Şirketlerde CEO değişiklikleri ile borsa performansı arasındaki ilişki karmaşıktır ve çeşitli faktörlerden etkilenebilir. Bu çalışma, CEO değişikliğinin hisse performansına etkisi anlamında öne sürülebilecek farklı tezlerin geçerliliğinin anlaşılmasına dönük bulguları ortaya koymaktadır. Bu sayede yatırımcıların CEO değişimini hisse performansı anlamında nasıl yorumlayabilecekleri ortaya konmuştur.

İlk olarak, liderlik istikrarı şirketler için önemlidir ve CEO değişiklikleri genellikle şirket liderliğinde ve yönetim stratejilerinde bir kaymaya işaret eder. Sık CEO değişiklikleri, yatırımcı güvenini etkileyebilecek ve sonuç olarak hisse senedi performansını etkileyebilecek istikrarsızlık veya zorluklar yaratabilir. Bununla birlikte, çalışmada son beş yıldaki CEO değişikliklerinin sayısı ile göreceli hisse senedi getirileri arasında anlamlı bir ilişki bulunamamıştır. Bu da daha fazla sayıda CEO değişikliğinin mutlaka daha iyi veya daha kötü hisse senedi performansına yol açmadığını ortaya çıkarmaktadır.

İkinci olarak, yatırımcı algısı ve hassasiyeti, CEO değişikliklerini yorumlamada rol oynayabilir. Farklı CEO değişiklikleri, yeni bakış açıları ve stratejiler getirerek olumlu olarak görülebilirken, diğer yandan şirket liderliğinin istikrarı veya etkinliği hakkında endişeler doğurabilir. Yatırımcı algısı ve duyarlılığı, hisse senedi fiyatlarını ve piyasa performansını etkileyebilir. Buna karşın araştırma bulguları, CEO değişikliği yapan şirketlerin bulunduğu sektördeki diğer şirketlere ve BİST100 endeksine kıyasla performans farkına sahip olmadığını göstermektedir. Bu bulgular Durgun vd. (2023) tarafından yakın dönemde yapılan çalışma bulgularıyla da uyumludur.

Üçüncüsü, CEO değişiklikleri stratejik bir kaymayı beraberinde getirebilir. Yeni bir CEO, farklı iş stratejileri uyguladığında veya belirli büyüme alanlarına odaklandığında, yatırımcı beklentilerini etkileyebilir. Yatırımcı beklentileri ve piyasa eğilimleriyle uyumlu olumlu değişiklikler, hisse senedi performansında artışa yol açabilir. Bununla birlikte, çalışmada,

CEO'nun görev süresi ile hisse senedi performansı arasında anlamlı bir ilişki bulunamamıştır. Bu da bir CEO'nun görevde kaldığı sürenin hisse senedi getirilerini güçlü bir şekilde etkilemediğini göstermektedir.

Dördüncü olarak, üst kademe teorisi kuruluşlardaki en üst düzey karar vericilere odaklanarak ekip düzeyindeki analizi stratejik yönetim araştırmasının kapsamına sokar. Bununla birlikte, üst kademe teorisi örgüt çevresinin rolünü kabul edilmiş olsa da mevcut incelemeler üst yönetim ekiplerinin gömülü olduğu dış bağlama çok az dikkat etmiştir. Teori, yönetici özelliklerinin ve etkilerin farklı endüstri bağlamlarına göre değişebileceğini belirtmiş olsa da dış çevresel güçlerin üst yönetim özelliklerini ve süreçlerini nasıl şekillendirdiğini açıklamamıştır (Yamak vd., 2014). Bu araştırma bulguları çevresel etkilerin de önemli olduğunu teyit etmektedir.

Her ne kadar üst kademe kuramına göre üst düzey yöneticiler şirket performansını etkiliyor olsa da farklı çevresel koşullar, üst kademe yöneticilerin firma performansı üzerinde etkisini sınırlayabilir. Hambrick (2007) çalışmasında üst kademe teorisi ile ilgili yapılan ampirik çalışmaların çoğunun Amerika firmalarını örneklem olarak seçtiğini belirterek teorinin daha iyi anlaşılabilmesi için farklı ülke örneklemelerinin de kullanılması gerektiğini belirtmiştir. Yöneticinin karar yetkisi; birey, örgüt ve çevre olmak üzere üç farklı kavramdan etkilenmektedir (Crossland ve Hambrick, 2011). Özellikle ulusal değerler yöneticilerin karar verme yetkilerini önemli ölçüde etkileyebilir. House ve Javidan'a (2004) göre liderlere verilen etki, prestij ve ayrıcalık miktarı kültüre göre büyük ölçüde değişmektedir. Bazı kültürlerde, liderlerin yapabilecekleri ve yapamayacakları konusunda ciddi kısıtlamalar söz konusudur. Bazı kültürlerde ise liderlere özel ayrıcalıklar, yüksek statü ve takipçileri üzerinde uygulayabilecekleri önemli miktarda güç verilir.

Özellikle gelişmekte olan ülkelerde firma performansı ülke bağlamından oldukça etkilenmektedir. Konu ile ilgili literatürdeki çalışmaların birçoğu Avrupa ve ABD kökenli gelişmiş ülkelerde yapılmıştır. Bu ülkelerdeki kurumsal yapı Türkiye gibi gelişmekte olan ülkelere farklılık göstermektedir. Türkiye gibi gelişmekte olan ve aile şirketlerinin oldukça fazla olduğu ülkelere firmaların yönetim kurullarının genellikle aile bireylerinden oluşuyor olması ve CEO'ların aslında yönetimde aile bireyleri kadar etkisinin olmaması nedeni ile CEO performansı ve firma performansı arasındaki ilişki kuvvetli olmayabilir. Ararat vd. (2014) çalışmalarında Türkiye'de yer alan 13 holding firmasının 11'nin aile bireyleri tarafından

yönetildiğini belirtmiştir. Ayrıca Crossland ve Hambrick (2011) çalışmalarında kültürel olarak sıkı olan ve normların homojen olduğu toplumlarda, CEO'ların hareket alanı kısıtlı olduğunu göstermişlerdir.

Crossland ve Hambrick (2011) üst kademe teorisi çerçevesinde farklı ülkelerde ve bağlamlarda farklı sonuçlar elde edilebileceğini belirtmişlerdir. Bu çalışmada bu doğrultuda Türkiye'deki BİST100 endeksinde yer alan firmalarda CEO değişimi ile hisse senedi getirisi arasında anlamlı bir ilişki bulunmadığını ortaya koymuştur. Borsa yatırımcıları CEO değişimine verecekleri önemi belirlerken bu çalışmanın sonuçlarını göz önünde tutabilirler.

Sonuç olarak, CEO değişikliğine giden şirketler için nispeten daha yüksek performans gösteren bazı gözlemler olsa da bulgular istatistiksel öneme sahip değildir. CEO değişikliklerinin hisse senedi performansı üzerindeki etkisini incelerken endüstri dinamikleri, ülke kültürü, şirket kültürü ve pazar koşulları gibi diğer bağlamsal faktörleri dikkate almak önemlidir. Her şirketin durumu benzersizdir ve birden çok faktör borsa performansına katkıda bulunur. Ayrıntılı araştırma yapmak, mali verileri analiz etmek ve daha geniş pazar eğilimlerini göz önünde bulundurmak, belirli şirketler veya sektörler için bu ilişkinin daha kapsamlı bir şekilde anlaşılmasını sağlayabilir. Ayrıca bu çalışmada yalnızca BIST100 endeksine dahil edilen şirketlerin analiz edilmiştir. Bu nedenle araştırma, şirketlerin büyüklüğü ve likiditesi açısından belli kısıtlara sahiptir. Bundan sonra bu alanda yapılacak çalışmalarda, kültürel, bireysel ve çevresel unsurları dikkate alarak daha büyük bir örneklem büyüklüğü ve daha uzun bir zaman çerçevesi ile değerlendirme yapılması, bu ilişkinin ve onun altında yatan faktörlerin daha kapsamlı bir şekilde anlaşılmasını sağlayabilir.

KAYNAKÇA

- Allgood, S., & Farrell, K. A. (2000). The effect of CEO tenure on the relation between firm performance and turnover. *Journal of financial research*, 23(3), 373-390.
- Ararat, M., Suel, E., & Yurtoglu, B. B. (2014). Sustainable investment in Turkey: the case in context-an update. *Available at SSRN 2447937*.
- 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.
- Choi, J. H., Kim, S., & Lee, A. (2019). CEO tenure, corporate social performance, and corporate governance: A Korean study. *Sustainability*, 12(1), 99.
- Conyon, M. J., & He, L. (2020). CEO turnover in China: The role of market-based and accounting performance measures. *In The Chinese Capital Markets* (pp. 77-100). Routledge.

- Crossland, C., & Hambrick, D. C. (2011). Differences in managerial discretion across countries: how nation-level institutions affect the degree to which CEOs matter. *Strategic Management Journal*, 32(8), 797-819.
- Daily, C. M., & Johnson, J. L. (1997). Sources of CEO power and firm financial performance: A longitudinal assessment. *Journal of Management*, 23(2), 97-117.
- Doğan, M., Ağca, V., & Karayel, M. (2016). Türkiye’de CEO değişimine etki eden faktörler ve değişiminin finansal performans üzerindeki etkisi. *Business and Economics Research Journal*, 7(2), 15-27.
- Durgun, A. F., Attila, İ., & Aktaş, R. (2023). CEO Turnover: The Impact Of The CEO’s Internal and External Appointment On Company Success. *Uluslararası İktisadi ve İdari İncelemeler Dergisi*, (40), 69-82.
- Dursun, İ. T., & Köseoğlu, Y. (2016). Üst kademe teorisi’ni yeniden düşünmek: Üst yönetim ekiplerinin bilişsel özellikleri & teorik açıdan kapsamı ve önemi. *İşletme ve İktisat Çalışmaları Dergisi*, 4(4), 117-133.
- Farrell, K. A., & Whidbee, D. A. (2003). Impact of firm performance expectations on CEO turnover and replacement decisions. *Journal of accounting and economics*, 36(1-3), 165-196.
- Gao, H., Harford, J., & Li, K. (2017). CEO turnover–performance sensitivity in private firms. *Journal of financial and quantitative analysis*, 52(2), 583-611.
- Hambrick, D. C., & Fukutomi, G. D. (1991). The seasons of a CEO's tenure. *Academy of management review*, 16(4), 719-742.
- Hambrick, D. C., & Mason, P. A. (1984). Upper echelons: The organization as a reflection of its top managers. *Academy of management review*, 9(2), 193-206.
- Hambrick, D. C. (2007). Upper echelons theory: An update. *Academy of management review*, 32(2), 334-343.
- Henderson, A. D., Miller, D., & Hambrick, D. C. (2006). How quickly do CEOs become obsolete? Industry dynamism, CEO tenure, and company performance. *Strategic Management Journal*, 27(5), 447-460.
- Hou, W., Priem, R. L., & Goranova, M. (2017). Does one size fit all? Investigating pay–future performance relationships over the “seasons” of CEO tenure. *Journal of Management*, 43(3), 864-891.
- House, R. J., Hanges, P. J., Javidan, M., Dorfman, P. W., & Gupta, V. (Eds.). (2004). Culture, leadership, and organizations: *The GLOBE study of 62 societies*. Sage publications.
- Kaplan, S. N., & Minton, B. (2006). How has CEO turnover changed? Increasingly performance sensitive boards and increasingly uneasy CEOs. <http://www.nber.org/papers/w12465>.
- Jenter, D., & Kanaan, F. (2015). CEO turnover and relative performance evaluation. *The Journal of Finance*, 70(5), 2155-2184.
- Jenter, D., & Lewellen, K. (2021). Performance-induced CEO turnover. *The Review of Financial Studies*, 34(2), 569-617.

- Kato, T., & Long, C. (2006). Executive turnover and firm performance in China. *American Economic Review*, 96(2), 363-367.
- Khurana, R., & Nohria, N. (2000). The performance consequences of CEO turnover. *Available at SSRN 219129*.
- Prime, P. B. (2007). Firm performance and CEO turnover in China: implications for Chinese equity markets and corporate governance. *Academy of Management Perspectives*, 21(2), 78-80
- Puffer, S. M., & Weintrop, J. B. (1991). Corporate performance and CEO turnover: The role of performance expectations. *Administrative Science Quarterly*, 1-19.
- Sridharan, U. V., & St. John, C. H. (1998). The effects of organizational stability and leadership structure on firm performance. *Journal of Managerial Issues*, 469-484.
- Simsek, Z. (2007). CEO tenure and organizational performance: An intervening model. *Strategic Management Journal*, 28(6), 653-662.
- Süsay, A., & Tanrıöven, C. (2023). Yatırımcıların Sürü Davranışı Eğilimleri ve Para Politikasının Sürü Davranışına Etkisi: *BIST Örneği*. *Maliye Dergisi*, 184:41-73
- Unal, S., & Doğru, Ç. (2021). Üst Kademe Kuramı Kapsamında Hisse Getirileri Üzerinde CEO'nun Özelliklerinin Etkisi. *Süleyman Demirel Üniversitesi Vizyoner Dergisi*, 12(29), 204-223.
- Yamak, S., Nielsen, S., & Escribá-Esteve, A. (2014). The role of external environment in upper echelons theory: A review of existing literature and future research directions. *Group & Organization Management*, 39(1), 69-109.
- Zhang, Y., & Wiersema, M. F. (2009). Stock market reaction to CEO certification: The signaling role of CEO background. *Strategic Management Journal*, 30(7), 693-710.