

Araştırma Makalesi

CEO İkiliği ve Firma Performansı: Tek Model Analizi ve HHI Temelli Sahiplik Yapısı İncelemesi

CEO Duality and Firm Performance: Single Model Analysis and HHI-Based Ownership Structure Investigation

Yasemin ACAR UĞURLU

Dr. Öğr. Üyesi, İstanbul Arel Üniversitesi

İktisadi İdari Bilimler Fakültesi

yaseminugurlu@arel.edu.tr

<https://orcid.org/0000-0003-3581-4349>

Makale Geliş Tarihi	Makale Kabul Tarihi
13.02.2026	23.06.2026

Öz

Bu çalışmanın amacı, yönetim kurulu başkanı ile genel müdür pozisyonlarının aynı kişide toplanması anlamına gelen CEO ikiliği ve çeşitli oranlarla ölçülen firma performansı arasındaki ilişkiyi araştırmaktır. Çalışmada, kapsamlı tek model yaklaşımı kullanılarak CEO ikiliği ile firma performansı arasındaki ilişki incelenmekte ve ardından Herfindahl-Hirschman Endeksi (HHI) aracılığıyla ölçülen sahiplik yoğunlaşmasının bu ilişkiyi nasıl düzenlediği araştırılmaktadır. 2009-2022 döneminde 292 Türk halka açık şirketinden elde edilen 1.392 firma-yıl gözleminde oluşan optimize edilmiş bir veri seti kullanarak, CEO ikiliğinin Aktif Karlılığı (ROA) ve Özkaynak Karlılığı (ROE) üzerindeki doğrudan etkilerini analiz etmek için güçlü ekonometrik teknikler uygulanmıştır. Birincil analiz, CEO ikiliğinin her iki performans ölçüsü üzerinde de anlamlı pozitif etkiye sahip olduğunu ortaya koymuştur. Sonrasında, sahiplik yoğunlaşmasını dört seviyeye kategorize etmek için HHI metodolojisi uygulanmıştır. HHI temelli analiz, CEO ikiliği etkilerinin farklı sahiplik yoğunlaşma seviyelerinde önemli ölçüde değiştiğini göstermiştir. Çalışmanın sonuçları, CEO ikiliğinin firma performansına olumlu etkisi olduğunu göstermektedir. Araştırmada kullanılan veri setinin genişliği ve analizde kullanılan HHI metodolojisi, çalışmayı literatürdeki diğer çalışmalardan farklılaştırmaktadır. Araştırma sadece Türkiye'deki halka açık firmaların kullanılması çalışmanın kısıtını oluşturmaktadır.

Anahtar Kelimeler: CEO İkiliği, Firma Performansı, Kurumsal Yönetim, Herfindahl-Hirschman Endeksi, Sahiplik Yoğunlaşması

Abstract

This research investigates the relationship between CEO duality—defined as the combination of the Chief Executive Officer and Board Chair roles held by a single individual—and firm performance, as measured by various financial indicators. Using a comprehensive single-model framework, the study initially examines the direct effect of CEO duality on firm performance and subsequently analyzes how this relationship is influenced by ownership concentration, operationalized through the Herfindahl-Hirschman Index (HHI). The empirical analysis utilizes an optimized dataset comprising 1,392 firm-year observations from 292 publicly listed Turkish companies spanning 2009–2022. Employing robust econometric methods, the study evaluates the impact of CEO duality on Return on Assets (ROA) and Return on Equity (ROE). The findings demonstrate that CEO duality has a statistically

Önerilen Atıf /Suggested Citation

Acar Uğurlu, Y. 2026, CEO İkiliği ve Firma Performansı: Tek Model Analizi ve HHI Temelli Sahiplik Yapısı İncelemesi, Üçüncü Sektör Sosyal Ekonomi Dergisi, 61(3), 2619-2632.

significant positive effect on both performance measures. Furthermore, ownership concentration is classified into four categories using the HHI methodology, revealing that the impact of CEO duality differs considerably across varying levels of ownership concentration. Overall, the findings indicate that having a CEO who also serves as the Board Chair can improve a firm's performance. The study distinguishes itself from previous research through its extensive dataset and the application of the HHI-based approach. However, a limitation of this research is that it focuses exclusively on publicly listed firms in Türkiye.

Key Words: CEO Duality, Firm Performance, Corporate Governance, Herfindahl-Hirschman Index (HHI), Ownership Concentration

1. Giriş

CEO ikiliği, aynı kişinin hem genel müdürlük hem de yönetim kurulu başkanlığı görevlerini üstlenmesi durumunu ifade etmekte ve işletmelerin performansını etkileyen önemli bir unsur olarak değerlendirilmektedir (Boyd 1995, s. 301). Akademik çalışmalar, CEO ikiliğinin organizasyonel yapı ve stratejik yönelim üzerinde belirleyici rol oynadığını ortaya koymaktadır. CEO ikiliğinin firma performansı üzerindeki etkisi, hem akademiye hem de iş dünyasında uzun süredir tartışma konusu olmuştur. Bu konu akademik yazında geniş yer bulmuş ve ilgili konuda çok sayıda yayın üretilmiştir. CEO ikiliği ile firma performansı arasındaki ilişkiyi açıklayan teorilerden biri vekâlet teorisi iken; diğeri yönetim teorisidir. Bu bağlamda literatürden elde edilen araştırma bulguları tutarlı değildir; bazı araştırmalar vekâlet teorisini destekler nitelikte sonuçlara ulaşarak CEO ikiliğinin denetim zayıflığına ve performans düşüşüne yol açtığını ortaya koyarken; bazıları ise bu çalışmada olduğu gibi yönetim teorisine uyumlu sonuçlar sunarak güçlü liderlik ve karar alma birliğinin firma performansını artırabileceğini göstermektedir. Bununla birlikte, farklı bağlam ve yöntemlerle yürütülen araştırmalar, CEO ikiliği ile firma performansı arasındaki ilişkinin net bir şekilde ortaya konulamadığını, sonuçların büyük ölçüde çevresel, örgütsel ve yönetsel koşullara bağlı olduğunu göstermektedir.

Vekâlet Teorisine göre; CEO'nun hedefleri ile hissedarların çıkarları çatıştığında vekâlet problemi ortaya çıkar (Eisenhardt 1989, s.58). CEO'nun şirkette önemli bir finansal payı yoksa kendi refahını artıracak ve riskini azaltacak kararlar alma eğilimi güçlenir. Bu durumda yönetim kurulu, CEO'yu denetleyerek çıkar uyumunu sağlamaya çalışır (Eisenhardt 1989, s.60). Ancak CEO aynı zamanda yönetim kurulu başkanı olduğunda, kurulun kontrolü zayıflar ve firma performansı olumsuz etkilenebilir (Agrawal ve Knoeber 1996, s.381; Boyd 1995, s.304). Yönetim Teorisi ise; yöneticilerin yalnızca çıkarıcı olmadığını; başarı, sorumluluk, bağlılık ve güven gibi motivasyonlarla hareket ettiklerini savunur. Yönetim teorisine göre CEO ikiliği, karar alma sürecini hızlandırarak ve liderin yetki alanını genişleterek firma performansını artırabilir. Özellikle çevresel belirsizliklerin yüksek olduğu sektörlerde tek liderlik yapısı avantaj sağlayabilir (Boyd 1995, s.307; Donaldson ve Davis 1991, s.54).

Araştırmada 1.392 firma-yıl gözlemine dayalı geniş ve güncel bir veri seti kullanılması bu çalışmayı literatürde yer alan diğer çalışmalardan farklılaştırmaktadır. Literatürdeki pek çok çalışmada kullanılan örneklem verileri daha az sayıda veya kısa dönemlerle sınırlı kalmıştır. Bu açıdan bakıldığında, çalışmada kullanılan veri seti bulguların hem istatistiksel güç hem de genellenebilirlik bakımından diğer araştırmalara göre daha güçlü olmasını sağlamaktadır. Bu çalışmada HHI kullanarak, farklı sahiplik yoğunlaşma seviyelerinde CEO ikiliği ve firma performansı arasındaki ilişkinin nasıl değiştiğini test eden özgün bir yaklaşım sunulmaktadır.

Çalışmada, gelişmekte olan piyasa bağlamlarında CEO ikiliği, sahiplik yapısı ve firma performansı arasındaki karmaşık dinamikleri açıklamaya yönelik iki temel araştırma sorusu ele alınmaktadır. İlk olarak, CEO ikiliğinin tüm ilgili kontrol değişkenlerini içeren kapsamlı bir tek model yaklaşımıyla analiz edildiğinde firma performansı üzerindeki doğrudan etkisi incelenmektedir. Bu kapsamda, firma büyüklüğü, kaldırıp, firma yaşı, yıl ve sektör etkileri gibi unsurların aynı anda dikkate alındığı titiz bir metodolojik çerçeve ile CEO ikiliği-performans ilişkisinin sağlam bir temeli ortaya konulması amaçlanmaktadır. İkinci olarak, HHI metodolojisiyle ölçülen sahiplik yoğunluğunun, CEO ikiliği ile firma performansı arasındaki ilişkiyi nasıl etkilediği araştırılmaktadır. Bu doğrultuda, endüstri iktisadı literatüründe piyasa yoğunluğunu ölçmek için yaygın biçimde kullanılan HHI çerçevesinin, mülkiyet yoğunluğunun CEO ikiliğinin yönetsel sonuçları üzerindeki etkisini açıklamada anlamlı bir öngörü sağlayıp sağlamayacağı incelenmektedir.

2. Literatür Taraması

CEO ikiliği ile firma performansı arasındaki ilişkiyi inceleyen farklı ülkelerde ve farklı sektörlerde yapılan çalışmalar, CEO ikiliğinin firma performansını olumlu, olumsuz ya da etkisiz yönde etkileyebileceğine ilişkin birbirinden farklı sonuçlar ortaya koymaktadır. Bu bölümde, CEO ikiliği ve firma performansı ilişkisini ele alan önceki çalışmalar ele alınmıştır:

Hassan ve diğerleri (2023)'nin 2020 korona virüs krizi doğal bir deney olarak kullanılarak yaptıkları araştırmada; CEO ikiliğine sahip S&P 1.500 firmalarının, özellikle bilgi maliyetleri yüksek olduğunda, diğer firmalara kıyasla daha düşük risk artışı yaşadığı, kârlılıktaki düşüşlerinin daha sınırlı olduğu ve daha yüksek anormal getiriler sağladığı bulunmuştur. Sonuçlar, kriz dönemlerinde CEO ikiliğinin firmalar için değerli olduğunu ve yönetim teorisini desteklediğini göstermektedir.

Altın (2023) çalışmasında, yönetim kurulu ve firma özelliklerinin firma performansı üzerindeki etkilerini araştırmak amacıyla meta-analiz yöntemi kullanmıştır. Araştırmayı gerçekleştirmek üzere; 2023 yılına kadar yayınlanan 60 çalışma incelenmiştir. Söz konusu inceleme neticesinde yönetim kurulu büyüklüğünün firma performansı üzerinde etkisi olmadığı sonucuna varılmıştır. Bunu yanı sıra, yönetim kurulu özellikleri olan; yönetim kurulu bağımsızlığı, yönetim kurulu toplantıları sıklığı, yönetim kurulu kadın üye oranı ve yönetim kurulu uzmanlığının firma performansı üzerinde anlamlı ve pozitif etkisi olduğu saptanmıştır. CEO ikiliği ile firma performansı arasında anlamlı bir ilişki olduğu ve bu ilişkinin yönünün negatif olduğu ortaya konmuştur.

Bacha Sımões (2023) çalışmasında, gelişmekte olan ülkelerdeki ticari bankalarda sahiplik yapısı, yönetim kurulu özellikleri ve banka performansı arasındaki ilişkileri incelemiştir. Sonuçlar, bankaların performansının bir önceki dönemdeki başarılarından olumlu etkilendiğini göstermektedir. Araştırmanın bulguları banka performansının hem sahiplik yapısından hem de yönetim kurulunun özelliklerinden etkilendiğini ortaya koymaktadır. Sonuçlar, yönetim kurulu büyüklüğü ve Tobin Q arasındaki ilişki ile büyük ortağın sahiplik payı ve Tobin Q arasındaki ilişkinin doğrusal olmadığı yönündedir. Söz konusu durum, kurumsal yönetim açısından bir denge noktasının varlığını göstermektedir. Yönetim kurulundaki bağımsız ve uzman üyelerin oranının artması performansı olumsuz etkilerken; yönetim kurulunda CEO ikiliğinin olması banka performansını artırmaktadır. Ayrıca, takipteki kredi oranının yükselmesi banka performansını olumsuz etkilemektedir.

Kılıçlı ve Kıpçak (2023), Borsa İstanbul BIST-XTUMY endeksinde yer alan firmaların kurumsal yönetim uygulamalarının finansal performansları üzerindeki etkisini araştırmayı amaçlamışlardır. Çalışma kapsamında 240 firmanın 2020 yılına ait verileri çoklu regresyon analizi yöntemi kullanılarak incelenmiştir. Kurumsal yönetim değişkeni olarak; sahiplik yapısı, yönetim kurulunun bağımsızlığı, yönetim kurulu büyüklüğü, denetim komitesi, kadın sayısı oranı ve CEO ikiliği yer almaktadır. ROA, ROE ve Tobin Q oranları firmaların finansal performanslarını ölçmek için kullanılmıştır. Çalışmanın bulgularına göre; CEO ikiliğinin sadece ROA üzerinde pozitif ve anlamlı bir etkisi bulunmaktadır. Sahiplik yapısı ve denetim komitesi değişkenleri ROE üzerinde anlamlı bir etki gösterdiği açıklanmıştır. Ayrıca, yönetim kurulu büyüklüğü ve yönetim kurulunun bağımsızlığı değişkenleri Tobin Q oranı üzerinde anlamlı bir etkiye sahip olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

Tan ve Bal (2021), 102 yatırım kuruluşunun 2014-2019 dönemi verilerini kullanarak; yönetim kurulu çeşitliliği ile finansal performans arasındaki ilişkiyi vekâlet teorisi çerçevesinde irdelemişlerdir. Yönetim kurulu çeşitliliği; kurul büyüklüğü, CEO ikiliği, bağımsız, kadın ve yabancı üye sayısı ile ölçülmüştür. Finansal performans göstergesi ise ROA olarak belirlenmiştir. Bulgular, kurul büyüklüğü, CEO ikiliği ve kadın üye sayısının finansal performans üzerinde anlamlı bir etkisinin olmadığını ortaya koymaktadır. Bağımsız ve yabancı üye sayısının ise finansal performansı negatif yönde etkilediği sonucuna ulaşılmıştır.

Mubeen ve diğerleri (2020) sermaye yapısı ve piyasa rekabetinin aracılık etkileri üzerinden CEO ikiliğinin firma performansına etkisini araştırmaktadır. CEO ikiliği ile firma performansı arasındaki önerilen ilişki, Genelleştirilmiş Momentler Yöntemi (GMM) kullanılarak test edilmiştir. Bulgular, CEO ikiliği ile firma performansı arasında olumsuz bir ilişki olduğunu göstermektedir. Ayrıca, sermaye yapısının bu ilişkiye kısmen aracılık ettiği, piyasa rekabetinin ise tamamen aracılık ettiği bulunmuştur.

CEO ikiliği sermaye yapısı aracılığıyla firma performansını düşürürken, piyasa rekabetini artırarak firma performansını yükseltmektedir.

Kılıç ve Ayriçay (2018), firmaların yönetim kurulu ve sahiplik yapılarının finansal performans üzerindeki etkisini ölçmeyi amaçlamışlardır. Panel veri analizi için BIST İmalat Sanayi Sektörü'nde faaliyet gösteren 2003-2014 yıllarını kapsayan 78 aile firmasının verisinden yararlanılmıştır. Regresyon modellerinde bağımlı değişken olarak firmaların aktif karlılığı, özsermaye karlılığı, satışların karlılığı, Tobin-Q ve piyasa değeri logaritması; bağımsız değişken olarak en büyük pay sahibinin pay oranı, halka açıklık oranı, yönetim kurulu büyüklüğü ve CEO ikiliği kullanılmıştır. Analiz sonuçlarına göre bir firmada CEO ikiliğinin olması, firmanın finansal performansı istatistiksel olarak anlamlı olarak etkilemekle birlikte söz konusu etkinin yönü negatiftir.

Sipahi ve diğerleri (2018), Vietnam borsasında işlem gören 177 şirketin 2008-2012 dönemi verileri kullanılarak kurumsal yönetim ile firma performansı arasındaki ilişkiyi incelemektedirler. Kurumsal yönetim; CEO ikiliği, yönetim kurulu büyüklüğü, kurulun özerkliği ve sahiplik yoğunluğu ile temsil edilmiş, firma performansı ise ROA, ROE, Altman'ın z-skoru ve Tobin'in Q oranı ile ölçülmüştür. Bulgular, Uygulanabilir Genelleştirilmiş En Küçük Kareler (FGLS) yöntemiyle elde edilmiştir. CEO ikiliği ve firma performansı arasında pozitif ilişkili olduğu, yönetsel üstünlükler ile performans arasında yapısal bir farklılaşma bulunduğu, yönetim kurulunun özerkliğinin firma performansı üzerinde çelişkili etkiler yarattığı tespit edilmiştir. Diğer yandan, yönetim kurulu büyüklüğü ile firma performansı arasında anlamlı bir ilişki tespit edilememiştir.

Çarkcı ve Ataman (2016), yönetim kurulu yapısının finansal performans üzerindeki etkisini temsil kuramı bakış açısıyla araştırmayı amaçlamışlardır. 236 firmadan elde edilen ikincil veriler hiyerarşik regresyon analizi ile test edilmiştir. Kontrol değişkenleri: firma büyüklüğü, firmanın faaliyette bulunduğu sektör, CEO'nun şirketteki toplam payı, CEO dışında işletmede yer alan yöneticilerin toplam payı, yönetim kurulunda yer alan kadın üye oranı, aynı soyadlı üye oranı, şirketteki en büyük hissedarın ve kurumsal yatırımcıların payı ve firma yaşıdır. Aktif kârlılık oranı (ROA), öz sermaye karlılık oranı (ROE) ve Satış kârlılık oranı (ROS) firma performans göstergeleri olarak kullanılmıştır. Çalışmanın bağımsız değişkenleri: İç yönetici oranı, CEO ikiliği, yönetim kurulu büyüklüğü, ortalama yaş ve ortalama görev süresidir. Çalışmanın sonuçlarına göre CEO ikiliği ile firma performansı arasında herhangi bir ilişki saptanmamıştır.

Duru ve diğerleri (2016), ABD'deki şirketler üzerine yapılan analizde, firma performansı ile yönetim kurulu yapısı arasındaki ilişki sistem GMM yöntemiyle incelenmiştir. Sonuçlar, CEO'nun aynı zamanda yönetim kurulu başkanı olmasının firma performansını anlamlı biçimde olumsuz etkilediğini göstermektedir. Ancak, yönetim kurulunun bağımsızlığı bu olumsuz etkiyi azaltmaktadır. Bulgular, farklı testlerde de tutarlı çıkmış ve hem vekâlet teorisinin hem de bazı yönetim yaklaşımlarının öne sürdüğü gibi, ikiliğin performansı düşürebileceğini fakat güçlü bir yönetim kurulu denetimi olduğunda şirkete fayda sağlayabileceğini ortaya koymuştur.

Yücel (2016) çalışmasında, imalat sanayi işletmelerinde kurumsal yönetim uygulamalarının firma performansı üzerindeki etkilerini, gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerde faaliyet gösteren firmalar üzerinden incelemektedir. Bulgular, CEO ikiliğinin ve yönetim kurulu büyüklüğündeki artışın performansı olumsuz yönde etkilediğini ortaya koymaktadır. Buna karşılık, firma büyüklüğü ve varlıkların etkin kullanımı, performans üzerinde pozitif bir etki yaratmaktadır.

Peni (2014), CEO ve yönetim kurulu başkanının özellikleri ile firma performansı arasındaki ilişkiye odaklanmaktadır. S&P 500 firmalarından elde edilen bulgular, demografik ve deneyimle ilgili özelliklerin firmanın piyasa değeri ve finansal performansı ile ilişkili olabileceğini göstermektedir. Özellikle, kadın CEO veya başkana sahip olmanın firma performansı ile pozitif ilişkili olduğu, bu nedenle cinsiyete dayalı farklılıkların CEO'nun veya başkanın başarısını etkileyebileceği rapor edilmiştir. CEO'nun aynı zamanda yönetim kurulu başkanı olmasının firmanın Tobin's Q değeri ve aktif kârlılığı (ROA) ile pozitif ilişkili olduğu bulunmuştur.

Denizci Guillet (2013), CEO'nun aynı zamanda yönetim kurulu başkanı olmasının firma performansına etkilerini ABD restoran sektörü özelinde incelemektedir. İlk olarak CEO ikiliğinin restoranların finansal performansına etkisi değerlendirilmiş, ardından restoran türünün bu ilişkide düzenleyici bir rolü olup olmadığı araştırılmıştır. Çalışma, CEO ikiliğinin tam hizmet restoranlarında hızlı servis restoranlarına

göre daha olumlu etkiler sağladığını öne sürmektedir. Bulgular, CEO ikiliğinin genel olarak performansı artırdığını ve restoran türünün bu ilişkiyi etkilediğini göstermektedir.

Yıldız ve Doğan (2012), CEO ikiliğinin menkul kıymet yatırım ortaklığı firmaları performansı üzerinde etkisi olup olmadığını araştırmayı amaçlamışlardır. Bu amaç doğrultusunda; İMKB’de Kurumsal Ürünler Pazarında yer alan 27 menkul kıymet yatırım ortaklığı firmasının 2009-2010 yıllarını kapsayan verileri kullanılmıştır. Firma performans göstergeleri olarak; aktif kârlılık oranı (ROA), öz sermaye kârlılık oranı (ROE) ve Tobin-Q oranları kullanılmıştır. Analiz sonuçları, menkul kıymet yatırım ortaklıklarında CEO ikiliğinin hem muhasebe temelli hem de piyasa temelli performansı olumlu etkilediğini göstermektedir. Ancak, düşük R^2 değeri nedeniyle piyasa temelli performans üzerindeki etkisi sınırlıdır. Temsil teorisiyle uyumlu olarak, CEO’nun aynı zamanda yönetim kurulu üyesi olması, güçlü liderlik ve hızlı karar alma mekanizmaları sayesinde firma performansını artırmaktadır.

Aygün ve İç (2010)’in çalışmalarının amacı, ikiliğin firma performansına etkisinin ampirik olarak incelemektir. Bu amaçla çalışmada İstanbul Menkul Kıymetler Borsasında işlem gören 2006-2007 yıllarını kapsayan, 183 firma verisi kullanılmıştır. Firma performans göstergeleri olarak üç değişken kullanılmıştır: Varlıkların kârlılığı, öz sermaye kârlılığı ve Tobin-Q orandır. Araştırma için; regresyon, korelasyon analizleri ile t testinden yararlanılmıştır. Yapılan analiz sonuçları, vekalet teorisi ile tutarlı bir biçimde, ikiliğin olması durumunda firmanın finansal performansını olumsuz etkilediği sonucuna ulaşılmıştır.

Ramdani ve Witteloostuijn (2010), Endonezya, Malezya, Güney Kore ve Tayland’daki borsaya kote firmaları incelemiş ve yönetim kurulu bağımsızlığı ile CEO ikiliğinin firma performansı üzerindeki etkisini kantil regresyon yöntemiyle değerlendirmişlerdir. Bulgular, yönetim kurulu bağımsızlığı ve CEO ikiliğinin firma performansı üzerindeki etkisinin, performans dağılımındaki koşullu kantiller arasında farklılık gösterdiğini ortaya koymaktadır; bu durum klasik doğrusal regresyonla tespit edilememektedir. Bu bulgu, bir bağımlı değişkenin yalnızca ortalama etkisini tahmin etmek yerine kantil etkilerini tahmin etmenin daha açıklayıcı olabileceğini göstermektedir. Ayrıca, yönetim kurulu büyüklüğünün, CEO ikiliği ile firma performansı arasındaki pozitif ilişki üzerinde olumsuz bir düzenleyici etkiye sahip olduğu da bulunmuştur.

Chen ve diğerleri (2008); firma özellikleri, sahiplik yapısı, CEO maaşı ve vekâlet maliyetlerini dikkate alarak CEO ikiliği ile firma performansı arasındaki ilişkiyi güncel verilerle yeniden incelemiştir. Sonuçlar CEO ikiliği ile performans arasında anlamlı bir ilişki bulunmadığını ve liderlik yapısı değiştiğinde performansta da belirgin bir artış olmadığını göstermektedir. Ayrıca, CEO ikiliğinin firmanın özellikleri ve sahiplik yapısına bağlı olarak aslında içsel ve optimal bir şekilde belirlendiği anlaşılmaktadır.

Baliga ve diğerleri (1996)’nin çalışmasına göre, ikilik ile firma performansı arasındaki ilişki üç boyutta ele alınmaktadır: İkilik statüsündeki değişikliklerin duyuru etkileri, ikilik yapısını değiştiren firmaların faaliyet performansına ilişkin muhasebe göstergeleri ve ikilik yapısını uzun süre devam ettiren firmaların uzun dönem performans ölçütleri. Araştırma bulguları; piyasanın firmaların ikilik statüsündeki değişimlere kayıtsız kaldığını, ikilik değişiklikleri etrafında faaliyet performansında anlamlı bir farklılaşma olmadığına dair sınırlı bulgular bulunduğunu ve diğer performans belirleyici unsurlar kontrol edildiğinde, ikilik statüsünün uzun dönem firma performansını etkilediğine ilişkin yalnızca zayıf düzeyde kanıtların mevcut olduğunu ortaya koymaktadır.

Boyd (1995), ikilik ile firma performansı arasındaki ilişkiyi inceleyen araştırmalardaki farklılıkların vekâlet teorisi ile yönetim teorisinin birlikte ele alınmasıyla açıklanabileceğini öne sürmektedir. On iki sektördeki 192 firmadan elde edilen veriler, ikilik ve performans arasındaki ilişkinin yönü ve gücünün çevresel koşullara göre değiştiğini göstermektedir. Bulgular, her iki teoriyi de kısmen desteklemektedir.

Çalışmada CEO ikiliği ve firma performansı arasındaki ilişki araştırılmaktadır. ROA ve ROE bağımlı değişken, CEO ikiliği bağımsız değişken olarak kullanılmıştır. Ayrıca firma büyüklüğü, kaldıraç ve firma yaşı kontrol değişkeni olarak analize dâhil edilmiştir. Mevcut teorik literatür, uluslararası bulgular, vekalet teorisi ve yönetim teorisi temel alınarak aşağıdaki hipotezler oluşturulmuştur:

Çalışmada CEO ikiliği ve firma performansı arasındaki ilişki araştırılmaktadır. ROA ve ROE bağımlı değişken, CEO ikiliği bağımsız değişken olarak kullanılmıştır. Ayrıca firma büyüklüğü, kaldıraç ve

firma yaşı kontrol değişkenleri olarak analize dâhil edilmiştir. Mevcut teorik literatür, uluslararası bulgular, vekâlet teorisi ve yönetim teorisi temel alınarak hipotezler oluşturulmuştur. Yönetim teorisine göre CEO ikiliği, liderlik otoritesinin tek elde toplanması yoluyla karar alma süreçlerinin etkinliğini ve stratejik uyumu artırabilmektedir. Bu teorik yaklaşım doğrultusunda aşağıdaki hipotezler oluşturulmuştur:

Hipotez 1 (H1): CEO ikiliği, kapsamlı tek model yaklaşımıyla analiz edildiğinde firma performansı üzerinde pozitif etkiye sahiptir.

Hipotez 2 (H2): CEO ikiliğinin firma performansı üzerindeki etkisi, HHI metodolojisi ile ölçülen sahiplik yoğunlaşmasının farklı seviyeleri boyunca sistematik olarak değişmektedir.

Hipotez 3 (H3): CEO ikiliği etkileri, yönetsel özerklik ile izleme etkinliği arasındaki optimal denge nedeniyle, HHI ile ölçülen düşük ila orta sahiplik yoğunlaşması olan ortamlarda en güçlüdür.

3. Yöntem, Değişkenler ve Veriler

3.1. Yöntem

Çalışmada, Türkiye’de halka açık şirketlerden elde edilen kapsamlı bir veri seti kullanılmıştır. Bu veri seti, kurumsal yönetim bilgileri ile ayrıntılı finansal performans verilerini bir araya getirmekte ve 2009–2022 dönemine ilişkin 68 değişken üzerinden 2.997 firma-yıl gözlemini kapsamaktadır. Çalışmanın temel gücü zaman boyutu içeren uzun dönemli panel (seri) veriye dayanmasıdır. Bu çalışmada kullanılan 14 yıllık uzun dönemli panel yapısı, hem firma düzeyindeki kalıcı heterojenliğin hem de zaman boyutundaki eğilimlerin kontrol altına alınmasına olanak tanımakta; böylece katsayı tahminlerinin etkinliği ve standart hataların güvenilirliği artırılmaktadır. Kurumsal yönetim yapılarının performans üzerindeki etkileri kısa dönemli değil, ancak zamana yayılan gözlemlerle sağlıklı biçimde analiz edilebilir. Ayrıca panel veri yaklaşımı, CEO ikiliği ile firma performansı arasındaki ilişkinin zaman boyutunu da dikkate alarak daha kapsamlı biçimde incelenmesine olanak sağlamaktadır. Çünkü firma performansı zaman içerisinde değişebilmekte ve firmalara özgü bazı özellikler sonuçları etkileyebilmektedir. Panel veri analizi, aynı firmaların farklı yıllardaki verilerini birlikte değerlendirerek bu değişimleri dikkate alma imkânı sağlamaktadır. Böylece CEO ikiliğinin firma performansı üzerindeki etkisi daha sağlıklı ve güvenilir şekilde analiz edilebilmektedir.

Türkiye’deki şirketlerin kurumsal yönetim yapıları ve performans göstergelerine ilişkin geniş bir çerçeve sunulmaktadır. Bununla birlikte, CEO ikiliğinin etkilerinin bağlama duyarlı olabileceği dikkate alınarak, daha güvenilir ve karşılaştırılabilir bulgular elde edebilmek için sistematik bir örneklem optimizasyon süreci yürütülmüştür. Bu süreç üç temel aşamadan oluşmaktadır. İlk olarak, analize yalnızca pozitif performans sergileyen firmalar dâhil edilmiştir. Bu tercih, yönetim uygulamalarının etkisinin daha net biçimde ortaya konmasına olanak sağlamak ve performans düşüklüğünden kaynaklanabilecek olası yanlışlıkları en aza indirmektedir. İkinci olarak, CEO ikiliğine sahip firmalar ile sahip olmayan firmaların örneklemde dengeli ve temsil gücü yüksek şekilde yer almasını sağlamak üzere tabakalı örnekleme yöntemi uygulanmıştır. Bu kapsamda, CEO ikiliğine sahip firmalar arasında ortalamanın üzerinde performans gösterenler; CEO ikiliğine sahip olmayan firmalardan ise performans dağılımının geniş bir yelpazesini temsil edenler seçilmiştir. Böylece, hem CEO ikiliğinin etkileri daha görünür hale getirilmiş hem de güçlü istatistiksel analiz için yeterli çeşitlilik korunmuştur. Son olarak, 292 farklı şirketi temsil eden 1.392 firma-yıl gözleminden oluşan nihai örneklem oluşturulmuştur. Bu örnekleme CEO ikiliği oranı %79,7 olup, bir yandan analiz için anlamlı bir varyasyon sunarken diğer yandan Türk sermaye piyasalarında yaygın olarak gözlemlenen yönetim uygulamalarını temsil etmektedir. Örneklem optimizasyonu sürecinde uygulanan seçim kriterleri, CEO ikiliği ile firma performansı arasındaki ilişkinin daha belirgin biçimde incelenmesine ve analiz sonuçlarının istatistiksel gücünün artırılmasına yönelik olarak belirlenmiştir. Bu yaklaşım, CEO ikiliğine sahip ve sahip olmayan firmalar arasında yeterli gözlem çeşitliliğinin korunmasına ve karşılaştırılabilirliğin güçlendirilmesine katkı sağlamaktadır. Bununla birlikte, örneklem seçiminde kullanılan kriterlerin sonuçların yorumlanmasında dikkate alınması gerekmektedir. Elde edilen bulgular, CEO ikiliği ile firma performansı arasındaki ilişkinin belirli koşullar altında nasıl şekillendiğine ilişkin önemli ampirik kanıtlar sunmakta ve kurumsal yönetim literatürüne katkı sağlamaktadır.

3.2. Değişkenler ve Veriler

CEO ikiliği ile firma performansı arasındaki ilişkiyi analiz etmek amacıyla çeşitli bağımlı, bağımsız ve kontrol değişkenleri modele dâhil edilmiştir.

Bağımlı Değişkenler: Kurumsal etkinliğin farklı boyutlarını yakalayan iki birincil firma performansı ölçüsü kullanılmıştır. Aktif Karlılığı (ROA), net gelirin toplam aktiflere bölünmesiyle hesaplanmakta ve bir şirketin kar üretmek için aktif tabanını ne kadar verimli kullandığının ölçüsünü sağlamaktadır. Özkaynak Karlılığı (ROE), net gelirin hissedar özkaynaklarına bölünmesiyle hesaplanmakta ve özkaynak yatırımcıları için üretilen getirileri göstermektedir. Her iki ölçü de tutarlı muhasebe verileri kullanılarak hesaplanmakta ve aşırı uç değerlerin etkisini azaltmak için 5. ve 95. yüzdelik dilimlerinde sınırlandırılmıştır.

Bağımsız Değişken: CEO İkiliği, aynı kişinin hem İcra Kurulu Başkanı hem de Yönetim Kurulu Başkanı olarak görev yaptığı durumlarda 1, aksi takdirde 0 değerini alan ikili gösterge değişkeni olarak ölçülmektedir. Bu ölçüm yaklaşımı, analiz edilmesi amaçlanan temel yönetim yapısını yakalamakta ve kurumsal yönetim literatüründeki yerleşik uygulamalarla tutarlı görünmektedir.

Kontrol Değişkenleri: CEO ikiliği-performans ilişkisini etkileyebilecek firmaya özgü özellikleri hesaba katmak için kapsamlı bir kontrol değişkenleri seti dâhil edilmiştir. Firma Büyüklüğü, toplam aktifin doğal logaritması olarak ölçülmekte ve hem yönetim düzenlemelerini hem de performans sonuçlarını etkileyebilecek ölçek etkilerini yakalamaktadır. Kaldıraç, toplam borcun toplam aktiflere bölünmesiyle hesaplanmakta ve firmanın sermaye yapısını ve finansal risk profilini temsil etmektedir. Firma Yaşı, 2009'dan itibaren geçen yıl sayısı olarak hesaplanmakta ve organizasyonel olgunluk, deneyim ve yaşam döngüsü etkilerinin bir temsilcisini sağlamaktadır.

Sabit Etkiler: Gözlemlenmeyen heterojenlik ve zamana göre değişen faktörleri kontrol etmek için modellere yıl sabit etkileri ve sektör sabit etkilerini dâhil edilmiştir. Yıl sabit etkileri, tüm firmaları benzer şekilde etkileyen makroekonomik koşulları, düzenleyici değişiklikleri ve diğer zamana göre değişen faktörleri yakalamaktadır. Sektör sabit etkileri, hem yönetim seçimlerini hem de performans sonuçlarını etkileyebilecek sektöre özgü özellikleri, rekabet dinamiklerini ve düzenleyici ortamları kontrol etmektedir.

Herfindahl-Hirschman Endeksi (HHI) Metodolojisi: Herfindahl-Hirschman Endeksi, piyasa yoğunlaşmasını değerlendirmek için endüstriyel organizasyon ekonomisinde yaygın olarak kullanılan yerleşik bir yoğunlaşma ölçüdür (Kvålseth 2022, s.51). Bu yöntem sahiplik yoğunlaşmasını ölçmek için uyarlanmış ve piyasa yoğunlaşma analizinin temelindeki ilkelerin sahiplik yapısı dinamiklerine değerli öngörüler sağlayabileceği kabul edilmiştir.

HHI Hesaplaması: HHI, tüm önemli hissedarlar için sahiplik yüzdelerinin karelerinin toplamı olarak hesaplanmaktadır:

$$HHI = \sum (S_i)^2$$

Burada S_i , i-inci hissedarın sahiplik yüzdesini temsil etmektedir. Bu formülasyon, daha büyük sahiplik paylarına daha fazla ağırlık vererek, baskın hissedarların varlığına özellikle duyarlı hale getirmektedir.

HHI Kategorileri: Endüstriyel organizasyon literatüründeki yerleşik gelenekleri takip ederek, sahiplik yoğunlaşması dört farklı seviyeye kategorize edilmiştir:

Yoğunlaşma Yok: $HHI = 0$ (önemli yoğunlaşmış sahiplik yok)

Düşük Yoğunlaşma: $0 < HHI < 1000$ (bazı yoğunlaşma ile dağınık sahiplik)

Orta Yoğunlaşma: $1000 \leq HHI \leq 1800$ (orta sahiplik yoğunlaşması)

Yüksek Yoğunlaşma: $HHI > 1800$ (yüksek sahiplik yoğunlaşması)

Kurumsal ve Yabancı Sahiplik HHI'sı: Kurumsal sahiplik yoğunlaşması ve yabancı sahiplik yoğunlaşması için ayrı HHI ölçüleri hesaplanmıştır. Kurumsal sahiplik için, hem yerli kurumsal yatırımcıları hem de yabancı sahiplik payları dâhil edilmiştir. Yabancı sahiplik için, özellikle yabancı yatırımcı holdinglerinin yoğunlaşmasına odaklanılmıştır.

Tek Model Yaklaşımı: Birincil analiz, tüm ilgili değişkenleri eş zamanlı olarak içeren kapsamlı bir tek model spesifikasyonu kullanmaktadır. Bu yaklaşım, sıralı model oluşturmaya ilişkin potansiyel

önyargıları önlemekte ve tüm ilgili faktörleri kontrol ederken CEO ikiliği etkilerinin güçlü bir testini sağlamaktadır:

$$\text{Performans} = \beta_0 + \beta_1 \text{CEODUALITY} + \beta_2 \text{FOREIGN_OWNERSHIP} + \beta_3 \text{OWNERSHIP_CONCENTRATION} + \beta_4 \text{FIRM_SIZE} + \beta_5 \text{LEVERAGE} + \beta_6 \text{FIRM_AGE} + \sum \gamma_i \text{YEAR_i} + \sum \delta_j \text{SECTOR_j} + \varepsilon$$

Burada Firma Performansı, ROA veya ROE'yi temsil etmekte ve model sahiplik yapısı, firma özellikleri ve sabit etkiler için kapsamlı kontroller içermektedir.

HHI Temelli Alt Grup Analizi: Sahiplik yoğunlaşmasının CEO ikiliği-performans ilişkisini nasıl düzenlediğini araştırmak için her HHI kategorisi için ayrı modeller tahmin edilmiştir:

$$\text{Performans} = \beta_0 + \beta_1 \text{CEODUALITY} + \beta_2 \text{FIRM_SIZE} + \beta_3 \text{LEVERAGE} + \beta_4 \text{FIRM_AGE} + \varepsilon$$

Bu spesifikasyon her HHI kategorisi için ayrı ayrı tahmin edilmekte ve CEO ikiliği katsayısının (β_1) farklı sahiplik yoğunlaşma seviyeleri boyunca nasıl değiştiğini gözlemlenmesini sağlamaktadır.

Tüm istatistiksel analizler, potansiyel heteroskedastisite endişelerini ele almak için heteroskedastisite-güçlü standart hatalar (HC3) ile Sıradan En Küçük Kareler (OLS) regresyonu uygulayan statsmodels kütüphanesi ile Python kullanılarak gerçekleştirilmektedir. İstatistiksel çıkarım için anlamlılık seviyeleri %1, %5 ve %10 olarak belirlenmekte ve birincil anlamlılık eşiği olarak %5 seviyesine özel dikkat gösterilmektedir.

Analizden önce, tüm sürekli değişkenler aşırı uç değerlerin etkisini azaltmak için 5. ve 95. yüzdilik dilimlerinde sınırlandırılmakta, ancak verideki doğal varyasyon korunmaktadır.

Her HHI alt grup analizi, yeterli istatistiksel güç sağlamak için minimum 30 gözlem içermektedir. Daha az gözlemi olan alt gruplar, istatistiksel çıkarımlarımızın güvenilirliğini korumak için analizden çıkarılmaktadır.

Bu çalışmada kullanılan metodoloji, sahiplik yapısının bu ilişkiyi düzenleyebileceği karmaşık yolları hesaba katarken CEO ikiliği-performans ilişkisine güçlü ve güvenilir öngörüler sağlamak için tasarlanmıştır. Kapsamlı tek model analizi ve HHI temelli alt grup araştırmasının kombinasyonu, bu önemli yönetim dinamiklerinin kapsamlı bir incelemesini sağlamaktadır.

4. Bulgular, Analiz ve Değerlendirmeler

Bu bölümde tanımlayıcı istatistiklerden başlanarak CEO ikiliğinin firma performansı üzerindeki etkileri regresyon analizi ve sahiplik yoğunlaşması boyutlarıyla sistematik biçimde incelenmektedir.

4.1. Tanımlayıcı İstatistikler ve Örneklem Özellikleri

Tablo 1, 1.392 firma-yıl gözleminde oluşan optimize edilmiş analitik örneklem için tanımlayıcı istatistikleri içermektedir. Örneklem, tüm anahtar değişkenler boyunca önemli varyasyon göstermekte ve ampirik analiz için güçlü bir temel sağlamaktadır.

Tablo 1: Tanımlayıcı İstatistikler

Değişken	N	Ortalama	Std. Sapma	Min	Max
CEO İkiliği	1,392	0,7968	0,4026	0,0000	1,0000
ROA	1,392	0,0967	0,0826	-0,1456	0,3922
ROE	1,392	0,1990	0,1547	-0,2847	0,6891
Yabancı Sahiplik	1,392	10,3493	18,7234	0,0000	95,8800
Sahiplik Yoğunlaşması	1,392	7,3426	16,8901	0,0000	77,2200
Firma Büyüklüğü	1,392	20,4134	1,7892	16,1181	25,8525
Kaldıraç	1,392	0,4736	0,2156	0,0450	1,1074
Firma Yaşı	1,392	7,8077	3,8933	0,0000	13,0000

Tüm sürekli değişkenler %5 ve %95 yüzdilik dilimlerde sınırlandırılmıştır.

Yabancı sahiplik %0'dan %95,88'e kadar değişmekte ve ortalaması %10,35 iken; sahiplik yoğunlaşması %0'dan %77,22'ye kadar değişmekte ve ortalaması %7,34'tür. Bu varyasyon, HHI temelli sahiplik yoğunlaşma etkileri analizin temelini sağlamaktadır. CEO ikiliği ortalamasının 0,797 olması, örneklemdeki firmaların yaklaşık %80'inde bu iki görevin tek elde toplandığını göstermektedir. ROA ve ROE değişkenleri sırasıyla ortalama %9,67 ve %19,90 düzeyinde gerçekleşmiş; yabancı sahiplik ve sahiplik yoğunlaşması değişkenlerinin yüksek standart sapmaları ise firmalar arasında belirgin bir heterojenliğe işaret etmektedir. Tüm sürekli değişkenler aykırı değerlerin etkisini azaltmak amacıyla 5. ve 95. yüzdelik dilimlerde sınırlandırılmıştır.

4.2. CEO İkiliği Durumuna Göre Performans Karşılaştırması

Formal regresyon analizine geçmeden önce, CEO ikiliği düzenlemeleri olan ve olmayan firmalar arasındaki performans farkları incelenmiştir. Bu ön analiz, takip eden ekonometrik sonuçları yorumlamak için önemli bağlam sağlamaktadır.

Tablo 2: CEO İkiliği Durumuna Göre Performans

CEO İkiliği	N	Ortalama ROA	Ortalama ROE
0 (İkililik Yok)	283	0,0363	0,0747
1 (İkililik)	1,109	0,1122	0,2307

*** işareti, t-testine göre %1 anlamlılık düzeyinde istatistiksel anlamlılığı göstermektedir.

CEO ikiliğinin bulunmadığı 283 gözlemde ortalama ROA değeri 0,0363 ve ortalama ROE değeri 0,0747 olarak gerçekleşmiştir. CEO ikiliğinin bulunduğu 1.109 gözlemde ise ortalama ROA 0,1122, ortalama ROE ise 0,2307 olarak hesaplanmıştır. Buna göre CEO ikiliğinin bulunduğu şirketlerde aktif kârlılığı ve özsermaye kârlılığı değerleri, CEO ikiliğinin bulunmadığı şirketlere kıyasla daha yüksek düzeydedir. Özellikle ROA'da yaklaşık 0,0759 puanlık, ROE'de ise yaklaşık 0,1560 puanlık bir fark bulunmaktadır. Bu bulgu, CEO ikiliğinin mevcut olduğu şirketlerde finansal performans göstergelerinin daha yüksek seviyelerde gerçekleştiğine işaret etmektedir.

4.3. Regresyon Analizi

Tablo 3, sahiplik yapısı, firma özellikleri ve sabit etkiler için kontrol ederken CEO ikiliği etkilerinin güçlü bir testini sağlamak için tüm ilgili değişkenleri eş zamanlı olarak içeren regresyon analizi sonuçlarını sunmaktadır.

Tablo 3: Regresyon Sonuçları

Değişken	ROA Modeli	ROE Modeli
Sabit	0,2047***	0,2536***
CEO İkiliği	0,075610***	0,156965***
Yabancı Sahiplik	0,000010	-0,000042
Sahiplik Yoğunlaşması	0,000031	0,000011
Firma Büyüklüğü	-0,003215***	-0,006133***
Kaldıraç	-0,105353***	0,160611***
Firma Yaşı	0,003133***	0,006049***
Yıl Sabit Etkileri	Evet	Evet
Sektör Sabit Etkileri	Evet	Evet
R ²	0,4141	0,3795
Düz. R ²	0,4082	0,3732
F-istatistiği	91,6118***	99,8523***
Değişken	ROA Modeli	ROE Modeli

Parantez içinde güçlü standart hatalar. *, **, *** sırasıyla %10, %5 ve %1 seviyelerinde anlamlılığı göstermektedir.

Regresyon sonuçları birinci hipotez için güçlü destek sağlamaktadır. CEO ikiliği her iki performans ölçüsü üzerinde de yüksek düzeyde anlamlı pozitif etkiler göstermektedir. ROA için 0,075610 ($p<0,001$) ve ROE için 0,156965 ($p<0,001$) katsayıları elde edilmiştir. Bu sonuçlar, CEO ikiliği olan firmaların, tüm ilgili faktörler kontrol edildikten sonra, CEO ikiliği olmayan firmalara kıyasla ortalama olarak 7,56 yüzde puanı daha yüksek ROA ve 15,70 yüzde puanı daha yüksek ROE elde ettiğini göstermektedir.

Kontrol değişkenleri genellikle teorik öngörüler ve önceki ampirik kanıtlara dayalı olarak beklendiği gibi performans göstermektedir. Firma büyüklüğü her iki performans ölçüsüyle de negatif ilişki göstermekte ve bu durum ölçek ekonomilerinin olumsuzluklarını veya daha büyük organizasyonları yönetmenin zorluklarını yansıtabilmektedir. Kaldıraç zıt etkiler göstermekte; ROA üzerinde negatif etki (-0,105353, $p<0,001$) ancak ROE üzerinde pozitif etki (0,160611, $p<0,001$) göstermekte ve bu durum bu performans ölçülerindeki farklı paydaları ve finansal kaldıraçın özkaynak getirileri için potansiyel faydalarını yansıtmaktadır.

Firma yaşı her iki performans ölçüsü üzerinde de pozitif etkiler göstermekte ve organizasyonel deneyim ve olgunluğun üstün performansa katkıda bulunduğunu öne sürmektedir. Yüksek R-kare değerleri (ROA için %41,41 ve ROE için %37,95), modellerin firma performansındaki varyasyonun önemli bir kısmını açıkladığını göstermekte ve sonuçların güçlülüğüne güven sağlamaktadır.

Çalışma bulgularına göre yabancı sahiplik ve sahiplik yoğunlaşmasının firma performansı üzerinde doğrudan anlamlı bir etkisi bulunmamaktadır. Bu sonuç, söz konusu değişkenlerin performans üzerindeki etkilerinin tek başına ortaya çıkmadığını, kurumsal yönetim yapısının diğer unsurlarıyla birlikte değerlendirilmesi gerektiğini düşündürmektedir.

4.4. HHI Temelli Sahiplik Yoğunlaşma Analizi

Sahiplik yoğunlaşmasının CEO ikiliği-performans ilişkisini nasıl düzenlediğini araştırmak için, firmaları sahiplik yoğunlaşma seviyelerine göre kategorize etmek için HHI metodolojisini uyguluyoruz. Tablo 4, hem kurumsal hem de yabancı sahiplik için HHI kategorileri boyunca gözlemlerin dağılımını sunmaktadır.

Tablo 4: Kategori Dağılımı

HHI Kategorisi	Kurumsal Sahiplik	Yabancı Sahiplik
Yoğunlaşma Yok	651 (%46,8)	1,057 (%75,9)
Düşük Yoğunlaşma	364 (%26,2)	110 (%7,9)
Orta Yoğunlaşma	130 (%9,3)	79 (%5,7)
Yüksek Yoğunlaşma	247 (%17,7)	146 (%10,5)
Toplam	1,392 (%100)	1,392 (%100)

Dağılım, sahiplik yoğunlaşmasında önemli kalıpları ortaya koymaktadır. Kurumsal sahiplik için, gözlemlerin neredeyse yarısı (%46,8) "Yoğunlaşma Yok" kategorisine düşerken, kalan gözlemler yoğunlaşma spektrumu boyunca dağılmaktadır. Yabancı sahiplik için yoğunlaşma daha da belirgindir; gözlemlerin %75,9'u önemli yabancı sahiplik yoğunlaşması göstermemektedir.

4.5. HHI Kategorileri Boyunca CEO İkiliği Etkileri

Tablo 5'da kurumsal sahiplik için sahiplik yoğunlaşmasının farklı seviyeleri boyunca CEO ikiliği etkilerinin nasıl değiştiğini gösteren HHI temelli alt grup analizin sonuçları sunulmaktadır.

Tablo 5: Kurumsal Sahiplik HHI Kategorilerine Göre CEO İkiliği Etkileri

HHI Kategorisi	ROA Modeli	ROE Modeli
Yoğunlaşma Yok		
CEO İkiliği	0,071024***	0,152534***
R ²	0,4107	0,3375
Düşük Yoğunlaşma		
CEO İkiliği	0,082511***	0,158728***
R ²	0,4866	0,4411

Orta Yoğunlaşma		
CEO İkiliği	0,078088***	0,141169***
R ²	0,2258	0,4253
Yüksek Yoğunlaşma		
CEO İkiliği	0,067052***	0,149490***
R ²	0,4168	0,4020

Tüm modeller firma büyüklüğü, kaldıraç ve firma yaşı değişkenleri kontrol edilerek tahmin edilmiştir. Robust standart hatalar kullanılmıştır. ** ve *** sırasıyla %10, %5 ve %1 anlamlılık düzeylerini ifade etmektedir

Tablo 5 sonuçları, CEO ikiliğinin tüm kurumsal sahiplik yoğunlaşması kategorilerinde hem ROA hem de ROE üzerinde pozitif ve istatistiksel olarak anlamlı bir etkiye sahip olduğunu göstermektedir. ROA açısından en yüksek etki düşük yoğunlaşma grubunda (0,082511), en düşük etki ise yüksek yoğunlaşma grubunda (0,067052) gözlenmiştir. ROE modelinde ise CEO ikiliği katsayıları 0,141169 ile 0,158728 arasında değişmektedir. Bulgular, CEO ikiliğinin firma performansı üzerindeki olumlu etkisinin sahiplik yoğunlaşması düzeylerinden bağımsız olarak sürdüğüne işaret etmektedir.

Tablo 6'da, yabancı sahiplik için sahiplik yoğunlaşmasının farklı seviyeleri boyunca CEO ikiliği etkilerinin nasıl değiştiğini gösteren HHI temelli alt grup analizin sonuçları sunulmaktadır.

Tablo 6: Yabancı Sahiplik HHI Kategorilerine Göre CEO İkiliği Etkileri

HHI Kategorisi	ROA Modeli	ROE Modeli
Yoğunlaşma Yok		
0,075933***	0,159050***	0,075933***
0,4534	0,3986	0,4534
Düşük Yoğunlaşma		
0,082153***	0,165202***	0,082153***
0,4689	0,4372	0,4689
Orta Yoğunlaşma		
0,148539*	0,117765	0,148539*
0,0079	0,3771	0,0079
Yüksek Yoğunlaşma		
0,056416***	0,117242***	0,056416***
0,2731	0,2561	0,2731

Tüm modeller firma büyüklüğü, kaldıraç ve firma yaşı değişkenleri kontrol edilerek tahmin edilmiştir. Robust standart hatalar kullanılmıştır. ** ve *** sırasıyla %10, %5 ve %1 anlamlılık düzeylerini ifade etmektedir.

CEO ikiliği, kapsamlı tek model yaklaşımıyla analiz edildiğinde firma performansı üzerinde olumlu bir etkiye sahiptir. Dolayısıyla H1 hipotezi güçlü şekilde desteklenmiştir. Tek model analizi, CEO ikiliğinin hem ROA (0,075610, $p < 0,001$) hem de ROE (0,156965, $p < 0,001$) üzerinde oldukça önemli olumlu etkileri olduğunu göstererek, birleşik liderliğin yararlı etkileri için sağlam kanıtlar sunmaktadır.

CEO ikili yapısının firma performansı üzerindeki etkisi, HHI metodolojisi ile ölçülen farklı sahiplik yoğunluğu düzeylerinde sistematik olarak değişmektedir. Bu durumda H2 hipotezi desteklenmiştir. HHI tabanlı analiz, CEO ikili yapısının etkilerinin yoğunluk kategorileri arasında sistematik bir varyasyon gösterdiğini ortaya koymaktadır. Katsayılar ROA için 0,056416 ile 0,148539 arasında, ROE için ise 0,117242 ile 0,165202 arasında değişmektedir.

CEO ikiliğinin etkileri, düşük ila orta düzeyde sahiplik yoğunluğuna sahip ortamlarda en güçlüdür. Bu durumda H3 hipotezi kısmen desteklenmiştir. Kurumsal ve yabancı sahipliğin en güçlü etkileri düşük yoğunluk düzeylerinde ortaya çıkmaktadır. Orta yoğunluk düzeylerinde ise kurumsal sahipliğin etkisi güçlü kalırken, yabancı sahipliğin etkisi görece daha zayıf olmaktadır. Bu düzeyler, yönetsel özerklik ile denetim etkinliği arasında optimal bir denge sağlamaktadır. Aşırı yoğun ya da aşırı dağınık sahiplik yapıları ise birleşik liderliğin faydalarını kısıtlayabilmekte veya destekleyemeyebilmektedir.

Bu sonuçlar, CEO ikiliği, sahiplik yapısı ve firma performansı arasındaki karmaşık ilişkiye önemli tespitler sağlamaktadır ve HHI metodolojisinin sahiplik yoğunluğunun yönetim üzerindeki etkilerindeki anlamlı farklılıkları etkili bir şekilde yakalayabildiğini göstermektedir.

5. Sonuç

Bu çalışmada, CEO ikiliği ile firma performansı arasındaki ilişki kapsamlı bir tek model yaklaşımıyla incelenmiş ve sahiplik yoğunlaşmasının bu ilişki üzerindeki rolü HHI metodolojisi kullanılarak analiz edilmiştir. 2009-2022 döneminde Borsa İstanbul'da işlem gören 292 şirkete ait 1.392 firma-yıl gözleminde elde edilen bulgular, CEO ikiliğinin hem aktif kârlılığı (ROA) hem de özkaynak kârlılığı (ROE) üzerinde pozitif ve istatistiksel olarak anlamlı bir etkiye sahip olduğunu göstermektedir. Bu sonuç, CEO ikiliğinin firma performansını olumlu etkilediğini öngören H1 hipotezini desteklemektedir. Bulgular, yönetim teorisinin öngörülerıyla uyumlu olarak, yönetim kurulu başkanlığı ve CEO görevlerinin aynı kişide toplanmasının karar alma süreçlerini hızlandırabildiğini, stratejik uyumu güçlendirebildiğini ve firma performansına olumlu katkı sağlayabildiğini göstermektedir. Elde edilen sonuçlar Hassan vd. (2023), Bacha Simões (2023), Sipahi vd. (2018), Peni (2014), Denizci Guillet (2013) ile Yıldız ve Doğan'ın (2012) bulgularını desteklerken; CEO ikiliğinin performans üzerinde olumsuz etkiler yarattığını ortaya koyan Altın (2023), Mubeen vd. (2020), Kılıç ve Ayrıçay (2018), Yücel (2016) ve Aygün ve İç'in (2010) çalışmalarından farklılaşmaktadır.

HHI temelli analizler, CEO ikiliğinin firma performansı üzerindeki etkisinin sahiplik yoğunlaşmasının farklı seviyelerinde değiştiğini göstermektedir. Bu bulgu, CEO ikiliğinin etkilerinin sahiplik yoğunlaşmasına göre farklılaştığını öne süren H2 hipotezini desteklemektedir. Sonuçlar, kurumsal yönetim mekanizmalarının etkilerinin yalnızca kendi başlarına değil, içinde bulundukları sahiplik yapısı çerçevesinde değerlendirilmesi gerektiğine işaret etmektedir. Özellikle düşük sahiplik yoğunlaşmasının bulunduğu ortamlarda CEO ikiliğinin performans üzerindeki etkisinin daha güçlü olması, yönetsel esneklik ve karar alma etkinliğinin bu tür yapılarda daha belirgin hale gelebildiğini göstermektedir.

Çalışmanın üçüncü hipotezi olan H3, CEO ikiliğinin etkilerinin düşük ve orta düzey sahiplik yoğunlaşması bulunan firmalarda daha güçlü olacağını öngörmektedir. Bulgular, CEO ikiliğinin en güçlü etkilerinin özellikle düşük yoğunlaşma düzeylerinde ortaya çıktığını göstermiştir. Bununla birlikte, orta yoğunlaşma düzeylerinde elde edilen sonuçlar tüm modellerde aynı ölçüde güçlü olmadığından H3 hipotezi kısmen desteklenmiştir. Bu sonuç, sahiplik yoğunlaşmasının belirli bir düzeye kadar CEO ikiliğinin etkinliğini destekleyebildiğini, ancak yoğunlaşma arttıkça bu etkinin zayıflayabileceğini düşündürmektedir.

Çalışmanın en önemli katkısı, sahiplik yoğunlaşmasını HHI aracılığıyla ölçerek CEO ikiliği-performans ilişkisini farklı yoğunlaşma düzeylerinde incelemesidir. Ayrıca geniş zaman aralığını kapsayan panel veri yapısı sayesinde CEO ikiliği ile firma performansı arasındaki ilişkinin uzun dönemli dinamikleri analiz edilebilmiştir. Bu yönüyle çalışma, hem Türkiye örnekleme ilişkin yeni ampirik kanıtlar sunmakta hem de CEO ikiliğinin etkilerinin bağlama bağlı olarak değişebileceğini ortaya koyarak kurumsal yönetim literatürüne katkı sağlamaktadır.

Çalışmanın özgünlüğüne katkı sağlayan en önemli unsur, araştırmanın sahiplik yoğunlaşmasını HHI aracılığıyla ölçmesi ve bu yapının CEO ikiliği-performans ilişkisini nasıl düzenlediğini incelemesidir. Çalışmayı literatürdeki araştırmalardan ayıran bir diğer özellik ise geniş dönem aralığındaki şirket verilerini analize dahil etmesidir. Çalışmada kullanılan veri seti bulguların hem istatistiksel güç hem de genellenebilirlik bakımından diğer araştırmalara göre daha güçlü olmasını sağlayarak literatüre katkıda sağlamaktadır. Ayrıca literatürde CEO ikiliğinin firma performansına etkisine ilişkin bulguların genellikle çelişkili olması göz önüne alındığında, bu çalışmanın geniş veri seti, metodolojik bütünlüğü ve HHI temelli özgün yaklaşımı; bir yandan Türkiye bağlamına yönelik önemli ampirik kanıtlar sunarken, diğer yandan uluslararası kurumsal yönetim tartışmalarına katkıda bulunmaktadır. Sonuçlar hem politika yapımcılar hem de uygulayıcılar için, kurumsal yönetim düzenlemelerinde esneklik ve bağlamsal farklılıkların dikkate alınması gerektiğine işaret etmektedir. Çalışma sonuçlarının yöneticiler, yatırımcılar ve diğer karar alıcılar için CEO ikiliğinin firma performansı üzerindeki etkisine yönelik değerli bilgiler sağlaması beklenmektedir.

Bu çalışma yalnızca Türkiye'de halka açık şirketler üzerinden gerçekleştirilmiş bir analiz ile sınırlıdır. Gelecekteki çalışmalar, CEO ikiliği ve sahiplik yapısının firma performansı üzerindeki etkilerini farklı ülkelerde veya sektörlerde inceleyebilirler. ROA ve ROE dışında, firmaların finansal veya finansal olmayan verilerini firma performansı göstergesi olarak kullanabilirler. Ayrıca gelecek araştırmalarda,

HHI dışındaki alternatif metodolojiler kullanılabilir ve diğer kurumsal yönetim mekanizmalarının etkileri araştırılabilir.

Kaynakça

- Agrawal, A., & Knoeber, C. R. (1996). Firm Performance and Mechanisms to Control Agency Problems Between Managers and Shareholders. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 31(3), 377-397.
- Altın, M. (2023). Yönetim Kurulu ve Firma Özelliklerinin Firma Performansı Üzerindeki Etkisinin Meta Analiz Yöntemiyle İncelenmesi. *Muhasebe ve Vergi Uygulamaları Dergisi*, 16 (Prof. Dr. Mehmet Özbirecikli Özel Sayısı), 141-157. <https://doi.org/10.29067/muvu.1284394>
- Aygün, M., & İç, S. (2010). Genel Müdürün Aynı Zamanda Yönetim Kurulu Üyesi Olması Firma Performansını Etkiler Mi? *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, 47, 192-201.
- Bacha Simões, E. (2023). Bankalarda Sahiplikteki Yoğunlaşma ve Yönetim Kurulu Yapısının Tobin Q Üzerindeki Doğrusal Olmayan Etkileri. *İzmir İktisat Dergisi*, 38(2), 483-501. <https://doi.org/10.24988/ije.1166682>
- Baliga, B. R., Moyer, R. C., & Rao, R. S. (1996). CEO Duality and Firm Performance: What's the Fuss?. *Strategic Management Journal*, 17, 41-43.
- Boyd, B. K. (1995). CEO Duality and Firm Performance: A Contingency Model. *Strategic Management Journal*, 16, 301-312.
- Çarkıcı, A., & Ataman, G. (2016). Temsil Kuramı Bakış Açısıyla Yönetim Kurulu Yapısının Finansal Performans Üzerindeki Etkisi. *Eurasian Academy of Sciences Social Sciences Journal*, S1, 151-164. <https://doi.org/10.17740/eas.soc.2016.MSEMP-13>
- Chen, C., Lin, J. B., & Yi, B. (2008). CEO Duality and Firm Performance-an Endogenous Issue. *Corporate Ownership & Control*, 6(1), 58-65.
- Denizci Guillet, B., Seob, K., Küçükusta, D., & Lee, S. (2013). CEO Duality and Firm Performance in the U.S. Restaurant Industry: Moderating Role of Restaurant Type. *International Journal of Hospitality Management*, 33, 339-346. <http://dx.doi.org/10.1016/j.ijhm.2012.10.004>
- Donaldson, L., & Davis, J. H. (1991). Stewardship Theory or Agency Theory: CEO Governance and Shareholder Returns. *Australian Journal of Management*, The University of New South Wales, 16(1), 49-65.
- Duru, A., Iyengar, R. J., & Zampelli, E. M. (2016). The Dynamic Relationship Between CEO Duality and Firm Performance: The Moderating Role of Board Independence. *Journal of Business Research*, 69, 4269-4277. <http://dx.doi.org/10.1016/j.jbusres.2016.04.001>
- Eisenhardt, K. M. (1989). Agency Theory: An Assessment and Review. *Academy of Management Review*, 14(1), 57-74.
- Hassan, M. K., Houston, R., Karim, M. S., & Sabit, A. (2023). CEO Duality and Firm Performance During the 2020 Coronavirus Outbreak. *The Journal of Economic Asymmetries*, 27, 1-18. <https://doi.org/10.1016/j.jeca.2022.e00278>
- Kılıç, M., & Ayrıçay, Y. (2018). Yönetim Kurulu ve Sahiplik Yapısının Finansal Performans Üzerindeki Etkisi: BİST İmalat Sanayi Sektöründe Bir Alan Araştırması, *Afyon Kocatepe Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*. 20(2), 177-192.
- Kılıçlı, Y., & Kıpçak, E. (2023). Kurumsal Yönetim ve Finansal Performans: Borsa İstanbul Üzerine Bir İnceleme. *Ordu Üniversitesi Sosyal Bilimler Araştırmaları Dergisi*, 13(2), 2279-2306. <https://doi.org/10.48146/odusobiad.1105106>
- Kvålseth, T. O. (2022). Cautionary Note About the Herfindahl-Hirschman Index of Market (Industry) Concentration. *Contemporary Economics*, 16(1), 51-60. <https://doi.org/10.5709/ce.1897-9254.468>

- Mubeen, R., Han, D., Abbas, J., & Hussain, I. (2020). The Effects of Market Competition, Capital Structure, and CEO Duality on Firm Performance: A Mediation Analysis by Incorporating the GMM Model Technique. *Sustainability*, 12, 3480, 1-18. <https://doi.org/10.3390/su12083480>
- Peni, E. (2014). CEO and Chairperson Characteristics and Firm Performance. *J Manag Gov*, 18, 185-205. <https://doi.org/10.1007/s10997-012-9224-7>
- Sipahi, E., Artantaş, E., & Şişman, D. (2018). Kurumsal Yönetişimin Şirket Performansı Üzerindeki Etkisi: Vietnam'da Gerçekleştirilen Deneysel Çalışma. *R&S - Research Studies Anatolia Journal*, 1(1), 35-49.
- Tan, F. Z., & Bal, K. (2021). Vekâlet Teorisi Çerçevesinde Yönetim Kurulu Çeşitlendirmesi ve Finansal Performans İlişkisi: Yatırım Kuruluşları Örneği. *Avrasya Sosyal ve Ekonomi Araştırmaları Dergisi*, 8(1), 38-54.
- Yıldız, F., & Doğan, M. (2012). Genel Müdür'ün Yönetim Kurulu Üyesi Olması Halinin Menkul Kıymet Yatırım Ortaklığı Firmalarının Performansına Etkisi. *Süleyman Demirel Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 17, 2, 353-366.
- Yücel, E. (2016). Kurumsal Yönetim ve Firma Performansı: Gelişmiş ve Gelişmekte Olan Ülkelerden Kanıtlar. *Organizasyon ve Yönetim Bilimleri Dergisi*, 8(2), 27-41.