

T.C.

GEBZE YÜKSEK TEKNOLOJİ ENSTİTÜSÜ

SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ

**ÜST DÜZEY YÖNETİM
DEĞİŞİKLİKLERİNİN FİNANSAL
PERFORMANSA ETKİSİ**

**EDA BİLALOĞLU
YÜKSEK LİSANS TEZİ
İŞLETME ANABİLİM DALI**

**GEBZE
2008**

T.C.

GEBZE YÜKSEK TEKNOLOJİ ENSTİTÜSÜ

SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ

**ÜST DÜZEY YÖNETİM
DEĞİŞİKLİKLERİNİN FİNANSAL
PERFORMANSA ETKİSİ**

**EDA BİLALOĞLU
YÜKSEK LİSANS TEZİ
İŞLETME ANABİLİM DALI**

TEZ DANIŞMANI: YRD.DOÇ. DR. SELİM AREN

**GEBZE
2008**

ÖZET

TEZİN BAŞLIĞI: ÜST DÜZEY YÖNETİM DEĞİŞİKLİKLERİNİN FİNANSAL PERFORMANSA ETKİSİ

YAZAR ADI : EDA BİLALOĞLU

Globalleşen dünyada özel sektörün artan rolü yeni rekabet şartlarının oluşmasına ve sermayenin kolayca dolaşımına ortam sağlamıştır. Geleneksel işletmelerde sermaye, yönetim ve mülkiyet tek kişiye aitken modern ekonomilerde yaşanan yönetim ve mülkiyet yapısındaki ayrışmalar büyük ve az sayıdaki hissedarların yerini çok sayıda küçük hisse sahiplerinin almasına neden olmuştur. Daha kompleks bir hale gelen organizasyon, piyasa ve dünya ekonomisi işletmelerde hem yeni bir yönetim sistemine hem de profesyonellere duyulan ihtiyacı arttırmıştır, bunun sonucunda bir yönetim kademesi olan CEO kavramı oluşmuştur.

Bu çalışmanın ana amacı finansal performansın CEO –icra kurulu başkanı-değişikliklerinin üzerine etkisini test etmektir. Her ne kadar zayıf finansal performansın CEO değişiklikleri üzerine etkisi konusunda genel geçer bir sonuca ulaşılammış olsa da bu tezi savunanların sayısı fazladır. Çalışmada bunun yanı sıra, kurumsal yönetim sistemine ait prensipler üzerinde durulmuş, profesyonel yöneticilerin sahip olması gereken liderlik vasıfları tanımlanmıştır. Tüm bu konuları içeren ve literatürden derlenen anket çalışması İstanbul Menkul Kıymetler Borsasında işlem gören firmalara uygulanmıştır.

SUMMARY

TITLE OF THESIS: THE EFFECTS OF CEO CHANGES ON FINANCIAL PERFORMANCE

NAME OF THE AUTHOR: EDA BİLALOĞLU

New competition stage has been structured and capital has been rounded easily because of the increasing role of private sector role in globalization world. Capital, management and ownership is held by one person at traditional companies, whereas in modern economies, because of separation of management and ownership, major group of small parties take big shareholders' place. Therefore, companies needed both new methods of management and much more professional people in more complicated markets and world economy. As a result of this progress, 'CEO concept' is formed as a new management stage.

In this thesis, the main aim is to see how financial performance effects CEO – chief executive officer- replacements. Although it is not a general outcome that weak financial performance has affects on CEO replacements, more researchers defend this thesis. In addition to this subject, what more has been searched is, corporate governance principals in Turkey and also attitudes of leaders that CEOs should bare. Questionary which is prepared by the help of literature and which contains all these subjects has been implemented on İstanbul Stock Exchange.

TEŞEKKÜR

Yüksek Lisans eğitiminin boyunca bana her zaman yol gösteren, bilimsel katkı ve yardımını esirgemeyen sayın hocam Yrd. Doç. Dr. Selim AREN'e sonsuz teşekkürlerimi sunuyorum.

Yüksek Lisans eğitiminin süresince bana destek olan başta kuzenim Şafak Yalçın'a, arkadaşlarım Ayşe Günsel, Güray Gülpınar ve Ali Celep'e ve diğer tüm arkadaşlarıma içten teşekkürlerimi sunuyorum.

Bugünlere gelmemde pay sahibi olan ve benim için hiçbir fedakarlıktan kaçınmayan anneme, babama ve ağabeyime rahat bir çalışma ortamı sağlayarak bu süreçte bana destek olmalarından ötürü sonsuz teşekkür ederim.

Eda BİLALOĞLU

İÇİNDEKİLER DİZİNİ

ÖZET	II
SUMMARY	III
TEŞEKKÜR.....	IV
İÇİNDEKİLER DİZİNİ.....	V
SİMGELER VE KISALTMALAR.....	VII
TABLolar DİZİNİ	VIII
ŞEKİLLER DİZİNİ.....	IX
1.GİRİŞ	1
2. KURUMSAL YÖNETİM	3
2.1. Kurumsal Yönetimin Gelişim Süreci	3
2.2. Kurumsal Yönetim Kavramı.....	5
2.3. Kurumsal Yönetimin İlkeleri	9
2.3.1. Eşitlik (Adil Davranma)	9
2.3.2. Şeffaflık	10
2.3.3. Hesap Verebilirlik	10
2.3.4. Sorumluluk.....	11
2.4.Kurumsal Yönetimin Başlıca Amaçları	11
2.5. Vekâlet Problemi Olarak Kurumsal Yönetim.....	12
3. CEO KAVRAMI VE KARİZMATİK LİDERLİK	17
3.1. CEO'nun Özellikleri	17
3.2. CEO'nun Organizasyon Üzerine Etkisi	20
3.3. Karizma Kavramı ve Tarihsel Gelişimi.....	21
4. CEO DEĞİŞİMİ ve FİNANSAL PERFORMANS	27

5. İSTANBUL MENKUL KIYMETLER BORSASI'NDA ÜST DÜZEY YÖNETİCİ DEĞİŞİKLİKLERİNİN FİRMANIN FİNANSAL PERFORMANSINA ETKİSİNE İLİŞKİN BİR UYGULAMA.....	37
5.1. Araştırmanın Amacı Ve Yöntemi	37
5.2. Araştırmanın Hipotezleri Ve Modeli.....	38
5.4. Analiz Sonuçları.....	41
5.4.1.Tanımlayıcı İstatistikler	41
5.4.2. Faktör Analizi.....	43
5.4.3. Güvenilirlik Analizi.....	45
5.4.4 Korelasyon Analizi.....	46
5.3.5.ANOVA ANALİZ.....	49
5.3.6. PAİRED T TEST.....	54
6. SONUÇ.....	57
6.1. ÇALIŞMANIN KISITLARI.....	58
6.2. GELECEK ARAŞTIRMALAR İÇİN ÖNERİLER.....	59
KAYNAKÇA.....	60

SİMGELER VE KISALTMALAR

KISALTMALAR

CEO

İMKB

ROA

AÇIKLAMALAR

Cheif Executive Officer (İcra Kurulu Başkanı)

İstanbul Menkul Kıymetler Borsası

Toplam Aktif Karlılığı

TABLÖLAR DİZİNİ

<u>TABLO</u>	<u>SAYFA</u>
5.1. Değişkenler Tablosu.....	40
5.2. Frekans Tablosu I.....	41
5.3. Frekans Tablosu II	42
5.4. Kurumsal Yönetime Ait Faktör Analizi	43
5.5. Yeni CEO ve Eski CEO Karizmasına Ait Faktör Analizi.....	44
5.6. Güvenilirlik Analizi Sonuçları.....	45
5.7. Kurumsal Yönetim ile Finansal Performans Verilerine İlişkin Korelasyon Analizi Sonuçları	47
5.8. Eski ve Yeni CEO Karizması ile Finansal Performansa Ait Korelasyon Analizi Sonuçları	48
5.9. One-Way Anova Analizi Sonuçları	53
5.10. Paired T Test Sonuçları	56

ŞEKİLLER DİZİNİ

<u>ŞEKİL</u>	<u>SAYFA</u>
5.1. Araştırmanın Teorik Modeli	39
5.2. Paired T Testinde İncelenen İlişkilerin Şematik Gösterimi	54

1.GİRİŞ

Amerika’da ortaya çıkan demokrasi, kapitalizm olarak adlandırılan serbest ekonomi sistemini yaratmıştır. Endüstri devriminin erken dönemlerinde, kapitalizm küçük bir grup insanın servetinin artmasına büyük bir grup insanın servetinin azalmasına neden olmuştur. İşletme sahipleri müşterilerinin, işçilerinin, hissedarlarının üzerinden zenginleştikçe kendileri güvenilmez bir hal almıştır. Politik sistem mevcut duruma tepki olarak serbest ekonominin yarattığı bozuklukları onarmaya yönelik yasalar ve düzenlemeler çıkarmaya başlamıştır. Sonuç olarak kapitalizm hükümetin kontrolü altında gelişmeye başlamıştır ve bu ihtiyat günümüzde hala devam etmektedir.

Kapitalizmin başarısı ticaretin büyümesi için fırsatlar yaratmıştır. Bu büyümenin temel güdülerinden bir tanesi yatırımcıların sermayelerini (paralarını) büyük yatırım projelerini finanse edebilmek için birleştirebilmeleri olmuştur. Bu yatırımcılar yatırım yaptıkları projelerin belli bir kısmının sahibi yani hissedarları olmuşlardır. Büyüyen organizasyonlar mal sahiplerince etkin bir biçimde yönetilemediğinden 20.yy da halka arz edilmiş kurumlar yaygınlaşmıştır.

Günümüzde halka arz edilmiş kurumlar temsilci yönetimin –demokrasinin – bir biçimidir. Hissedarlar kendilerini temsil etmekle yükümlü yöneticileri atarlar. Bu yöneticiler grup olarak yönetim kurulu olarak adlandırılır ve kurul icra görevini kendilerinin işe aldığı CEO’ya devreder. CEO yönetim kuruluna karşı sorumludur. CEO belirlemenin yanı sıra yönetim kurulu iş ve stratejilerin belirlenmesi ile de görevlidir. Sonuç olarak yetkilendirmeye dayalı bu sistem kurumsal yönetim olarak adlandırılır.

Yönetim kurulunun en önemli sorumlulukları arasında CEO seçimi yer alır. Bu görevin kurumun başarısında çok büyük önemi vardır ve kurulun ayrıcalıklı sorumluluğudur. Kurul iyi bir seçim yaptığında sonuçlar işletme ve ortaklar açısından istisnai kabul edilebilir. Kötü bir seçim ise çok pahalı yıkımlar yaratabilir. Dahası vasat seçim bile büyük gerçekleştirilememiş fırsatlar maliyeti anlamına

gelebilir. Bir liderin gücü ve etkinliğinin işletme sonuçları üzerinde belirgin etkisi olabilir ve olmalıdır.

Bu çalışmanın ana amacı üst düzey yönetici değişikliklerinin finansal performansa etkisini araştırmaktır. Vekâlet problemleri sebebiyle üzerinde sıkça araştırma yapılan bu konu kurumsal yönetim literatüründe oldukça geniş bir yer tutar. Ayrıca, üst düzey yöneticinin sahip olması beklenen davranış modellerini ölçmek suretiyle çalışmaya farklı bir boyut kazandırılmaya çalışılmıştır. Dolayısıyla İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nda işlem gören şirketlere yapılan uygulamalı çalışma ile hem CEO değişim sebepleri hem de kurumsal yönetim prensipleri ve CEO karizması ölçülmeye çalışılmıştır.

Çalışmamızda araştırdığımız konulardan kurumsal yönetim prensiplerine ait literatür gelişimi ikinci bölümde, CEO karizması ile ilgili literatür gelişimi üçüncü bölümde ve son olarak CEO değişim sebeplerine ilişkin yapılan çalışmalar dördüncü bölümde yer almaktadır. Çalışmanın modeli ve yapılan analizlere ait sonuçlar beşinci bölümü oluştururken, sonuç ve önerilere altıncı bölümde yer verilmiştir.

2. KURUMSAL YÖNETİM

Anonim ortaklık, pay sahiplerinden, sermaye piyasası yatırımcılarından, ortaklıkla ticari münasebete girişen veya girişecek olan kimselerden, işçi ve memurlardan, vergi alacaklısı ve topluma daha iyi bir hayat sağlama görevini yüklenmiş devletten oluşan büyük bir sosyal topluluğu ilgilendirmektedir (Şehirli, 1999). Bu topluluk, anonim ortaklıkların başarılı işleyişinden yararlanabildiği gibi, başarısızlığından da olumsuz yönde etkilenebilmektedir. Bu nedenle; kurumsal yönetimin kalitesinin, şirketlerin ekonomik faaliyetlerinin sonuçlarını pozitif yönde etkilemesi ve bu sonuçların etkin piyasa koşullarının sağlanmasıyla, hisse senedi fiyatlarına yansımaları beklenir (Gürbüz ve Ergincan, 2004).

2.1. Kurumsal Yönetimin Gelişim Süreci

ABD’de son on yıl içerisinde sermaye piyasalarına arz edilmiş kurumların performansları hüsrarla doludur. Milenyum ile beraber meydana gelen olaylar kamunun dikkatini Amerika’da ve dünyada kurumsal yönetime çevirmiştir. Enron, Arthur Andersen, World Com, Adelphia, Tyco gibi yıkımlar ve geniş yankı uyandıran skandallar şüphe ortamı yaratarak yatırımcılarda güvensizlik oluşturmuştur. Yatırımcıların elde ettikleri bilgilerin doğruluğu konusunda güvenleri azaldığı için hisse senetlerinin ticaretinde azalmalar yaşanmıştır. Bireyler, iflaslar ve işten atılmaların gerçekleşme olasılığı hakkında büyüyen endişelere kapılmıştır ve ortaya çıkan bu bozuklukların geçici mi yoksa sistemik mi olduğu sorusu tedirginlikleri arttırmıştır (Colley et al, 2004). Ayrıca 1997’lerin ortasında Asya’da başlayan finansal kriz daha iyi kurumsal yönetim standartlarının oluşturulması konusunda kural koyucuları –medya, hükümet, çeşitli düzenleyici kuruluşlar- harekete geçirmiştir (OECD Principles of Corporate Governance, 2004). Kurumsal yönetim konusunu baş sayfalara taşıyan nedenlerden biri gelişmekte olan ekonomiler ve gelişen piyasalarda yaşanan finansal krizler ve şirket skandallarıdır.

İletişim teknolojisinin gelişmesi ile birlikte önemini kaybeden ülke sınırları ve fonların bir piyasadaki diğerine kolayca yer değiştirmesi, küreselleşme ile artan

rekabet koşulları işletmeleri “çok ortaklı” olmaya zorlamıştır. Bu durumda geleneksel şahıs ve aile şirketleri hisse senedi ihracı yoluyla finansman ihtiyaçlarını karşılama yolunu tercih etmişler, bu da onları sermaye şirketi statüsüne taşımıştır. Modern işletmeciliğin ortaya çıkışında sahiplik ile işletmenin yönetsel kontrolü arasında bir ayrım olmuştur. Profesyonel yöneticilerin artan ekonomik ve yönetsel yükümlülükleri yönlendirebilme yetenekleri sayesinde, sahiplerin beklentilerinin ötesinde gelişme kaydedilmesi neticesinde işletmede yönetsel yetki devri kaçınılmaz bir tercih halini almıştır (Akin, 2004). Bu durumda yönetim kurulu ve vekil, sadece şirket kurucuları ve ana sermayedarların değil, tüm hissedarların ve paydaşların çıkarlarına hizmet etmekle sorumlu olmuştur.

Yatırımcılar hisse senedi yatırımı yaparken sadece kendi ülkelerindeki şirketler ile sınırlı kalmamakta, dünyanın her köşesinde ki yatırım araçları ile ilgilenmektedir. Yabancı yatırımların özellikle gelişmekte olan ekonomilerde verimliliğin, yatırımların, gelirin ve ihracatın artması ile finans piyasalarının derinleşmesi, gelişen piyasalara uluslar arası sermaye akışının hızlanması gibi olumlu etkileri vardır (Doğan, 2007). Bu sayede her geçen gün birbirine daha bağımlı hale gelen dünya ekonomilerinde, herhangi bir ülkede yaşanan ekonomik başarısızlığın tüm dünyayı etkilemesi nedeniyle, kurumsal yönetim problemi ulusal bir problem olmaktan çıkmış, uluslararası örgütlerin de dahil olduğu global bir nitelik kazanmıştır.

Ayrıca özel sektörün modern ekonomilerde artan rolü kurumsal yönetime olan ilginin fazlalaşmasına sebep olmuştur. Hızla gelişen başarılı işletmeler geleneksel anlayıştan uzaklaşarak büyük ve güvenilir olabilmek için kurumsal yönetim ile gelen ilkelere uygunluğu amaçlamışlardır (OECD Principles of Corporate Governance, 2004).

Özetle modern ekonomilerde kurumsal yönetimin öneminin artmasına neden olan gelişmeler;

- Gelişmekte olan ekonomiler ve gelişen piyasalarda yaşanan finansal krizler ve şirket skandalları,

- Özel sektörün artan rolü,
- Ülkelerin ekonomik olarak birbirine olan bağılılıklarının artması,
- Ortakların içinde buldukları yeni rekabet şartları olarak ifade edilebilir.

2.2. Kurumsal Yönetim Kavramı

Modern işletmelerde sahip ve profesyonel yönetici arasındaki farklılıklara dayanan kurumsal yönetim ilişkileri temel olarak Berle ve Means (1932)'in çalışmaları ile başlamıştır. Berle ve Means halka açık büyük şirketlerde yaşanan sahiplik ve kontrol yapısında ki ayrılığı profesyonel yöneticilerin şirketler üzerinde kurduğu hâkimiyetle açıklamıştır (Berle and Means, 1932'den aktaran: Bhagat et all, 1999). Sayıca fazla birey ve kurumdan oluşan modern işletmelerin sahiplik yapısı işletmelerin etkin olarak yönetilmesini engeller ve anlamlı bir koordinasyona ihtiyaç duyulur, buna bağlı olarak sahipler sorumluluk vermek suretiyle profesyonelleri işe alır (Yayla, 2006).

Kurumsal yönetim ile ilgili ilk uygulamalı çalışmalar Jensen ve Meckling (1976)'in işveren (hissedar) ve vekil (profesyonel yönetici) arasında çıkar farklılaşmasına dayanan temsil probleminin olduğunu belirtmeleriyle başlamıştır. Shelton'a (1998) göre günümüzün büyük ve çok ortaklı organizasyonlarında sahiplik ve yönetim fonksiyonlarının kaçınılmaz olarak birbirinden ayrılması ve ayrıca uygulamada şirket kurucuları ve ana sermayedarların sahiplik ile denetim fonksiyonlarını kendi çıkarlarına hizmet edecek şekilde kullanmaları ve şirket ortaklarının temel mülkiyet haklarını göz ardı etmeleri ve hatta suistimal etmeleri kurumsal yönetimin bilimsel anlamda doğuşuna ortam ve meşruiyet kazandırmıştır (Aktan, 2006).

Denis ve McConnell'e (2003) göre kurumsal yönetim, bir şirketin kendi çıkarlarını gözetken kontrol edenlerini (bunlar şirketin nasıl işletileceğine ilişkin kararları alırlar), şirketin sahipleri (sermaye sağlayanlar) için firma değerini maksimize edecek kararlar almaya sevk eden, hem kurumsal (institutional) hem de

piyasa bazlı (market based) mekanizmalar setidir. Millstein, kurumsal yönetim anlayışını, anonim ortaklıkların idaresinde ve faaliyetlerinde kâr elde etme ve kârı pay sahiplerine dağıtma ana unsuru ve amacını taşıyan geleneksel yapılarının yanında, gerek hissedarların gerekse yöneticilerin çıkarlarını gözeten, aynı zamanda diğer çıkar sahiplerinin –ortaklık çalışanları, müşteriler, alacaklılar, fon sağlayanlar ve devlet- haklarının da önemsendiği bir anlayış olarak tanımlamıştır (Millstein, 1998'den aktaran: Şehirli, 1999). Finans literatüründe yaygın olarak kullanılan bir diğer tanım ise kurumsal yönetimin, şirketlere finansman sağlayanların yatırımlarından bir getiri elde etme hususunda kendilerini güvende hissetmelerine, sağladıkları finansmanın iyi yönetilmesini sağlayacak yöneticiler bulunmasına ve bunun üzerinde kontrol güçlerinin olmasına yarayan yöntemlerle ilgili olduğunu ifade eder (Shleifer and Vishny, 1996).

Ekonomik İş Birliği ve Kalkınma Örgütü (OECD) kurumsal yönetimin bir şirketin yönetimi, yönetim kurulu, hissedarları ve diğer menfaat sahipleri arasındaki bir dizi ilişkiyi kapsadığını ileri sürmüştür. Yatırımcıların tüm haklarını gözeten, yatırımcı ile işletme arasındaki işbirliğini aktif hale getirmeye yardımcı olan, her iki tarafa ait iş, varlık ve sürdürülebilir finansal gücün oluşmasına katkı sağlayan, paydaşları yatırım yapma konusunda cesaretlendiren teşvik edici unsurlar içerir (OECD Principles of Corporate Governance, 2004). Kurumsal yönetim, makro ekonomik politikalardan, ürün ve faktör piyasalarındaki rekabet düzeyine kadar firmaların faaliyetlerini biçimlendiren bir dizi unsurdan oluşan daha geniş bir ekonomik çerçevenin içinde yer almaktadır (OECD Principles of Corporate Governance, 2004).

Kurumsal yönetim sistemi; hem ekonomik hem de sosyal hayatı olumlu etkileyecek etkin ve güvenilir bir yönetimin oluşumuna katkı sağlayan resmi ve düzenleyici kurallar çerçevesi üzerine kurulmuştur. İyi bir kurumsal sistem yönetimin kurul tarafından, kurulun da hissedarlar tarafından etkin bir şekilde kontrolünü sağlar. Böylelikle yönetim rekabet gücünü arttırıcı politikalar üretme hususunda kendini sorumlu hisseder ve kaynakları daha etkin kullanan firmalar ortaya çıkar.

Kurumsal yönetim, geniş anlamda şirket sahipliğine (ana sahip, pay sahibi ve menfaat sahipleri) ilişkin kuralları içerir. Geleneksel yönetimde şirket sahipliği "kurucu ana sermayedar" anlamına geldiğinden, kararlar ve uygulamalar şirket sahibinin iradi ve takdiri kararlarına bağlı bulunmaktadır. Geleneksel yönetim ile kurumsal yönetim arasındaki en temel fark "kurallar"(rules) ve "takdir" (discretion) yönündendir (Gürbüz ve Ergincan, 2004)

Gözlemedikleri sorunlarını yönetmenin yollarını bulan işletmeler gelişmeye devam etmektedirler. Zayıf performanslı şirketlerde, yönetim kurullarının işletmelerin karşısına çıkan problemleri doğru bir biçimde yönetmediği görülmektedir. Başarılı kurumların yönetim modelleri aşağıdaki karakteristik özelliklere sahiptir (Colley et all, 2004).

- Etkin yönetim kurulları yükümlülüklerini doğruluk ve yetki kavramları temelinde gerçekleştirir.
- CEO yönetim kurulu tarafından işe alınır ve işletmeyi idare etmesi için yetkilendirilir.
- Ticaret yapılacak alanlar yönetim kurulunun da öneri ve rızası ile birlikte CEO tarafında seçilir.
- Yönetim kurulunun da öneri ve rızası ile birlikte CEO geçerli iş konseptlerini ve kendi yönetim takımını kurar. İş konsepti kavramı; hizmet edilecek müşterilerin tanımlanması, üretilecek mal ve hizmetlerin belirlenmesi, bu ürün ve hizmetlerin üretim ve dağıtım süreçlerinin belirlenmesidir. Müşteri ihtiyaçlarını karşılayan iş konseptleri işletmeleri kârlı hale getiren doğru konseptlerdir.
- Sistem, organizasyonun paydaşlara karşı olan yükümlülüklerini yasalara uygun bir biçimde yerine getirmesini garanti altına almaktadır.

- Performansın tam olarak ve zamanında sahiplere ve yatırımcılara sunumu gerekmektedir.

Yönetim modellerini etkin bir şekilde uygulayamayan yönetim kurulları işletmeyi iflasa sürükler. Ancak önemli olan kurumsal yönetimin ilkelerini belirlemek değil, etkin bir biçimde uygulayabilmektir.

İyi kurumsal yönetim uygulamalarının hem şirket performansı hem de ülke açısından önemli yararları bulunmaktadır. Konuya şirketler açısından bakıldığında, kurumsal yönetim kalitesinin yüksek olması; düşük sermaye maliyeti, finansman imkânlarının ve likiditenin artması, krizlerin daha kolay atlatılması ve iyi yönetilen şirketlerin sermaye piyasasından dışlanmaması demektir (SPK, Kurumsal Yönetim İlkeleri, 2003).

Gompers, Ishii ve Metrick, kurumsal yönetim düzeyi üzerine yaptıkları çalışmada, kurumsal yönetim derecesi düşük olan şirket hisse senetlerini satın, yüksek olan şirket hisse senetlerini satın alan yatırım stratejisinin %8,5 kadar normal üstü getiri sağladığını hesaplamıştır, ayrıca, kurumsal yönetim düzeyi yüksek olan şirketlerin, daha yüksek şirket değeri, kâr ve büyüme oranına sahip olduklarını ve daha az sermaye harcayıp, daha az şirket satın aldıklarını tespit etmişleridir (Gompers, Ishii and Metrick, 2003'ten aktaran: Gürbüz, Ergincan; 2004)

Boubakri, Cosset ve Guedhami (2003) çalışmalarında Asya'da yakın zamanda özelleştirilmiş şirketlerde özelleştirme sonrası performans ve ortaklık yapısındaki değişimleri incelemişler ve daha önce devlete ait olan şirketlerin özelleştirme sonrasında kârlılığının, etkinliğinin ve üretkenliğinin arttığını saptamışlardır. Performansta gözlemlenen yüksek değişimin iki temel nedeni vardır, bunlar, kurumsal yönetim düzeyi ve ekonomik çevredir.

Klapper ve Love (2003) ise 14 gelişen piyasada (Brezilya, Şili, Hong Kong, Hindistan, Endonezya, Kore, Malezya, Pakistan, Filipinler, Singapur, Güney Afrika, Tayvan, Tayland, Türkiye) yaptıkları çalışmanın sonucu olarak şirketler düzeyinde kurumsal yönetim uygulamalarının büyük farklılık gösterdiğini ve zayıf hukuki sisteme sahip ülkelerde şirket bazında kurumsal yönetimin ortalamanın altında

olduğunu bulmuşlardır. Ayrıca, daha iyi kurumsal yönetimin daha iyi faaliyet performansı ve piyasa değerlemesi ile ilişkili olduğu bulunan diğer sonuçlar arasındadır.

Joh (2003) çalışmasını Kore şirketleri üzerinde yapmış, zayıf kurumsal yönetim sistemi çerçevesinde ortaklık yapısı ve hissedarlar arasındaki çıkar çatışmalarının kriz öncesinde şirketleri nasıl etkilediğini araştırmıştır. Ortaklık yapısı içinde kontrol gücüne sahip hissedarların yer aldığı şirketler, diğer şirketlere göre daha iyi performans göstermiştir.

2.3. Kurumsal Yönetimin İlkeleri

Yapılan çalışmalar ışığında her ülke için geçerli tek bir kurumsal yönetim modelinin olmayacağını söyleyebiliriz, oluşturulacak model ülkeye özgü koşulları da dikkate alınmalıdır. Bununla birlikte eşitlik, şeffaflık, hesap verebilirlik ve sorumluluk kavramları tüm modeller içinde yer alan ortak kavramlardır. Kurumsal yönetim, şirketlerin şeffaflık, hesap verebilirlik, eşitlik ve sorumluluk ilkeleri etrafında yeniden yapılanmalarını gerektiren ve en genel anlamıyla, kurumları yönlendirme ve icraatın performansını irdeleme sistemidir (Tüsiad, Özel Sektörün İhtiyacı, 2002)

2.3.1. Eşitlik (Adil Davranma)

Bu ilke, şirket yöneticilerinin alınacak kararlardan etkilenecek tüm kesimlere eşit uzaklıkta olmasını ve sadece belirli bir kesimin değil, şirketin varlığını sürdürmesi için gerekli tüm tarafların haklarının gözetilmesini ifade etmektedir, bu ilkeye bağlı kalınması durumunda temsil maliyetleri en az düzeye inecek, çıkar çatışmaları azalacaktır (Doğan, 2007).

SPK tarafından hazırlanan ilkelerde (2003) eşitlik kavramı; “şirket yönetiminin tüm faaliyetlerinde, pay ve menfaat sahiplerine eşit davranmasını ve olası çıkar çatışmalarının önüne geçilmesini” ifade eder (SPK, Kurumsal Yönetim İlkeleri, 2003).

2.3.2. Şeffaflık

Şeffaflık, herkesin her türlü bilgiye ulaşması demek değildir. Şirketlerin, rekabet güçlerini koruyabilmek için rakipleri tarafından öğrenilmesinde sakınca olan verileri kamuya açıklamamaları bu ilke ile çelişmez, ancak bilginin gizliliğini öne sürerek açıklama yapmaktan kaçınmalarında önüne geçilmesi için düzenleyici kuruluşlar tarafından gerekli düzenlemelerin yapılması gerekmektedir (Doğan, 2007).

SPK Kurumsal Yönetim İlkeleri'nde (2003) şeffaflık, ticari sır niteliğindeki ve henüz kamuya açıklanmamış bilgiler hariç olmak üzere, şirket ile ilgili finansal ve finansal olmayan bilgilerin zamanında, doğru, eksiksiz, anlaşılabilir, yorumlanabilir, düşük maliyetle kolay erişilebilir bir şekilde kamuya duyurulması olarak tanımlanmıştır.

Şeffaf bir sistem yönetenlerin kaynakları nasıl ve hangi amaçlara yönelik olarak kullandığı konusunda gerekli bilgileri sunarken, yönetime duyulan güveni artırır, kaynak kullanımında etkinliğin ve verimliliğin artırılmasını özendirir (Özbaran, 2001). Şeffaflığın amacı, kişi ve kurumların hatalı politikaları ve uygulamalarının ilgililerce fark edilerek, sorumlu tutulabilmelerinin sağlanmasıdır. Şeffaflığın sağlanamaması durumunda hesap verebilirlik kavramı da büyük ölçüde anlamını yitirir (Doğan, 2007).

2.3.3. Hesap Verebilirlik

Hesap verebilirlik, gücün kullanımı, yetki aşımı ve kural ihlali ile yakından ilgilidir, yöneticilerin aldıkları kararların doğruluğunu savunması ve sonuçlarının sorumluluğunu kabullenmesi gerekmektedir. Böylece yöneticilerin beklenmedik kararlar alma eğilimlerinin azalması, temsil sorunları içerisinde önemli yer tutan, yöneticilerin kendi çıkarlarını şirket çıkarlarının önünde tutmaları eğiliminin ve hissedarlarla yöneticiler arasında yaşanan çıkar çatışmalarının azalması beklenir (Doğan, 2007)

SPK' nın yaptığı tanımlamaya göre hesap verebilirlik; yönetim kurulu üyelerinin esas itibariyle anonim şirket tüzel kişiliğine ve dolayısıyla pay sahiplerine karşı olan yükümlülüğüdür (SPK, Kurumsal Yönetim İlkeleri, 2003).

2.3.4. Sorumluluk

Sorumluluk kavramı, şirket yönetiminin anonim şirket adına yaptığı tüm faaliyetlerinin mevzuata, esas sözleşmeye ve şirket içi düzenlemelere uygunluğunu ve bunun denetlenmesini ifade eder (SPK, Kurumsal Yönetim İlkeleri, 2003).

Hesap verebilirlik ile sorumluluk, birbirini tamamlayan iki ilkedir. Aynı konuya iki farklı açıdan bakan bu iki ilkedен hesap verebilirlik, yetki kullananlara yaptığı eylemleri ve gerekçelerini açıklama olanağı verirken, sorumluluk ilkesi, görev verenlerin bakış açısıyla verilen görevlerin gerektiği gibi yerine getirilip getirilmediğinin, sorumlulukların uygun biçimde kullanılıp kullanılmadığının sorgulanmasına olanak sağlamaktadır (Doğan, 2007).

2.4.KURUMSAL YÖNETİMİN BAŞLICA AMAÇLARI

Kurumsal yönetimin uygulanmasının birçok nedenleri ve gerekçeleri bulunmaktadır. Kurumsal yönetimin temel amacı, şirketle doğrudan ve dolaylı ilişki içerisinde olan tüm paydaşların haklarının korunmasıdır. Bunun yanı sıra kurumsal yönetimin başlıca amaçları (Aktan, 2006),

- Şirket üst yönetiminin sahip olduğu güç ve yetkilerin keyfi kullanımının engellenmesi; başka bir ifadeyle yönetimin güç ve yetkilerini kötüye kullanarak kendilerine özel menfaatler sağlamalarının ortadan kaldırılması,
- Yatırımcı haklarının korunması,
- Şirket hissedarlarının adil ve eşit muameleye tabi tutulmasının sağlanması,

- Şirketle doğrudan ilişki içerisinde bulunan menfaat sahiplerinin haklarının korunması ve güvence altına alınması, örneğin azınlık haklarının korunması,
- Şirket faaliyetleri ve finansal durumu ile ilgili olarak kamunun aydınlatılması ve şeffaflığın sağlanması, bu çerçevede hisse senetleri borsada işlem gören şirketlerin şeffaf olmaları ve kurumsal yatırımcılar ve diğer paydaşlar için önem taşıyan bilgiyi zamanında ve eksiksiz kamuoyuna açıklamaları,
- Yönetim kurulunun sorumluluklarının açık olarak belirlenmesi,
- Şirket üst yönetimin karar ve eylemleri dolayısıyla hissedarlara ve diğer paydaşlara hesap verme yükümlülüğünün temin edilmesi,
- Vekâlet maliyetlerinin (agent cost) azaltılması,
- Şirket kazancının pay sahiplerine ve daha genel olarak tüm menfaat sahiplerine hakları oranında geri dönüşümün sağlanması,
- Büyük hissedarların azınlık hisselerine el koyma tehlikesinin önüne geçilmesi,
- Uzun vadeli yatırım yapan kurumsal yatırımcılar açısından güven tesis edilmesi ve sermaye maliyetinin düşürülmesi, şirketin hisse senedi ihracı yoluyla finansman kaynaklarına kolay erişim imkanlarının artırılması,
- Risk alan sermayedar ile karar veren profesyonelin çıkar çelişkisinin kurallara bağlanarak kontrol altına alınmaya çalışılmasıdır.

2.5. Vekâlet Problemi Olarak Kurumsal Yönetim

Tüzel kişiliğe ait şirketlerin artmasıyla birlikte sanayi ekonomisinde hızlı bir artış gözlemlenmiştir. Sahipliğin ve yönetimin farklı ellerde tutulduğu bu tip işletmelerde kuvvetli denetleme hakkına sahip yönetim kurulları oluşturulmuştur ki, bunların öncelikli görevi yönetimi denetlemek ve yönetimde yer almayan şirket sahiplerinin haklarını gözetmektir. İşletmelerde etkin vekâlet sistemi kurabilmek için, yönetim kurulu üyelerinin seçilerek iş başına gelmelerine ve seçilen üyelerin en

büyük hissedarlar olmalarına özen gösterilmiştir. Bu durum vekil yöneticilerin hem sadakatinde artışa hem de herhangi bir yönetim boşluğunun oluşmamasına fayda sağlamıştır (Bhagat et all, 1999).

20. yüzyıl başlarında hem Amerikan ekonomisinin gelişmesi hem de bu ekonomi içerisinde faaliyet gösteren şirketlerin büyümesi sonucu yönetim kurulları şirketlerde eskiden sahip olduğu etki gücünü kaybetmiştir. Şirketler bölgesel sahiplik, kontrol ve yönetim şekline ulusal büyüklük ve kapsama geçiş yapmıştır. Sonuç olarak hissedarların sahiplik oranında önemli derecede azalmalar yaşanmış, küçük oranlarda hisse sahibi olan ortaklar işletme üzerinde yeterli baskı kurma hakkını elde edememiştir. Bu durum profesyonel yöneticilere olan ihtiyacı kaçınılmaz kılmıştır ve profesyonel yöneticiler şirketlerdeki kontrol mekanizmasının başına yerleşmiştir. Kontrol mekanizmasının yapısında yaşanan değişikliklerle birlikte, yönetim kendi gösterdiği adayları yönetim kuruluna atama hakkını elde etmiştir. Yönetim kurulu artık hem yöneticilerin (the insider director) hem de yönetimle ilişkili olan dışardan yöneticilerin (the outside or non-management director) oluşturduğu bir sistem haline gelmiştir. Dışardan olan üyelerin hisse sahiplerine karşı sorumluluklarını arttırmak amacıyla yaptıkları iş karşılığı ücretlendirmeleri söz konusu olmuşsa da, yine de temsil problemleri artmaya devam etmiştir. Oysa teorik olarak yönetim kurulu hisse sahiplerinin oluşturduğu bir mercidir ve yönetimin etkisinden arındırılmıştır (Bhagat et all, 1999). Walsh ve Seward (1990) kurumsal sistemde yönetim kurulunun iç kontrol sistemindeki sorumluluğunun altını çizmiş ve yönetim kurulunu nihai kontrol mercisi olarak tanımlamıştır.

Literatürde yer alan birçok çalışmada kurumsal yönetimin temelini vekâlet problemi olarak tanımlanan vekil (agent), sahip (principal) ilişkisi olduğu görüşü hâkimdir (Jensen and Meckling, 1976, Eisenhardt, 1989, Leker and Salomo, 2000). Vekâlet savaşları özellikle 1950'li yıllarda Amerika Birleşik Devletlerinde gözlemlenmiş, 60'lı yıllarda ise ele geçirme faaliyeti olarak çok popüler hale gelmiştir (Yayla, 2006).

Vekâlet ilişkisi hakkında ilk olarak çalışma yapan Berle ve Means sahiplik ve kontrol kavramları arasındaki ayrışmayı incelemiştir (Berle and Means, 1932'den

aktaran: Bhagat et all, 1999). Vekâlet problemine yönelik ilk tanımlamayı yapan Jensen ve Meckling'e (1976) göre ise vekâlet ilişkisi; bir ya da daha fazla kişinin (işveren-müvekkil), karar verme yetkisini de içerecek şekilde, kendi hesabına hizmet etmek üzere bir başka kişiyi (vekil) istihdam etmesini düzenleyen sözleşmedir. Bu ilişki genel olarak iki taraflı yapılacak bir sözleşmenin sonucu olarak oraya çıkar ki; işveren karar verme sorumluluğunu diğer tarafa yani vekile devreder ve vekil ücret karşılığı çalışan profesyonel yöneticidir. Vekâlet teorisinde birey, kişisel faydayı maksimize etmeyi amaçlayan rasyonel bir temel üzerine oturtulmuştur. Jensen ve Murphy (1990) hissedarların üst düzey yöneticilerden refahlarını arttıracak kararlar almalarını ve bu yönde faaliyetlerde bulunmalarını beklediklerini, fakat üst düzey yöneticinin bu faaliyetlerin kendisine ne kazandıracağını veya kaybettireceğini dikkate aldığı savunmuştur. Her iki tarafın ortak sorumluluğu fayda maksimizasyonudur, ancak kişisel amaçlarda uyumsuzluklar gözlemlenebilir (Ross, 1973, Jensen and Menckling, 1976). Bu uyumsuzlukların yani çıkar çatışmalarının ise firma değerini düşüreceği neredeyse kesindir. Bu durumda temsil çatışmalarını azaltmak için hissedarlar temsil maliyetlerine (agency costs) katlanmak zorundadır. Temsil maliyeti; müvekkilin yaptığı denetim giderlerinin, vekilin sözleşme maliyetlerinin ve vekil ile müvekkil arasındaki görüş farklılıklarından dolayı oluşan kayıpların toplamıdır (Doğan, 2007). Jensen ve Meckling (1976) temsil maliyetlerini üç başlık altında incelemiştir. Bunlar;

- Çeşitli gözlem harcamaları yoluyla yöneticilerin faaliyetlerinin denetlenmesi;
- Bonding harcamaları olarak tanımlanan bir takım tazminat ve garanti anlaşmaları
- Çeşitli maliyetlere katlanılsa da önlenmesi imkansız olan artık zararlar

Gözlem harcamalarının başında firma hakkında teknik bilgi vermek amacıyla hazırlanan çeşitli raporlar gelmektedir, bu raporların hazırlanması ve yorumlanması için firma sahipleri içeriden ve dışarıdan oluşan kurullar oluştururlar ki bunlar maliyeti arttırıcı unsurlardır (Büyükdereli, 2007).

Bonding harcamaları ise yöneticilerle firma sahipleri arasında yapılan, yöneticiye çeşitli kaynakların tahsisini ve hesap vermeksizin kullanım hakkını

tanıyan, bu sayede de yöneticilerin firma sahiplerinin aleyhine olabilecek maliyetlere neden olmamalarının amaçlandığı sözleşmelerdir. Bu anlaşmaya rağmen çeşitli maliyetler ortaya çıkıyorsa, bunlar yöneticiler tarafından katlanılması garanti altına alınmış maliyetlerdir (Jensen and Meckling, 1976).

Yöneticilerin aldığı kararlarla, firma sahiplerinin refahını maksimize edecek olan en iyi karar arasında muhakkak bir farklılık vardır, engellenemeyen bu farklılıklar artık maliyetleri oluşturur (Jensen and Meckling, 1976). Kaynakların yöneticilerce boşa harcanmaması için çeşitli projelere aktarılması fakat firma için iyi olacağı düşünülen bu projelerin de bir türlü sağlıklı yürütülememesi sonucu oluşan maliyetler bu konudaki en bilindik örneklerdendir (Büyükdereli, 2007).

Günümüzde birçok firma, yöneticilerin performansını etkilemek ve dolayısıyla çıkar çatışmalarını azaltmak ve temsil problemini minimum seviyeye indirmek için, denetimle birlikte ekonomik teşvikler paketi kullanmaktadır. Firmaların yöneticileri motive etmek için kullandığı teşvikler veya faktörleri Brigham ve Gapenski (1996) çalışmasında: (1) performans bazlı ödeme planları, (2) büyük hissedarların doğrudan müdahalesi, (3) kovulma tehlikesi ve (4) düşmanca ele geçirme (hostile takeover) tehlikesi olarak sınıflandırmıştır (www.archive.ismmmo.org.tr).

Holmström, yaptığı çalışmada ücret-performans ilişkisine temel oluşturan uygun ve teşvik edici kontratların söz konusu olduğu vekâlet teorisine göre CEO değişiminin aynı zamanda CEO'yu yapabileceğinin en iyisini yapmaya yönlendirdiğini savunmuştur (Holmström, 1992'den aktaran: Lausten, 2000). Ücret üzerine yapılan anlaşmalar ve işten çıkarma tehdidi üst düzey yöneticinin faaliyetlerini, hissedarların menfaatleri doğrultusunda düzenlemesi için kullanılan bir kontrol mekanizmasıdır (Jensen and Meckling, 1976, Walsh and Seward, 1990, Puffer and Weintrop, 1991). Şayet üst düzey yönetici işten çıkarılma tehdidi ile karşı karşıya olursa, firmayı nasıl yönlendireceğine karar verirken bu tehdidi de hesaba katar (Lausten, 2000).

Chakravarty (1987) vekâlet teorisinde öne çıkan iki önemli problemin kişisel amaçlardaki uyumsuzluk ve bilgi asimetrisi olduğunu savunmuştur. Burada bilgi asimetrisi ile hem vekilin farklı vasıfları hakkında işverene gerekli bilginin sağlanması, hem de vekilin kararları ve faaliyetleri hakkında yeterli şeffaflığa ulaşması kastedilmiştir. Şeffaflığını yitirmiş vekil davranışları işvereni çıkarlarındaki sapmaları araştırmak için CEO'nun faaliyetlerinin sonuçlarını kontrol etmeye mecbur bırakır. Bu durumda beklenen geri dönüş ile gerçekleşen performans arasındaki olumsuz ilişki CEO değişimi olasılığını artırır (Leker and Salomo, 2000).

Tüm bu açıklamalar ışığında, kurumsal yönetim, temsil sorunu yaşanan şirketlerde profesyonel yöneticiler, yatırımcılar ve kreditorler arasındaki çıkar çatışmalarını en aza indirmek ve adil bir şirket yapısı oluşturmak için gereklidir, ayrıca bilgi asimetrisi nedeniyle yöneticilerin sahip oldukları bilgileri kullanarak hissedarlar aleyhine olabilecek eylemlerini denetim altına almayı amaçlamaktadır (Doğan, 2007).

3. CEO KAVRAMI VE KARİZMATİK LİDERLİK

Çok uluslu ve çok sektörlü dev şirketlerin yönetim ihtiyaçları doğrultusunda 1970’li yıllarda ortaya çıkan CEO kavramı ile başlangıçta küresel bir yönetim düzeyi oluşturmak amaçlanmıştır. Avrupalı ve ABD’li şirketlerin genel müdürün üstü, yönetim kurulunun altı bir yönetici olarak tanımladığı CEO’ların 1980’li yıllardaki başarıları bu kavramın kurumsallaşmasına ve yaygınlaşmasına neden olmuştur (www.ba.metu.edu.tr). Türkiye’nin ve buna bağlı olarak iş dünyasının genç olması, bu kavramın kullanılmasını geciktirmiştir. Ancak şirketlerin büyümesi ve iş kollarında yaşanan yaygınlaşma neticesinde yeni işletme modellerinde bu pozisyona duyulan ihtiyaç artmış 2000’li yılların başında CEO kavramına geçilmiştir ki, kavram şimdiye kadar dilimize en yakın “icra kurulu başkanı” olarak tercüme edilmiştir. CEO vizyon ve strateji geliştirme sorumluluğu taşıyan, başka bir deyişle “insan-strateji-değerler” den oluşan üçgeni en iyi şekilde kuran ve yönetmesi beklenen bir mercidir.

3.1. CEO’nun Özellikleri

Dünya çapında başarılarıyla ün yapmış CEO’larla yaptığı röportajları kitap haline getiren Benton (Çeviren: İbrahim Şener; 2006), mükemmele yakın CEO’ların sahip olması gereken özellikleri yaşanan tecrübeler ışığında şöyle sıralamıştır.

1. **Kendilerine duydukları güven;** CEO’lar başkalarını –hissedar, müşteri, kreditor-ikna etmek için kendilerinden emin olmalı ve bunu hissettirmelidir.
2. **Davranışlarını kontrol altında tutmak;** CEO’lar organizasyon içindeki herkesin nasıl davranmaları ve hissetmeleri konusunda karar vermek için lidere baktıklarını kabul etmektedir. Dolayısıyla kendilerine nesnel olarak bakabilmeli ve kendi davranışlarını değerlendirebilmelidirler. İyi davranışlar başka insanları da olumlu olarak etkileyecek, hem şirket izlenimine hem de performansına katkıda bulunacaktır.

3. **Azimli olmak;** Şayet tüm CEO'ların yaklaşık yüzde 100'ünün sahip olduğu bir nitelik varsa, bu da azimdir. Healthcare CEO'su Leonard Abramson başarılı bir CEO'nun sahip olması gereken niteliklerin ilkinin inanç ve sebat, diğerlerini de kendi adına güvenli olma, ne olursa olsun haklı olduğuna dair güven duyma ve sorumluluk olarak sıralamıştır.
4. **Sürekli olarak kendini geliştirmek;** Çalışanlar, müşteriler, tedarikçiler, rakipler gibi CEO'nun çevresini oluşturan kişilerle etkin iletişimde olması, hatalardan ders çıkarması ve her gün yeni bir şey öğrenme arzusunda bulunması başarıyı da beraberinde getirir.
5. **Dürüst ve etik olmak;** Dürüstlük zamana, koşullara, ceza seviyesine ve konuşulan kişiye göre değişim göstermez, her birey için aynı ölçütlerde gerçekleşmelidir.
6. **Konuşmadan önce düşünmek;** Neil Georgi & Associates'in CEO'suna göre her şeyi bilmek olanaksızdır ve kimi zaman sessiz kalmak strateji geliştirmek için zaman kazandırır, bu da gereksiz duraksamaları ve tekrarları engeller ve daha zeki görünmenize yardımcı olur.
7. **Özgün olmak;** CEO, şirketteki herkesten daha fazla hayal gücü ile düşünmeli ve davranmalıdır, farklı olma riskini göze alarak yegane olabilmelidir.
8. **Alçakgönüllü olmak;** CEO'lar yeteneklerini göstermek konusunda sabırlı olmalıdır, aksi takdirde insanları şaşırtamazlar. Haklarında söylenen hoş şeyleri nezaketle kabul etmeli ancak inanmamalıdır. Zira işler iyi gitmediği zaman hak ettiklerinden daha fazla suçlanırlar.
9. **Tarzının farkında olmak;** Etkili tarz belli bir zaman içindeki uygun davranış biçimi olarak tanımlanmıştır. CEO'lar kişileri dengelemek ve çok sayıda tarz niteliklerinden faydalanma konusunda başarılı olmalıdır.
10. **Cesur ve biraz vahşi olmak;** Cesaretli olmak risk almak, hareket alanını genişletmek anlamına gelmektedir, bu para, strateji, plan, işlemler ve insanlar konusunda olabilir.
11. **Mizah duygusuna sahip olmak;** Mizah kültür, derece ve başka sınırlamaları ortadan kaldıran büyük bir dengeleyicidir. Çalışanların mutlu ve uyumlu olması iş yerindeki verimliliği doğrudan etkiler.
12. **Gerektiğinde tiyatral olmak;** CEO'lar rakiplerine, müşterilerine, çalışanlarına, bankacılara, yönetim kuruluna ve medyaya karşı rahat,

güven veren ve yetkin görünmelidir, böyle hissetmeler bile yapmalıdırlar, düşüncelerinin okunmasına izin vermemelidirler.

- 13. Ayrıntılara odaklanmış olmak;** Mükemmele yakın CEO'lara göre ne kadar yükseğe çıkarsanız, ayrıntılardan haberdar olmanız o kadar kritik olur. Ayrıntılara dikkat etmek, yanlış bir yola saptıktan sonra geri gelmenin getireceği sorunlardan kurtulmak ve zaman kazanmak anlamına gelmektedir.
- 14. İşinde iyi ve liderliğe istekli olmak;** CEO kendi işiyle ilgili teknik mükemmelliğe sahip olmalıdır. Çalışanların performansı, işe alımlar, satış raporları, net gelirler ve kar oranları, iş bağlantıları her daim CEO'nun masasının üzerinde duran sorunlardır. Bunları yönetmeye istekli olmalı, dinlenmeye, inanmaya ve izlenmeye değer olmalıdır.
- 15. Ekip insanları için savaşıcı olmak;** Yönetim büyük sabır ve paylaşım ister. Mükemmele yakın CEO'lar ahlaki ve etik olmayan konular dışında ekibi için herkesin önünde ve sahne arkasında savaşır. Böylelikle hem astlarına sadık kalmış olur hem de güven verir.
- 16. Hataları kabul etmek;** Risk ve hata birbirine çok yakın kavramlardır. Şayet hata yapılmıyorsa hiçbir şey yapılmıyor demektir. Asıl olan hataları yeterince alçakgönüllü karşılamak, potansiyel olarak onu düzeltme yeterliliğine sahip olmak ve tabii ki tekrarlamamaktır.
- 17. Dosdoğru olmak;** CEO'lar en az zamana ve sabra sahip insanlardır, kariyer basamaklarında yukarıya doğru çıkıldıkça hoşgörü azalır. Bu sebeple söylediklerinin ya da yazdıklarının düz ve basit bir anlaşılabilirliğe sahip olması gerekir, aynı şeyi karşılarındakilerden de talep ederler.
- 18. Kibar olmak;** Kibar bir tutum içinde olmak karşı taraftaki kişilerin de size karşı kibar olması sonucunu getirecektir. Karşılıklı saygı sorunların daha kolay ve etkin çözümünü beraberinde getirir.
- 19. Meraklı olmak;** CEO'lar yeni bilgiler öğrenmeye istekli olmalı ve eski bilgilerini de doğrulatmalıdır. Bunun için soru sormalı ve yanıtlarını almalıdır ki gelişimini sürdürülebilir kılabilsin.
- 20. Rekabetçi olmak;** İş yaşantısı sürekli olarak rekabetin yaşandığı bir ortamdır. Başarılı olabilmek için aynı gruptaki insanlardan daha rekabetçi olmak gerekmektedir.

- 21. Esnek olmak;** Esneklik bir sosyal toplantıda topluluğun liderliğini yapmanın yanı sıra çalışanlar ile omuz omuza iş yapmak anlamına gelmektedir, inatçı, resmi ve katı olmamak demektir. Yeni koşullara karşı tavır değiştirebilen liderler yeni olan herhangi bir şeye karşı tavır takınabilirler.
- 22. İyi bir öykü anlatıcısı olmak;** Uygun öykülerle resim çizmek daha geniş insan gruplarıyla daha güçlü iletişim kurulmasını sağlar. CEO'yu eğlenceli ve karizmatik yapar.

3.2. CEO'nun Organizasyon Üzerine Etkisi

CEO'nun organizasyon üzerinde önemli bir etkisinin olduğuna dair genel bir kanı vardır (Reinganum, 1985, Thomas, 1988). CEO üstlendiği rol ve sergilediği davranışlar doğrultusunda organizasyonun elde edeceği yararı etkiler.

Hart ve Quinn'e göre CEO vizyon kurucu, motivasyonu sağlayan, analiz yapabilen ve görevinin üstesinden gelen kişidir (Hart and Quinn, 1993'den aktaran: Wang, 2002). CEO'nun sorumluluğu özellikle işe başladığı dönemde çok büyüktür, çünkü organizasyonun başarısı ve başarısızlığından sorumlu tutulan kişidir. Operasyon, pazarlama, satış, finans, insan kaynakları, strateji belirleme, işletme kültürü oluşturma gibi birçok görev CEO'nun sorumluluğundadır. CEO'nun ana görevi strateji ve vizyon oluşturmaktır, yani CEO işletmenin gideceği yönü belirleyen kişidir. İşletmenin hangi pazara hangi ürünle katılacağına, rakiplerine karşı uygulayacağı politikalara, farklılaşmak için yapılması gerekenlere karar veren CEO'dur.

Bennin ve O'Tooles, standart yönetim yetkinliğinden daha fazlasına sahip olan, dürüstlüğü, güvenilirliğini, iletişim becerisini ve amaç üretmedeki yeteneğini kullanabilecek daha faydalı yöneticilerin işletme performansını etkileyeceği görüşündedir (Bennin and O'Tooles, 2000'den aktaran: Tosi et al, 2004).

Araştırmacılar, büyük firmalarda atanan yeni yöneticinin finansal performansı etkileyip etkileyemeyeceği hususunda farklı sonuçlara ulaşmıştır. Bunlardan bazıları yöneticinin önemli olmadığı görüşündedir, çünkü firmalar –özellikle büyük olanları-

kendi yollarında faaliyetlerine devam ederler (Liberson and O'Connor, 1972). Benzer şekilde Gamson ve Scoth'da yönetici değişiminin önemli olmadığını, çünkü vekilin sadece bozulmadan sorumlu bir günah keçisi olduğunu ifade eder (Gamson and Scoth, 1964'ten aktaran: Lubatkin et all, 1989). Martin (2002) zayıf performansın zayıf yönetimden çok şansa bağlı olduğunu ancak bunun sonuçlarına üst yöneticinin katlanmak durumunda kalacağını söyler. Yapılan bazı çalışmalarda ise liderin önemli olduğu görüşünü savunanlar da vardır (Weiner and Mahoney, 1981). Ancak değişimden kaynaklanan bozulmalar başarısız yönetimin yerine yenisinin atanması durumunda oluşacak pozitif etkiyi azaltır. Diğer araştırmacılar ise işin gerekleri ve liderin sahip olması gereken karakteristik özellikleri göz önüne alarak yeni atamaların şirketlerin finansal performansına pozitif, negatif veya nötr etkisini gözlemlemek üzere çalışmaya devam etmektedir (Hartog and Verburg, 1997, Waldman et all, 2004, Agle et all, 2006).

3.3. Karizma Kavramı ve Tarihsel Gelişimi

Liderlik teorilerinin karmaşıklığının artması araştırmacıları yeni teoriler üretme noktasında harekete geçirmiştir. Araştırmacılar liderlerin belirli özellikleri üzerine odaklanmışlardır, bunun sonucunda ortaya atılan yeni liderlik teorilerinden birisi de karizmatik liderliktir. Karizmatik liderlik konusu sosyoloji, psikoloji, örgütsel davranış, tarih, yönetim, insan kaynakları ve siyaset bilimi gibi sosyal bilimlerin çeşitli dalları tarafından ele alınmaktadır. Karizmatik liderlik konusunun bu kadar farklı disiplinler tarafından ele alınması, üzerinde fikir birliği sağlanan bir tanım yapmayı güçleştirmektedir.

Karizmatik liderlik konusunda çok sayıda araştırma yapılmıştır. Eski Yunan uygarlığına kadar uzanan bir geçmişe sahip olan kavram eski Yunanca'da "ilahi ilham yeteneği" veya "ilahi hediye" anlamına gelmektedir, bununla birlikte kavram yönetim ve işletme literatüründe ilk defa "karizmatik yetki" olarak Max Weber tarafından kullanılmış ve liderlikle ilgili pek çok araştırmanın konusu olmuştur (Conger et all, 1997).

House'a (1999) göre karizma, bir insanın diğer kişi ve kavramlar üzerinde sahip olduğu hislerin teklifi, bu hislere duyulan arzu, kişisel çekicilik ve kişisel

gücün daha yüksek olmasına dayanır. Weber'e göre, karizmatik lider izleyenleri kendi bilgi ve inançları doğrultusunda etkiler, güven duygusu oluşturur, liderin sahip olduğu yetenekler sayesinde işletmenin vizyonunu gerçekleştireceğini savunur (Weber, 1947'den aktaran: Fiol et all, 1999).

Bir başka çalışmada karizmatik lider (CEO) "hem geleneksel yönetim becerileri olan ve bunları firmaya yansıtan, uygun ve tutarlı bir model içinde davranışları koordine edebilen hem de firmaya vizyon ve yenilik getiren, bunu kuran kişi" (Hambrick and Fukutomi, 1991) olarak tanımlanmıştır.

Karizmanın resmi örgütlerde nasıl değerlendirildiğine yönelik en önemli çalışmanın House'un 1977 yılında geliştirdiği Karizmatik Liderlik Kuramı olduğu söylenebilir. Etkileşimsel liderlik anlayışının savunucusu olan House (1977) karizmatik liderleri yüksek özgüvene ve etkileme gücüne sahip, kendi inançlarının ahlaki yönden doğru olduğuna güçlü bir şekilde inanan ve buna ikna etme yeteneğine sahip kişiler olarak tanımlamıştır (Yukl, 1999). Güç için duyulan ihtiyaç lideri izleyicilerini etkileme yönünden çaba sarf etmeye güdülerken, özgüven ve güçlü inançlara sahip olma ise, izleyicilerde liderin yargılarına güven duygusunu artırır, bu karakteristiklere sahip olmayan bir liderin, insanları etkileme çabalarının muhtemelen boşa gideceği söylenebilir (www.merih.net).

House'a (1999) göre karizmatik lider, gelecekle ilgili cazip bir vizyon geliştirerek çalışma grubunda daha anlamlı bir coşku oluşturabileceği gibi, izleyicileri arasında heyecan duygusu da yaratır. Misyonun ve vizyonun lider tarafından açık ve net bir biçimde ifade edilmesi, izleyicilerin grup misyonuna daha fazla bağlanıp, grup hedeflerini daha fazla yüklenmelerini sağlayabilecektir. Bununla birlikte karizmatik lider, izleyicilerine yüksek beklentilerini aktarabilmeli ve kendi belirlemiş olduğu hedeflere izleyicilerinin ulaşma yeteneğine güvendiğini onlara hissettirmelidir. Böylelikle motive edilmiş, özgün başarı standartlarına ulaşmayı hedefleyen bir grup yaratabilecektir.

Karizmatik lider, izleyicileri için muhtemel rol modeli oluşturur. İzleyiciler lideri daha cazip, yeterli, başarılı algıladıkça, kendilerine liderlerinin değerlerini, işle ilgili etkilere yönelik heyecanlı tepkilerini, işe ve örgüte yönelik tutumlarını, etkin başarımla ile arzulan sonuç arasındaki ilişkiyi dikkate alan beklentilerini model

olarak alırlar. Bu durumda izleyiciler lider ve misyonu arasında fark gözetmez, coşkuyla bağlanır, misyonun başarılmasına katkıda bulunabileceklerine inanırlar ve bunun için yüksek performans gösterirler (Fiol et all, 1999).

Karizmanın en önemli değişken olduğu dönüştürücü (transformasyonel) liderlik üzerine yapılan çalışmalarda yenilikçi liderin izleyiciler üzerinde önemli etkiye sahip olduğu ispatlanmıştır (Fiol et all, 1999, Conger and Hunt, 1999, Agle et all, 2006). Ayrıca transformasyonel lider öz değerlilik (onur), güvenilirlik ve dürüstlük hususlarında ve görev gereklerinin daha ötesinde çalışmaların yapılmasını motivasyon noktasında etkindir.

Conger ve Kanungo, 1987 ve 1988 yıllarında yapmış oldukları çalışmalarda karizmanın atıfsal bir olgu olduğu varsayımına dayanan bir liderlik teorisi geliştirmişlerdir (Conger and Hunt, 1999). Bu teoride liderlik kalitesinin bireylere etkisini, grup üyelerinin bireysel olarak kabul edip atıfta bulunması şeklinde açıklamışlardır. Bu nedenle de ortaya koymuş oldukları teori karizmatik liderliğe atıfta bulunulmasını sağlayacak muhtemel davranış tarzlarının ortaya konulmasına yöneliktir. Şayet izleyicilerin karizmaya atıfları, liderin gözlemlenen davranışlarına dayanıyorsa bu atıfa neden olan davranışsal bileşenleri tanımlayarak karizmanın doğasını açıklamak mümkündür.

Conger, Kanungo, Menon ve Mathur (1997) göre karizma atfını sağlayan lider özellikleri şunlardır:

- a. Vizyon Belirleme: Vizyon firmanın amaçları ve gelecek hedefleri için tercüman olmalıdır. CEO böyle bir vizyon oluşturmak için sosyal, ekonomik ve teknolojik trendleri takip etmeli, organizasyonu için gerekli bilgileri seçip, uygun amaç oluşturması gerekir (Wang, 2002). Conger ve arkadaşları, bir vizyonun anlaşılır olması, ideal hedefleri ifade etmesi, mevcut durumla mücadele etmesi, üyelerin kişisel beklentilerine yönelmesi, risk ögesi içermesi ve gelecek hedefleri gerçekleştirmek için yeni fırsatları iyice anlamının yani girişimciliğin gereğini vurgulamışlardır. Buna karşılık karizmatik olmayan liderler daha sıradan ve geleceğe

- uygun olmayan hedefleri vizyon olarak belirlerler ki bunlar daha az ilham yeteneğiyle bağdaşacak davranışlardır (Conger et all, 1997).
- b. Üye İhtiyaçlarına Duyarlılık Gösterme: İnsan ilişkileri ve iletişim yeteneği liderlik için çok gerekli iki özelliştir. Üye ihtiyaçlarına ilgi duyan bir liderin vizyonunu izleyicilerine çok açık ve zorlayıcı bir şekilde ileterek motive edebilmesi gerekmektedir (Tait, 1996). Karizmatik liderlerin üye ihtiyaçlarına duyarlılık göstermeleri, izleyicilerin daha fazla bağlılık göstermelerine neden olur.
- c. Çevresel Duyarlılık Gösterme: Liderlik hem fiziksel çevre (teknolojik sınırlama, kaynak yetersizliği, vs.) hem de sosyal ve kültürel çevre (kültürel normlar, politik durumlar, vs.) ile ilgili sınırlamaları da dikkate almayı gerektirir. Bu gelecekle ilgili kaosları çözmeyi ve radikal reformları da beraberinde getirecektir. (Conger et all, 1997).
- d. Sıra Dışı Davranış Sergileme: Karizma vizyona geleneksel olmayan yöntemlerle ulaşmaya çalışan liderlere atfedilir. Karizmatik lider yenilikçi stratejiler kullanarak onu takip edenleri vizyonu başarmak için her türlü fedakarlığa katlanmaya motive eder ve böylelikle kendisine daha büyük ustalık atfedilmesini, hayranlık duyulmasını sağlar (Yukl, 1999)
- e. Kişisel Risk Üstlenebilme: Risk karizmatik liderlere ait kişisel yatırım sembolü olmuştur. Bağlı bulunduğu örgütün ve liderlik ettiği izleyicilerin yararına kişisel risk almaları ve fedakarlıkta bulunmaları lidere duyulan güveni arttırdığı gibi çalışanların vizyonu gerçekleştirmek için gösterdiği çabayı ve sadakat duygusunu da tetikler Conger et all, 1997).
- f. Mevcut Durumu Sürdürmeme: Karizmatik liderler değişimi başlatan, vizyonlarını başarmak için geleneksel olmayan yöntemler deneyen liderlerdir. Bu davranışlar mükemmel karakter atfedilen liderin teklik, yaratıcılık özelliklerini daha da kuvvetlendirir. Mevcut durumu korumaktan çok yenilikler peşinde koşarak bir değişim atmosferi yaratma, yani statükoyu sürdürmeme eğilimleri vardır (Conger et all, 1997).

Karizma, liderlik kabiliyeti için bir ölçüdür, görev yapan CEO'nun kişisel başarısını ölçmek için kullanılabilirliği gibi yönetim tarafından firma performansının değerlendirilmesinde de bir kriterdir. Karizmatik CEO, yönetim kurulu tarafından karışık durumlarla baş edebilecek lider olarak görülür, bu nedenle de hak ettikleri değer yüksektir. Karar alıcılar tarafından kaos dönemlerinde CEO'nun hisleri, elde ettikleri sembol ve işaretlerden geliştirdikleri her türlü yorum rasyonelliği arttırmak için kullanacakları önemli veridir. Shamir, House ve Arthur (1993)'a göre kaos durumundaki artış CEO'nun başarı elde etmek için sergileyeceği yetenekleri tahmin edilebilir boyutların ötesine taşır (Hartog and Verburg, 1997)

Waldman, Javidan ve Varella (2004) yaptıkları çalışmada firma performansına etki eden üç faktör üzerinde durmuştur. Bunlar stratejik değişim, CEO karizması ve çevresel kaos durumlarıdır. CEO karizmasının lider ile izleyicileri arasındaki ilişki olarak tanımlandığı bu çalışmada liderin göstereceği anahtar davranışların izleyiciler üzerinde olumlu sonuçlar verdiği sonucuna varılmıştır. Bu anahtar davranışlar firmanın misyonu ile ilgili fikir uyandırmalı, geleceği için tercüman olmalıdır. Ayrıca lider tarafından oluşturulan sezgisel vizyon güçlü imge, inanç ve değerlere dayandırılmalıdır. Buna ek olarak CEO'nun sergilemesi gereken diğer davranışlar ise firmanın amaçlarını tamamlaması ve iletişimde beklenen yüksek performansı gerçekleştirmek için kararlı olmasıdır. Tüm bu davranışların olumlu yansımaları sonucu izleyiciler liderlerine tam güven duyarlar, saygı duyarlar, hayranlık duygusu beslerler, kendilerini onun varlığı ile iyi hissederler.

Karizma üzerine yapılan birçok çalışma sadece CEO ve firma performansı üzerine odaklanmaktansa başka kriterler üzerinde de durmuşlardır. Örneğin, Amerikan firmaları üzerinde yapılan bir çalışmada karizma ve performans arasında anlamlı bir ilişki bulunmuş, aynı zamanda karizmatik lider davranışlarının yüksek kişisel performansa ve grup performansına bağlı olduğu sonucuna varmışlardır (Howell and Frost, 1989). Çalışmalarında CEO karizmasının finansal performans ile arasında pozitif ilişkinin var olduğu, var olan bu ilişkinin belirsizlik ve kriz dönemlerinde daha da şiddetlendiği ve CEO'nun elde ettiği kazancın karizmasıyla pozitif ilişkide olduğu hipotezlerinin doğruluğunu araştıran Tosi, Misangyi, Fanelli, Waldman and Yammiro (2004), en büyük Amerikan şirketleri arasından seçtikleri 59 şirket üzerinde araştırma yapmışlardır. CEO karizması ile firma performansı arasında

doğrudan bir ilişki olduğunu saptayamamışlar, ancak belirsizliğin hakim olduğu durumlarda CEO karizmasının önem kazandığını vurgulamışlardır. Belirsizliğin olmadığı ya da düşük seviyelerde olduğu durumlarda hissedarların elde ettiği getiriler karizma ne olursa olsun benzerdir. Bununla beraber, belirsizliğin hakim olduğu koşullarda yüksek karizmalı CEO'lara verilen değer piyasa nezdinde artış gösterir.

Tüm bu tanımlamalar ışığında karizmatik liderliğin birçok liderlik biçiminde olduğu gibi güven ilham etmek gibi psikolojik bir yönünün olduğu, rasyonel ekonomik davranışları reddettiği, karizmatik eğilimin toplumların tamamında farklı derecede ortaya çıktığı, rutin ve kurumsal kalıcılığın karşısında yer aldığı, karizmanın kaos ortamında önem kazandığı, yenilikçi ve değişken olduğu anlaşılmaktadır (Arklan, 2004).

4. CEO DEĞİŞİMİ ve FİNANSAL PERFORMANS

Stratejik yönetim literatüründe tepe yöneticinin (CEO) firmanın takip edeceği stratejik yönü belirleyen önemli bir unsur olduğu varsayılır. Bu varsayım CEO değişiminin yaratacağı etkileri gözlemlenerek test edilebilir. CEO değişimi, yönetim araştırmaları literatüründe yaygın olarak araştırılan bir konudur. Bu çalışmalar değişimi tahmin etmeye ve açıklamaya çalışsa da bilhassa CEO değişikliklerinin etkisine odaklanmıştır. CEO değişimi konusuna artan bu ilgi aslında CEO değişimi ve firma performansının birbiriyle yakından ilişkili olduğunun, birinin diğerine bağımlı olduğunun düşünülmesinden kaynaklanır (Leker and Salamo, 2000).

Lubatkin ve arkadaşları (1989) yönetici değişikliklerinin finansal performansta oluşturabileceği etkinin daha geniş bir şekilde araştırılmasını sebeplere bağlamıştır. Bunlardan ilki, liderin büyük organizasyonlarda yol açtığı değişimin iş dünyasında da kolaylıkla gözlemlenebilen örneklerinin olduğudur. Örneğin; Jack Welch'in General Electric'e, John Opel'in IBM'e ve Lee Iacocca'nın Chrysler'e yaptığı katkıyı gözden kaçırmak neredeyse imkansızdır (Lubatkin et al,1989). İkinci sebep olarak, birçok çalışmada yeni vekilin değişim öncesi performansın göz önüne alınarak değerlendirilmesi gereğinin yerine getirilmediğini öne sürmüşlerdir. Şayet yeni lider yüksek performanslı bir firma devralırsa gelecek performansı etkilemek için çok önemli bir fırsatı da eline geçirmiş olur. Bununla birlikte düşük finansal performans liderin organizasyona adapte olma sürecini de etkileyecektir. Çünkü düşük performans acil önlemler gerektirdiği gibi alışlagelmiş statükolardan ayrılmayı gerektirir.

CEO değişimi ve firma performansını konu alan ilk önemli çalışmalar 1980'li yıllarda yapılmıştır. Kurumsal yönetim ile ilgili literatürde en çok araştırılan konu üst yönetim değişikliği ihtimali ile bunun firma kârı ve hisse fiyatları üzerine etkisinin olduğu durumdur (Shleifer and Vishny, 1997). Amerika'da yapılan çalışmalar arasında Schwartz ve Menon (1985), Warner, Watts ve Wruck (1988), Fredrickson, Hambrick ve Baumrin (1988), Lubatkin, Chung, Rogers ve Owers (1989), Canella, Lubatkin ve Kapouch (1991), Datta ve Guthrie (1994) ve Denis ve Denis (1995) ile Japonya'da yapılan çalışmalar arasında Anderson, Jayaraman ve Mandelker (1992),

Kaplan (1994) ve Kang ve Shivdasani (1995) üst yönetim değişikliği ihtimali ile firma kârı ve hisse fiyatları arasında negatif ilişki olduğu yönünde bulgulara ulaşmışlardır. Bununla birlikte Dalton ve Kesner (1983), Friedman ve Singh (1989), Davidson, Worrell ve Cheng (1990) ve Puffer ve Weintrop (1991) Amerika’da yaptıkları çalışmalarda üst yönetim değişiklikleri ile firma performansı arasında istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki olduğu yönünde bulgulara ulaşamamışlardır, bunların yanı sıra Morck, Shleifer ve Vishny (1988) bu değişkenler arasında anlamlı pozitif bir ilişkinin var olduğunu ifade etmişlerdir (Dahya et al, 1998).

CEO değişim süreci, yapılan çalışmalarda genellikle iki adımda incelenmiştir. Bunlardan ilki değişim öncesi süreçtir ki bu sistem içi bir değişkendir, ikinci adımda ise CEO değişikliklerinin organizasyonun kârına etkisi incelenmiştir. Değişim öncesini konu alan çalışmalar değişime sebep olan etkileri anlamaya yoğunlaşmıştır ki performans verileri değişim ihtimalini büyük ölçüde arttırır, bu durum vekâlet teorisiyle de örtüşür. İşletme performansının CEO değişiminde önemli etkiye sahip olmasına rağmen bu ilişkinin başka sebeplere de bağlı olduğunu söyleyebiliriz. CEO’nun işten çıkarılma ihtimalini gözlemleyebilmek için dolaylı olarak performansı etkileyen sosyal ve politik faktörleri de dikkate almak gerekir. Sosyal ve politik faktörler; 1) yönetim kuruluna ait beklentiler, 2) yönetimin sadakati, 3) atanacak alternatif kişilerin varlığı ve 4) görevdeki CEO’nun gücü olarak sınıflandırmıştır (Fredrickson, Hambrick and Baumrin, 1988). Tüm bu sıralanan faktörler değişim ihtimalini etkiler ki, CEO değişimi işletmenin performansı iyiye de gözlemlenebilir veya kötü olduğu halde CEO’nun senelerce pozisyonunu koruduğu durumlarla da karşılaşılabilir. Bu faktörlere etki eden objektif unsurları ise yönetim kurulunun yapısı, işletme ve endüstrinin yapısı, görevdeki CEO’nun ve yerine atanacak kişinin özellikleri olarak ayırma tabi tutmuşlardır. İşletmenin durumunu yansıtan önceki performans değerleri ile endüstrinin performans değerleri yönetim kuruluna ait beklentilerin oluşmasını sağlar. Rekabetçi firmaların performans değerlerinin ortalaması olarak belirlenen endüstrinin performans düzeyinde önemli değişmeler yaşandığında, yönetim kurulu bu durumda üst yöneticinin çok büyük rolü olduğu kararına varır ve düşük performans gösteren CEO görevden uzaklaştırılır. Coughlan ve Schmidt’e göre performansa dayalı değişiklikler genellikle CEO normal emeklilik yaşının altında iken görevden ayrıldığında gözlemlenir (Coughlan and Schmidt, 1985’ten aktaran: Leker and Salomo, 2000).

CEO değişimini konu alan çalışmalarda değişimin yaşanıp yaşanmadığına dair nominal ölçeklerle, buna bağlı olarak görevde geçen süre gibi sayısal ölçeklere yer verilmiştir (Schwartz and Menon,1985; Warner, Watts and Wruck,1988). Poensgen ve Lukas'a göre normal emeklilik yaşı değişimin kurallara bağlı gerçekleşip gerçekleşmediğini ölçmek için kullanılan temel değişkendir (Poensgen and Lukas, 1982'den aktaran: Leker and Salomo, 2000). James ve Soref (1981) değişiklik çeşitlerini firma tarafından yayınlanmış bilgiler işığında sınıflandırmayı önermiştir. Fakat güvenilir ve yeterli bilgiler elde etmek oldukça güçtür. Çünkü gerçekleşme sebebi ile ilgili bilgiler genellikle doğruyu yansıtmaz. CEO'nun işten kovulması asla bu şekilde kamuya duyurulmaz, istifa veya erken emeklilik genellikle tercih edilen sebeplerdendir.

Kuruluş aşaması hariç, bir CEO ile anlaşmış olan kurul her zaman var olan CEO'nun yerine yenisini seçme durumu ile karşılaşabilir. Kurulun bu seçimi yapmasını gerektiren şartlar aşağıda belirtilen değişkenlere göre büyük farklılıklar gösterebilir. (Colley et all , 2004)

- Lider değişimindeki sebepler; normal emeklilik, ölüm veya maluliyet, istifa, işten ıkarma
- Kurulun bu değişikliğin farkına vardığı esnadaki zaman aralığı; uzun süreli sezgi, kısa süreli sezgi, beklenmedik an
- İşin hali hazır durumu; güçlü, istikrarlı, zayıf, kriz dönemi
- Sonuçların yönü veya eğilimi; pozitif (gelişen sonuçlar), istikrarlı (sabit sonuçlar), negatif (azalan sonuçlar)

Bu değişkenlerden yola çıkarak üç olası senaryodan bahsedilebilir. Bunlar (Colley et all, 2004);

- Senaryo 1: Sıradan Geçiş; kurulun başarılı bir CEO'nun normal emekliliği durumunda güçlü şartlarla gelişen sonuçlar veren bir işte, geçişin hazırlanması ve planlaması için yeterince zaman imkanının bulunduğu ideal senaryo.
- Senaryo 2: Beklenmedik Geçiş; Başarılı bir CEO'nun azalan sonuçların ve zayıf şartların olduğu bir iş kolunda beklenmedik

ayrılışı kurul için en kötü senaryolardan biridir. Genel olarak bu durum şirket zayıf durumda iken iş yapamaz hale gelen veya beklenmedik şekilde ölen CEO anlamındadır. Kurulun ilk düşüncesi zayıf bir firma için yeni birinin acilen bulunmasıdır. Benzer durum CEO ansızın firmayı terk ettiğinde de ortaya çıkar ki bu durum istifa sebeplerine göre şirkete değişik seviyelerde zararları da içerebilmektedir

- Senaryo 3: İşten Çıkarma; diğer bir stres dolu senaryo da başarılı olamamış bir CEO'yu işten çıkarttıktan sonra yerine yenisinin seçimidir. Bu koşullardaki işler çok değişik performans sonuçları ve eğilim değişimleri gösterebilir.

Farklı bir sınıflandırma yapan Leker ve Salomo (2000) CEO değişimi ve yayınlanmış firma performansı arasındaki ilişkiyi 88 Alman şirketini temel alarak açıklamıştır. CEO değişim periyodundaki performansın önemli ölçüde CEO'nun değişim şekline bağlı olduğunu savunmuştur. Leker ve Salomo'ya (2000) göre CEO değişim sebepleri:

- “kaçınılmaz, önlenemez değişiklikler”; bunlar emeklilik, hastalık ve ölüm halleri olarak sınıflandırılmıştır.
- CEO'nun kararı üzerine gerçekleşen “gönüllü değişiklikler”; bu durum CEO'nun başka bir şirkete geçmesi olarak açıklanmıştır.
- Bağlayıcı yönetim kurulu kararı üzerine gerçekleşen “gönülsüz değişiklikler”; bu durum şirket politikasında meydana gelen değişiklikler sonucu yaşanır.

Yönetim kurulu gönülsüz değişikliklerde aktif rol oynayan kontrol mekanizmasıdır, CEO'yu denetleyen mercidir. Yönetim kurulu tarafından belirlenmiş performans beklentilerini yerine getirmekle görevli CEO, bu beklentilerin altında gerçekleşen performanstan sorumludur ve bunun sonuçlarına katlanır (Puffer and Weintrop, 1991).

Yaşanan değişikliklere performanstan başka sebepler de konu olmuştur. “Günah keçisi” bir teori olarak Holmstorm (1979) tarafından açıklanan vekalet modelinde yer almıştır (Leker and Salamo, 2000). Bu teoriye göre yönetim kalitesi yöneticiler sayesinde değiştirilemez ve zayıf performans zayıf yönetimin sonucu

değildir, çoğunlukla şansa bağlı yaşanır (Martin, 2002). Ancak üst düzey yöneticiler şartlar iyi gittiğinde ödüllendirilirken, kötü gittiğinde görevden uzaklaştırılırlar.

Üst yöneticinin değişimi piyasaya pozitif işaret göndermek için seçilen sembolik bir harekettir. Kişisel problemlerin ve beklentilerin artması da değişime sebep gösterilebilir. Her iki durumda da yönetim kurulu değişim sürecinde itici güç rolünü üstlenir (Leker and Salamo, 2000).

Vekalet ilişkisi genellikle krizle ilişkili olarak kamuya sürpriz bir şekilde açıklanan gönülsüz değişimlerle anılır. Schwartz ve Menon (1985) batmak üzere olan firmalarda yönetici değişikliklerini incelemişler, bu sıkıntıyı yaşayan firmaların hem yönetim gücünün devri hem de yeniden dağıtımı gibi belirsizliklerle karşı karşıya olduğunu savunmuşlardır. Şayet işletme bankaların veya diğer borç verenlerin desteği ile ayakta durabiliyorsa, yöneticiler stratejik kararların kontrolünü devretmek durumunda kalır. Dışarıdaki paydaşlar vermiş oldukları destekten ötürü itici güç rolünü üstlenerek üst yönetici değişikliğinde ısrarcı davranabilirler ya da yöneticiler istifa etmeyi veya erken bile olsa emekli olmayı tercih edebilirler.

Warner, Watts, ve Wruck'un (1988) savunduğu zayıf firma performansı ile yönetim değişikliği arasındaki ters ilişki hipotezine ek olarak yönetimin mahiyetini de dikkate alan bir çalışma yapmıştır. CEO'nun içerden (bağımsız olmayan) ve dışarıdan (bağımsız) olan yöneticiler tarafından denetim sürecini gözlemlemiş, üst yönetimin değerlendirilmesi ve performans düşüklüğünden ötürü yenisinin atanması kararında dışardan olan yöneticilerin daha etkin rol oynadığını saptamıştır (Warner, Watts, and Wruck, 1988). Firma dışından olan yöneticiler işletmenin piyasadaki itibarını korumaya odaklanmışlardır. Bunun yanında firma içindeki yöneticilerin kariyeri görevdeki CEO'nun elindedir, bu yüzden bu yöneticiler CEO'nun değişimi kararına isteksiz yaklaşırlar. Firma içerisinde yönetici mevkiinde olanların oluşturduğu yönetim kurulunun üyeleri atanacak CEO için en önemli adaylardandır. Bu kişiler, yönetim kuruluna katılmaları sonucu hem değerli bir tecrübe edinirler hem de dışardan olan yönetim kurulu tarafından CEO adaylarının tanınıp değerlendirilmesi mümkün olur. Yani hem içerden hem de dışardan yöneticilerin olduğu yönetim kurulları zayıf performansı takip eden yönetim değişimi konusunda daha etkindir.

Denis ve Denis (1995) iç denetim mekanizmasının (yönetim kurulu) gerektiğinde yönetim değişikliği yapmaktaki etkinliğini de konu alan çalışmasında firmaların hem yönetim değişikliğinden önceki hem de sonraki performansını değerlendirmiştir. Yönetim değişikliklerine sebep olarak zorunlu istifalar ve uyuşmazlıklar, zayıf firma performansı, emeklilik, başka alanlara artan ilgi, ölüm ve hastalık, başka bir firmadan teklif alma durumları üzerinde durulmuş, bunlar arasından emekliliğin %28,6 ile en çok rastlanan durum olduğunu tespit etmişlerdir. Zorunlu istifaların yaklaşık %13 lük bir oranla daha ender yaşandığını ve bu tip değişikliğe daha çok dış faktörlerin –büyük hisse sahipleri, finansal sıkıntı, firmanın devralınması- etkisi olduğunu saptamışlardır. Zorunlu istifaları faaliyet performansından (faaliyet kârı/toplam aktif) kaynaklanan önemli düşüşlerle ilişkilendirmişler, sadece hisse sahiplerinin kaybına odaklanılarak karar verilen zayıf performans değerlemesi sonucu zamansız da olsa yönetim değişikliğine gidildiğine rastlamışlardır. Değişikliği takip eden ikinci yıldan itibaren performansta önemli ilerlemenin olduğu çalışmadaki diğer bulgular arasında yer alır. Diğer taraftan emekliliğin sebep olduğu değişimden önce firma performansında herhangi anlamlı bir azalma olmamıştır ve değişimi takiben küçükte olsa performansta bir artış gözlemlenmiştir (Denis and Denis, 1995).

Puffer ve Weintrop (1991) yaptığı çalışmada yönetimin CEO'nun performansı hakkında sorgulama yapabilmek için işletme performansı hakkında beklentiler geliştirdiğini savunmuştur ve yönetimin beklentisini oluşturan ölçütlerin referansı olan finansal analistler tarafından yapılmış tahminlerle yönetim değişikliği arasındaki ilişkiyi incelemişlerdir. CEO değişimlerini incelerken şirket performansını değerlendirmeyi sağlayan kâr payı planı üç ayrı değişken yardımıyla ölçülmüştür:

1. Uzun dönem hisse planı (long-term stock option plan)
2. Kısa dönem getiri hedefi (short-term earnings target),
3. Muhasebe rasyoları (accounting ratios); aktif kârlılığı (ROA), özsermaye kârlılığı (ROE), kâr marjı (profit margin), hisse başına kâr (earnings per share)

CEO değişiminin işten çıkarma, işi bırakma, emeklilik ve ölüm olarak sınıflandırıldığı çalışmada test edilen ana hipotez, firma performansı ile CEO

değişimi arasında ters yönlü ilişkinin var olup olmadığıdır. Puffer ve Weintrop'un (1991) yaptığı çalışmanın sonucu bu hipotezi desteklemektedir. Gerçek hisse başına kâr ile yönetimin beklentisini oluşturan finansal analistlerin hisse başına kâr beklentileri arasındaki fark önemli bir gösterge olarak bulunurken, rasyolardaki değişimin önemsiz olduğu saptanmıştır. Bu sonuçlar henüz emeklilik yaşına gelmemiş CEO'lar için söz konusudur. Emeklilik yaşına gelmiş CEO'lar için zayıf performans değişim için hala önemli bir faktör olmakla beraber, iki farklı senaryodan daha söz edilebilir. İlki; değişim performansa bakılmaksızın CEO'nun yaşından kaynaklanabilir veya iyi performanstan sonra CEO emekliliğinde de bunun faydalarından yararlanmak adına emekli olmaya karar verebilir. CEO'nun emeklilik yaşı gereği gerçekleşen değişim ile işletme performansı pozitif olarak ilişkilendirilse de ölüm ve normal şartlar altında gerçekleşen emeklilik ile performans arasında önemli bir ilişki bulunamamıştır (Puffer and Weintrop, 1991).

Kaplan (1994) ve Kang ve Shivdasani (1995) Japon firmalarında yaşanan yönetici değişikliklerini incelemiştir. Kaplan'ın (1994) bulduğu sonuçlar CEO değişimi ile hisse performansı arasında anlamlı bir ilişkinin varlığını göstermez. Ancak bu sonuçlar standart değişim olarak adlandırdığı durum için geçerlidir ki bu durumda CEO, firma performansını dikkate almadan en uygun zamanda istifa eder ve yönetim kurulunun başına geçer. 1980-88 yılları arasında gözlenen Japon firmalarının % 68,5'inde bu duruma rastlanır. Standart olmayan yönetici değişimi olarak adlandırılan yöneticinin işten ayrılması ancak yönetim kurulunda üye olarak göreve devam etmesi (%17,3) veya yönetim kurulunda da göreve devam etmemesi (%4,8) hallerinde cari performansta bir etki gözlenmezken, daha sonraki hisse fiyatlarıyla arasında önemli ölçüde negatif ilişkinin varlığı saptanmıştır. Kaplan (1994) yaptığı çalışmada Japon firmaları ile Amerikan firmalarını karşılaştırmış, cari dönemde hisse getirilerinin katsayıları arasında anlamlı farklılıklar saptamıştır. Bunun sonucunda Amerikan firmalarında yaşanan değişimin Japon firmalarına kıyasla hisse fiyatlarına daha duyarlı olduğu sonucuna varmıştır. Kang ve Shivdasani (1995) Kaplan'ın (1994) bulduğu sonuçları desteklemiştir ayrıca bankalara finansal olarak bağlı olan şirketlerde zayıf getiri durumunun üst yönetici değişimini daha olası kıldığını saptamışlardır. Bunun yanı sıra Cosh ve Hughes (1997) İngiltere'de elektrik sektöründe yaptığı çalışmada CEO'nun en son yılında gösterdiği düşük hisse

getirisinin CEO'nun işten çıkarılması ihtimalini arttıracığı sonucuna ulaşmış olmasına rağmen değişimin sonraki getirilere etkisini saptayamamıştır.

Dahya, Lonie ve Power (1998) de İngiltere'deki firmalar üzerinde hem yönetim değişikliğinden önceki hisse performansını hem de firma sahipliğinin yapısı ile hissesinin pazar değeri arasındaki ilişkiyi konu alan bir çalışma yapmıştır. Rutin olmayan yani gönülsüz gerçekleşen değişimin sebeplerini zayıf performans, kişisel sebepler ve istifa olarak sınıflandırmışlar, emeklilik yaşında veya daha önce emekli olma durumunu ise rutin değişim olarak ayırma tabi tutmuşlardır. Hem hisse fiyatlarını hem de endüstrinin finansal performansını dikkate alarak üst yönetim değişikliğinden etkilenilen dönemleri (t_{-3} , t_{+3}) incelemişlerdir. Finansal performansı ölçmek için kullandıkları muhasebe verileri toplam satış, toplam aktif, duran varlık değişimi, işletme sermayesi oranı, faaliyet kârı/toplam aktif, sermaye kârlılığı ve sermayedir. Çalışmalarının ikinci kısmında ise hisse sahipliğindeki dağılımın performans altı çalışan firmalarda olası yönetim değişikliklerini etkilediği görüşünü ileri sürmüşlerdir. Çünkü sahiplik yapısı iç kontrol sisteminin etkinliğini belirlemede önemli rol oynar. Schwartz ve Menon (1985) yaptıkları araştırmalar sonucunda finansal sıkıntının işten çıkarma olasılığını arttırdığı görüşünü öne sürmüşler, çalışmalarında % 12 ila % 41 oranında finansal sıkıntı içerisinde olan şirketlerin üst düzey yöneticilerini işten çıkardığını saptamışlardır. Ancak burada sadece finansal performansı değerlendirme kriteri olarak almak yerine firmanın sahiplik yapısı, yönetim kurulu mahiyeti, üst yöneticinin yaşı, görevde kalma süresi ve uygun olan kişinin atanması durumu da göz önünde bulundurulmuş ve hepsinin üst düzey yönetici takımının yeniden yapılandırılmasında yönetim kurulu kararını etkilediği sonucuna varılmıştır. Bir başka ifadeyle zayıf performans ile üst yönetim değişikliği arasında kuvvetli bir ilişki olduğu kanıtı olmasına rağmen tüm bu etkenler içinde küçük bir yer tutar.

Farrell ve Whidbee (2002) firma performansı beklentilerinin CEO değişimi ve yenisinin atanma kararına etkisi konulu araştırmasında CEO değişimini gönüllü ve gönülsüz değişim olarak sınıflandırmıştır. Emeklilik, normal yönetim değişimi, ölüm, hastalık, daha prestijli bir göreve geçiş durumlarını gönüllü ayrılma kapsamında değerlendirmiş, bunun haricindeki durumları ise gönülsüz ayrılma sınıflandırmasına tabi tutmuştur. Bu çalışma sonucunda bulunan sonuçlar arasında

hem yaşı büyük olan CEO'ların değişim ihtimallerinin fazlalığı hem de daha büyük firmalarda yönetim değişikliğinin daha fazla yaşandığı yer alır. Bunun yanında finansal performans verileri (hisse getirisi, aktif kârlılığı, vs.) kontrol edilerek, tüm CEO değişimi çeşitleri için analistlerin firma performansı hakkında öngördüğü tahmin ile gerçek firma performansı arasındaki sapmalar arasında negatif yönlü bir ilişki bulunmuştur. Ayrıca tahmin ile gerçek performans arasında meydana gelen sapmaların derecesi arttıkça CEO değişimi ile tahmin hatası arasındaki ilişki kuvvetlenir. Farrell ve Whidbee'ye (2002) göre bu durum CEO değişim ihtimalinin açıklanmasında önemli rol oynarken, ekonomik olarak pek de önemli değildir.

Var olan çalışmalardan anlaşılmaktadır ki; CEO değişimini açıklamaya yönelik birçok finansal veri incelenmiştir. Değişimi takiben aktiflerin hesaplardan silinmesi (asset write-offs) (Strong and Meyer, 1987), gelirin az gösterildiği muhasebe modeli (income-reducing accounting method), istenmeyen işlemlerin iptali ve kâr getirmeyen eylemler yeni gelen CEO tarafından eskisini suçlamak için geliştirilen davranışlardır, özetle farklı üç tip davranıştan söz etmek mümkündür (Murphy and Zimmerman, 1992):

- İtibar problemi (horizon problem); Emekli olacağı veya işten ayrılacağı günü bilen CEO, son yılında muhasebe ve yatırım kararlarını kârı arttıracak şekilde ayarlar, bunu gelecek dönem kazançlarını harcama pahasına olsa da yapabilir. Bu davranış tipi çoğunlukla iyi finansal performans gösteren firmalarda gözlemlenir.
- Düşük performansı saklama problemi (cover-up); Zayıf performans gösteren firmada görevine son verileceğini anlayan CEO, firmanın bozulan ekonomik durumunu gizlemek adına muhasebe ve yatırım kararları alabilir.
- Finansal temizlik problemi (take a big bath); Yeni gelen CEO, değişim yılında harcamaları arttırarak gelecek yıl kârını etkileme yolunu seçebilir. Harcamalardan kaynaklanan kazanç düşüklüklerinden de görevden ayrılan CEO'yu sorumlu tutma yolunu seçer.

Bu sebeplerle performans değerlemesinin yıllara yaygın olarak yapılması daha doğru sonuçlar elde etmemize fayda sağlayacaktır. Leker ve Salomo (2000) çalışmalarında finansal performans verilerini üç farklı dönem için incelemiştir. 1.

dönem (downturn) ayrılan CEO etkisinde kalan iki yıllık süre – t_{-2}, t_{-1} -, 2.dönem (adjustment) atanan CEO'nun etkisinde kalan ilk dönem –bir aydan bir yıla kadar olan periyod, t_0 -, 3.dönem (consolidation) ise atanan CEO'nun etkisindeki ikinci ve üçüncü yılları – t_1, t_2 – kapsayan dönemdir. Yönetim kurulu, 1. dönem performans verileri ile şirketin daha önce test ettiği minimum performans verilerinin kıyaslanması sonucu ortaya çıkan tabloya göre CEO'nun göreve devam etmesine veya etmemesine karar verir. Burada dikkat edilmesi gereken durum CEO'nun yerini korumak için şirket bilançosunda yapması muhtemel değişiklikleri gözlemlemektir. 2. dönem ise düzeltme dönemidir, yani yeni CEO görevini devraldıktan hemen sonra performansta ani bir yükseliş olmaz, hatta kısa süreli düşüş yaşanabilir. Bunun iki sebebi vardır: İlki, eski CEO'nun yerini korumak için aldığı reel geliri artırıcı etkisi olmayan kararların iptali, ikincisi ise reorganizasyondan kaynaklanan işletme politikalarında gerçekleşen değişimdir. Ancak 3. dönemde atanan CEO'nun firma kazancında gözlenebilir artış meydana getirmesi beklenir. Aktif kârlılık rasyosu kullanılarak test edilen performans değerlemesine göre gönülsüz değişimin gerçekleştiği firmalarda 5 yıllık süreç boyunca performansta gözlenebilir artış yaşanmasına karşılık gönüllü ve kaçınılmaz sebeplerle yaşanan değişiklik durumunda performansta anlamlı bir değişiklik gözlemlenmemiştir.

5. İSTANBUL MENKUL KIYMETLER BORSASI'NDA ÜST DÜZEY YÖNETİCİ DEĞİŞİKLİKLERİNİN FİRMANIN FİNANSAL PERFORMANSINA ETKİSİNE İLİŞKİN BİR UYGULAMA

5.1. Araştırmanın Amacı Ve Yöntemi

Üst yönetim değişikliği ihtimali ile bunun firma kârı ve hisse fiyatları üzerine etkisinin araştırıldığı çalışmalar kurumsal yönetim literatüründe oldukça geniş bir yer tutar. Bu çalışmada temel amaç, İMKB (İstanbul Menkul Kıymetler Borsası)'de işlem gören şirketlerde yaşanan tepe yönetici değişikliklerinin finansal performansa etkisinin var olup olmadığını araştırmaktır. Bununla birlikte İMKB' de işlem gören şirketlerin kurumsal yönetim düzeylerinin ve tepe yöneticinin sahip olması tercih edilen davranış modellerinin şirket performansına etkisinin araştırılması amaçlanmaktadır.

Çalışmada kullanılacak veriler hem birincil hem de ikincil kaynaklardan toplanmıştır. Birincil datayı oluşturan anket çalışması üç bölümden oluşmaktadır. Birinci bölüm kurumsal yönetim unsurlarını ölçmek amaçlı sorulardan meydana gelmektedir. Kullanılan 5'li likert ölçeğine dayalı sorular Fahri Apaydın'ın (2004) çalışmasında yer alan kurumsal yönetim ilkelerinden oluşmaktadır. İkinci bölümde CEO değişim sebebine yönelik literatürden seçilen sorulara yer verilmiştir. Üçüncü bölümü oluşturan CEO karizmasına yönelik ölçek ise Agle ve arkadaşlarının (2006) çalışmasından alınmıştır. Anket dört ay süreyle www.freeonlinesurvey.com sitesinde yayınlanmış, bu süre içerisinde İMKB'de işlem gören ve üst düzey yönetici değişikliği yaşadığı tespit edilen 136 şirket ile irtibata geçilerek ankete katılmaları talep edilmiştir. Ankete için sağlanan katılım oranı %30'dur. İkincil datayı oluşturan finansal performansa ait veriler ise İMKB'nin sitesinde yayınlanan yıllık bilanço ve gelir tablolarından 1997-2007 yıllarını kapsayacak şekilde temin edilmiştir. Temin

edilen bu finansal verilerin ilgili yılın 31 Aralık tarihi için açıklanan kuru ile dolar değerine dönüştürülerek enflasyondan arındırılması hedeflenmiştir.

5.2. Araştırmanın Hipotezleri Ve Modeli

Araştırmanın amacı doğrultusunda araştırılacak hipotezler şu şekilde sıralanabilir;

H₁: Kurumsal yönetim düzeyi ile şirketin finansal performansı ve hisse fiyatı arasında pozitif bir ilişki vardır.

Literatürde yapılan çalışmalarda kurumsal yönetim düzeyi ile finansal performans arasında pozitif yönlü ilişkinin varlığı saptanmıştır (Gompers et all, 2003, Boubakri et all, 2003, Joh, 2003) Ayrıca profesyonel yöneticiler belirsizlik ve zor durumlarla baş edebilecek yeteneklere sahip olduklarından kendilerine yetki verilmesi işletmenin performansını da olumlu yönde etkileyecektir (Wallace, 1995).

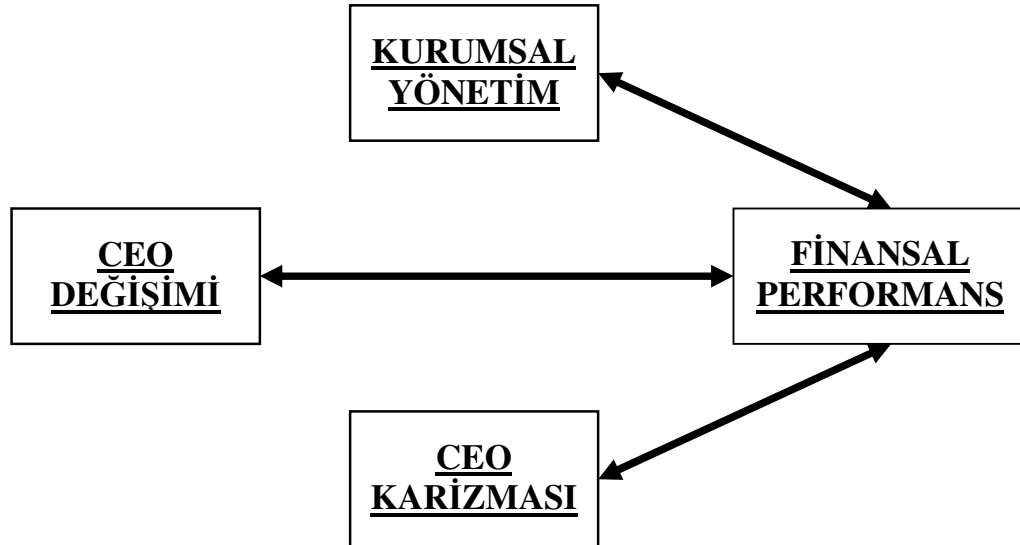
H₂: CEO'nun sahip olduğu karizmatik özelliklerin şiddeti şirketin finansal performansını pozitif yönde etkiler.

Karizma, liderlik kabiliyeti için bir ölçüdür, görev yapan CEO'nun kişisel başarısını ölçmek için kullanılabilmesi gibi yönetim tarafından firma performansının değerlendirilmesinde de kullanılan bir kriterdir. Literatürde yer alan çalışmalarda karizmanın pozitif finansal etkisinin var olduğunu ve belirsizlik dönemlerinde bu etkinin daha da arttığını ispatlayan (Waldman et all, 2004; Tosi et all, 2004) çalışmaların yanı sıra yönetim karizmasının yalnızca küçük işletmelerin performansı ile ilişkili olduğunu savunan (Koene et all, 2002) görüşe de rastlamak mümkündür. Bu çalışmada Agle ve arkadaşlarının (2006) çalışmalarında kullandığı karizmatik liderlik ölçeği kullanılmış, liderden önceki performans ölçüleri ile lider atandıktan sonraki performans ölçüleri karşılaştırılmak suretiyle finansal bir etkinin olup olmadığı tespit edilmeye çalışılmıştır.

H₃: CEO değişim sebebi şirketin finansal performansı ile ilişkilidir.

Stratejik yönetim literatüründe CEO'nun firmanın takip edeceği stratejik yönü belirleyen önemli bir unsur olduğunun kabul görmesiyle birlikte CEO değişiminin firmanın performansında yaratacağı etkiyi ölçmeye yönelik çalışmalar yapılmıştır. Literatürde yer alan değişim sebepleri ölüm, sağlık problemleri, emeklilik, yönetim kurulu üyeliği veya holding içi terfi veya transfer, istifa (gönüllü değişim) ve işten çıkarma (gönülsüz değişim) olarak sınıflandırılmıştır. Bu değişim sebeplerinin her biri için farklı bir etki söz konusudur. Aktif kârlılık rasyosu kullanılarak yapılan çalışmada kaçınılmaz değişim olarak sınıflandırılan emeklilik, ölüm, sağlık problemleri ve gönüllü değişim olarak sınıflandırılan başka firmaya transfer veya terfi durumu şirket performansında anlamlı bir değişime sebep olmazken, gönülsüz değişim olarak adlandırılan işten çıkarma durumunda -ki bu çoğunlukla zayıf finansal performanstan ötürü yaşanır- finansal performansta artış gözlemlenmiştir (Leker and Salomo,2000). Bu çalışmada literatürde yer alan değişim sebeplerine ilişkin soruların yer aldığı anket uygulaması ile şirketlerde yaşanan değişim sebepleri tespit edilmiştir, ayrıca İMKB' nin internet sitesinde yer alan şirket haberleri ile ilgili bölüm yardımıyla da verilerin doğruluğu teyit edilmiştir.

Yukarıda açıklanan hipotezleri araştırmak amacıyla kurumsal yönetim, CEO karizması ve CEO değişim sebeplerinin bağımsız, finansal performans verilerinin ise bağımlı değişken kabul edildiği bu çalışmaya ait teorik model aşağıdaki gibidir.



Şekil 5.1. Araştırmanın Teorik Modeli

Araştırma da kullanılan finansal performansa ait veriler ise aşağıda yer alan Tablo 5.1’de yer almaktadır.

Tablo 5.1. Değişkenler Tablosu

Değişken	Açıklama
Hisse Başına Kâr	(Net KârX1000)/ Sermaye
Hisse Fiyatı	İMKB’nin sitesinde yer alan hisse fiyatı verisi/ İlgili yıl 31 Aralık dolar kuru
Faaliyet Kârı	Firmaların SPK’nın istediği formatta ve bağımsız denetiminden geçmiş elektronik ortamda sundukları bilançolarında yer alan faaliyet kârı/ İlgili yıl 31 Aralık dolar kuru/ Sermaye
Vergi Öncesi Kâr (VÖK)	Firmaların SPK’nın istediği formatta ve bağımsız denetiminden geçmiş elektronik ortamda sundukları bilançolarında yer alan vergi öncesi kâr/ İlgili yıl 31 Aralık dolar kuru/ Sermaye
Net Kâr (NK)	Firmaların SPK’nın istediği formatta ve bağımsız denetiminden geçmiş elektronik ortamda sundukları bilançolarında yer alan net kâr kalemi/ İlgili yıl 31 Aralık dolar kuru/ Sermaye
Genel Yönetim Giderleri	Firmaların SPK’nın istediği formatta ve bağımsız denetiminden geçmiş elektronik ortamda sundukları bilançolarında yer alan genel yönetim kalemi/ İlgili yıl 31 Aralık dolar kuru/ Sermaye
Stok	Firmaların SPK’nın istediği formatta ve bağımsız denetiminden geçmiş elektronik ortamda sundukları bilançolarında yer alan stok kalemi/ İlgili yıl 31 Aralık dolar kuru/ Sermaye
Ticari Alacak	Firmaların SPK’nın istediği formatta ve bağımsız denetiminden geçmiş elektronik ortamda sundukları bilançolarında yer alan ticari alacak kalemi/ İlgili yıl 31 Aralık dolar kuru/ Sermaye
Toplam Aktif	Firmaların SPK’nın istediği formatta ve bağımsız denetiminden geçmiş elektronik ortamda sundukları bilançolarında yer alan toplam aktif kalemi/ İlgili yıl 31 Aralık dolar kuru/ Sermaye
Maddi Duran Varlık	Firmaların SPK’nın istediği formatta ve bağımsız denetiminden geçmiş elektronik ortamda sundukları bilançolarında yer alan maddi duran varlık kalemi/ İlgili yıl 31 Aralık dolar kuru/ Sermaye
Ticari Borç	Firmaların SPK’nın istediği formatta ve bağımsız denetiminden geçmiş elektronik ortamda sundukları bilançolarında yer alan ticari borç kalemi/ İlgili yıl 31 Aralık dolar kuru/ Sermaye
Özsermaye	Firmaların SPK’nın istediği formatta ve bağımsız denetiminden geçmiş elektronik ortamda sundukları bilançolarında yer alan özsermaye kalemi/ İlgili yıl 31 Aralık dolar kuru/ Sermaye

5.4. Analiz Sonuçları

Tanımlayıcı istatistik veriler başlığı altında CEO değişimi olan ve olmayan firmaların yüzdesi ile değişimin yaşanma sebeplerine ilişkin ayrıntılı dağılım gösterilmiştir. Ayrıca eski CEO ile yeni CEO'ya ait ayırt edici bilgilere yer verilmiştir. Daha sonra kurumsal yönetim ve CEO karizmasına ilişkin faktör ve güvenilirlik test sonuçları yer almaktadır.

5.4.1. Tanımlayıcı İstatistikler

Araştırmamızda kullanılan birincil veriler, anket yöntemi kullanılarak toplanmış ve SPSS 11.5 for Windows istatistik paket programı kullanılarak analiz edilmiştir.

Tablo 5.2. Frekans Tablosu I

CEO Değişimi	Frekans	Yüzde (%)	Kümülatif Yüzde (%)
CEO Değişimi Olanlar	36	56,25	56,25
CEO Değişimi Olmayanlar	28	43,75	100,00
Toplam	64	100,0	
Ne Zaman Değişim Oldu?	Frekans	Yüzde (%)	Kümülatif Yüzde (%)
1-3 Sene Arasında	18	50,0	50,0
3-5 Sene Arasında	7	19,4	69,4
5-7 Sene Arasında	9	25,0	94,4
7 Seneden Önce	2	5,6	100,0
Toplam	36	100,0	
CEO Değişim Sebebi?	Frekans	Yüzde (%)	Kümülatif Yüzde (%)
Ölüm/Sağlık Sebebi	3	8,3	8,3
Emeklilik	3	8,3	16,7
İstifa	12	33,3	50,0
İşten Çıkarma	1	2,8	52,8
Yönetim Kurulu Üyeliği Veya Holding İçi Terfi/Transfer	17	47,2	100,0
Toplam	36	100,0	
İstifa Sebebi	Frekans	Yüzde (%)	Kümülatif Yüzde (%)
Başka Firmaya Transfer	4	11,1	33,3
Reorganizasyon	3	8,3	58,3
Kişisel Sebep	4	11,1	91,7
Yönetim Kurulu İle Uyuşmazlık	1	2,8	100,0
Toplam	12	33,3	

Araştırmaya konu olan şirketler arasında 36'sında CEO değişimi gözlemlenirken 28'inde değişim olmamıştır. CEO değişimi yaşayan firmalardan elde edilen anket verileri doğrultusunda değişimin %50 oranında CEO'nun ilk görev yıllarında (1-3 sene arasında) yaşandığı tespit edilmiştir. Değişim sebepleri arasında yer alan yönetim kurulu üyeliği veya holding içi terfi/transfer durumu %47,2 ile en çok test edilen sebep olurken değişime sebep olan istifa durumu %33,3 ile en çok test edilen ikinci sebep olmuştur.

Tablo 5.3.Frekans Tablosu II

Eski CEO Yaşı	Frekans	Yüzde(%)	Kümülatif Yüzde(%)
35-45 Arası	5	13,9	13,9
45-55 Arası	10	27,8	41,7
55'ten Büyük	21	58,3	100,0
Toplam	36	100,0	
Yeni CEO Yaşı	Frekans	Yüzde(%)	Kümülatif Yüzde(%)
35'ten Genç	1	2,8	2,8
35-45 Arası	9	25,0	27,8
45-55 Arası	21	58,3	86,1
55'ten Büyük	5	13,9	100,0
Toplam	36	100,0	
Eski CEO...	Frekans	Yüzde(%)	Kümülatif Yüzde(%)
Şirketin Kurucusu	6	16,7	16,7
Yönetim Kurulu Üyesi	3	8,3	25,0
Kurucu Aileye Mensup Kişi	3	8,3	33,3
Profesyonel Yönetici	24	66,7	100,0
Toplam	36	100,0	
Yeni CEO...	Frekans	Yüzde(%)	Kümülatif Yüzde(%)
Şirketin kurucusu	2	5,6	5,6
Yönetim kurulu üyesi	5	13,9	19,4
Kurucu Aileye Mensup Kişi	5	13,9	33,3
Profesyonel Yönetici	24	66,7	100,0
Toplam	36	100,0	
Yeni CEO'nun eski görev yeri	Frekans	Yüzde(%)	Kümülatif Yüzde(%)
Farklı Sektörde Faaliyet Gösteren Firmada	3	8,3	8,3
Aynı Sektörde Faaliyet Gösteren Firmada	8	22,2	30,6
Firma İçinde	25	69,4	100,0
Toplam	36	100,0	

Eski CEO ile yeni CEO arasında yapılan karşılaştırmalara ilişkin tabloda görüleceği gibi şirketlerin profesyonel yönetici ile çalışma yüzdesi %66,7 olarak gerçekleşmiştir ve yeni atanan CEO'lar eskisine kıyasla daha genç profesyonellerdir.

Burada elde edilen diğ er bir bulgu ise yeni atanan CEO'nun %69,4 oranında firma iç inden tercih edilmesidir. Bu da emeklilik yaş ında gerç ekleş en değ iş im ile yönetim kurulu üyeliğ i veya holding iç i terfi/transfer durumlarında eski CEO'nun yerine halefini önermesi durumunun varlı ğ ını ifade eder.

5.4.2. Faktör Analizi

Faktör analizinde değ iş kenler faktörler boyutunda ele alınmış ve bu şekilde analize tabi tutulmuştur. Faktörün değ iş kenlere yüklenmesinde 0,5'in üzerindeki değ erler esas alınmıştır. Araşt ırmada birden fazla değ iş kenle ölçülen faktörün tek boyutluluğ unu belirlemek amacıyla yapılan faktör analizi sonucunda, kullanılan ölç eę in tek boyutluluğ unun sağ lanmış olduğ u görülmekte olup bu da ölç eę in yapı geç erliliğ ine sahip olduğ unu göstermektedir.

Tablo 5.4. Kurumsal Yönetime Ait Faktör Analizi

KMO: ,748 Aç ıklanan Toplam Varyans: % 50,472	Kurumsal Yönetim
İş letmemizde prosedürler ve sabit kuralların yazılı olarak anlatıldı ğ ı kitapç ık bulunmaktadır.	,637
Profesyonel yöneticilerimiz karar alma süreçlerinde özgürdür.	,757
Profesyonel yöneticilerimizin mesleki normlara bağ lı lık derecesi yüksektir.	,670
İş letmemizde gerç ekleş en faaliyetler çevresel kurumların normlarına uygun kaydedilir.	,511
İş letmemizde saydamlık hakimdir.	,875
İş letmemizde gerç ekleş en faaliyetler ilgili sektörel ve mesleki kurumlarca kabul görür.	,575
Ç alış anlarımız tarafından etik kuralların, normların ve değ erlerin kabullenilme düzeyi yüksektir.	,759
Ç alış anlarımız arasında etik kurallar, normlar ve değ erler yaygındır.	,764
Ç alış anlar tarafından verilen sözler yerine getirilir.	,655
İş letmemizin misyon, strateji ve eylemleri arasında uyum vardır.	,821

Kurumsal yön etime iliş kin faktör ölç eę inin boyutunu tespit etmek iç in sorular toplu halde faktör analizine tabi tutulmuştur. 16 sorudan oluş an kurumsal yönetim ölç eę ine uygulanan faktör analizi sonucunda anket sorular 3 farklı faktöre ayrılmıştır, ankete ait 2,3,4,5,15 ve 16. sorular analiz dış ı bırakılarak, kurumsal yönetim değ iş keninin tek boyutluluğ u sağ lanmıştır. Analizde örneklem büyüklüğ ünün yeterliliğ inin test edilmesi iç in Kaiser-Meyer-Olkin (KMO) testi yapılmıştır. Buna

göre, faktör analizi sonuçları, (KMO) değeri ve toplam açıklanan varyans Tablo 5.4'te gösterilmiştir.

Kurumsal yönetim için KMO değeri 0,748 bulunmuştur. Bu değer KMO ölçütüne göre “mükemmel” olarak değerlendirilebilir (Sipahi v.d., 2008). Faktör analizi için açıklanan toplam varyans ise %50,472 olarak gerçekleşmiştir. Diğer bir ifade ile ölçülmek istenen olguyu %50,472 oranında tanımladığı söylenebilir.

Tablo 5.5. Yeni CEO ve Eski CEO Karizmasına Ait Faktör Analizi

Yeni CEO: KMO: ,718 Açıklanan Toplam Varyans: % 59,486	Yeni CEO Karizma	Eski CEO Karizma
Eski CEO: KMO: ,713 Açıklanan Toplam Varyans: % 64,15		
Bir grup insanı heyecanlandırma kabiliyetine sahiptir.	,790	,924
Karizmatiktir.	,825	,594
Çalışanları sözleri ve hareketleri ile motive edebilme kabiliyetine sahiptir.	,820	,743
İşletmenin gelecekteki vizyonunu oluşturabilme yeteneğine sahiptir.	,736	,764
İşletmenin geleceğini görebilme özelliğine sahiptir.	,852	,685
Bütün çalışanların güvenini kazanmıştır.	,685	,845
Üst yönetim üyelerinin saygısını kazanmıştır.	,893	,724
İyi örnek oluşturur.	,894	,820
Kendisini takip edebilmem için model oluşturur.	,751	,848
Ahlaki standartlarından asla ödün vermez.	,797	,752
İşlerin gidişatını iyi takip eder ve anlar.	,715	,657
Başarı ve başarısızlıkta beraberlik hissini verir.	,894	,777
İyi bir iş yaptığımda bunun farkında olur.	,830	,786
Üstün bir iş yaptığımda organizasyondakileri bilgilendirir.	,873	,705
Performansım iyi olduğunda pozitif geribildirim verir.	,821	,724
Görevimi iyi yaptığımda olumlu hissetmemi sağlayacak desteği verir.	,887	,745
Bana duyduğu güveni gösterir.	,787	,871
Benim kazancım için gayret gösterir.	,594	,844
İşletmenin misyonu için riskleri göze alır.	,594	

Karizma ölçeği hem eski CEO hem de yeni CEO için ayrı ayrı uygulanmıştır. 24 sorudan oluşan karizma ölçeği için yapılan faktör analizinde eski CEO karizmasını tek faktöre indirgeyebilmek için 1,20,21,22,23 ve 24. sorular, yeni CEO için uygulanan aynı sorulardan 1,20,21,22 ve 23. sorular farklı faktörlere yüklendiği için analiz dışı bırakılmıştır. Eski CEO karizması için bulunan KMO değeri 0,713 olarak hesaplanırken aynı değer yeni CEO karizması için 0,718 hesaplanmıştır. Eski CEO karizmasını ölçmek için kullanılan sorular anlatılmak istenen olgunun %64,15'ini ifade ederken yeni CEO karizmasını ölçmek için kullanılan sorular olgunun %59,486'sını ifade eder.

5.4.3. Güvenilirlik Analizi

Güvenirlilik bir kavramın, özelliğın ya da nesnenin aynı yöntemi kullanmak suretiyle bağımsız fakat karşılaştırılabilir ölçümlerinin benzerliğı anlamına gelmektedir. Diğeri bir ifadeyle, bir değışken içindeki sorular arasındaki ortalama ilişkiyi göz önüne alan ölçümün içsel tutarlılığıdır. Faktör analizi yapılan sorular, ilgili değışkenleri oluşturacak biçimde birleştirilmiş ve bu gruplamaların güvenilirlikleri analiz edilerek, güvenilirliğı gösteren Cronbach's Alpha katsayıları hesaplanmıştır. Cronbach's Alpha sorular arası korelasyona bağılı uyum değıeridir. Cronbach's Alpha değıeri faktör altındaki soruların toplamdaki güvenilirlik değıerini göstermektedir. 0 ile 1 arasında değışen alfa katsayısının 1'e yakın oluşu ölçeğın o ölçüde güvenilir bir ölçek olduğunu göstermektedir. Cronbach's Alpha değıerinin 0,70 ve üzeri olduğu durumlarda ölçeğın güvenilir olduğu kabul edilir. Araştırmamız için yapılan güvenilirlik analizleri sonucu hesaplanan Alpha değıerlerinden her biri istenilen düzeyde (>0,70) gerçekleşmiştir.

Tablo 5.6'da faktör testi yapılan değışkenlere ait güvenilirlik katsayıları yer almaktadır.

Tablo.5.6. Güvenilirlik Analizi Sonuçları

Değışkenler	Soru Sayısı	Alfa katsayısı
Kurumsal Yönetim	10	,8851
Eski CEO Karizması	18	,9679
Yeni CEO Karizması	19	,9581

5.4.4 Korelasyon Analizi

Literatür taraması sonucunda tespit edilen hipotezlerin kendi içindeki ilişkinin büyüklüğünü, yönünü ve önemliliğini tespit etmek amacıyla korelasyon testi yapılmıştır. Kurumsal yönetim ile finansal performans, eski CEO ve yeni CEO karizması ile ilgili oldukları yıl finansal performans değerlerinin birbirleriyle olan ilişkisini ölçmek için Pearson korelasyon analizi SPSS 11.5 istatistik programında uygulanmıştır. Bu doğrultuda öncelikle kurumsal yönetimin etkisi sonrasında ise CEO karizmasının etkisi değerlendirilecektir.

Çalışmaya ait anket 2006 yılında uygulanmıştır. Bu sebeple kurumsal yönetimin hem 2006 hem de 2007 yılı ile ilişkisi test edilmektedir. Araştırmamızın ilk hipotezini oluşturan kurumsal yönetim düzeyi ile şirketin finansal performansına ilişkin oranlar –satışlar, stoklar, net kâr, toplam aktif, maddi duran varlık, özsermaye- arasında %95 ve üzeri güvenilirlik düzeyinde pozitif yönlü ve anlamlı bir ilişkinin var olduğu Tablo 5.7’deki değerler ışığında söylenebilir.

Tüm finansal performans değerleri 2007 yılında 2006 yılına göre artış göstermiştir. 2007 yılında satışların bir önceki yıla göre %10 artmış olmasına rağmen kurumsal yönetimin faaliyet kârı ile pozitif korele çıkmaması maliyetlerdeki artıştan kaynaklanabileceği gibi faaliyet giderlerinden de kaynaklanabilir ki, pazarlama satış dağıtım giderlerinin kurumsal yönetim ile 0,05 anlamlılık düzeyinde pozitif korele çıkması bu yorumu destekler. Aynı zamanda vergi öncesi kâr 2006 yılına oranla 2007’de %40 oranında artış gösterirken net kâr %23 oranında artmıştır. Yine satışlarda yaşanan %10’luk artışa rağmen kâr kalemlerinde yaşanan yüksek oranlı artış faaliyet dışı gelir kalemlerinde yaşanan artışla açıklanabilir. Kurumsal yönetimin stok, maddi duran varlık ve toplam aktif kalemleriyle olan pozitif anlamlı ilişkisi firmaların özdeğerlerine yaptıkları yatırımla ilişkilidir. Diğer bir ifadeyle kurumsallaşan firmalar sağladıkları finansman imkanları ile ekonomik ömrü uzun yatırımlar yaparak büyüme sağlayabilmektedir. Bu bulgular ışığında H_1 hipotezimizin Türkiye menkul kıymetler borsasında da geçerli olduğunu söyleyebiliriz.

Tablo.5.7. Kurumsal Yönetim ile Finansal Performans Verilerine İlişkin Korelasyon Analizi Sonuçları

FİNANSAL ORANLAR	2006	2007
	r	r
FAALİYET KÂRI	0,2028	0,2060
SATIŞLAR	0,3679*	0,3752*
VERGİ ÖNCESİ KÂR	0,3137	0,2918
NET KÂR	0,3457*	0,3000
GENEL YÖNETİM GİDERLERİ	0,2330	0,3218
PAZARLAMA SATIŞ DAĞITIM GİDERLERİ	0,2993	0,3813*
STOKLAR	0,3536*	0,3836*
TİCARİ ALACAK	0,3177	0,3675*
TOPLAM AKTİF	0,4332**	0,4695**
MADDİ DURAN VARLIK	0,4423**	0,4715**
TİCARİ BORÇLAR	0,2022	0,2120
ÖZSERMAYE	0,4193*	0,4360*
* 0,05 anlamlılık düzeyi / ** 0,01 anlamlılık düzeyi		

Eski CEO karizması ile görevde bulunduğu son iki yıl içerisindeki finansal performans değerleri ve yeni CEO karizması ile atandığı yıl ve bunu takip eden iki yıla ait finansal performans değerleri arasında korelasyon analizi yapılmıştır. Eski CEO karizması ile finansal performans arasında pozitif ancak zayıf bir ilişki vardır ve bu durum istatistiksel olarak anlamlı değildir. CEO değişiminden önceki ikinci yıl ile birinci yıl arasında ki finansal performansa ait veriler karşılaştırıldığında tüm değerlerde düşüş gözlemlenmiştir. Bu durum aslında CEO değişiminin altında yatan beklenen performansı gerçekleştirilememesi durumunun varlığı olarak yorumlanabilir. Üst düzey yönetici değişimi aslında işletmeler ve hatta piyasa için oldukça önemlidir, bu sebeple değişim sebebi çoğu zaman doğru bir şekilde piyasaya duyurulmaz.

Tablo.5.8. Eski ve Yeni CEO Karizması İle Finansal Performans Verilerine İlişkin Korelasyon Analizi Sonuçları

Finansal Oranlar	Eski CEO Karizması	Yeni CEO Karizması
	r	r
Faaliyet Kârı -2	0,1879	
Faaliyet Kârı -1	0,0923	
Faaliyet Kârı 0		-0,1079
Faaliyet Kârı +1		0,3644*
Faaliyet Kârı +2		0,3373*
Satışlar -2	0,0210	
Satışlar -1	0,0152	
Satışlar 0		0,2209
Satışlar +1		0,2665
Satışlar +2		0,4093*
Vergi Öncesi Kâr -2	0,1655	
Vergi Öncesi Kâr -1	0,1893	
Vergi Öncesi Kâr 0		-0,0532
Vergi Öncesi Kâr +1		0,3885*
Vergi Öncesi Kâr +2		0,3733*
Net Kâr -2	0,1350	
Net Kâr -1	0,1514	
Net Kâr 0		-0,0769
Net Kâr +1		0,3772*
Net Kâr +2		0,3496*
Genel Yönetim Giderleri -2	0,1345	
Genel Yönetim Giderleri -1	0,1841	
Genel Yönetim Giderleri 0		0,2307
Genel Yönetim Giderleri +1		-0,0220
Genel Yönetim Giderleri +2		0,1157
Pazarlama Satış Dağıtım Giderleri -2	0,0308	
Pazarlama Satış Dağıtım Giderleri -1	0,0401	
Pazarlama Satış Dağıtım Giderleri 0		0,0596
Pazarlama Satış Dağıtım Giderleri +1		0,0516
Pazarlama Satış Dağıtım Giderleri +2		0,1672
Stoklar -2	0,1753	
Stoklar -1	0,2114	
Stoklar 0		0,2837
Stoklar +1		0,3280
Stoklar +2		0,4461**
Ticari Alacak -2	0,0346	
Ticari Alacak -1	0,0003	
Ticari Alacak 0		0,0331
Ticari Alacak +1		0,2229
Ticari Alacak +2		0,3929*
Toplam Aktif -2	0,0176	
Toplam Aktif -1	0,0808	
Toplam Aktif 0		-0,0152
Toplam Aktif +1		-0,0607
Toplam Aktif +2		0,3481*
Maddi Duran Varlık -2	-0,0270	
Maddi Duran Varlık -1	0,2828	
Maddi Duran Varlık 0		0,2862
Maddi Duran Varlık +1		0,1781
Maddi Duran Varlık +2		0,1537
Ticari Borçlar -2	-0,0887	
Ticari Borçlar -1	-0,1456	
Ticari Borçlar 0		0,0072
Ticari Borçlar +1		-0,0266
Ticari Borçlar +2		0,2512
Özsermaye -2	0,1286	
Özsermaye -1	0,2155	
Özsermaye 0		0,1324
Özsermaye +1		0,1999
Özsermaye +2		0,3423*

* 0,05 anlamlılık düzeyi / ** 0,01 anlamlılık düzeyi

Anket sonuçlarına göre daha yüksek bir ortalamaya sahip olan yeni CEO karizması ile atandığı ilk yıl finansal performans verileri - faaliyet kârı, vergi öncesi kâr, net kâr, satışlar ve toplam aktif- arasında negatif ilişki olması dikkat çekicidir. Bu durum önceki CEO'nun aslında kârı etkilemeyecek suni değerler yaratmasıyla açıklanabileceği gibi yatırımcıların tepkisi ile de açıklanabilir. Ancak değişimi takip eden birinci ve ikinci yıl finansal performans verilerinde yaşanan artış ve istatistiksel olarak anlamlı olan ilişki karizması daha yüksek olan CEO'nun yarattığı etkiyi açıkça göstermektedir.

5.3.5.ANOVA ANALİZ

İMKB'ye kote olan şirketlerin 1997-2006 yılları arasındaki muhasebe rasyoları incelenerek yapılan Anova analizinde örneklem büyüklüğü 670'dir. CEO değişiminin şirketin finansal performansına etkisini ölçmeyi amaçlayan bu çalışmada ilgili dönemde 52 defa CEO değişimi yaşandığı tespit edilmiştir.

Muhasebe rasyoları genel itibariyle CEO değişimi yaşanan ve değişimi takip eden yılda dahil olmak üzere, değişime gitmeyen şirketlere göre daha düşük ortalamaya sahiptir. Özellikle faaliyet kârı, satış ve kârlılık oranları ile toplam aktif nispetinin CEO değişimi ile düşmesi, CEO değişikliğinin finansal performans üzerinde İMKB'de işlem gören firmalarda pozitif etkiye sahip olmadığı şeklinde yorumlanabilir. Değişikliğin yaşandığı yılı takip eden kârlılık rasyolarında azalma göstermesi bu görüşümüzü destekler niteliktedir.

İlgili döneme ait örnek şirket kümesi üzerinde yapılan ANOVA sınamalarına göre faaliyet kârı, net kâr, toplam aktif ve özsermaye oranlarının 0,07 anlamlılık seviyesinde farklılık gösterdiği, 0,04 anlamlılık seviyesinde de vergi öncesi kâr, stoklar ve değişimden sonraki yıl vergi öncesi kâr, net kâr, stoklar ve özsermaye oranları bakımında farklılık gösterdiği, diğer rasyolar bakımından şirketlerin benzer ortalamalara sahip olduğu söylenebilmektedir. Hisse senedi fiyatları bakımından ilgili dönemdeki örnek şirketleri benzer ortalamalara sahip iken hisse başı kârlılık bakımından %97 güvenilrlikte şirketlerin farklılık gösterdiği ANOVA sınamalarının belirgin bir sonucu olarak ortaya çıkmaktadır.

Yıllar bazında firmalarda yaşanan değişimin o yıl finansal performansta yarattığı etkiyi ölçmek için her yıl için ayrıca ANOVA analizi yapılmıştır.

Ankete katılan 36 firma arasında 1999 yılında değişim yaşayan firma sayısı 2'dir. Bu iki şirketin finansal performans verileri ile değişim yaşamayan şirketlerin finansal performans verilerinin birbirlerine benzer yapılar taşıdıkları söylenebilir. CEO değişimi yaşayan firmaların faaliyet kârı ve satışlar oranının geriye kalan 28 firmanın ortalamasına göre daha düşük olduğu halde vergi öncesi kâr ve net kâr oranlarının daha yüksek olduğu dikkat çekmektedir. Bu durum faaliyet dışı gelirlerden kaynaklanabileceği gibi faaliyet giderlerinde yaşanan azalma ile de açıklanabilir. Yapılan analiz sonucunda da hem genel yönetim giderlerinde hem de pazarlama satış dağıtım giderlerin de %20 azalma olduğu tespit edilmiştir. Ayrıca CEO değişimi yaşayan firmalar ile 1997 yılına ait örnek firmaların hisse senetleri fiyatlarının da birbirine benzer değerlerde olduğu yapılan tek yönlü ANOVA analizinde ortaya çıkmıştır.

2000 yılında CEO değişimi yaşayan 4 şirket verisine bakıldığında önceki yıl örneğinden farklı olarak satışlar ve kârlılık oranlarının değişim yaşamayan firmalarla hemen hemen aynı ortalamalara sahip olduğu göze çarpmaktadır. Ancak değişimi takip eden yıllara ait faaliyet kârı ve vergi öncesi kâr oranlarında düşüş yaşanması CEO değişiminin finansal performans üzerinde olumlu etkide bulunmadığını gösterebilir. Tanımlayıcı istatistiklerde ortaya çıkan diğer oranların değişim yaşayan ve yaşamayan şirketlerde benzer ortalamalara sahip olduğu bilgisi ANOVA sınaması sonucunda da ortaya çıkmıştır. Bir başka ifadeyle 2000 yılı örneklerini oluşturan şirketlerin finansal oranları birbirine benzer ortalamalara sahiptir. Ayrıca hisse fiyatları ile hisse başına kârlılık incelendiğinde yukarıdaki duruma benzer bir sonuç ortaya çıkmaktadır. Özellikle 2000 yılına ait örnek kütlenin hisse başına kârlılığının neredeyse aynı olduğu söylenebilir.

2001 yılında gözlemlenen 4 değişim neticesinde, CEO değişimi yaşayan firmaların faaliyet kârı, vergi öncesi kâr ve net kârlılık bakımından negatif değerlere düşmesi dikkat çekicidir. Var olan finansal veriler değişimden önceki yıl, değişim yılı ve değişimden sonraki yıl olarak değerlendirildiğinde bu olumsuzluğun değişimden önceki yıldan kaynaklandığı söylenebilir. Ayrıca değişimden önceki

ticari borçlar oranının, değişim yaşamayan firmaların ticari borçlar oranından fazla olması sebebiyle kârlılık oranlarının düşmesi yorumu yapılabilir. Bunun altında yatan sebep ilgili yılda yaşanan ekonomik kriz neticesinde Türkiye'deki kredi maliyetlerinin ve borç faizinin yüksek olmasıdır. Yine ilgili yıl özsermaye oranı ortalamasının değişim yaşamayan işletmelerde 4'lerde seyrederken CEO değişimi yaşayan şirketlerde 1,30 seviyelerinde gerçekleşmesi bu işletmelerin pasif yapılarında borca yer verdiklerini göstermektedir. Yaşanan değişimi takip eden yılda ise faaliyet kârı azalmaya devam ederken diğer kârlılık oranlarında iyileşme gerçekleşmiştir. Bu durum 1999 yılı ile benzerlik gösterir ki pazarlama satış dağıtım giderlerin de %50, genel yönetim giderlerinde % 15'lik bir azalma söz konudur. Ayrıca 2001 yılı örneklerini oluşturan şirketlerin hisse fiyatları ve hisse başına kârlılık oranlarının benzerlik gösterdiği söylenebilir.

5 değişim yaşanan 2002 yılı için satışlar, ticari alacaklar ve borçlar oranının dışında 2002 yılında CEO değişikliği yaşayan şirketlerin rasyolarının, değişim yaşamayan şirket rasyolarından düşük ortalamalarda seyrettiği görülmektedir. Özellikle kârlılık oranları, değişim yaşamayan şirketlere göre oldukça düşük gerçekleşmiştir. CEO değişimini takip eden yılda da kârlılık oranlarının düşüş gözlemlenmiştir. Değişimi takip eden yıl toplam aktif, stok ve maddi duran varlık oranlarının azalması da bu işletmelerin küçülmeye gittiğinin bir kanıtı olabilir. Yine özsermaye oranının azalması da şirketlerin borçlanarak kaldıraç etkisinden faydalanmaya çalıştığı bir sinyali olarak yorumlanabilir. Şirketlerin hisse fiyatları ve hisse başına düşen kârlılıkları da benzer ortalamalara sahiptir.

Diğer yıllar örneklerinde olduğu gibi 4 değişim yaşanan 2003 yılında da CEO değişikliği yaşayan şirketlere ait rasyolar, değişim yaşamayan şirket rasyolarından daha düşük nispette gerçekleşmiştir. Kârlılık oranlarının değişim yılında negatif oranlara düşmesi ancak sonra ki yıl da düzelmeye başlaması önceki yıllarla benzerdir. Toplam aktif, stok, maddi duran varlık ve özsermayede yaşanan daralmalar daha önceki yıllarda CEO değişikliğine giden şirket rasyoları ile benzer etkiler taşımaktadır. ANOVA sınamaları sonuçlarında da ilgili şirket örnek kümesinin homojen yapı taşıdığı söylenebilir. Aynı benzer yapı hisse fiyatı ve hisse başına kâr içinde geçerlidir.

12 değişim gözlemlenen 2004 yılında CEO değişikliğine giden şirket örneklerine ait tanımlayıcı istatistik sonuçları diğer yıllara göre çarpıcı farklılıklar göstermektedir. Bunlardan ilki, değişim yaşayan şirketlerin gerek satışlar gerekse faaliyet kârı, vergi öncesi kâr ve net kâr gibi kârlılık oranlarının değişim yaşamayan şirketlere göre daha yüksek olmasıdır. Bu CEO değişiminin finansal performansı yükselttiği ve olumlu etkilediği şeklinde yorumlanabilir. Ancak CEO değişimini takip eden yıl kârlılık oranlarında düşüş yaşanması bu yorumumuza kesinlik katmamızı engellemektedir. Ancak toplam aktif ve ticari alacaklardaki artış şirketin CEO değişikliğinden olumlu yararlandığının bir kanıtı olarak gösterilebilir, çünkü bu artış stok veya maddi duran varlık kalemlerinden değil satışlardan kaynaklanmaktadır. Muhasebesel olarak finansal oranlarda farklılıklar söz konusu iken istatistiki olarak anlamlı bir farklılık bulunmamaktadır. Hisse fiyatı ve hisse başına kârlılık oranı bakımından örnek şirketlerin ortalamaları birbirine benzer yapıdadır.

2005 yılında tespit edilen 5 şirkette yaşanan değişimin değişim yaşamayan şirketlerle karşılaştırılan finansal oranlarının ortalamaları daha düşük kalmıştır. Gerek değişimin yaşandığı 2005 yılı gerekse değişimi takip eden yıl hem faaliyet oranlarında hem de kârlılık oranlarında düşüşler görülmesi işletmelerin finansal performansı bakımından iyi işaretle taşınamamaktadır. Satış performansı aynı kalırken faaliyet giderlerinde yaşanan artışlar toplam aktif oranını da düşürmüştür. Finansal rasyolar bakımından 2005 yılı örnek şirketlerinin birbirine benzer değerler taşıdığı ANOVA sınamaları sonuçlarına bakılarak söylenebilir. Hisse fiyatları ve hisse başına kârlılık için de aynı sonuç ortaya çıkmıştır.

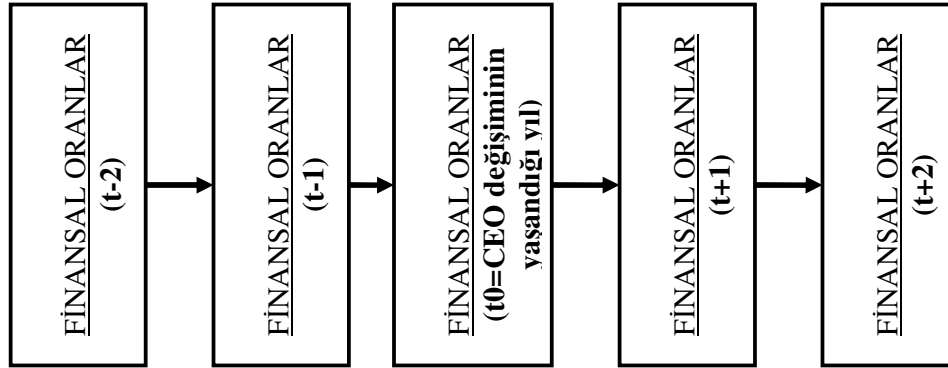
İncelenen bu yıllarda CEO değişimi yaşayan şirketlerin ortalama finansal oranları değişim yaşamayan şirketlere göre genel olarak düşük çıkmıştır. Bunu etkileyen temel sebep yıllar bazında yaşanan değişim sayısının azlığı olabilir. Ayrıca tüm yıllarda muhasebesel olarak farklılıklar tespit edilirken bunlar istatistiksel olarak anlamlı değildir.

Tablo.5.9. One-Way Anova Analizi Sonuçları

FİNANSAL ORANLAR		YILLAR						
		1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
FAALİYET KÂRI	F	0,002	0,070	1,205	1,202	0,682	1,765	0,537
	p	0,965	0,793	0,281	0,281	0,415	0,192	0,469
SATIŞLAR	F	0,250	0,068	1,281	0,088	1,847	0,088	1,485
	p	0,621	0,796	0,267	0,769	0,184	0,768	0,232
VERGİ ÖNCESİ KÂR	F	0,003	0,062	0,935	1,192	1,117	1,051	0,552
	p	0,958	0,805	0,341	0,283	0,299	0,312	0,463
NET KÂR	F	0,024	0,018	1,043	1,198	1,286	1,361	0,549
	p	0,879	0,894	0,315	0,282	0,266	0,251	0,464
GENEL YÖNETİM GİDERLERİ	F	0,037	0,064	1,376	1,216	1,698	0,642	1,157
	p	0,849	0,802	0,250	0,279	0,202	0,428	0,291
PAZARLAMA SATIŞ DAĞITIM GİDERLERİ	F	0,024	0,051	0,271	0,544	0,684	0,169	0,392
	p	0,878	0,823	0,606	0,466	0,415	0,683	0,536
STOKLAR	F	0,165	0,473	1,444	1,702	1,502	1,509	0,717
	p	0,688	0,497	0,239	0,202	0,230	0,227	0,403
TİCARİ ALACAK	F	0,341	0,227	0,567	0,203	0,655	2,515	0,434
	p	0,564	0,637	0,457	0,655	0,425	0,121	0,515
TOPLAM AKTİF	F	0,131	0,006	0,499	1,084	1,747	0,024	1,129
	p	0,720	0,939	0,485	0,306	0,196	0,878	0,296
MADDİ DURAN VARLIK	F	1,896	0,238	0,002	1,368	1,175	1,273	0,934
	p	0,179	0,629	0,964	0,251	0,287	0,266	0,341
TİCARİ BORÇLAR	F	0,334	0,007	0,366	0,042	0,710	1,465	0,511
	p	0,568	0,936	0,550	0,839	0,406	0,234	0,480
ÖZSERMAYE	F	0,007	0,025	1,764	0,636	1,922	0,129	1,176
	p	0,935	0,875	0,194	0,431	0,176	0,721	0,287

5.3.6. PAİRED T TEST

CEO değişiminin oluşturabileceği etkiyi daha net ölçebilmek amacıyla değişim öncesi iki yıl t_{-2}, t_{-1} -, değişim yılı t_0 -, değişimden sonraki iki yıl t_1, t_2 – arasındaki ilişkiler yapılan Paired T Test analizi ile ölçülmüştür. Bu analizde değişimden önceki ikinci yıl ile değişimden önceki birinci yıl, değişimden önceki birinci yıl ile değişim yılı, değişim yılı ile değişimden sonraki birinci yıl ve değişimden sonraki birinci ile değişimden sonraki ikinci yıl finansal oranlarının birbirleriyle olan ilişkisi incelenmiştir.



Şekil 5.2. Paired T Testinde İncelenen İlişkilerin Şematik Gösterimi

Finansal oranlarda t_2 ve t_1 yıllarında yaşanan düşüş CEO değişimi için önemli bir etkidir ki, yaptığımız testin sonucuna göre kârlılık oranlarının tamamında bu yıllar da düşüş tespit edilmiştir. Firmanın varlık kıymetine işaret eden maddi duran varlık, stoklar ve toplam aktif tutarında da düşüş gözlemlenmiştir. Bu düşüşlerin tamamı firmaların faaliyet gelirlerini oluşturan satışlarla ilişkilendirilebilir ki örnek kütleği oluşturan firmaların faaliyet hacminde %25'e varan düşüş diğer bulguları desteklemektedir. Atanan CEO'nun etkisinde kalan t_0 döneminde de faaliyet kârı, vergi öncesi kâr ve net kâr oranlarında düşüşler devam etmiştir. Bu yıl atanan CEO'nun performansı için değer oluşturmaz, çünkü ayrılan CEO'nun verdiği kararların sonuçları bu dönemde de etkisini devam ettirir, yeni atanan CEO'dan beklenen bu yıl içinde yapacağı düzeltmelerle gelecek yıllarda oluşturacağı pozitif

etkidir. t_1 yılında kârlılık oranlarında gerçekleşen negatif ortalama dikkat çekicidir, ancak t_2 yılında tüm kârlılık oranlarında gözlemlenen artış atanan CEO'nun finansal performansa olan etkine önemli bir kanıttır.

Tablo.5.10. Paired T Test Sonuçları

FİNANSAL ORANLAR	ORTALAMA		ANLAMLILIK (p)
Faaliyet Kârı-2 & Faaliyet Kârı-1	1,260	0,773	0,256
Faaliyet Kârı-1 & Faaliyet Kârı 0	0,770	0,485	0,467
Faaliyet Kârı 0 & Faaliyet Kârı+1	0,485	-0,049	0,227
Faaliyet Kârı+1 & Faaliyet Kârı+2	-0,049	0,145	0,430
Satışlar-2 & Satışlar-1	15,517	12,392	0,360
Satışlar-1 & Satışlar 0	12,346	8,572	0,060
Satışlar 0 & Satışlar+1	8,572	8,168	0,585
Satışlar+1 & Satışlar+2	8,168	7,937	0,808
Vergi Öncesi Kâr-2 & Vergi Öncesi Kâr-1	1,013	0,412	0,146
Vergi Öncesi Kâr-1 & Vergi Öncesi Kâr 0	0,419	0,412	0,969
Vergi Öncesi Kâr 0 & Vergi Öncesi Kâr+1	0,412	-0,005	0,237
Vergi Öncesi Kâr+1 & Vergi Öncesi Kâr+2	-0,005	0,168	0,419
Net Kâr-2 & Net Kâr-1	0,711	0,296	0,179
Net Kâr-1 & Net Kâr 0	0,301	0,299	0,988
Net Kâr 0 & Net Kâr+1	0,299	-0,073	0,284
Net Kâr+1 & Net Kâr+2	-0,073	0,176	0,238
Stoklar-2 & Stoklar-1	1,904	1,633	0,525
Stoklar-1 & Stoklar 0	1,590	0,857	0,024
Stoklar 0 & Stoklar+1	0,857	0,871	0,857
Stoklar+1 & Stoklar+2	0,871	1,029	0,216
Toplam Aktif-2 & Toplam Aktif-1	11,884	10,175	0,498
Toplam Aktif-1 & Toplam Aktif 0	10,015	7,285	0,094
Toplam Aktif 0 & Toplam Aktif+1	7,285	8,444	0,116
Toplam Aktif+1 & Toplam Aktif+2	8,444	7,901	0,782
Genel Yönetim Giderleri-2 & Genel Yönetim Giderleri-1	0,990	0,724	0,248
Genel Yönetim Giderleri-1 & Genel Yönetim Giderleri 0	0,737	0,512	0,058
Genel Yönetim Giderleri 0 & Genel Yönetim Giderleri+1	0,512	0,608	0,292
Genel Yönetim Giderleri+1 & Genel Yönetim Giderleri+2	0,608	0,585	0,769
Pazarlama Satış Dağıtım-2&Pazarlama Satış Dağıtım-1	1,301	0,917	0,326
Pazarlama Satış Dağıtım-1& Pazarlama Satış Dağıtım 0	0,896	0,630	0,135
Pazarlama Satış Dağıtım 0& Pazarlama Satış Dağıtım+1	0,630	0,611	0,824
Pazarlama Satış Dağıtım+1& Pazarlama Satış Dağıtım+2	0,611	0,609	0,970
Maddi Duran Varlık-2 & Maddi Duran Varlık-1	3,070	2,980	0,906
Maddi Duran Varlık-1 & Maddi Duran Varlık 0	3,008	2,241	0,051
Maddi Duran Varlık 0 & Maddi Duran Varlık+1	2,241	2,453	0,328
Maddi Duran Varlık+1 & Maddi Duran Varlık+2	2,453	2,694	0,651
Ticari Alacak-2 & Ticari Alacak-1	3,434	3,029	0,635
Ticari Alacak-1 & Ticari Alacak 0	2,958	1,899	0,055
Ticari Alacak 0 & Ticari Alacak+1	1,899	1,535	0,290
Ticari Alacak+1 & Ticari Alacak+2	1,535	1,394	0,551
Ticari Borçlar-2 & Ticari Borçlar-1	1,777	1,731	0,897
Ticari Borçlar-1 & Ticari Borçlar 0	1,698	0,889	0,032
Ticari Borçlar 0 & Ticari Borçlar+1	0,889	1,125	0,195
Ticari Borçlar+1 & Ticari Borçlar+2	1,125	1,135	0,953
Özsermaye-2 & Özsermaye-1	5,299	3,898	0,249
Özsermaye-1 & Özsermaye 0	3,889	3,482	0,362
Özsermaye 0 & Özsermaye+1	3,482	3,239	0,295
Özsermaye+1 & Özsermaye+2	3,239	3,464	0,758

6. SONUÇ

Geleneksel işletme şeklinden modern işletmeye geçişin en önemli kriteri olarak ortaya çıkan sahiplik ve yönetimin farklı ellerde tutulması ihtiyacı işletmelerde var olan denetim ve yönetim şeklinde değişime neden olmuştur. Bu değişimle birlikte ortaya çıkan çıkar çatışmaları şirket yönetiminde söz sahibi olan profesyonel yöneticileri şirkete sermaye sağlayanların çıkarları doğrultusunda kararlar almaya sevk edecek kuralları gerekli kılmıştır. Genel geçer kurumsal yönetim ilkeleri – eşitlik, şeffaflık, hesap verebilirlik, sorumluluk- yönetici ile hissedar arasındaki çıkar çatışmasını minimize etmeye yardımcı olurken diğer taraftan şirketlere finansman sağlayanların yatırımlarından getiri elde etme hususunda kendilerini güvende hissetmelerine yardımcı olur.

Kurumsal yönetim uygulamasıyla oluşturulan kurullar görevler ayrılığı prensibine uygun olarak çalışmalarını yürütürler ki, yönetim kurulunun öncelikli sorumluluğu işletmenin icrasından sorumlu profesyonel yöneticinin seçimini yapmaktır. Dilimize en yakın anlamıyla icra kurulu başkanı olarak tercüme edilen ve uluslar arası bir yönetim kademesi olan CEO işletmenin gideceği yönü belirler. Vizyon ve strateji geliştirme, kişisel risk üstlenebilme, zor durumlarla baş edebilecek yönetim yetkinliğine sahip olma, takım üyelerinin ihtiyaçlarına saygılı olma ve motivasyon sağlama gibi üstün yöneticilik özellikleri CEO'lara onu takip edenler tarafından karizma atfedilmesine sebep olur. Karizma, liderlik kabiliyeti için bir ölçü oluştururken aynı zamanda yönetim tarafından firma performansını ölçmek içinde kullanılan bir kriterdir.

İşletmenin icrasından sorumlu olan bu yönetim kademesine ilişkin değişikliklerde finansal performansı etkiler. CEO'lar gönüllü olarak kendi istekleri doğrultusunda işten ayrılacakları gibi gönülsüz olarak işten de çıkartılabilirler. Literatürde de geniş yer tutan değişim sebepleri farklı etkilerle sonuçlanabilir.

Araştırmamızın temel varsayımını oluşturan üst düzey yönetici değişikliklerinin finansal performansa etkisini ölçmek amacıyla İMKB'de işlem gören şirketler üzerinde uygulamalı bir çalışma yapılmıştır. Yapılan anket

çalışmasında CEO değişim sebeplerinin ankete katılan firmalar arasında sadece bir tanesi hariç olmak üzere gönüllü değişim olduğu tespit edilmiştir. CEO değişimi yaşayan ve yaşamayan firmaların finansal oranları dikkate alınarak yapılan çalışma neticesinde CEO değişimi yaşayan ve yaşamayan firmalara ait finansal performans verilerinin benzer özellikler taşıdığı tespit edilmiştir ki, bu durum gönüllü değişim yaşanan şirketlerde beklenen sonuçtur. Ayrıca yalnızca değişim yaşanan şirketlerde yapılan ve 5 yılı kapsayan (t_{-2} , t_{-1} , t_0 , t_1 , t_2) analiz neticesinde değişim yaşanmadan önceki iki yıl boyunca finansal performansta düşüş gözlemlenmiştir. Değişim yılı ve onu takip eden birinci yılda da bu düşüş devam ederken, yeni atanan CEO atandığı ikinci yıl finansal performansta pozitif etki yaratmıştır.

Araştırmamıza ait diğer değişken olan kurumsal yönetim prensipleri ile araştırmaya konu olan şirketlerin finansal performansına ilişkin oranlar arasında pozitif yönlü bir ilişki tespit edilmiştir ki, bu durum kurumsal yönetim uygulamalarının finansal performansta pozitif etki yarattığı şeklinde yorumlanabilir. İşletmelerin stok ve maddi duran varlıklarına yaptıkları yatırımda yaşanan artış aktiflerini büyütme yolunu seçtiklerinin ve aynı zamanda satışlarını artırma çabasında olduklarının bir göstergesidir. Ayrıca CEO karizması ile finansal performansın incelendiği korelasyon analizinde de görevden ayrılan eski CEO karizması ile herhangi bir finansal performansa ilişkin oran arasında anlamlı bir ilişki tespit edilememiş ve tüm finansal performans değerlerinde istatistiksel olarak anlamlı olmasa da düşüş gözlemlenmiştir. Bununla birlikte göreve yeni atanan CEO'ların ilk yıllarında (t_0) çok etkileyici sonuçlara ulaşamadıkları, hatta bu olumsuzluğun bunu takip eden yılda (t_1) da etkisini sürdürdüğü gözlemlenmiştir. Ancak bundan sonra gelen yılda (t_2) sağladıkları pozitif etki yeni CEO'nun eski CEO'dan devraldığı şirketin niteliğine de ışık tutar. Eski CEO döneminde gerçekleşen genel yönetim giderleri ile yeni CEO döneminde gerçekleşen değer arasında neredeyse %50'ye varan farklılık analiz sonucu elde edilen tespitlerdendir.

6.1. ÇALIŞMANIN KISITLARI

Türkiye'de CEO istihdam eden daha birçok şirket olmasına karşılık finansal verilere ulaşma imkanı bulunamadığından araştırma sadece İMKB ile sınırlı

kalmıştır. Ayrıca İMKB’de işlem görseller dahi işletmelerin büyük çoğunluğunun aile şirketi yapısından henüz tamamıyla arınmamış olması ve gelişmiş piyasa örneklerine nazaran ülkemizde halka açılma oranının daha düşük olması araştırmamızın kısıtlarındandır. Yapılan bu çalışmada yalnızca gönüllü değişimin tespit edilebilmiş olması araştırmada çeşitliliği sınırlamıştır. Ayrıca bazı şirketlerde bir veya iki sene içerisinde art arda yaşanan değişimin finansal performans üzerine etkisi ölçülememiştir.

6.2. GELECEK ARAŞTIRMALAR İÇİN ÖNERİLER

Bu araştırmayı literatürde farklı kılan en önemli özelliği kurumsal yönetim, CEO karizması ve CEO değişim sebeplerinin her birinin finansal performans ile ilişkisini ortaya koymasındır. Gelecekte yapılacak araştırmalar açısından örneklemin sadece İMKB ile sınırlı kalmaması araştırma sonuçlarının genellenebilmesi açısından son derece faydalı olacaktır. Hatta benzer kurumsal yönetim düzeyine sahip ülke örnekleri ile de araştırma zenginleştirilebilir. Bunun yanı sıra yönetim ve icra kurulu yapılarının incelenmesi ve şirketlerin halka açılma oranlarına göre değerlemeye tabi tutulması CEO değişiminin hangi koşul ve sebeplerle gerçekleştiğine dair daha genel yargılara ulaşılmasına yardımcı olabilir.

KAYNAKÇA

1. AGLE, Bradley R.; SONNENFELD, Jeffrey A. and SRİNİVASAN, Dhinu, (2006), “Does CEO Charisma Matter? An Empirical Analysis of The Relationships Among Organizational Performance, Environmental Uncertainty, and Top Management Team Perceptions of CEO Charisma”, *Academy of Management Journal*, 49, pp. 161-174.
2. AKIN Adnan, (2004), “Mülkiyet Sahipliğinden Kaynaklanan Yönetim Haklarının Devri Açısından Post-Modern Yönetimsel Kontrol Yaklaşımları ve Stratejileri”, *Erciyes Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, No: 22, ss. 127-148.
3. AKTAN, Coşkun Can, (2006), “Kurumsal Şirket Yönetimi: İyi Şirket Yönetimi İçin Kurallar ve Kurumlar” SPK Kurumsal Araştırmalar Serisi, 4, ss. 1-28.
4. ARKLAN, Ümit, (2004), “Siyasal Liderlikte Karizma Olgusu: Recep Tayip Erdoğan Örneğinde Teorik ve Uygulamalı Bir Çalışma”, Selçuk Üniversitesi, Yüksek Lisans Tezi, Konya.
5. BENTON, D.A., (2006), “How to Think Like a CEO”, Çeviren: İbrahim Şener, Pegasus Yayıncılık, 2. Baskı, İstanbul.
6. BHAGAT Sanjai; CAREY, Denis C. and ELSON, Charles M., (1999), “Director Ownership, Corporate Performance, and Management Turnover”, *The Business Lawyer*, 54, pp. 885-919.
7. BOUBAKRI, Narjess; COSSET, Jean-Claude and GUEDHAMI, Omrane, (2005), “ Liberalization, Corporate Governance and The Performans of Privatized Firms in Developing Countries”, *Journal of Corporate Finance*, 11, pp. 767-790.

8. BÜYÜKDERELİ, Murat, (2007), “İMKB’ de Faaliyet Gösteren Reel Sektör Firmalarının Mülkiyet Yapısının Bu Firmaların Finansal Performansları Üzerine Etkisi”, Marmara Üniversitesi, Yüksek Lisans Tezi, İstanbul.
9. CHAKRAVARTY, Balaji S., (1987), “On Tailoring a Strategic Planning System to Its Context: Some Empirical Evidence”, *Strategic Management Journal*, 8, pp. 517-534.
10. COLLEY, John L.; DOYLE, Jacqueline L.; LOGAN, George W. and STETTINIUS, Wallaca, (2004), “What is Corporate Governance?”, www.ebrary.com
11. CONGER, Jay A. and HUNT, James G., (1999), “Overview Charismatic and Transformational Leadership: Taking Stock of The Present and Future”, *Leadership Quarterly*, 10, pp. 121-127.
12. CONGER, Jay A.; KANUNGO, Rabindra N.; MENON, Sanjay T. and MATHUR, Purnima, (1997), “Measuring Charisma: Dimensionality and Validity of The Conger-kanungo Scale of Charismatic Leadership, *Revue Canadienne des Sciences de l’Administration*, 14, pp. 290-302.
13. COSH, Andy and HUGHES, Alan, (1997), “Executive Remuneration, Executive Dismissal and Institutional Shareholdings”, *International Journal of Industrial Organization*, 15, pp. 469-492.
14. DAHYA, Jay; LONIE, Alasdiar A. and POWER, David M., (1998), “Ownership Structure, Firm Performance and Top Executive Change: An Analysis of UK Firms”, *Journal Business Finance & Accounting*, 25, pp. 1089-1118.
15. DATA, Deepak K. and GUTHRIE, James P., (1994), “Executive Succession: Organizational Antecedents of CEO Characteristics”, *Strategic Management Journal*, 15, pp. 569-577.

16. DENIS, David J. and DENIS, Diane K., (1995), "Performance Changes Following Top Management Dismissals", *The Journal of Finance*, 50, pp. 1029-1057,
17. DENIS, Diana K. and MCCONNELL, John J., (2003), " International Corporate Governance", ECGI Working Paper Series in Finance
18. DOĞAN, Mustafa, (2007), "Kurumsal Yönetim", Siyasal Yayınevi, Ankara.
19. EISENHARDT, Kathleen M., (1989), "Agency Theory: An assessment and Review" *Academy of Management Review*, 14, pp. 57-74.
20. FARRELL, Kathleen A. and WHIDBEE, David A., (2002), "Monitoring by The Financial Press and Forced CEO Turnover", *Journal of Banking&Finance*, 26, pp. 2249-2276.
21. FIOL, Marlene C.; HARİS, Drew and HOUSE, Robert, (1999), "Charismatic Leadership: Strategies for effecting social change", *Leadership Quarterly*, 10, pp. 449-482.
22. FREDRICKSON, James W.; HAMBRICK, Donald C. and BAUMIN Sara, (1988), "A Model of CEO Dismissal", *Academy of Management Review*, 13, pp. 255-270.
23. GOMPERS, Paul A.; ISHII, Joy L.; METRICK, Andrew; (2003), "Corporate Governance and Equity Prices", *Quarterly Journal of Economics*, 118, pp. 107-155
24. GÜRBÜZ, Osman A. ve ERGİNCAN, Yakup, (2004), "Kurumsal Yönetim Türkiye'deki Durumu ve Geliştirilmesine Yönelik Öneriler", *Literatür Yayıncılık*, Birinci Basım, İstanbul.

25. HAMBRICK, Donald C. and FUKUTOMI, Gregory D. S., (1991), "The Seasons of a CEO Tenure", *Academy of Management Review*, 16, pp. 719-742.
26. HARTOG, Deanne N. Den and VERBURG, Robert M., "Charisma and Rhetoric: Communicative Techniques of International Business Leaders", *Leadership Quarterly*, 8, pp. 355-391
27. HOUSE, Robert J., (1999), "Weber and The Neo-Charismatic Leadership Paradigm: A Responce to Beyer", *Leadership Quarterly*, 10, pp. 563-574.
28. HOWELL , J.M. and FROST, P.J., (1989), "A laboratory Study of Charismatic Leadership", *Organizational Behavior and Human Decision Process*, 43, pp. 243-269.
29. JAMES, David R. and SOREF, Michael, (1981), "Profit Constraints on Managerial Autonomy: Manegerial Theory and the Unmaking of the Corporation President"; *American Social Review*, 46, pp. 1-18.
30. JENSEN, , Michael C. and MECKLING, William H., (1976), "Theory of The Firm: Managerial Behaviour, Agency Costs, and Ownership Structure," *Journal of Financial Economics*, 3, pp. 305-360.
31. JOH, Sung Wook, (2003), "Corporate Governance and Firm Profitability: Evidence From Korea Before The Economic Crisis", *Journal of Financial Economics*, 68, pp. 287-322.
32. JENSEN, Michael J. and MURPHY, Kevin C., (1990), "Performance Pay and Top Management Incentives", *The Journal of Political Economy*, 98, pp. 225-264.
33. KANG, J. and SHIVDASANI, A., (1995), "Firm Performance, Corporate Governance and Top Executive Turnover in Japan", *Journal of Financial Economics*, 38, pp. 1-30.

34. KAPLAN, Steven N., (1994), "Top Executive Rewards and Firm Performance: A Comparison of Japan and The United States", *The Journal of Political Economy*, 102, pp. 510-546.
35. KLAPPER, Leora F. and LOVE, Inessa, (2004), "Corporate Governance, Investor Protection, and Performance in Emerging Markets", *Journal of Corporate Finance*, 10, pp. 703-728.
36. KILINÇ, Tanıl, "Karizmatik Liderlik: Tanımları ve Olumlu-Olumsuz Yönleri" www.merih.net, <http://www.merih.net/m2/lid/karizmatik.htm>, <http://www.merih.net/m2/lid/karizmamb.htm>, <http://www.merih.net/m2/lid/karizmamc.htm>, Erişim Tarihi: 14.12.2007
37. KIYILAR Murat, BELEN Muhammet, "Kurumsal Yönetim Kavramı ve İlkeleri" <http://archive.ismmmo.org.tr/docs/sempozyum/07Sempozyum/10-Murat%20K%C4%B1y%C4%B1lar%20Muhammed%20Belen.doc>
Erişim Tarihi: 13.12.2007
38. KOENE, Bas A.S.; VOGELAAR, Ad L.W. and SOETERS, Joseph L., (2002), "Leadership Effects on Organizational Climate and Financial Performance: Local Leadership Effects in Chain Organizations", *The Leadership Quarterly*, 13, pp. 193-215.
39. LAUSTEN, Mette, (2000), "CEO Turnover, Firm Performance and Corporate Governance: Empirical Evidence on Danish Firms", *International Journal of Industrial Organization*, 20, pp. 391-414.
40. LEKER, Jens and SALOMO, Sören, (2000), "CEO Turnover and Corporate Performance," *Scandinavian Journal of Management*, 16, pp. 287-303.
41. LIEBERSON, Stanley and O'CONNOR, James F., (1972), "Leadership and Organizational Performance: A Study of Large Corporations", *American Sociological Review*, 37, pp. 117-130.

42. LUBATKIN, Michael H.; CHUNG, Kae H.; ROGERS Ronald C. and OWER, James E., (1989), "Stockholder Reaction to CEO Changes in Large Corporations", *Academy of Management Journal*, 32, pp. 47-68.
43. MARTIN, Gerald S., (2002), "Turnaround Specialists and Firm Performance", Texas A&M University, Doktora Tezi.
44. MURPHY, Kevin J., ZIMMERMAN, Jerold L.; (1992), "Financial Performance Surrounding CEO Turnover", *Journal of Accounting and Economics*, 16, pp. 273-315
45. OECD, (2004), "Principles of Corporate Governance".
46. ÖZBARAN, Hakan M., (2001), "Şeffaflık ve Hesap Verme Sorumluluğu Bağlamında Yolsuzlukla Mücadelede Sayıştayların Rolü", *Sayıştay Dergisi* 43, ss. 3-22.
47. PUFFER, Sheila M. and WEINTROP, Joseph B., (1991), "Corporate Performance and CEO Turnover: The Role of Performance Expectations", 36, pp. 1-19.
48. REINGANUM, Marc R., (1985), "The Effect of Executive Succession on Stockholder Wealth", *Administrative Science Quarterly*, 30, pp. 46-60.
49. ROSS, Stephen A., (1973), "The Economic Theory of Agency: The Principal's Problem", *American Economic Association*, 63, pp. 134-139.
50. SCHWARTZ, Kenneth B. and MENON, Krishnagopal, (1985), "Executive Succession in Failing Firms"; *The Academy of Management Journal*, 28, pp. 680-686.
51. Sermaye Piyasası Kurulu, (2003), "Kurumsal Yönetim İlkeleri", Ankara.

52. SHLEIFER, Andrei and VISHNY, Robert W., (1996), "A survey of Corporate Governace". NBER working Paper Series 5554
53. SİPAHİ, Beril, YURTKORU, Serra A., ÇİNKO, Murat, (2008), "Sosyal Bilimlerde SPSS'le Veri Analizi", Beta Yayınları, İkinci Basım, İstanbul
54. SMITH, Mark and WHITE, Michael C., (1987), "Strategy, CEO Specialization, and Succession", Administrative Science Quarterly, 32, pp. 263-280.
55. STRONG, John S. and MEYER, John R., (1987), "Asset Writedowns: Managerial Incentives and Security Returns", The Journal of Finance, 42, pp. 643-661.
56. ŞEHİRLİ Kübra, (1999), "Kurumsal Yönetim", Sermeye Piyasası Kurulu Denetleme Dairesi, Sayı: XIV-4/55-3
57. TAIT, Ruth; (1996), "The Attributes of Leadership", Leadership & Organizational Development Journal", 17, pp. 27-31.
58. THOMAS, Alan B., (1988), "Does Leadership Make a Difference to Organizational Performance", Administrative Science Quarterly, 33, pp. 388-400.
59. TOSI, Henry L.; MISANGYI, Vilmos F.; FANELLI, Angelo ; WALDMAN, David A. and YAMMARINO, Francis J., (2004), "CEO Charisma, Compensation, and Firm Performance", The Leadership Quarterly, 15, pp. 405-420.
60. TÜSİAD, (2002), "Özel Sektörün İhtiyacı: Kurumsal Yönetim".
61. WALDMAN, David A.; JAVİDAN, Mansour and VARELLA, Paul, (2004), "Charismatic Leadership at the Strategic Level: A New Application of Upper Echelons Theory", The Leadership Quartely, 15, pp. 355-380.

62. WALLACE, Jean E., (1995), "Organizational and Professional Commitment in Professional and Nonprofessional Organizations", *Administrative Science Quarterly*, 40, pp. 228-255.
63. WALSH, James P. and SEWARD, James K., (1990), "On The Efficiency of Internal and External Corporate Control Mechanisms," *Academy of Management Review Journal*, 15, pp. 421-458.
64. WANG, Hui, (2002), "CEO Leadership Attributes and Organizational Effectiveness: The Role of Situational Uncertainty and Organizational Culture", *The Hong Kong University, Doktora Tezi*.
65. WARNER, Jerold B.; WATTS, Ross L. and WRUCK, Karen H., (1988), "Stock Prices and Top Management Changes", *Journal of Financial Economics*, 20, pp. 461-492.
66. WEINER, Nan and MAHONEY, Thomas A., (1981), "A Model of Corporate Performance as a Function of Environmental, Organizational, and Leadership Influences", *Academy of Management Journal*, 24, pp. 453-470.
67. YAYLA, Hilmi E., (2006), "Güç ve Yetki İlişkilerinin Muhasebe Bilgisi Kararları Üzerindeki Etkisi: Türkiye'deki Özel Hastaneler Üzerine Yapısal Bir Model Önerisi", *Ankara Üniversitesi Yayınlanmamış Doktora Tezi, Ankara*.
68. YUKL, Gary, (1999), "An Evaluation of Conceptual Weaknesses in Transformational And Charismatic Leadership Theories", *Leadership Quarterly*, 10, pp. 285-305.
69. http://www.ba.metu.edu.tr/~manclub/yayinlar/glokal/insan_kaynaklari/ceo.html ERIŞİM TARİHİ: 14.12.2007

