



YÖNETİM KURULU VE SAHİPLİK YAPISININ CEO DEĞİŞİMİ ÜZERİNDEKİ ETKİSİ: BİST İMALAT ENDEKSİ'NDE FAALİYET GÖSTEREN FİRMALAR ÜZERİNE BİR ARAŞTIRMA

EFFECTS OF BOARD AND OWNERSHIP STRUCTURE ON CEO TURNOVER: A STUDY ON THE FIRMS LISTED IN BIST MANUFACTURING INDEX

Mesut DOĞAN¹, Mete KARAYEL²

ÖZ

Bu çalışmada Borsa İstanbul'da (BİST) işlem gören firmaların yönetim kurulu ve sahiplik yapısının CEO değişimi üzerindeki etkisinin tespit edilmesi amaçlanmıştır. Araştırmada 2009-2013 yılları arasında BİST imalat sanayide işlem gören 136 firmanın verilerinden yararlanılmıştır. Söz konusu yıllar arasında CEO'su değişen firmalar ve değişmeyen firmalar olarak iki gruba ayrılmış ve böylelikle iki grubun yönetim ve sahiplik yapısında ne gibi farklılıklar olduğunu tespit edilmiştir. Ampirik analizlerde lojistik regresyon, korelasyon, t-testi yöntemlerine ve tanımlayıcı istatistiklere yer verilmiştir. Yapılan analizler sonucunda yönetim kurulu üye sayısı ve büyük hissedarın sermaye payı ile CEO değişimi arasında pozitif bir ilişki; buna karşın yönetim kurulu ve CEO sahipliği ile CEO değişimi arasında negatif bir ilişki tespit edilmiştir. Bununla birlikte CEO'nun aynı zamanda yönetim kurulu başkanı olması durumunda CEO değişme ihtimali azaldığı belirlenmiştir.

Anahtar Kelimeler: CEO Değişimi, Yönetim Kurulu Yapısı, Sahiplik Yapısı, BİST.

ABSTRACT

In this study, it was aimed to determine the effects of board and ownership structure on CEO turnover at the firms listed in Borsa Istanbul (BIST). Data was gathered from 136 firms operating in manufacturing industry for the years between 2009-2013. For these years firms were divided into two groups as firms with CEO turnover and firms with no CEO turnover and thus management and ownership differences of those two groups were analysed. Logistic regression, correlation, t-test methods and exploratory statistics were used in empirical analysis. At the end of the analysis, A positive relationship between board size-the capital share of the blockholder and CEO turnover was found; by contrast with this, it was determined that there is a negative relationship between board and CEO ownership and CEO turnover. In addition to this, it was found that CEO duality decreases the possibility of CEO turnover.

Keywords: CEO Turnover, Board Structure, Ownership Structure, BIST.

¹ Dr., Afyon Kocatepe Üniversitesi, mesutdogan@aku.edu.tr

² Yrd. Doç. Dr., Afyon Kocatepe Üniversitesi, karayelmete@gmail.com

1.GİRİŞ

İcra Kurulu Başkanı (CEO) bir şirketin icra faaliyetlerinde hiyerarşinin en tepesinde yer alan üst düzey yöneticidir. CEO şirketin operasyonlarından ve üst düzey yöneticilerin, şirket kaynaklarının ve faaliyetlerinin denetiminden sorumludur. CEO'nun temel sorumluluğu; şirketin vizyon ve misyonu doğrultusunda belirlediği hedef ve amaçları başaracak etkili stratejiler oluşturmak ve uygulamaktır. Bunları gerçekleştirirken birinci sorumluluğu hissedarların çıkarlarını korumaktır.

Şirketlerin büyümesi ve halka açılması sonrasında, sahiplik ve kontrol fonksiyonlarının ayrılmış olması başta (CEO) olmak üzere icrada görevli olan üst düzey yöneticilerin şirketi pay sahiplerinin aleyhine ve kendi çıkarları doğrultusunda yönetmelerine yol açabilmektedir (Berle ve Means, 1932). CEO'nun pay sahiplerinin aleyhine bir iş yapmasını engellemek için yaptığı işlerin denetimini hissedarlar adına yönetim kurulu yapmaktadır.

Bir şirket, hedefleri oluşturabilen ve hedeflere nasıl ulaşabileceğini bilen başarılı bir üst yönetim ekibine ihtiyaç duymaktadır. Bu üst yönetimin nitelikleri şirketin yönetimini, yapısını ve dolayısıyla da performansını etkileyecektir. Üst yönetim ekibinin başında bulunan CEO'nun değişimi şirket performansı üzerinde negatif ya da pozitif bir etkiye sahip olmaktadır. Bu bağlamda, şirketin geleceği açısından CEO değişimin nedenlerinin ortaya konulması büyük önem taşımaktadır (Lindrianasari ve Hartono, 2012:206-207).

CEO'lar görevde buldukları süre içerisinde gönüllü olarak emeklilik yaşının gelmesi ve daha iyi bir kariyer fırsatı yakalaması nedeniyle görevlerini bırakmakta, görevde oldukları süre içerisinde vefat etmeleri durumunda görev değişimine gidilmekte ya da zorla görevden alınabilmektedirler.

Türkiye bilindiği üzere aile hakimiyetindeki büyük pay sahiplerinin kontrolünde olan holding yapılarının egemen olduğu bir şirket kültürüne sahiptir. Aile şirketlerinin hakimiyeti hem sahiplik yapısında hem de şirketin yönetim kurulu yapısına yansımaktadır. Bu bağlamda sahiplik ve yönetim kurulu yapısının CEO değişimi üzerindeki etkilerinin incelenmesinin ülkemiz açısından özellikle yönetim yazını için büyük önem taşımaktadır.

Bu çalışmanın amacı Borsa İstanbul'da (BİST) işlem gören firmaların yönetim kurulu ve sahiplik yapısının CEO değişimi üzerindeki etkisinin tespit edilmesi amaçlanmıştır. Araştırmada 2009-2013 yılları arasında BİST imalat sanayide işlem gören 136 firmanın verilerinden yararlanılmıştır. Söz konusu yıllar arasında CEO'su değişen firmalar ve değişmeyen firmalar olarak iki gruba ayrılmış ve böylelikle iki grubun yönetim ve sahiplik yapısında ne gibi farklılıklar olduğunu tespit edilmiştir. Ampirik analizlerde lojistik regresyon, korelasyon, t-testi yöntemlerine ve tanımlayıcı istatistiklere yer verilmiştir. Bu araştırma; BİST'te yönetim kurulu ve sahiplik yapısının CEO değişimi üzerindeki etkisini inceleyen ilk çalışma olması bakımından oldukça önemlidir.

Çalışmanın ilk kısmında farklı ülkelerde farklı yazarlarca CEO değişimine etki eden sahiplik ve yönetim kurulu yapısıyla ilgili çalışmalara dair bir literatür taraması yapılmıştır. Çalışmanın araştırma kısmında ise bu literatüre bağlı olarak yönetim kurulu ve sahiplik yapısının CEO değişimi üzerindeki etkisine yönelik

ampirik analizler yapılmıştır. Son bölümde ise çalışmada elde edilen bulgular irdelenerek, araştırmanın genel değerlendirilmesi yapılmıştır.

2. LİTERATÜR TARAMASI

CEO değişimi ile ilgili literatürde yönetim kurulu yapısı ve sahiplik yapısının CEO değişimi üzerine etkilerini inceleyen çok sayıda çalışma yer almaktadır. Söz konusu çalışmalar aşağıda özetlenmiştir.

Yönetim kurulu yapısı üzerine yapılan çalışmalara bakıldığında, yönetim kurulu bağımsızlık düzeyinin artmasının ve icracı olmayan dışardan üyelerin yönetim kuruluna katılmasının CEO'nun denetim etkinliğini artırdığı varsayılmaktadır. Fama (1980) pay sahiplerinin sahip oldukları varlıklarının ve çıkarlarının yöneticilerce suiistimal ihtimalinin bağımsız yönetim kurulu üye oranıyla ters orantılı olduğunu iddia etmektedir. Fama ve Jensen (1983) bağımsız yönetim kurulu üyelerinin iş gücü piyasasında isimlerini duyurmak ve iyi bir imaj yapmak amacıyla içerdekilere kıyasla denetimi daha iyi yaptıklarını belirtmektedirler. Weisbach (1988) şirket içinden olan yönetim kurulu üyelerinin CEO'nun elde ettiği sonuçlarla daha az yüzleşebildiklerini ve kararlarına daha az itiraz ettiklerini ama dışardan yönetim kurulu üyelerinin şirket yönetimini denetlemede daha başarılı olduklarını belirtmektedir. Borokhovich vd. (1996) dışarıdan olan yönetim kurulu üyelerinin CEO'yu şirket dışından bir adayla değiştirme ihtimali arasında direkt bir ilişki olduğunu belirtmektedir. Perry (2000) çalışmasında bağımsız yönetim kurulu üyeleri ile yönetim kurulunun etkin denetimi arasında pozitif bir ilişki olduğunu bulmuştur. Yönetim kurulu üye sayısı daha fazla olduğunda, dışardan üye oranının daha yüksek olduğunda ve sahiplik yapısı yoğunlaştığında CEO'nun denetlenme düzeyi daha etkili olmaktadır (Chatterjee ve Harrison, 2001). Dışardan üyelerin artması yönetim kurulu bağımsızlık düzeyini artırmaktadır (Dalton vd., 1998; Forbes ve Milliken, 1999). İçerden yönetim kurulu üye oranı arttığında ise yönetim kurulunu denetim fonksiyon etkinliği düşmektedir. Bu durum üst yöneticilerin düşük performans göstermeleri durumunda disipline edilmesine engel olmaktadır (Conyon ve Peck, 1998; Farrell ve Whidbee, 2000). Yönetim kurulunda dışardan üyelerin oranı arttıkça denetim etkinliği de artacaktır (Johnson et al., 1996). Üst yöneticilerin kötü performans göstermeleri durumunda değişim ihtimali dışardan yönetim kurulu üye oranı yükseldikçe artacaktır. Weisbach (1988) ve Perry (2000) çalışmalarında, firma performansının düşük olduğu durumlarda bağımsız yönetim kurulu üyelerinin domine ettiği yönetim kurullarının, içerdekilerin domine ettiği yönetim kurullarına kıyasla CEO'ları değiştirmeye daha çok eğilimli olduklarını belirtmişlerdir. Huson vd. (2001) ise icracı olmayan üye oranıyla CEO değişimi arasında pozitif bir ilişki bulmuşlardır.

Yönetim kurulu yapısı açısından bir diğer önemli değişken de yönetim kurulu büyüklüğüdür. Yönetim kurulu büyüklüğüne bakıldığında, yönetim kurulu üye sayısı az olan şirketlerde yönetim kurulu üyeleri ile CEO arasında ilişki daha yakın olabilmektedir ve bu durum CEO'nun denetlenmesini zorlaştırabilmektedir. Bu durumda, daha az yönetim kurulu üyesi bulunan şirketlerde performansı düşük olan üst düzey yöneticilerin daha fazla korunacağı söylenebilir (Helmich, 1980). Jensen (1993) çalışmasına göre CEO'ların etkinliğinin daha düşük olması ve daha kolay kontrol edilebilir olması nedeniyle üye sayısı fazla olan yönetim kurullarını tercih edeceklerini belirtmektedirler. Büyük pay

sahipleri yatırımları üzerinde daha fazla kontrole sahiptirler (La Porta vd., 1999). Yönetim kurulu üye sayısının artması bedavacılık sorunu nedeniyle denetim kalitesini düşürebilmektedir (Jensen (1993). Yermack (1996) çalışmasında Amerika’da yönetim kurulu üye sayısı az olan firmalarda düşük performanslı CEO’ların disipline edilmesinin daha alt düzeyde kaldığını bulmuştur. Coughlan ve Schmidt (1985) firma performansı ve CEO değişimi arasında negatif bir ilişki bulmuşlardır.

Yönetim kurulu yapısı açısından bir diğer değişken olan CEO ikiliğinin (CEO duality) varlığı, CEO’nun görevden alınmasında önemli bir engel olarak görülmektedir. Goyal ve Park (2002) çalışmalarında CEO ve yönetim kurulu başkanının aynı kişi olması durumunda CEO’nun pozisyonunu güçlendireceği ve CEO değişim düzeyinin düşük kalacağını bulmuşlardır.

Sahiplik yapısı açısından, pay sahipliğinin dağınık olduğu durumlarda, pay sahiplerinin koordinasyonunun zor olması nedeniyle CEO’nun denetim düzeyi azalacaktır (Hoskisson vd., 1994). Bu nedenle sahiplik yoğunlaşması CEO’nun daha iyi denetlenmesine neden olmaktadır. Volpin (2002) şirket yönetiminin tek bir pay sahibinin elinde toplanması durumunda İtalya’da CEO değişiminin performansa duyarlılığının yükseldiğini ileri sürmüştür.

Üst yöneticiler pay sahibi olmaları durumunda yerlerini sağlamlaştırmaktadırlar ve bu durumda performans kötüleşse bile onları görevden almak zorlaşmaktadır (Firth vd., 2006:1292). Denis, Denis ve Sarin (1997) ve Volpin (2002) çalışmalarında yöneticilerin sahipliği ve kontrolü CEO değişim ve performans arasındaki ilişkiyi zayıflattığını bulmuşlardır. Bu çalışmalara göre büyük hissedarların varlığı CEO değişim ihtimalini artırmaktadır. Goyal ve Park (2002) ise üst yönetimin pay sahipliği ile üst yöneticilerin değişimi arasında negatif bir ilişki bulmuşlardır.

Dahya vd. (1998) büyük hissedarların sermaye payı ile CEO değişim düzeyi arasındaki ilişkinin yüksek olduğunu bulmuşlardır. Nguyen (2011) çalışmasında Fransa’da CEO’ların değişiminin önceki dönemlere ait muhasebe ve hisse senedi performansı ile negatif ilişkili olduğunu tespit etmiştir. Fransa’da büyük hisse sahipleri CEO değişiminin performansa olan duyarlılığını azaltmaktadır. Bu nedenle büyük hisse sahipleri CEO’ların ortaya koydukları kötü performans sonunda genelde işten çıkarmamaktadırlar. Bu durum blok pay sahiplerinin yönetimi sadece fayda elde ettiklerinde denetlediklerini göstermektedir. Kurumsal yatırımcıların ise CEO değişim performans ilişkisinde hiçbir etkileri yoktur. Yönetim kurulu yapısı açısından bakıldığında daha küçük yönetim kurullarının CEO değişimi ve performans duyarlılıklarının daha yüksek olduğunu bulmuşlardır. İçerden olan yönetim kurulu üyeleri CEO değişim performans duyarlılığını yükseltirler. Bunun nedeni de Fransa’da yönetim kurullarında işçilerin çok yer alıyor olmalarıdır.

Chang ve Wong (2009) ise kontrolü elinde bulunduran pay sahibinin çoğunlukla devlet olduğu borsada işlem gören şirketlerde CEO değişimi ve performans ilişkisini incelemişlerdir. Borsada işlem gören şirketlerin pay sahiplerinin şirket performansına çok önem verdiklerini ve şirketleri kardan ziyade zarar ettikleri durumda yöneticileri performansı baz alarak disipline etme eğiliminde olduklarını bulmuşlardır. Chi ve Wang (2009) çalışmalarında CEO değişiminin performansa duyarlılığının devlete ait şirketlerde özel şirketlere nazaran daha düşük olduğunu belirlemişlerdir.

Brunello vd. (2003) İtalya borsasında işlem gören 60 şirketi 1988-1996 yıllarını kapsayan 9 yıllık süreçte CEO değişiminin performans, sahiplik yoğunlaşması ve CEO pay sahipliği ile ilişkisi üzerinden incelemiştir. Sahiplik yoğunlaşması, aile kontrolü, kurumsal yatırımcıların kısıtlı olması ve banka denetimlerinin düşük olması İtalya'da kurumsal yönetim sürecinin içerdekilerce kontrol edilmesine neden olmaktadır. Sonuç itibarıyla, yönetim kurulu içerdekilerce kontrol edilmekte ve kontrolü elinde tutan pay sahiplerinin çıkarlarını temsil etmektedir. CEO değişimi firma performansıyla negatif ilişkili bulunmuştur, bu durum kontrolü elinde tutan pay sahibinin CEO olmadığı durumda geçerlidir. Çalışmada CEO olmayan kontrolü elinde tutan pay sahiplerinin dışardan üyelerin ikamesi olacak düzeyde önemli bir kurumsal yönetim mekanizması olarak görmekte ve vekalet maliyetini düşürdüğü belirtilmektedir. CEO pay sahibi olursa içerdekilerin hakim olduğu yönetim kurullarının tüm negatif özellikleri gözlemlemiştir.

Brickley ve Van Horn (2002) kar amacı gütmeyen hastanelerde yaptıkları çalışmada CEO değişiminin finansal performansla yüksek derecede ilişkili olduğunu bulmuşlardır. Buna karşın Eldenburg ve Krishnan (2003) devlete ait kar amacı gütmeyen hastanelerde CEO değişiminin finansal performansla hiçbir ilişkisi olmadığını bulmuşlardır.

Cvelbar (2007) Slovenya'daki firmaları incelediği çalışmasında şu sonuçlara ulaşmıştır:

- Dışardan olan pay sahipleri (fonlar ve diğer şirketler) içerdeki pay sahiplerine (işçiler ve yöneticiler) göre daha iyi asil değildiler. Fonlar, diğer şirketler ve içerdekiler şirket performansı düşük olması durumunda CEO'yu disipline edecek davranışlarda bulunmaktadırlar.
- Sahiplik yoğunlaşması iyi bir kurumsal yönetim mekanizması değildir. Sahiplik yoğunlaşması CEO değişim ihtimalini artırmakla birlikte performansı düşük olan CEO'ları disipline etmez. Bu sahiplik yoğunlaşmasının denetim mekanizmalarının etkinliğini artırmadığını göstermektedir.
- Diğer şirketlerin pay sahipliğinin artması CEO değişim ihtimalini artırır ve CEO değişim sürecinde disiplin edici bir rol oynar.
- Bir diğer sonuç CEO değişimi sonrasında yönetim kurulu üyelerinin de değişim ihtimalinin artıyor olmasıdır. Bu yönetim kurulu üyelerinin kariyerinin CEO'ya bağlı olduğunu göstermektedir. Yönetim kurulu üyeleri yaşlıysa ve uzun süredir o görevdeyse bu durumda CEO'nun değişim ihtimali düşmektedir.

Fan vd. (2007) çalışmalarına göre gönüllü ve görevden almalar da dahil olmak üzere tüm CEO değişimlerinin öncesinde firma performansındaki düşüşler yatmaktadır. İçsel kurumsal yönetim mekanizmalarından yönetim kurulu büyüklüğü ve sahiplik yoğunlaşmasının CEO değişimi üzerinde hiçbir etkisi bulunamamıştır.

Adams vd. (2013) Amerika'da yatırım fonu endüstrisinde 1999-2007 yıllarını kapsayan büyük firmaların örgütsel yapısıyla yönetsel değişim üzerindeki ilişkiyi incelemiştir. Yöneticilerin değiştirilmesinde halka açık şirketlerde diğerlerine göre değişim öncesi performansa daha duyarlı olduklarını tespit etmişlerdir.

Cheng vd. (2015) çalışmalarında örgütsel biçimin ve sahiplik yapısının sigorta şirketlerinde kurumsal yönetim mekanizmaları nasıl etkilediğini incelemiştir. Çalışmada CEO değişimi ile firma performansı arasında ters bir ilişki gözlemlenmiştir. Aynı zamanda CEO değişiminin firma performansına duyarlılığı örgütsel şekil ve sahiplik yapısına göre değiştiği tespit edilmiştir. Buna göre birinci olarak, aile şirketi olmayan firmalarda halka açık şirketlere göre daha düşük rutin olmayan değişim oranlarına ve daha düşük değişim performans duyarlılığına sahiptirler. Buna göre hisse piyasasının denetimi küçük bir grup yöneticiler tarafından yapılan denetime göre daha etkili yönetsel disiplin sağlamaktadır. İkinci olarak, aile üyesi olan ve düşük performans gösteren CEO'ların işten çıkarılması hem yakın denetim olan hem de halka açık aile şirketlerinde çok zordur, bu durum kontrolü elinde tutan pay sahiplerinin ne kadar güçlü olduğunu göstermektedir. Üçüncü olarak, aileden olmayan CEO'ların halka açık aile şirketlerindeki rutin olmayan değişim performans duyarlılık düzeyleri en üst düzeydedir. Bu durum yöneticilerin hem sermaye piyasasınca hem de kontrolü elinde tutan pay sahiplerince denetiminin çok etkili olduğunu göstermektedir.

Görüldüğü üzere literatürde sahiplik ve yönetim kurulu yapısının CEO değişimi üzerine etkisini inceleyen farklı ülkelerde farklı sonuçlara ulaşan çeşitli çalışmalar bulunmaktadır. İlerleyen bölümde Türkiye'nin yönetim yapısına uygun olarak geliştirilen hipotezler test edilerek, elde edilen sonuçlar var sayılan literatürlerle karşılaştırılacaktır.

3.METODOLOJİ

3.1. Araştırmanın Amacı ve Yöntemi

Bu çalışmada Borsa İstanbul'da (BİST) işlem gören firmaların yönetim kurulu (YK) ve sahiplik yapısının CEO değişimi üzerindeki etkisinin tespit edilmesi amaçlanmıştır. Araştırmada 2009-2013 yılları arasında BİST imalat sanayide işlem gören 136 firmanın verilerinden yararlanılmıştır. Söz konusu yıllar arasında CEO'su değişen ve değişmeyen firmalar olarak iki gruba ayrılmış ve böylelikle iki grubun yönetim ve sahiplik yapısında ne gibi farklılıklar olduğunu tespit edilmiştir. Ampirik analizlerde lojistik regresyon, korelasyon, t-testi yöntemlerine ve tanımlayıcı istatistiklere yer verilmiştir. Geliştirilen modelde Durbin-Watson d istatistiği kullanılarak, birinci dereceden oto-korelasyon olup olmadığı test edilmiştir. Çoklu bağlantı problemini test etmek ve regresyon modelinin sonuçlarını desteklemek için ise Varyans Artış Faktörü (VIF-Variance Inflation Factor) kullanılmıştır. Ayrıca modelin uyum iyiliğini belirlemek amacıyla Hosmer & Lemeshow testi gerçekleştirilmiştir.

3.2. Değişkenler ve Hipotezler

Araştırmada 1 adet bağımlı değişken 10 adet bağımsız değişken kullanılmıştır. Bu bağımlı ve bağımsız değişkenlere ilişkin bilgiler aşağıdaki gibidir.

Bu çalışmada bağımlı değişken olarak CEO değişim hızı (CEO) kullanılmıştır. 2009-2013 yılları arasında CEO değişikliği yaşanmışsa 1, CEO değişikliği olmamışsa 0 olarak tanımlanmıştır. Başka bir ifade ile söz konusu yıllar arasında CEO'su hiç değişmemiş firmalar (0) ve CEO'su bir veya birden fazla

kez değişmiş firmalar (1) olarak iki gruba ayrılmıştır. Hoetker (2007); Zhou vd. (2009); Lindrianasari (2012) gibi yazarlar da benzer şekilde bağımlı değişken olarak kullanmışlardır.

Araştırmada kullanılan bağımsız değişkenler üç kategoriye ayrılmıştır. Bunlar; yönetim kurulu yapısı, sahiplik yapısı ile ilgili değişkenler ve kontrol değişkenleridir. Sahiplik yapısı ilgili bağımsız değişken şöyledir;

BUYUK: Sermaye payı en büyük olan ortağın sermaye payının, toplam sermayeye bölünmesiyle elde edilmiştir. En büyük sermaye payını elinde bulunduran hissedar işletmenin alacağı kararlarda söz sahibidir. Başka bir ifade ile yönetimin alacağı kararlarda etkin bir rol üstlenebilir. (La Porta, Lopez-De-Silanes ve Shleifer, 1999).

YKPAYI: Yönetim kurulunun elinde bulundurduğu sermayenin, firmanın toplam sermaye miktarına bölünmesiyle elde edilmiştir. Başka bir ifade ile her bir firma için yönetim kurulu sahipliği yüzdesidir.

CEOPAYI: CEO'nun elinde bulundurduğu sermayenin, firmanın toplam sermaye miktarına bölünmesiyle elde edilmiştir. Başka bir ifade ile her bir firma için CEO sahipliği yüzdesidir. Firma hisselerinin büyük bir bölümünün belirli kişilerin (hissedarların) elinde bulunması mülkiyet yoğunluğunun fazla olduğunu göstermektedir. Bundan dolayı mülkiyet yoğunluğunun fazla, buna karşılık halka açıklık oranının düşük olduğu firmalarda hissedarların aynı zamanda yönetici/CEO olma olasılığının kuvvetli olmasından bahsedilebilir (Bayrakdaroğlu, 2010: 14-15).

YABPAYI: Yabancı yatırımcıların elinde bulundurduğu sermaye tutarının, toplam sermayeye bölünmesiyle elde edilmiştir.

Literatürde sahiplik yapısının CEO değişimi üzerindeki etkisini inceleyen araştırmalar referans alınarak aşağıdaki hipotezler geliştirilmiştir (Denis, Denis ve Sarin, 1997; Dahya vd., 1998; Volpin, 2002; Cvelbar, 2007; Nguyen, 2011).

H₁: Büyük hissedarların (Blockholders) varlığı CEO değişim olasılığını artırmaktadır.

H₂: Yönetim Kurulu'nun sermaye payının artması CEO değişim olasılığını azalmaktadır.

H₃: CEO'nun sermaye payının artması CEO değişim olasılığını azalmaktadır.

H₄: Yabancı yatırımcıların sermaye payının artması CEO değişim olasılığını artırmaktadır.

Yönetim kurulu yapısı ilgili bağımsız değişken şöyledir;

YKB: Bu değişken firmaların yönetim kurulu üye sayısını belirtir. Yönetim kurulu, genel kurulda hissedarların vermiş oldukları yetki çerçevesinde, mevzuat, esas sözleşme, şirket içi düzenlemeler ve politikalar doğrultusunda yetki ve sorumluluklarını kullanır ve işletmeyi temsil etmektedir (Aygün ve İç, 2010: SPK, 2014: 24).

KADYK: Kadın yönetim kurulu sayısını gösterir. Kadınların yönetim kurullarında yer almalarıyla oluşan cinsiyet çeşitliliği üzerine yapılan düzenlemelerin çoğu kadın yönetim kurulu üyelerinin şirketin kurumsal yönetimini iyi yönde etkileyeceği görüşüne dayanmaktadır. Bu görüşe göre yönetim kurulları

etkinliklerini kadın yönetim kurulu üyelerini bünyelerine katarak daha geniş yetenek havuzu oluşturarak artırmaktadırlar (Adams ve Ferreira, 2009: 292).

YABYK: Yönetim kurulu içerisinde yabancı üyelerin sayısını göstermektedir. Yönetim kurulunda etnik köken, kültürel altyapı bakımından çeşitliliğin artırılması, yönetim kurulunun bağımsızlığını artırmaktadır (Ocak, 2013: 109).

İKİLİK: Genel müdürün (CEO) aynı zamanda yönetim kurulu başkanı olup olmadığıdır. Genel müdür aynı zamanda yönetim kurulu başkanı ise 1, değilse 0 olarak tanımlanmıştır.

Literatürde yönetim kurulu yapısının CEO değişimi üzerindeki etkisini inceleyen araştırmalar referans alınarak aşağıdaki hipotezler geliştirilmiştir (Helmich, 1980; Jensen, 1993; Chatterjee ve Harrison, 2001; Goyal ve Park, 2002; Nguyen, 2011).

H₅: Yönetim Kurulu üye sayısının artması CEO değişim olasılığını artırmaktadır.

H₆: Kadın Yönetim Kurulu üye sayısının artması CEO değişim olasılığını artırmaktadır.

H₇: Yabancı Yönetim Kurulu üye sayısının artması CEO değişim olasılığını artırmaktadır.

H₈: Yönetim Kurulu başkanının aynı zamanda CEO olması durumu; CEO değişim olasılığını azaltmaktadır.

Çalışmada kullanılan kontrol değişkenleri şöyledir;

VARLIK: Firmaların toplam varlıklarıdır. Diğer değişkenler ile uyumlu olması için logaritması alınarak modele dâhil edilmiştir. Toplam varlıklar; firma büyüklüğünü gösterir. Bununla birlikte firma büyüklüğünün artması yönetici sahiplik (Managerial Ownership) seviyesini artırabilir, bu durum temsilci maliyetleri ve ahlaki rizikoyla da yakından ilgilidir. Ayrıca firma büyüklüğünün artması firmanın daha profesyonel yönetici çalıştırmasını da etkileyebilir (Ünlü, Bayraktaroğlu ve Şamiloğlu, 2011: 205).

YAS: Firmaların kuruluş yılı ile cari yıl arasındaki farktır. Yeni ve küçük firmalar; kurumsal itibarının, marka bilinirliğinin ve sermaye yetersizliğinin getirmiş olduğu dezavantajdan dolayı pazar payını kaybetme riski ile karşılaşabilir (Kakani, Saha ve Reddy, 2001). Köklü firmalar daha tecrübeli ve yeniliklere daha hızlı adapte olabilirler (Liargovas ve Skandalis, 2008).

H₉: Firma büyüklüğünün artması CEO değişim olasılığını artırmaktadır.

H₁₀: Firma yaşının artması CEO değişim olasılığını artırmaktadır.

4. BULGULAR

Araştırmanın bu bölümünde tanımlayıcı istatistiklere, t-testine, korelasyon ve lojistik regresyon analizine yer verilmiştir.

Tablo 1. Tanımlayıcı İstatistikler

	VARLIK	YAS	YKB	İKİLİK	YABYK	KADYK	BUYUK	CEOPAYI	YKPAYI	YABPAYI
ORTALAMA	19,356	40,610	6,667	0,193	0,9816	0,821	49,67	4,514	30,04	12,99
MEDYAN	19,268	40,00	7,00	0,00	0,0000	1,00	49,4300	0,0000	28,10	0,00
STD. SAPMA	1,504	11,468	2,114	,395	1,74414	1,009	23,134	14,284	29,167	26,903
MİNİMUM	15,84	10,00	3,00	0,00	0,00	0,00	,077	0,00	0,00	0,00
MAXİMUM	23,56	77,00	14,00	1,00	8,00	5,00	97,54	81,24	94,26	99,36
GÖZLEM SAYISI	680	680	680	680	680	680	680	680	680	680

Tablo 2. Korelasyon Analizi

	CEO	VARLIK	YAS	YKB	İKİLİK	YABYK	KADYK	BUYUK	CEOPAYI	YKPAYI	YABPAYI
CEO	1										
VARLIK	,140**	1									
YAS	,168**	,270**	1								
YKB	,236**	,537**	,172**	1							
İKİLİK	-,131**	-,154**	,004	-,214**	1						
YABYK	,078	,142**	,205**	,200**	-,006	1					
KADYK	,112**	,074	,107*	,331**	,003	-,196**	1				
BUYUK	,136**	,219**	,258**	-,029	-,071	,279**	-,038	1			
CEOPAYI	-,160**	-,169**	,002	-,170**	,314**	-,057	,025	-,025	1		
YKPAYI	-,085*	-,044	-,008	,049	,047	-,143**	,222**	-,048	,334**	1	
YABPAYI	,002	,136**	,161**	,027	-,033	,670**	-,167**	,384**	-,141**	-,297**	1

Tablo 1’de ampirik analizlerde kullanılan bağımlı ve bağımsız değişkenlere ait tanımlayıcı istatistik sonuçları yer almaktadır. Tablo 1’den görüldüğü gibi BİST’te yer alan ve analiz kapsamında incelenen sigorta şirketlerinin ortalama yönetim kurulu büyüklüğü 6,66’tır. Di Pietra vd. (2008) İtalya firmaları için ortalama YK üye sayısını 10,18; Coles, Daniel ve Naveen (2008) ABD firmaları için 10,4; Arosa vd. (2013) İspanya firmaları için 5,78; Cavaco vd. (2013) Fransa firmaları için 9,29; Davila (2013) Kolombiya firmaları 5,59; O’Connell ve Cramer (2010) İrlanda firmaları için 9,29; Reyna ve Encalada (2012) Meksika firmaları için 11,59 olarak hesaplamışlardır. BİST imalat sanayide faaliyet gösteren firmaların diğer ülke firmaların yönetim kurulu üye sayısından daha az olduğu söylenebilir.

Diğer bağımsız değişkenler incelendiğinde en büyük hissedarların sermaye payı %49,67; yönetim kurulu sahipliği %30,04; yabancı sahipliği %12,99 ve CEO sahipliği ise %4,51 olarak hesaplanmıştır. Yönetim kurulu sahipliğini Vo ve Phan (2013) Vietnam firmaları için %9,8; Horváth ve Spirollari (2012) ABD firmaları için %1,75; Fauzi ve Locke (2012) Yeni Zelanda %17,86; Mura (2007) İngiltere firmaları için %12,25, Yu (2008) Çin firmaları için %0,5 olarak hesaplamışlardır. BİST imalat sanayi firmalarında yönetim kurulu sahipliği söz konusu ülkelerden daha fazla olduğu görülmektedir. Bu durum Türkiye’de firmaların daha çok aile şirketinden oluşması, bağımsız yönetim kurullarının daha az olması veya daha az profesyonel yönetici ile çalışmasıyla açıklanabilir. En büyük ortağın sermaye payı incelendiğinde Chen (2012) Norveç için %28,6; Danimarka için %23,9 Finlandiya için %20,3 ve İsveç için %22,9 olarak hesaplanmıştır. İskandinav ülkelerinden BİST firmaların en büyük ortağın sermaye payı oldukça fazladır. Bu durum yine BİST firmalarının büyük bir kısmının aile şirketlerinden oluşması, sermayenin belli bir kesimde, aile içinde ve yönetim kurulunda toplanması ile açıklanabilir.

Tablo 2’de korelasyon analizi sonuçları yer almaktadır. Tablo 2’ye göre; CEO değişimi ile *VARLIK*, *YAS*, *YKB*, *KADYK* ve *BUYUK* arasında pozitif ve istatistiksel olarak oldukça anlamlı bir ilişki vardır. Buna karşın CEO değişimi ile *İKİLİK*, *CEOPAYI* ve *YKPAYI* arasında negatif ve anlamlı bir ilişki olduğu görülmektedir.

Tablo 3. Sahiplik Yapısına İlişkin T-testi Sonuçları

DEĞİŞKENLER	CEO’SU DEĞİŞEN FİRMALAR			CEO’SU DEĞİŞMEYEN FİRMALAR			ORTALAMA FARKLILIĞI	T TESTİ
	GÖZLEM SAYISI	ORTALAMA	ST. HATA	GÖZLEM SAYISI	ORTALAMA	ST. HATA		
BUYUK	50	53,80	22,23	86	47,26	23,33	6,53	3,206***
CEOPAYI	50	1,51	6,61	86	6,25	17,01	-4,74	-3,782***
YKPAYI	50	26,81	31,14	86	31,92	27,82	-5,11	-1,979**
YABPAYI	50	13,07	27,38	86	12,94	26,66	0,13	0,055

Tablo 3’te sahiplik yapısına ilişkin t-testi sonuçları yer almaktadır. Tablo 3’te firmalar; CEO’ları değişenler ve CEO’ları değişmeyenler olarak iki gruba ayrılmış ve dolayısıyla bahsedilen iki grubun sahiplik yapısında bir farklılığın olup olmadığı belirlenmiştir. BİST’te faaliyette bulunan ve analiz kapsamında incelenen firmaların 2009-2013 yılları arasında 50 firmanın CEO’ları değişmiş ve 86 firmanın CEO’su değişmemiştir. 2009-2013 yılları arasında CEO’ları değişen firmaların ortalama *BUYUK*, *CEOPAYI* ve *YKPAYI* sırasıyla %53,8; %1,51 ve %26,81 olarak, CEO’ları değişmeyen firmaların ise %47,26; %6,25 ve %31,92 olarak hesaplanmıştır. CEO’su

değişen firmaların, değişmeyen firmalara göre en büyük ortağın sermaye payı daha yüksek, buna karşın yönetim kurulu sahipliği ve CEO sahipliği ise daha düşük seviyedir. Söz konusu farklılıklar istatistiksel olarak oldukça anlamlıdır. Yabancı sahiplik seviyesi açısından ise CEO'su değişen ve değişmeyen firmalarda istatistiksel olarak anlamlı bir farklılık söz konusu değildir.

Tablo 4. Yönetim Kurulu Yapısına İlişkin T-testi Sonuçları

DEĞİŞKENLER	CEO'SU DEĞİŞEN FİRMALAR			CEO'SU DEĞİŞMEYEN FİRMALAR			ORTALAMA FARKLILIĞI	T TESTİ
	GÖZLEM SAYISI	ORTALAMA	ST. HATA	GÖZLEM SAYISI	ORTALAMA	ST. HATA		
YKB	50	7,32	2,15	86	6,28	1,99	1,03	5,645***
İKİLİK	50	0,12	0,33	86	0,23	0,42	-0,107	-3,086***
KADYK	50	0,97	1,06	86	0,73	0,96	0,23	2,626***
YABYK	50	1,16	1,93	86	0,87	1,61	0,28	1,823*

Tablo 4'te yönetim kurulu yapısına ilişkin t-testi sonuçları yer almaktadır. Tablo 4'te firmalar; CEO'ları değişenler ve CEO'ları değişmeyenler olarak iki gruba ayrılmış ve dolayısıyla bahsedilen iki grubun yönetim kurulu yapısında bir farklılığın olup olmadığı belirlenmiştir. 2009-2013 yılları arasında CEO'ları değişen firmaların ortalama YKB, İKİLİK, KADYK, YABYK sırasıyla 7,32; 0,12; 0,97 ve 1,16 olarak, CEO'ları değişmeyen firmaların ise 6,28; 0,23; 0,73 ve 0,87 olarak hesaplanmıştır. CEO'su değişen firmaların, değişmeyen firmalara göre yönetim kurulu üye sayısı, kadın yönetim kurulu üye sayısı ve yabancı yönetim kurulu üye sayısı daha yüksektir. Bununla birlikte yönetim kurulu başkanının aynı zamanda CEO (genel müdür) olması durumunda CEO değişme olasılığı zayıflamaktadır. Söz konusu farklılıklar istatistiksel olarak oldukça anlamlıdır.

Tablo 5. Kontrol Değişkenlere İlişkin T-testi Sonuçları

DEĞİŞKENLER	CEO'SU DEĞİŞEN FİRMALAR			CEO'SU DEĞİŞMEYEN FİRMALAR			ORTALAMA FARKLILIĞI	T TESTİ
	GÖZLEM SAYISI	ORTALAMA	ST. HATA	GÖZLEM SAYISI	ORTALAMA	ST. HATA		
BUYUK	50	19,63	1,67	86	19,19	1,37	0,436	3,920***
YAS	50	42,14	11,54	86	38,13	11,17	4,00	3,976***

Tablo 5'te kontrol değişkenlere ilişkin t-testi sonuçları yer almaktadır. Tablo 5 incelendiğinde CEO'ları değişen firmaların, CEO'ları değişmeyen firmalara göre toplam varlıkları ve yaşı daha yüksektir. Söz konusu farklılıklar istatistiksel olarak %1 güven seviyesinde oldukça anlamlı olduğu görülmektedir.

Tablo 6. Lojistik Regresyon Analizi Sonuçları

Değişkenler	B	Wald	Sig.	Exp(B)
VARLIK	,082	6,818	,030	,921
YAS	,023	10,171	,009	1,024
BUYUK	,015	5,196	,001	1,015
CEOPAYI	-,025	4,509	,023	,975
YKPAYI	-,008	6,647	,034	,992
YABPAYI	-,013	10,322	,232	,987
YKB	,204	1,830	,001	1,226
İKİLİK	-,376	1,831	,046	,687
KADYK	,147	1,655	,176	1,158
YABYK	,102	1,702	,198	1,107
Sabit	-1,722	6,818	,192	,179
N. R²			,171	

Tablo 6’da lojistik regresyon analizi sonuçları yer almaktadır. Model sonuçları incelendiğinde *VARLIK*, *YAS*, *BUYUK*, *CEOPAYI*, *YKPAYI*, *YKB*, *İKİLİK* bağımsız değişkenleri firmaların CEO değişimini etkilemektedir. CEO değişimi ile *VARLIK*, *YAS*, *YKB* ve *BUYUK* arasında pozitif ve istatistiksel olarak oldukça anlamlı bir ilişki vardır. Başka bir ifade ile firmanın toplam varlıklarının ve yaşının yükselmesi, yönetim kurulu üye sayısının ve en büyük hissedarın sermaye payının artması CEO değişme ihtimali artırmaktadır. Buna karşın CEO değişimi ile *CEOPAYI*, *YKPAYI* ve *İKİLİK* arasında negatif bir ilişki söz konusudur. Yani; yönetim kurulunun ve CEO’nun sermaye payının artması durumunda ve CEO’nun aynı zamanda yönetim kurulu başkanı olması durumunda CEO değişme ihtimali azalmaktadır. Bu yüzden H_1 , H_2 , H_3 , H_5 , H_8 , H_9 , H_{10} hipotezleri kabul edilmektedir.

Diğer bağımsız değişken olan *YABPAYI*, *KADYK*, *YABYK* ile CEO değişimi arasında istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki yoktur. Ancak *KADYK*, *YABYK* ile ($\beta = 0,176$ ve $0,198$) CEO değişimi arasındaki ilişki anlamlı olmasa da ilişkinin pozitif olması önemli bir sonuç olarak değerlendirilebilir. Sonuç olarak H_4 , H_6 , H_7 hipotezleri reddedilmektedir.

Geliştirilen bu 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 1,865 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). Modelde de çok bağlantı probleminin olmadığı görülmüştür. Ayrıca modele ait Hosmer & Lemeshow testi yapılmıştır. Test sonuçlarına göre; modelin uyum iyiliği bakımından model verilere sağlıklı ve yeterli biçimde uymaktadır.

5. GENEL DEĞERLENDİRME

Şirket yönetim kurullarının ve sahiplik yapılarının mercek altına alınması, kurumsal yönetimin finansal boyutunu ilk kez ortaya koyan, Cadbury (1992) raporu ile gerçekleşmiştir. Bu alandaki akademik çalışmalar da yaklaşık olarak aynı dönemde, Hermalin ve Weisbach (1991) çalışması ile hız kazanmıştır. Bu iki çalışmayı izleyen yıllardan günümüze kadar olan dönemde ise, yönetim kurullarının yapısı ve sahiplik yapısı ile ilgili değişkenler pek çok gelişmiş ve gelişmekte olan piyasalar için yapılan çalışmalarda irdelenmiştir.

Bu çalışmada Borsa İstanbul'da (BİST) işlem gören firmaların yönetim kurulu ve sahiplik yapısının CEO değişimi üzerindeki etkisinin tespit edilmesi amaçlanmıştır. Araştırmada 2009-2013 yılları arasında BİST imalat sanayide işlem gören 136 firmanın verilerinden yararlanılmıştır. Söz konusu yıllar arasında CEO'su değişen ve değişmeyen firmalar olarak iki gruba ayrılmış ve böylelikle iki grubun yönetim ve sahiplik yapısında ne gibi farklılıklar olduğunu tespit edilmiştir.

BİST'te faaliyette bulunan ve analiz kapsamında incelenen firmaların 2009-2013 yılları arasında 50 firmanın CEO'ları değişmiş ve 86 firmanın ise CEO'su değişmemiştir. Çalışmada gerçekleştirilen T-testi sonuçlarında; CEO'su değişen firmaların, değişmeyen firmalara göre en büyük ortağın sermaye payı daha yüksek, buna karşın yönetim kurulu sahipliği ve CEO sahipliği ise daha düşük seviyede olduğu görülmektedir. Ayrıca CEO'su değişen firmaların, değişmeyen firmalara göre yönetim kurulu üye sayısı, kadın yönetim kurulu üye sayısı ve yabancı yönetim kurulu üye sayısı daha yüksektir. Bununla birlikte yönetim kurulu başkanının aynı zamanda CEO olması durumunda CEO değişme olasılığı zayıflamaktadır.

Lojistik regresyon analizi sonuçları incelendiğinde; yönetim kurulu üye sayısının artması CEO değişme ihtimali artırmaktadır. Büyük yönetim kurullarının yönetsel anlamda baskı altına alınması da zordur. Birçok yazar tarafından YK sayısının fazla olmasının bilgi, tecrübe ve daha iyi tavsiye anlamını taşıyacağı vurgulanmıştır. Benzer şekilde en büyük hissedarın sermaye payı ile CEO değişimi arasında pozitif bir ilişki vardır. Bu durum; büyük hissedarın varlığı şirket içi denetim gücüne ve güdüye sahip olmalarından ve kendi çıkarlarını maksimize etmeye çalışmaları ile açıklanabilir. Ayrıca büyük hisselerle sahip olan ortaklar işletmeyi kontrolleri altına almak isteyebilirler. Tüm bunların dışında büyük hissedarlar işletme içerisinde neler olduğunu gözlemleyip izleme ve müdahale etme olanağı da tanıyabilir.

Buna karşın yönetim kurulunun ve CEO'nun sermaye payının artması durumunda CEO değişme ihtimali azalmaktadır. Bir işletmede CEO'nun sermaye payının olmaması veya çok az olması halinde CEO firma değerini maksimize eden yatırımları bulmak için zaman harcamak istemeyebilir veya bu yatırımlarda kendi çıkarları

yoktur. CEO'nun sermaye payı arttıkça firma değeri maksimizasyonundan sapmalar azalacaktır. CEO'nun veya yönetim kurulunun sermaye paylarının artması neticesinde hissedarlar ile çıkarlarının benzeşmesi ile birlikte bu uyum sayesinde vekâlet problemlerinin azalmasına neden olmaktadır.

Benzer şekilde CEO'nun aynı zamanda yönetim kurulu başkanı olması durumunda (ikilik) CEO değişme ihtimali azalmaktadır. Ülkemiz açısından ikilik uygulamasını değerlendirdiğimizde ikilik olması halinde, CEO'yu denetlemek daha zor hale gelmektedir. Yönetim kurulunun görevlerinden biri de genel müdürü denetlemektir. Denetleyen ve denetlenenin aynı kişiden oluşmasıyla ve oluşan güçlü liderlik yapısı ile CEO değişme ihtimalini zayıflamaktadır. Başka bir ifade ile iki görevin birbirinden ayrılması neticesinde, genel müdürü örgütü etkin bir şekilde yönetirken, yönetim kurulu başkanı da yönetimin çalışmalarını denetleyebilecektir. Ayrıca CEO ile yönetim kurulluğu görevlerinin birbirlerinden ayrılması yönetim kurulunun daha etkin ve şeffaf hareket edebilmesine imkân sağlamaktadır.

Bu araştırma, Türkiye'de CEO değişimini yönetim kurulu ve sahiplik yapısı açısından inceleyen en kapsamlı çalışmalardan birisi olması açısından önem taşımaktadır. Özellikle halka açık şirketlerde sahiplik ve kontrol fonksiyonunun ayrılmasıyla birlikte vekâlet teorisi kapsamında pay sahipleri çıkarına faaliyet göstermesi beklenen CEO'nun değişim nedenlerinin sorgulanması son derece önemlidir. Gelecek çalışmalarda, CEO'nun değişim nedenleri borsada işlem görmeyen halka açık şirketler de dikkate alınarak Türkiye için daha geniş kapsamlı bir değerlendirme yapılabilir.

6. KAYNAKÇA

- Adams, R. B. & Ferreira D. (2009), "Women in the Boardroom and Their Impact on Governance and Performance", *Journal of Financial Economics*, Vol.94, No.2, (291-309).
- Adams, J. C., Mansi, S. A., & Nishikawa, T. (2013), "Public Versus Private Ownership and Fund Manager Turnover", *Financial Management*, Vol.42, No.1, (127-154).
- Arosa B., Iturralde T. & Maseda A. (2013), "The Board Structure and Firm Performance in Smes: Evidence from Spain", *Investigaciones Europeas de Dirección y Economía de la Empresa*, Vol.19, (127- 135).
- Aygün, M. & İç, S. (2010), "Genel Müdürün Aynı Zamanda Yönetim Kurulu Üyesi Olması Firma Performansını Etkiler mi?", *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, Sayı.47, (192- 201).
- Bayraktaroğlu, A. (2010), "Mülkiyet Yapısı ve Finansal Performans: İMKB Örneği", *Ekonomi Bilimleri Dergisi*, Vol.2, No.2, (11- 20).
- Berle, A. & Means, G. (1932), *The Modern Corporate and Private Property*, McMillian, New York, NY.
- Borokhovich, K.A., Parrino, R. & Trapani, T. (1996), "Outside Directors and CEO Selection", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol.31, No.3, (337-355).
- Brickley, J. & Van Horn, R.L. (2002), "Managerial Incentives in Nonprofit Organizations: Evidence from Hospitals", *Journal of Law and Economics*, Vol.95, No.1, (227-250).
- Brunello, G., Graziano, C. & Parigi, B. M. (2003), "CEO Turnover in Insider-Dominated Boards: The Italian Case", *Journal of Banking & Finance*, Vol.27, No.6, (1027-1051).

- Cavaco, S., Challe, E., Crifo, P., Reberlioux, A. & Roudaut, G. (2013), "Board Independence and Operating Performance: Analysis On (French) Company and Individual Data", Departement D'economie, Ecole Polytechnique Centre National De La Recherche Scientifique, <http://econpapers.repec.org/paper/drmwpaper/2014-2.htm>, 01.07.2014.
- Chang, E. C. & Wong, S. M. (2009), "Governance with Multiple Objectives: Evidence from Top Executive Turnover in China", *Journal of Corporate Finance*, Vol.15, No.2, (230-244).
- Chatterjee, S. & Harrison, J. (2001), "Corporate Governance", In: Hitt, M.A., Freeman, R.E., Harrison, J.S. (Eds.), *Handbook of Strategic Management*. Blackwell Publishers, Malden, MA.
- Chen, L. (2012), "*The Effect of Ownership Structure on Firm Performance: Evidence from Non-financial Listed Companies in Scandinavia*", Msc in Finance & International Business, Aarhus School of Business. Aarhus University.
- Cheng, J., Cummins, J. D. & Lin, T. (2015), "Organizational Form, Ownership Structure, and CEO Turnover: Evidence From the Property-Casualty Insurance Industry", *Journal of Risk and Insurance*, <http://onlinelibrary.wiley.com/doi/10.1111/jori.12083/abstract>, 20.01.2016.
- Chi, W., & Wang, Y. (2009), "Ownership, Performance and Executive Turnover in China", *Journal of Asian Economics*, Vol.20, No.4, (465-478).
- Coles, J. L., Daniel, N. D. & Naveen, L. (2008), "Boards: Does One Size Fit All?", *Journal of Financial Economics*, Vol.87, (329- 356).
- Canyon, M.J. & Peck, S. (1998), "Board Control, Remuneration Committees, And Top Management Compensation", *Academy of Management Journal*, Vol.4, (146– 157).
- Coughlan, A.T., Schmidt, R.M. (1985), "Executive Compensation, Management Turnover, And Firm Performance: An Empirical Investigation", *Journal of Accounting and Economics*, Vol.7, No.1, (43–66).
- Cvelbar, Ljubica K. (2007), "Influence of the Company Performance and Ownership Structure on CEO Turnover the Evidence of Slovenia", *Organizacija Journal of Management, Informatics and Human Resources*, Vol.40, No.1, (1-16).
- Dahya, J., Lonie, A. & Power, D. M. (1998), "Ownership Structure, Firm Performance And Top Executive Change: An Analysis of UK Firms", *Journal of Business, Finance and Accounting*, Vol.25, (1089–1118).
- Dalton, D.R., Daily, C., Ellstrand, A., Johnson, J. (1998), "Meta-Analytic Reviews of Board Composition, Leadership Structure, and Financial Performance", *Strategic Management Journal*, Vol.19, (269– 290).
- Davila, J. P. (2013), "Board Characteristics and Firm Value: Evidence from Colombia", http://world-finance-conference.com/papers_wfc2/329.pdf, 11.02.2014.
- Denis, D. J., Denis, D. K., & Sarin, A. (1997), "Ownership Structure and Top Executive Turnover", *Journal of Financial Economics*, Vol.45, (193–221).

- Di Pietra, R., Grambovas, C., Raonic, V. & Riccaboni, A. (2008), “The Effects Of Board Size and ‘Busy’ Directors on The Market Value of Italian Companies”, *Journal of Management and Governance*, Vol.12, (73–91).
- Eldenburg, L. & Krishnan, R. (2003), “Public Versus Private Governance: A Study of Incentives and Operational Performance”, *Journal of Accounting and Economics*, Vol.35, No.3, (377–404).
- Fama, Eugene F. (1980), “Agency Problems and the Theory of the Firm”, *Journal of Political Economy*, Vol.88, No.2, (288–307).
- Fama, E. F. & Jensen M. C. (1983), “Separation of Ownership and Control”, *Journal of Law and Economics* Vol.26, No.2, (301-325).
- Fan, D. K., Lau, C. M., & Young, M. (2007), “Is China's Corporate Governance Beginning to Come of Age? The Case of CEO Turnover”, *Pacific-Basin Finance Journal*, Vol.15, No.2, (153–193).
- Farrell, K.A. & Whidbee, D. (2000), “The” Consequences of Forced CEO Succession for Outside Directors. *Journal of Business*, Vol.73, (597– 627).
- Fauzi, F. & Locke, S. (2012), Board Structure, Ownership Structure and Firm Performance: A Study of New Zealand Listed-Firms. *Asian Academy of Management Journal of Accounting and Finance*, Vol.8, No.2, (43–67).
- Firth, M., Fung, P. M. & Rui, O. M. (2006), “Firm Performance, Governance Structure, and Top Management Turnover in a Transitional Economy”, *Journal of Management Studies*, Vol.43, No.6, (1289-1330).
- Forbes, D.P. & Milliken, F. (1999), “Cognition and Corporate Governance: Understanding Boards Of Directors As Strategic Decision-Making Groups”, *Academy of Management Review*, Vol.24, (489– 505).
- Goyal, V. K. & Park C. W. (2002), “Board Leadership Structure and CEO Turnover”, *Journal of Corporate Finance*, Vol.8, (49–66).
- Gujarati, N. Damodar (1995), “Basic Econometrics”, 3rd Edition, New York: McGraw-Hill, ISBN 0-07-025214-9.
- Helmich, D. (1980), “Board Size, Variation, And Rates Of Succession In The Corporate Presidency”, *Journal of Business Research*, Vol.8, (51– 63).
- Hoetker, G. (2007), “The Use Of Logit And Probit Models In Strategic Management Research: Critical Issues”, *Strategic Management Journal*, Vol.28, (331-343).
- Horváth, R. & Spirollari, P. (2012), “Do the Board of Directors’ Characteristics Influence Firm’s Performance? The U.S.”, Evidence. *Prague Economic Papers*, Vol.4, (470- 486).
- Hoskisson, R.E., Eden, L., Lau, C. & Wright, M. (2000), “Strategy in Emerging Economies”, *Academy of Management Journal*, Vol.43, (249– 267).
- Huson, M., Parrino, R. & Starks, L. (2001), “Internal Monitoring Mechanisms And CEO Turnover: A Long-Term Perspective”, *Journal of Finance*, Vol.56, (2265–2298).

- Jensen, M.C. (1993), “The Modern Industrial Revolution, Exit, And The Failure Of Internal Control Systems”, *Journal of Finance*, Vol.48, (831– 880).
- Kakani, K. Ram.-Saha, Biswatosh.-Reddy, N. V. (2001), “Determinants of Financial Performance of Indian Corporate Sector in the Post-Liberalization Era: An Exploratory Study. NSE Research Initiative Paper, No.5, (12-30).
- Kalaycı, Şeref (2010), “SPSS Uygulamalı Çok Değişkenli İstatistik Teknikleri”, 5. Baskı, Asil Yayınevi, Ankara.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F. & Shleifer, A. (1999), “Corporate Ownership Around The World”, *Journal of Finance*, Vol.54, (471– 517)
- Liargovas, G. Panagiotis-Skandalis, Konstantinos (2008), “Factor affecting firms financial performance The Case of Greece”, *Global Business and Management Research: An International Journal, University of Peloponnese*.
- Lindrianasari, J. H. (2012). Antecedent and consequence factors of CEO turnover in Indonesia. *Management Research Review*, Vol.35, No.3, (206 – 224).
- Mura, R. (2007), “Do Non-Executive Directors and Institutional Investors Have Minds of Their Own? Evidence on Performance of UK Firms”, http://www.efmaefm.org/efma2005/papers/179-mura_paper.pdf, 02.03.2014.
- Nguyen, B. D. (2011), “Ownership Structure And Board Characteristics As Determinants Of CEO Turnover İn French-Listed Companies, *Journal of Finance*, Vol.32, No.2, (53-89).
- Ocak, M. (2013), “Yönetim Kurulu ve Üst Yönetimde Yer Alan Kadınların Finansal Performansa Etkisi: Türkiye'ye İlişkin Bulgular”, *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, Sayı.60, (107- 126).
- O’Connell, V. & Cramer, N. (2010), “The Relationship Between Firm Performance and Board Characteristics In Ireland”, *European Management Journal*, Vol.28, (387– 399).
- Perry, T. (2000), “Incentive compensation for outside directors and CEO turnover”, Working Paper (Arizona State University).
- Reyna, J. M. S. M. & Encalada, J. A. D. (2012), “Ownership Structure, Firm Value and Investment Opportunities Set: Evidence from Mexican Firms”, *Journal of Entrepreneurship, Management and Innovation (JEMI)*, Vol.8, No.3, (35- 57).
- Ünlü, U., Bayrakdaroğlu, A. ve Şamiloğlu, F. (2011), “Yönetici Sahipliği ve Firma Değeri: İMKB İçin Ampirik Bir Uygulama”, *Ankara Üniversitesi SBF Dergisi*, Sayı.66, No.2, (201- 214).
- Vo, D. & Phan, T. (2013), “Corporate Governance and Firm Performance: Empirical Evidence From Vietnam”, <http://www.murdoch.edu.au/School-of-Management-and-Governance/document/Australian-Conference-of-Economists/Corporate-governance-and-firm-performance.pdf>, 03.12.2013.
- Volpin, Paolo F. (2002), “Governance With Poor Investor Protection: Evidence From Top Executive Turnover İn Italy”, *Journal of Financial Economics*, Vol.64, (61–90).

Weisbach, Michael S. (1988), “Outside Directors And CEO Turnover”, *Journal of Financial Economics*, Vol.20, (431–460).

Yermack, D. (1996), “Higher market Valuation Of Companies With A Small Board Of Directors”, *Journal Of Financial Economics*, Vol.40, No.2, (185-211).

Yu, M. (2008), “CEO Duality and Firm Performance for Chinese Shareholding Companies”, *19th Chinese Economic Association (UK) Annual Conference*, <http://www.ceauk.org.uk/2008-conference-papers/YU-mei-CEO-duality-firm-performance-Chinese-shareholding-companies.pdf>, 07.01.2014.

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*, Vol.13, (43-56).