

Piyanın Bankalarda CEO Değişimine Tepkisi

Dr. İhsan Uğur Delikanlı*
Prof. Dr. Saim Kılıç**

Öz

Bu çalışmada, pay piyasasının, Türk bankacılık sektöründeki CEO değişimine tepki verip vermediği incelenmiştir. Ocak 2010 başından Aralık 2019 sonuna kadarki dönemde payları Borsa İstanbul'da işlem gören bankalardaki 13 adet CEO değişimini içeren "temiz" niteliğindeki duyurunun etkisi olay çalışması yöntemiyle analiz edilmiştir. Analiz sonuçlarına göre, genel olarak, Türk bankacılık pay senedi piyasasının, yalnızca duyuru günü için hesaplanan küçük ancak istatistiksel olarak anlamlı %0,662'lik pozitif anormal getiri ile pozitif tepki verdiği sonucuna ulaşılmıştır. Bununla birlikte, piyanın kamu sermayeli bankalardaki CEO değişimine farklı tepki verdiği gözlemlenmiştir. Zira özel ve yabancı sermayeli bankalar için olay günü penceresinde %0,812'luk pozitif anormal getiri, kamusal sermayeli bankalar için olay günü ve sonrası 2 günlük zaman penceresinde (t0, t2) %1,581 oranında negatif kümülatif anormal getiri şeklinde hesaplanmıştır.

Bu çalışmada yer alan görüşler yazarlara ait olup, kurumlarını bağlamaz.

Anahtar Kelimeler: Banka, CEO Değişimi, Kurumsal Yönetim, Olay Çalışması, Anormal Getiri
JEL Sınıflandırması: G14, G21, G30, G38.

Market Reaction to CEO Turnover In The Banks Evidences From Turkey

Abstract

This paper aims to examine whether there is a stock market reaction to the announcement of CEO turnover in the Turkish banks. The impact of 13 "clean" CEO turnover announcements from the beginning of 2010 to the end of 2019 on the share prices of the banks traded in Borsa İstanbul has been analyzed by the Event Study method. The results show that, in general, Turkish stock market reacts positively to CEO turnovers in the banks just on the announcement day with a small but statistically significant positive abnormal return of 0.662%. However, market reacts to CEO turnovers of the state owned banks in a different way. Although CEO turnover causes a positive abnormal return of 0,812 % on the share prices of private and foreign owned banks for the announcement day, it changes state owned banks' shares unfavorably (negative) with an abnormal return of 1,581 % for 3 days window (t0, t+2).

Keywords: Banks, CEO Turnover, Corporate Governance, Event Study, Abnormal Return
JEL Classification: G14, G21, G30, G38.

1. Giriş

Bankaların sundukları hizmetler dijitalleşme ile her geçen gün yeni bir şekle bürünse de bankanın bir bilanço, bankacılığın da bilanço yönetimi olduğu gerçeği değişmemektedir.

* Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu, Kurul Üyesi, <https://orcid.org/0000-0001-8955-5413>

** Altınbaş Üniversitesi, <https://orcid.org/0000-0001-7180-2201>

Etkin bir bilanço yönetimi ise ancak yetkin insanlar eliyle yürütülebilir. Dolayısıyla, işin niteliğinin gerektirdiği insan kaynağının temini ve yönetimi başarılı bir bankacılığın olmazsa olmazlarındandır.

İnsan kaynaklarının yetkinlikler çerçevesinde şekillendirilmesinden her şirkette olduğu gibi bankalarda da yönetim kurulu sorumludur. Ancak, bu şekillendirme doğal olarak genel hatları ile politikanın belirlenmesi ile sınırlıdır. Gündelik iş ve işlemler bakımından insan kaynakları planlamasının yapılması, operasyonların niteliğine göre gerekli kaynakların tahsis edilmesi ise yönetim kurulunun seçeceği icracı fonksiyonlara sahip üst düzey yöneticilerin sorumluluğundadır. Bu sorumluluğun istenilen şekilde yerine getirilebilmesinin ön koşulu banka yönetim kurullarının üst düzey yönetici belirleme sürecini doğru bir şekilde işletmesidir.

Bankalarda üst düzey yönetici grubunun örgütlenme şekli genel müdür ve ona bağlı olan genel müdür yardımcıları şeklinde olmaktadır. Açıkta olmasa da Bankacılık Kanununda yapılan tanımlamalardan çıkan bu yapı icra kurulu olarak kabul edilebilir. “İcra kurulu başkanı bir şirketin tüm faaliyetlerinden sorumludur ve esas olarak işletmeyi belirlenen amaçlara ulaştıracak her türlü kararı almak ve işletmeyi tüm olarak temsil etmek yetkisine sahip yöneticidir (Koçel, 2005). Diğer bir ifadeyle bir şirketin en üst kademe icracı yöneticisi olan icra kurulu başkanı, hissedarlar tarafından seçilen yönetim kurulunca belirlenen stratejileri hayata geçirmek ve belirlenen hedefleri gerçekleştirmekten sorumludur. İcra kurulu başkanının aldığı kararları uygulamaya almak ve detaylı operasyonları yönetmek görevi de genel müdür yardımcılara aittir (Demirel, 2014:8)”. Bu anlamda bir bankanın genel müdürünü icra kurulu başkanı (CEO – Chief Executive Officer), genel müdür yardımcılarını – örneğin, finansal raporlama ve muhasebe bölümlerinin de bağlı olduğu genel müdür yardımcısı ise finanstan sorumlu icra kurulu üyesi (CFO – Chief Financial Officer) - icra kurulu üyeleri olarak adlandırmak mümkündür.

Bankacılık Kanunu uyarınca banka CEO’larına yönetim kurulunun doğal üyesi olma ayrıcalığı da verilmektedir. Bu durum, banka genel müdürlerine, CEO’dan beklenen klasik yönetim kurulunca belirlenen hedefleri gerçekleştirmek için strateji oluşturup uygulama fonksiyonunun ötesine geçebilme yani hedeflerin belirlenmesi sürecine de etkin bir şekilde katılabilme imkanını sağlamaktadır. Dolayısıyla, Türkiye uygulamasında banka CEO’ları sadece yönetim kuruluna değil diğer yönetim kurulu üyeleri ile birlikte hissedarlara da hesap veren kişi konumundadır. Bu yönüyle, bankalarda CEO değişiklikleri sadece uygulanan stratejilerde değil yönetim kurulunca belirlenmiş politika ve hedeflerde de değişikliğe gidilmesi potansiyelini içerir.

Banka yönetim kurulunun bir kişiyi CEO olarak görevlendirebilmesi için önceki kanunlardakine benzer şekilde yürürlükteki Bankacılık Kanununda da öngörülen eğitim ve deneyim ile ilgili koşulların sağlanması gerekir. Bunlardan ilki, hukuk, iktisat, maliye, bankacılık, işletme, kamu yönetimi ve dengi dallarda en az lisans düzeyinde, mühendislik alanında lisans düzeyinde öğrenim görmüş olanlar içinse belirtilen alanlarda lisansüstü öğrenim görülmüş olması diğeri de bankacılık veya işletmecilik alanında en az on yıllık meslekî deneyime sahip olunmasıdır. Bu koşullar sağlansa dahi atamanın geçerlilik kazanabilmesi ancak Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumunun olumsuz görüşünün olmaması halinde mümkün olmaktadır. Bu sürecin ardından göreve başlanabilmesi yani CEO olarak bankayı temsil edecek imzaların atılabilmesi ise banka genel merkezinin bulunduğu yerdeki asliye ticaret mahkemesinde yemin etme koşuluna bağlanmıştır.

Görüldüğü gibi, hissedarlar başta olmak üzere fon sağlayanlar, kredi kullanan müşteriler ve çalışanların dahil olduğu geniş bir banka paydaş grubunu ilgilendiren CEO görevlendirmesi sadece işin doğası gereği değil kanunen de önem atfedilen bir süreçtir. Faaliyette bulunan bir bankada CEO görevlendirmesi, mevcut CEO’nun görevinden ayrılması, yerine bir başkasının görevlendirilmesini ifade etmektedir. Nitekim, herhangi bir

nedenle CEO'luk görevinden ayrılması hali de Bankacılık Kanununda öngörölmüş ve böyle bir durumda görevden ayrılma nedenlerinin hem ilgili banka hem de CEO tarafından yedi iş günü içinde BDDK'ya bildirilmesi zorunlu tutulmuştur.

Bu çalışma ile çok sayıda paydaşı olan bankalarda CEO değişikliğine piyasanın nasıl tepki verdiğinin araştırılması suretiyle literatüre ve uygulamacılara katkı sağlanması amaçlanmıştır. Çalışmanın literatür bölümünde detaylı olarak belirtildiği üzere, özel olarak bu konuyu araştıran makale dünyada sınırlı sayıda iken, Türkiye'de ise yayımlanmış bir çalışma bulunmamaktadır. Ayrıca, çalışma sonuçlarının, bankaların düzenleyici otoritesi olan BDDK'nın ve halka açık şirketlerin kamuyu aydınlatma ilkelerini düzenleyen Sermaye Piyasası Kurulu'nun uygulamaları bakımından yol gösterici olacağı düşünülmektedir.

Verilen tepkinin göstergesi olarak hisse senetleri Borsa İstanbul'da işlem gören bankaların hisse fiyatlarındaki değişimler kullanılmıştır. Araştırmamız öncesinde literatür taraması yapılmış ve benzer çalışmaların sonuçları ikinci bölümde özetlenmiştir. Üçüncü bölümde araştırmamızın amacı ve kapsamı, dördüncü bölümde araştırmamızın yöntemi ve ulaştığımız bulgular açıklanmıştır. Sonuç bölümünde de araştırmamız ve bulguların bir özeti ile bulgulardan hareketle geliştirdiğimiz öneriler verilmiştir.

2. Literatür Taraması

Dünya literatürü incelendiğinde, CEO değişimine ilişkin çalışmaların, Hindistan özelinde kamu bankaları için 2019 yılında yapılan bir araştırma hariç, özel olarak bankalara yönelik değil halka açık şirketlerin geneli bağlamında yapıldığı görölmektedir. Ortaya çıkan sonuçların da ülkeler itibarıyla farklılaştığı dikkati çekmektedir.

Örneğin Amerika'da piyasanın geneline yönelik CEO değişimlerine piyasanın tepkisini anormal getiri etkisi bazında dikkate alan araştırmalarda birbirinden farklı sonuçlara ulaşılmıştır. Warner, Watts ve Wruck'un çalışmalarında (1988:481-486), 1963-1978 yılları arasında Wall Street Journal'da duyurulan üst yönetim değişikliklerine hisse senedi fiyat tepkisinin nasıl geliştiği olay çalışması yöntemiyle incelenmiştir. Açıklama öncesi 60 gün ve açıklama sonrası 30 gün olmak üzere toplam 90 işlem günü esas alınarak yapılan çalışmada önemli bir hisse senedi fiyat değişikliği olmadığı görölmüştür.

Weisbach (1988), Denis ve Denis (1995) ile Huson, Malatesta ve Parrino (2004) tarafından yapılan çalışmalarda ise CEO değişim açıklamasının ardından önemli ölçüde anormal getirilerin oluştuğu gözlenmiştir. CEO değişimi ile Yönetim Kurulunun oluşum şekli arasındaki ilişkinin araştırıldığı Weisbach (1988)'in çalışmasında, 367 adet CEO değişim açıklamasını içeren 1974 ile 1983 arasındaki dönemde piyasanın pozitif tepki verdiği ve bağımsız yönetim kurulu üyelerinin hakim olduğu şirketlerde bu tepkinin daha güçlü olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

Bonnier ve Brunner (1989) tarafından yapılan çalışmada da Weisbach (1988)'in çalışmasının bulguları teyit edilmiştir. 1969-1983 yılları araştırma dönemi olarak alınmış ve CEO değişim açıklamalarına piyasanın pozitif tepki verdiği görölmüştür. Denis ve Denis (1995)'in yaptığı araştırmada, CEO değişim açıklamasının yapıldığı zaman penceresi için % 0,63 oranında pozitif anormal getiri hesaplanmış ve bu durumun gelen CEO'nun şirketin performansına önemli katkı yapacağı beklentisiyle piyasanın CEO değişimini iyi bir haber olarak algıladığını gösterdiği değerlendirilmesinde bulunulmuştur.

Huson, Malatesta ve Parrino (2004)'nün çalışmasında 1971-1995 döneminde Amerika'da yapılan 1.200 adet CEO değişim açıklaması esas alınmıştır. CEO değişim açıklama tarihi olarak Wall Street Journal'de verilen haber tarihi ancak, haber kaynağı olarak Forbes dergisi dikkate alınmıştır. Açıklama öncesi gün ve açıklama günü olmak üzere 2

günlük periyotta kümülatif anormal getiri oranı % 0,354 olarak hesaplanmış ve piyasanın pozitif tepki verdiği sonucuna varılmıştır.

İngiltere’de yapılan çalışmalarda da farklı gözlemlerde bulunulmuştur. Dedmen ve Lin (2001) tarafından yapılan araştırmada, İngiliz yatırımcılarının CEO değişimini kötü bir haber gibi algıladıkları ve bu kapsamda yapılan açıklamalara negatif tepki verdikleri gözlenmiştir. Buna karşın, Dahyaa ve Mc Connel (2005)’in çalışmasında, 1988-1999 döneminde yapılan toplam 523 adet CEO değişim açıklaması örneklem alınmış ve açıklama tarihlerine göre zaman periyotlarında % 99 anlamlılık düzeyinde % 0,39 oranında anormal getiri hesaplanmıştır. Buradan hareketle de İngiliz yatırımcıların CEO değişimini iyi bir haber olarak algıladıkları ve pozitif tepki verdikleri değerlendirilmesinde bulunulmuştur.

Dherment-Ferere ve Renneboog (2000)’un çalışmasında Paris Borsasında işlem gören 207 şirketin 1988-1992 yılları arasında yaptıkları 277 adet CEO değişim açıklaması örneklem alınmıştır. Bu açıklamalar zorunlu ayrılma, kendi isteğiyle istifa ve yaş nedeniyle emekliye ayrılma şeklinde 3 gruba ayrıştırılmıştır. Olay çalışması yöntemiyle anormal getiriler hesaplanmış ve zorunlu ayrılma hallerinde % 0,5 oranında küçük ancak anlamlı bir pozitif fiyat tepkisi verildiği, kendi isteğiyle ayrılma haline piyasanın tepki vermediği, yaş nedeniyle emekliliğe ayrılma halinde ise küçük negatif fiyat tepkisi olduğu görülmüştür. Performansa bağlı olarak zorunlu ayrılma halinde; yeni CEO’nun şirket dışından görevlendirilmesi durumunda anormal getirilerde % 2’nin üzerinde artış gerçekleştiği, içeriden CEO görevlendirilmesi durumunda ise performansı zayıf olan şirketler için kümülatif anormal getirinin açıklama gününde % 1 düştüğü gözlenmiştir.

Suchard, Singh ve Barr (2001), Avustralya’da 1989-1995 yılları arasında gerçekleşen 59 adet CEO değişim açıklamasını esas alarak piyasanın nasıl tepki verdiğini sorgulamışlardır. Çalışmalarında açıklama günlerindeki zaman pencerelerinde negatif anormal getiriler hesaplamışlar ve Avustralyalı yatırımcıların CEO değişimini kötü haber olarak algıladığı sonucuna varmışlardır. Cheung ve Jackson (2012)’in çalışmasında ise 1999-2009 yıllarında Avustralya Borsasında hisse senetleri işlem gören şirketlerce yapılan 259 adet CEO değişim açıklaması iradi ve zorunlu ayrılmalar şeklinde ikiye ayrılmış ve açıklama öncesi ve sonrası 7’şer günlük zaman pencerelerinde hisse senedi getiri volatilesi hesaplanmıştır. CEO değişim açıklaması sonrası hisse senedi getiri volatilesinin arttığı, zorunlu CEO ayrılması hallerinde bu artışın daha yüksek, kümülatif anormal getirilerin negatif olduğu görülmüştür.

Kang ve Shivdasani (1996) ise CEO değişim açıklamalarına Japon yatırımcıların tepkisini araştırmıştır. Japonya’da 1985-1990 döneminde yapılan 432 adet CEO değişim açıklamasını kullanarak yaptıkları çalışmada piyasanın pozitif tepki verdiğini gözlemişler ve Japon yatırımcıların yeni CEO’nun şirkete yeni bakış açısı getireceği umuduyla CEO değişimini iyi bir açıklama olarak algıladıkları sonucuna ulaşmışlardır.

Kind ve Yves (2011) tarafından Ocak 1998-Haziran 2009 döneminde İsviçre’deki 208 adet CEO değişim açıklaması esas alınarak yapılan çalışmada, tüm CEO değişimlerinin yanı sıra açıklamalar zorunlu CEO değişimi, düşük kaliteli CEO’nun zorunlu değişimi, yüksek kaliteli CEO’nun zorunlu değişimi şeklinde 3 gruba ayrıştırılmak suretiyle de açıklama öncesi 3 gün ve açıklama günü olmak üzere 4 günlük zaman penceresinde anormal hisse senedi getirileri hesaplanmıştır. Düşük kaliteli CEO’nun zorunlu değişimi halinde önemli ölçüde pozitif anormal getiriler, tersi durumda yani yüksek kaliteli CEO’nun değişiminde ise negatif anormal getiriler oluştuğu gözlenmiştir.

Setiawan (2011), Endonezya’da 1992-2003 döneminde Cakarta Hisse Senedi Borsasında 59 şirket tarafından yapılan CEO değişim açıklamasını esas alarak olay çalışması yöntemiyle 11 günlük bir zaman penceresinde -açıklama öncesi 5 gün, açıklama

sonrası 5 gün ve açıklama günü itibarıyla- anormal getiri hesaplaması yaparak piyasanın nasıl tepki verdiğini araştırmıştır. Bu açıklamaları rutin ve rutin olmayan CEO değişim açıklamaları, yeni CEO'nun şirket içinden ya da dışından olma durumları itibarıyla ayrıştırarak da anormal getiri hesaplamasını tekrar yapmıştır. Hesaplama sonuçları, CEO değişim açıklamalarının iyi haber olarak algılandığı ve piyasanın pozitif tepki verdiği, rutin ve şirket içinden CEO değişimlerini tercih ettiği, rutin ama şirket dışından olan CEO değişimlerine negatif tepki gösterildiği, rutin olmayan CEO değişikliklerinin yatırımcılar için karışık sinyaller içerdiği şeklinde değerlendirilmiştir.

Pessarossia ve Weill (2102) tarafından yapılan çalışmada, 2002-2010 döneminde Çin Borsasında işlem gören şirketlerce yapılan 1.094 adet CEO değişim açıklaması örneklem alınarak, piyasanın bu açıklamaları nasıl algıladığı sorgulanmıştır. Olay çalışması yöntemiyle açıklama öncesi 5 gün, açıklama günü ve açıklama günü sonrası 1 gün olmak üzere ortalama anormal getiriler hesaplanarak yapılan çalışmada, piyasanın sadece merkezi hükümet tarafından kontrol edilen şirketlerde CEO değişimlerine önemli ölçüde pozitif tepki verdiği ancak bu durumun yerel hükümetler tarafından kontrol edilen şirketler ile özel sermayeli şirketlerdeki CEO değişim açıklamaları için geçerli olmadığı sonucuna ulaşılmıştır.

Ishak ve Abdul Latif (2012)'de olay çalışması yöntemiyle 2008-2010 yıllarında Malezya Borsasında işlem gören şirketlerce yapılan 247 adet CEO değişim açıklamasının etkisini açıklama öncesi 10 gün, açıklama günü ve açıklama sonrası 3 gün olmak üzere 14 günlük zaman penceresinde anormal getiri hesaplamaları yaparak analiz etmişlerdir. Malezya yatırımcılarının açıklama gününde CEO değişimine kayıtsız kaldıkları ancak, piyasa modeli yaklaşımı ve düzeltilmiş piyasa getirisi modeli kullanılarak yapılan hesaplamalara göre açıklama öncesi 10 günlük dönemde % 1,5'lar düzeyinde pozitif anormal getirilerin olduğu görülmüş ve bu durumun CEO değişim bilgisinin önceden sızdığını gösterdiği değerlendirilmiştir.

Sarkar, Subramanian ve Tantri (2019) tarafından yapılan Hindistan devlet bankalarında 2002-Haziran 2013 döneminde gerçekleşen CEO değişimlerinin sonuçlarının analiz edildiği çalışmada piyasanın tepkisinin nasıl olduğu da sorgulanmıştır. Açıklama öncesi gün, açıklama günü ve açıklama sonrası gün için 3 günlük kümülatif anormal getirinin %1,7 daha düşük olduğu hesaplanmış ve bu sonuçtan hareketle CEO değişimine piyasanın negatif tepki verdiği değerlendirilmesinde bulunulmuştur.

Türkiye özelinde ise hem genel olarak piyasa için hem de özel olarak bankacılık sektörü için CEO değişiminin etkisini inceleyen bir araştırma yapılmamıştır. Yalnızca Eyüboğlu ve Bulut (2015) tarafından yapılan çalışmada Borsa İstanbul 30 endeksinde yer alan şirketlerce Ocak 2003-Aralık 2012 döneminde yapılan duyurular kurumsal yönetime ilişkin duyurular, finansal duyurular, hukuki duyurular, operasyonel duyurular ve yeniden yapılanmaya ilişkin duyurular olmak üzere 5 ana başlık altında sınıflandırılarak olay çalışması yöntemiyle 21 günlük – duyuru öncesi 10 gün, duyuru günü ve duyuru sonrası 10 gün olmak üzere- zaman penceresinden anormal getiri oluşumunun varlığına bakılmıştır. Kurumsal yönetime ilişkin duyurular arasında CEO atamaları, yönetim kurulu atamaları, departmanlara yapılan atamalar ve istifalar yer almakla birlikte bunlar ayrıştırılmadan yapılan hesaplamada kümülatif anormal getirilerin bütün olay aralıklarında (-5, 0) hariç istatistiksel açıdan anlamlı ve pozitif olduğu görülmüş ve şirketlerce yapılan kurumsal yönetimle ilişkili haberlere yatırımcıların olumlu tepki verdiği sonucuna varılmıştır.

3. Araştırmanın Amacı ve Kapsamı

Bankalarda CEO değişimi finansal olmayan kuruluşlara göre daha fazla anlam içermektedir. Zira, bankacılık en nihayetinde insana dayalı bir iştir. CEO değişiminde görevi devralacak kişinin kanunlarda öngörülen şartları taşıma ve otoritenin onayına tabi olma

zorunluluğu her ne kadar banka paydaşları için bir güvence olsa da kısa vadede reel sektör şirketlerine göre bazı gelişmeler ile karşılaşılmaması potansiyeli söz konusudur. Bu gelişmelerin örnekleri Sarkar ve diğerlerinin (2019) araştırmasında tek tek ele alınarak araştırılmış ve CEO değişiminin ardından ilk 3 aylık dönemde takipteki alacaklar için ayrılan karşılıkların arttığı, karşılık artışının sonraki dönemlerde gerçekleşebilecek muhtemel kar-zarar için yumuşak geçişi sağlamak amacıyla kullanıldığı, 1 yıllık geçiş sürecinde kredi hacminin azaldığı ve yeni CEO'nun bankada bilgi asimetrisi sorunu ile karşılaştığı görülmüştür. Benzer olasılıkların Türkiye için de geçerli olabileceği görüşünden hareketle banka pay senedi yatırımcılarının CEO değişimlerine tepki göstereceği gibi bir beklentiye gidilebilir. Ancak, literatür taramasında görüldüğü gibi, CEO değişimine piyasa tepkisini analiz eden çalışmaların tamamı Türkiye dışındaki ülkeler için bir fikir vermekte, Hindistan dışındaki ülkelerde de, bankalarda veya finansal kuruluşlarda CEO değişiminin etkisini gösteren bir araştırma bulunmamaktadır. Türk yatırımcısı yönünden salt CEO değişiminin nasıl algılandığını ortaya koyan bir çalışma da yapılmamıştır. Dolayısıyla, araştırmamız hem bankalarda CEO değişimine piyasa tepkisini ortaya koyma hem de Türk yatırımcısının salt CEO değişimlerindeki davranışı hakkında bilgi edinme bakımından ilk olma özelliği taşımaktadır.

Bu bağlamda, araştırmamızda Ocak 2010-Aralık 2019 döneminde, payları Borsa İstanbul'da işlem gören bankalarda gerçekleşen CEO değişimlerinin pay senedi fiyatları üzerindeki etkisini ampirik olarak test etmek ve piyasanın nasıl tepki verdiğini ortaya koymak amaçlanmıştır. CEO değişim (aynı anda görevden ayrılma ve yerine atama) duyuruları, Borsa İstanbul'da pay senetleri işlem gören bankaların Kamuyu Aydınlatma Platformu'ndan (www.kap.org.tr) son 10 yıllık dönemde yaptıkları duyurulardan taranarak elde edilmiştir. Ancak, Kılıç (2019a ve 2019b) tarafından önerildiği şekilde, analize elverişli verinin elde edilmesi amacıyla söz konusu duyurularla ilgili olarak iki çeşit ayıklama ve düzeltme işlemi gerçekleştirilmiştir. İlk olarak, CEO değişiminin saf etkisini ölçmenin önkoşulu duyurunun yapıldığı tarihte ve bu tarih civarında fiyatı etkileyebilecek başkaca bir duyurunun bulunmaması olduğundan, elde edilen CEO duyuruları içinde duyurunun yapıldığı tarihten önceki beş ve sonraki beş işlem gününde başkaca önemli nitelikte bir olay, haber ve gelişme varsa, bu duyuru araştırma kapsamı dışında bırakılmıştır. İkinci olarak, duyurunun günün hangi saatinde yapıldığına bağlı olarak olay gününün gözden geçirilmesi gereğinde hareketle eğer duyuru seans bitiminde ve sonrasında yapılmış ise olay günü olarak duyurudan sonraki işlem gününün dikkate alınması gerekmekte olup, olay günleri bu şekilde yeniden düzenlenmiştir. Bu şekilde yapılan ayrıştırma sonucunda, araştırma dönemi içindeki 27 adet CEO değişim duyurusundan 13'ünün analize elverişli olduğu görülmüş ve bunların duyuru saatine göre olay günü belirlemesi yapılmıştır (Tablo 1).

Tablo 1: Banka CEO Değişimine İlişkin Duyurular

Olay No	Banka Kodu	Duyuru Tarihi	Duyuru Saati	Olay Günü (t0)
1	VAKBN	19.03.2010	10:07	19.03.2010
2	KLNMA	16.03.2011	11:22	16.03.2011
3	TSKB	30.05.2011	15:50	30.05.2011
4	HALKB	14.07.2011	09:35	14.07.2011
5	AKBNK	5.01.2012	17:58	6.01.2012
6	VAKBN	2.04.2013	17:36	3.04.2013
7	TSKB	24.03.2016	19:18	25.03.2016
8	ALBRK	19.10.2016	17:58	20.10.2016
9	YKBNK	27.12.2017	09:20	27.12.2017
10	KLNMA	15.08.2018	09:55	15.08.2018
11	ICBCT	29.11.2018	10:25	29.11.2018
12	SKBNK	1.04.2019	10:03	1.04.2019
13	GARAN	19.08.2019	17:36	19.08.2019

Bu kapsamda, araştırmamızın hipotezleri şu şekilde belirlenmiştir:

Hipotez 1: “Piyasa, bankalardaki CEO değişimine tepki verir.”

Yukarıda açıklandığı üzere, CEO değişimi, bankanın operasyonel ve finansal sonuçlarını önemli derecede etkileyeceğinden piyasanın bu değişime tepki vermesi beklenir. Nitekim literatür taraması sonuçları da, pek çok ülkede CEO değişim duyurularına yatırımcı tepkisinin olduğu göstermiştir. Türk yatırımcısının da bankalarda CEO değişimine tepki vermesi beklenilmektedir.

Hipotez 2: “Piyasanın kamusal sermayeli bankalar ile özel ve yabancı sermayeli bankalardaki CEO değişimlerine tepkisi farklıdır.”

Sarkar ve diğerleri (2019) tarafından yapılan çalışmada Hindistan’da devlet kontrolündeki bankalarda CEO değişim açıklaması sonrasındaki kümülatif anormal getiriler daha düşük hesaplanmıştır. Bu hipotezle, Türk yatırımcıların da özel ve kamusal sermayeli bankalardaki CEO değişimlerine aynı tepki tepkiyi verip vermediğinin araştırılması amaçlanmaktadır.

Öte yandan, CEO değişim duyurusunun etkisini analiz etmek amacıyla yapılan literatürdeki bazı çalışmalarda, CEO değişiminin iradi ya da zorunlu veya performans nedeniyle olması halinde pay senedi piyasasının tepkisinin nasıl olduğu da araştırılmaktadır. Türkiye’de bankalardaki CEO değişimlerine ilişkin duyurularda ayrılmanın şekli ve gerekçesi belirtilmediği için literatürde yapılan çalışmalarda olduğu gibi zorunlu ya da rutin CEO değişimi şeklinde ayırtmaya gidilerek hipotez geliştirilememiştir.

4. Araştırmanın Yöntemi ve Bulgular

Araştırma, literatürde yaygın olarak kullanıldığı üzere, olay çalışması (event study) yöntemi ve piyasa modeli (market model) kullanılmak suretiyle pay senedi için duyuru gününe, öncesine ve sonrasına ilişkin anormal ve kümülatif anormal getirilerin tahmin edilmesi yoluyla gerçekleştirilmiştir (Peterson, 1989; Campbell, Lo ve Mackinlay 1997; Kılıç, 2011, 2019a ve 2019b).

Öncelikle (1) numaralı eşitlik yoluyla pay senedinin beklenen teorik getirisi hesaplanmıştır:

$$E(R_j) = \alpha_i + \beta(j) R_m + \square \quad (1)$$

Modelde;

$E(R_j)$, pay senedinin beklenen teorik getirisini,

α_i , regresyon denklemindeki sabit değeri,

β , pay senedi fiyatının getirisi ile BIST 100 Endeksinin getirisi arasındaki ilişkiyi,

R_m , BIST 100 Endeksinde gerçekleşen getiriyi,

$\square$, hata terimini

ifade etmektedir. Modelin bağımlı değişkeni, CEO değişim duyurusu yapılan bankanın pay senetlerinin günlük getirisidir. Kılıç (2019a)’da olduğu gibi, piyasadaki olası fiyat manipülasyonlarının etkisini ortadan kaldırmak amacıyla, getiri hesaplamasına esas teşkil eden fiyatlar olarak, pay senedinin günlük kapanış fiyatları değil gün içinde oluşan ağırlıklı ortalama fiyatlar alınmıştır. Modelin bağımsız değişkeni olarak ise piyasayı temsil etmek üzere BIST 100 Endeksindeki günlük getiri seçilmiştir. Getiri hesaplamalarına esas teşkil

eden pay senetlerine ilişkin düzeltilmiş ağırlıklı ortalama fiyat bilgileri ile BIST 100 Endeks değerleri FINNET internet sitesinden (www.finnet.com.tr) elde edilmiştir. Regresyon, literatürde yaygın bir şekilde kullanıldığı üzere (Baş, 2019), anormal getirinin hesaplandığı tarihten önceki 250 işlem gününe ilişkin veriler kullanılarak gerçekleştirilmiştir.

(1) numaralı eşitlik yoluyla beklenen getiriler hesaplandıktan sonra (2) numaralı eşitlik yardımıyla, bu tür özel durum duyuruları için ilgili literatürde sıkça kullanıldığı üzere, (t-5, t+5) penceresinde gün bazında gerçekleşen getiri (R_j) ile beklenen getirilerin farkı alınarak anormal getiriler (AR) hesaplanmıştır:

$$AR(j) = R_j - E(R_j) \quad (2)$$

$$AR(j) = R_j - [\alpha(j) + \beta(j) R_m]$$

Son olarak, günlük anormal getirilerden yola çıkılarak, açıklama öncesi ve açıklama sonrası döneme ilişkin olarak bir günlükten beş günlüğe kadar 11 değişik zaman penceresi için kümülatif anormal getiriler (CAR) elde edilmiştir.

Bu şekilde, analize dahil edilen 13 bankanın Ocak 2010- Aralık 2019 dönemindeki CEO değişim duyurularına ilişkin olarak; çalışmada kullanılan modelden elde edilen veriler çerçevesinde ilgili bankanın pay senetleri için olay günü, olaydan önceki 5 işlem günü ve olaydan sonraki 5 işlem günü için günlük bazda hesaplanan AR ortalamaları ile değişik zaman pencereleri için hesaplanan CAR ortalamaları Tablo 2’de verilmektedir.

Tablo 2: CEO Değişim Duyuruları Öncesi ve Sonrası Ortalama AR ve CAR Değerleri

AR Değerleri			CAR Değerleri		
Gün	Ortalama AR	Standart Sapma	Pencere	Ortalama CAR	Standart Sapma
(t-5)	-0,353%	2,12%	(t-1, t-5)	0,100%	3,67%
(t-4)	0,213%	1,31%	(t-1, t-4)	0,453%	3,21%
(t-3)	0,361%	1,85%	(t-1, t-3)	0,240%	3,23%
(t-2)	-0,030%	1,86%	(t-1, t-2)	-0,121%	2,17%
(t-1)	-0,091%	1,06%	(t-1)	-0,091%	1,06%
(t0)	0,662%	0,97%	(t0)	0,662%	0,97%
(t+1)	-0,209%	1,73%	(t0, t+1)	0,453%	1,68%
(t+2)	-0,526%	1,89%	(t0, t+2)	-0,073%	2,15%
(t+3)	-0,062%	1,36%	(t0, t+3)	-0,135%	2,47%
(t+4)	0,288%	0,92%	(t0, t+4)	0,153%	2,80%
(t+5)	0,296%	0,73%	(t0, t+5)	0,702%	6,49%

Bankaların CEO değişim duyuruları sonucunda hesaplanan anormal getirilerin duyurunun yapıldığı gün (olay günü), duyuru öncesindeki güne göre ayrılarak %0,662 ile pozitif getiri sağladığı görülmektedir. Duyuru sonrasındaki üç gün negatife dönen anormal getirilerin son iki gün pozitif olduğu anlaşılmaktadır. Gün bazında hesaplanan anormal getirilerin tamamının mutlak değerleri %1’in altındadır.

Tablo 3: Normallik Test Sonuçları

Pencere	Kolmogorov-Smirnov			Shapiro-Wilk		
	Statistic	df	Sig.*	Statistic	df	Sig.*
(t-1, t-5)	0,175	13	0,20	0,921	13	0,26
(t-1, t-4)	0,190	13	0,20	0,928	13	0,32
(t-1, t-3)	0,163	13	0,20	0,943	13	0,50
(t-1, t-2)	0,145	13	0,20	0,973	13	0,92
t-1	0,193	13	0,20	0,862	13	0,04
t0	0,121	13	0,20	0,960	13	0,75
(t0, t+1)	0,126	13	0,20	0,962	13	0,79
(t0, t+2)	0,136	13	0,20	0,958	13	0,72
(t0, t+3)	0,138	13	0,20	0,966	13	0,85
(t0, t+4)	0,122	13	0,20	0,965	13	0,83
(t0, t+5)	0,210	13	0,12	0,916	13	0,22

*Tüm pencerler için %5 önem düzeyinde anlamlılığı ifade etmektedir (Sig.>0,05).

Analiz kapsamındaki 13 banka için hesaplanan ortalama anormal getirilerin istatistiksel olarak anlamlı olup olmadığını test etmek amacıyla, piyasanın duyuru yapıldığında nasıl bir tepki vereceği bilinmediğinden, bu duruma uygun tek örneklem t testi kullanılmıştır. Tek örneklem t testinin ön koşulu verinin normal dağılmış olmasıdır. Bunun için öncelikle literatürde yaygın bir şekilde kullanıldığı üzere, Kolmogorov-Smirnov ve Shapiro Wilk normallik testleri yapılmış ve verinin normal dağıldığı anlaşılmıştır (Tablo 3).

CAR değerlerinin tüm zaman pencerelerinde normal dağılmış olması nedeniyle, parametrik test olan tek örneklem testini uygulamak mümkün hale gelmiştir. Ancak, veri sayısının 13 olması nedeniyle, tek örneklem t testine ilave olarak, teyit amacıyla tek örneklem testinin nonparametrik karşılığı olan Wilcoxon testi de gerçekleştirilmiş olup, sonuçları Tablo 4’de verilmiştir. Test sonuçlarına göre, yalnızca duyuru günü (olay günü) için hesaplanan %0,662’lik pozitif anormal getiri % 95 güvenirlikle istatistiksel olarak anlamlı çıkmıştır. Diğer zaman pencereleri için hesaplanan değerler istatistiksel olarak sıfırdan farklı değildir. Bu bulgular ışığında, piyasanın CEO değişimine olay gününde tepki verdiği ve bu tepkinin pozitif yönde olduğu anlaşılmış olup, Hipotez1’in kabulü gerekir. Bu sonuç, banka ya da finansal kuruluşlar ayrımı yapılmaksızın CEO değişim duyurularına piyasanın tepkisini araştıran Denis ve Denis (1995) ile Huson, Malatesta ve Parrino (2004)’nun çalışmalarının bulgusu ile uyumludur.

Tablo 4: Tek Örneklem Parametrik ve Nonparametrik Test Sonuçları

Pencere	CAR Ortalaması	Tek Örneklem t Testi (Parametrik)			Wilcoxon Testi (Nonparametrik)	
		t	df	Sig. (2-tailed)	Z	Asymp. Sig. (2-tailed)
(t-1, t-5)	0,100%	0,098	12	0,923	-0,31	0,753
(t-1, t-4)	0,453%	0,510	12	0,620	-0,11	0,917
(t-1, t-3)	0,240%	0,268	12	0,793	-0,18	0,861
(t-1, t-2)	-0,121%	-0,200	12	0,845	-0,25	0,807
t-1	-0,091%	-0,308	12	0,763	-0,31	0,753
t0	0,662%	2,455	12	0,030	-2,13	0,033
(t0, t+1)	0,453%	0,971	12	0,351	-0,94	0,345
(t0, t+2)	-0,073%	-0,122	12	0,905	-0,18	0,861
(t0, t+3)	-0,135%	-0,197	12	0,847	-0,31	0,753
(t0, t+4)	0,153%	0,198	12	0,847	-0,31	0,753
(t0, t+5)	0,702%	0,390	12	0,703	-0,80	0,422

*%5 önem düzeyinde anlamlılığı ifade etmektedir (Sig.<0,05).

Hipotez 2'nin geçerliliğini test etmek amacıyla, bu kez özel ve yabancı sermayeli bankalar (8 adet) ile kamusal sermayeli bankalar (5 adet) ayrımı yapılarak analiz gerçekleştirilmiştir. Veri sayısının az olması nedeniyle doğrudan nonparametrik tek örneklem Wilcoxon testi gerçekleştirilmiştir. Tablo 5'de yer alan test sonuçlarına göre, özel ve yabancı sermayeli bankalar için olay günü penceresinde %0,812'luk *pozitif* anormal getiri %95 güvenirlikle istatistiksel olarak anlamlı bulunurken, kamusal sermayeli bankalar için olay sonrası üç günlük zaman penceresinde (t0, t+2), %1,581 olan *negatif* kümülatif anormal getiri %95 güvenirlikle istatistiksel olarak anlamlı çıkmıştır. Başka bir deyişle, piyasanın kamusal sermayeli bankalardaki CEO değişimine tepkisi hem zaman dilimi hem de getirinin yönü bakımından özel ve yabancı sermayeli bankalardan farklı olup, Hipotez 2'nin de kabulü gerekir. Bu sonuç, Sarkar ve diğerleri (2019) tarafından yapılan çalışmada Hindistan'da devlet kontrolündeki bankalarda CEO değişim açıklaması sonrasındaki kümülatif anormal getirilerin daha düşük olduğu bulgusu ile uyumludur.

Tablo 5: Kamusal ve Özel - Yabancı Sermayeli Banka Ayrımına Göre Tek Örneklem Wilcoxon Testi Sonuçları

Pencere	Kamu Bankaları			Özel Bankalar		
	CAR Ortalaması	Z	Asymp. Sig. (2-tailed)	CAR Ortalaması	Z	Asymp. Sig. (2-tailed)
t0	0,423%	-0,41	0,686	0,812%	-2,38	0,017*
(t0, t+1)	0,221%	-0,67	0,500	0,598%	-0,84	0,401
(t0, t+2)	-1,581%	-2,02	0,043*	0,870%	-1,26	0,208
(t0, t+3)	-1,810%	-1,75	0,080	0,912%	-1,12	0,263
(t0, t+4)	-1,765%	-1,75	0,080	1,352%	-1,54	0,123
(t0, t+5)	-2,389%	-0,94	0,345	2,634%	-1,54	0,123

*%5 önem düzeyinde anlamlılığı ifade etmektedir (Sig.<0,05).

5. Sonuç

Bankalarda üst düzey yönetici grubunun örgütlenme şekli genel müdür ve ona bağlı olan genel müdür yardımcılığı şeklinde olmaktadır. Bankacılık Kanununda yapılan tanımlamalardan çıkan bu yapı icra kurulu olarak düşünülebilir. İcra kurulunun başkanı konumunda olmaları nedeniyle CEO olarak da adlandırılabilir olan banka genel müdürleri, yönetim kurulunun doğal üyesi olma ayrıcalığına da sahiptir. Bu durum, banka CEO'larına klasik yönetim kurulunca belirlenen hedefleri gerçekleştirmek için strateji oluşturup uygulama fonksiyonunun ötesine geçebilme yani hedeflerin belirlenmesi sürecine etkin bir şekilde katılabilme imkânı sağlamaktadır. Dolayısıyla, Türkiye uygulamasında banka CEO'ları sadece yönetim kuruluna değil diğer yönetim kurulu üyeleri ile birlikte hissedarlara da hesap veren kişi konumundadır. Bu yönüyle, bankalarda CEO değişiklikleri sadece uygulanan stratejilerde değil yönetim kurulunca belirlenmiş politika ve hedeflerde de değişikliğe gidilmesi potansiyelini içerir. Banka pay senedi yatırımcılarının da bunları dikkate alarak CEO değişimlerine tepki göstermesi beklenebilir.

Ancak, Türkiye'de banka pay senedi yatırımcılarının CEO değişimine beklendiği gibi tepki verip vermediğini ortaya koyan bir çalışma bulunmamaktadır. Kaldı ki; hem gelişmiş hem de gelişmekte olan ülkelerde piyasanın CEO değişimine tepkisini araştıran ve büyük çoğunluğu piyasanın CEO değişimine tepki verdiği gözlemi ile sonuçlanan çalışmaların neredeyse tamamında banka veya finansal kuruluş ayrımına da gidilmemiştir. Bankalar özelinde CEO değişimine odaklanan Sarkar ve diğerlerinin (2019) araştırması, bu çalışmaların bir istisnası olup Hindistan'da devlet bankalarındaki CEO değişiminin ardından ilk 3 aylık dönemde takipteki alacaklar için ayrılan karşılıkların arttığı, karşılık artışının sonraki dönemlerde gerçekleşebilecek muhtemel kar-zarar için yumuşak geçişi sağlamak amacıyla kullanıldığı, 1 yıllık geçiş sürecinde kredi hacminin azaldığı ve yeni CEO'nun bankada bilgi

asimetrisi sorunu ile karşılaştığı gibi olumsuzluklar gözlenmiştir. Benzer gelişmelerin Türkiye için de geçerli olabileceği ve bunun banka pay senedi yatırımcılarının tepkisinden görülebileceği düşünülebilir. Türk yatırımcısının salt CEO değişimindeki davranışı hakkında bilgi veren bir araştırma olmadığı için de bahse konu düşünce kolaylıkla kabul görebilir.

Görüldüğü gibi, piyasanın bankalarda CEO değişimine tepki verip vermediğine yönelik yapılacak araştırma piyasanın etkinliğine ilişkin bir gözlem ihtiyacının ötesine geçecektir. Zira, hem Türk finans literatüründeki önemli bir boşluğun doldurulmasına hem de finansal kuruluşlarda CEO değişimine piyasanın tepkisine ilişkin dünya finans literatüründeki çalışma eksikliğinin giderilmesine katkı sağlayacaktır. Ayrıca, ortaya çıkacak sonuçlar, BDDK ve SPK gibi düzenleyici otoritelerin düzenleme ve uygulamaları için de yol gösterici olacağı düşünülmüştür.

Bu bağlamda, Ocak 2010-Aralık 2019 döneminde payları Borsa İstanbul'da işlem gören bankalarda gerçekleşen CEO değişimlerinin pay senedi fiyatları üzerindeki etkisi olay çalışması yöntemiyle ampirik olarak test edilmiştir. Yalnızca duyuru günü (olay günü) için istatistiksel olarak %95 güvenirlilikle %0,662'lik pozitif anormal getiri hesaplanmış ve bu bulgular ışığında, piyasanın bankalarda CEO değişimine olay gününde pozitif yönde tepki verdiği sonucuna ulaşılmıştır. Bu sonuç, banka ya da finansal kuruluşlar ayrımı yapılmaksızın CEO değişim duyurularına piyasanın tepkisini araştıran Denis ve Denis (1995) ile Huson, Malatesta ve Parrino (2004)'nin çalışmalarının bulgusu ile uyumludur. Örnekleme dahil edilen duyurular, özel ve yabancı sermayeli bankalar (8 adet) ile kamusal sermayeli bankalara ait olanlar (5 adet) şeklinde ayrıştırılarak yapılan analizde ise, özel ve yabancı sermayeli bankalar için olay günü penceresinde %95 istatistiksel anlamlılık düzeyinde %0,812'luk *pozitif* anormal getiri, kamusal sermayeli bankalar içinse olay sonrası üç günlük zaman penceresinde (t0, t+2), yine %95 istatistiksel güvenirlilik düzeyinde %1,581 oranında *negatif* kümülatif anormal getiri hesaplanmıştır. Bulgumuz, Sarkar ve diğerleri (2019) tarafından yapılan çalışmada Hindistan'da devlet kontrolündeki bankalarda CEO değişim açıklaması sonrasındaki kümülatif anormal getirilerin daha düşük olduğu sonucu ile benzerdir. Bu bulgudan hareketle de, piyasanın kamusal sermayeli bankalardaki CEO değişimine tepkisinin hem zaman dilimi hem de getirinin yönü bakımından özel ve yabancı sermayeli bankalardan farklı olduğu sonucuna varılmıştır.

Bu sonuçlar, bankalarda CEO değişim duyurularının kısmen de olsa bilgi içerikli olduğunu göstermektedir. Ancak, giriş bölümünde anlatıldığı üzere bankalarda önemli bir figür olan CEO değişiminin piyasadaki etkisinin hem büyüklük hem de uzunluk bakımından beklenilenin altında olduğu görülmektedir. Zira piyasa CEO değişimine yalnızca duyuru günü tepki vermekte ve o gün de çok küçük bir getiri ile ödüllendirmektedir. Böyle bir sonucun, kısmen yatırımcıların finansal okur-yazarlığının yetersizliğinden, kısmen CEO değişim gerekçesinin ve hangi yolla gerçekleştiğinin duyurularda açıklanmamasından, kısmen de atanan yeni CEO'nun süresinin, vizyon ve hedeflerinin kamuya duyurulmamasından kaynaklanmış olabileceği düşünülmektedir.

Bu hususların gerek sermaye piyasası gerekse bankacılık piyasasında uygulanmakta olan kurumsal yönetim ilkelerinin uluslararası düzeyde güncellenmesi çalışmalarında gündeme getirilmesi önerilmektedir. Bahse konu bilgilerin kamuya duyurulmasının, hem CEO değişim açıklamalarına pay senedi piyasasının daha etkin bir şekilde tepki vermesini sağlayacağı, hem de CEO değişimi ile ilgili analizlerin daha detaylı ve objektif yapılmasına imkân vereceği düşünülmektedir. Son olarak, bundan sonra yapılacak çalışmalarda, bu alanda mevcut olan literatürdeki boşluğu doldurmak üzere, halka açık şirketlerdeki CEO değişimlerinin pay senetleri fiyatlarına etkisinin incelenmesi önerilmektedir.

Kaynakça

- Bonnier, Karl-Adam ve Brunner, Robert F. (1989). An Analysis of Stock Price Reaction to Management Change in Distressed Firms, *Journal of Accounting and Economics*, 11 No 1, 95-106.
- Campbell, J.Y., A.W.C. Lo, A.C. Mackinlay (1997). The Econometrics of Financial Markets, Princeton New Jersey: Princeton University Press.
- Cheung, W. Jane ve Jackson, Andrew B. (2012). Chief Executive Officer departures and market uncertainty, *Australian Journal of Management*, 38(2), 279-310.
- Dahya, Jay ve Mc Connell, John J. (2005). Outside directors and corporate board decisions, *Journal of Corporate Finance*, Vol 11, 37- 60.
- Dedmen, Elisabeth ve Lin, Stephen, W.J. (2002). Shareholder Wealth Effects of CEO Departures: Evidence from the UK. *Journal of Corporate Finance*.
- Demirel, Yunus (2014). Yönetim Kurulu Yapısının Şirkete Getirdiği Fırsat ve Tehditler: EBAY Örneği, *İstanbul Üniversitesi İşletme İktisadi Enstitüsü Yönetim Dergisi*, 76; 232-264.
- Denis, David J. ve Denis, Diane K. (1995). Performance Changes Following Top Management Dismissal, *The Journal of Finance*, Vol. 50 No 4, 1029-1057.
- Dherment-Ferere, Isabelle ve Renneboog, Luc (2000). Share Price Reactions to CEO Resignations and Large Shareholder Monitoring in Listed French Companies. Center for Economic Research, No. 2000-70.
- Eyüboğlu, Kemal ve Bulut, Halil İbrahim (2016). Şirketlere Özgü Haberlerin Hisse Performansına Etkisi: BİST-30 Şirketler Örneği, *Uluslararası İktisadi ve İdari İncelemeler Dergisi - International Journal of Economic and Administrative Studies*, Vol. 16, 13-138.
- Huson, Mark, Malatesta, Paul ve Parrino, Robert (2004). Managerial Succession and Firm Performance. *Journal of Financial Economics*, 74(2), 237-275.
- Ishak, Rokiah ve Abdul Latif, Rohaid (2012). CEO Succession and Shareholders Wealth in Malaysian Public Listed Companies. *Procedia – Social and Behavioral Sciences*, No 65, 173 – 179.
- Kang, Jun-Koo ve Shivdasani, Anil (1996) Does the Japanese Governance System Enhance Shareholder Wealth? Evidence from the Stock-Price Effects of Top Management Turnover, *The Review of Financial Studies*, Vol 9 No 4, 1061-1095.
- Kılıç, Saim (2019a) Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarının Vergi Dairelerine Sundukları Mali Tabloların Açıklanması Piyasada Yanıltıcı Etki mi Yaratıyor?, *Aurum Journal of Social Sciences*, 4 (1), 69-79.
- Kılıç, Saim (2019b). Geleceğe yönelik değerlendirmelere ilişkin özel durum açıklamalarının pay senedi fiyatları üzerindeki etkisi: Borsa İstanbul örneği. *Business and Economics Research Journal*, 10(4), 833-844.
- Kılıç, Saim (2011). İMKB Kurumsal Yönetim Endeksine Dahil Olan Şirketlerin Getiri Performanslarının Ölçülmesi, *Finans Politik ve Ekonomik Yorumlar Dergisi*, 48(552), 45-58.
- Kind, Axel ve Schläpfer, Yves (2011). Are Forced Turnovers Good or Bad News?, *WWZ Discussion Paper*, No. 2011/10, University of Basel, Center of Business and Economics (WWZ), Basel.
- Peterson, P.P. (1989). Event Studies : A Review of Issues and Methodology, *Quarterly Journal of Business and Economics*, 28(3), 36-66.

- Pessarossia, Pierre ve Weill, Laurent (2012). Does CEO turnover matter in China? Evidence from the stock market. *BOFIT Discussion Papers 21/2012*, BOFIT- Institute for Economies in Transition, Bank of Finland.
- Sarkar, Arkodipta, Subramanian, Krishnamurthy ve Tantri, Prasanna (2019). Effects of CEO Turnover in Banks: Evidence Using Exogenous Turnovers in Indian Banks, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 54, No 1, Feb. 2019, 183-214.
- Setiawan, Doddy (2011). An Analysis of Market Reaction To CEO Turnover Announcement: The Case In Indonesia. *International Business & Economics Research Journal – February 2008*, Vol. 7, No 2, 119-128.
- Suchard, J.A., Singh, M. ve Barr, R. (2001) The Market Effects of CEO Turnover in Australian Firms. *Pacific-Basin Finance Journal*, 9, 1-27.
- Warner, Jerold B., Watts, Ross L. ve Wruck, Karen H. (1988). Stock Prices and Top Management Changes. *Journal of Financial Economics*, 20, 461-492
- Weisbach, Michael S. (1988). *Journal of Financial Economics*, Vol. 20, January–March 1988, 431-460.