

760129

**T.C.
ANKARA ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İŞLETME ANABİLİM DALI**

**TEMSİL MALİYETİ ve İMKB ÜZERİNE BİR
UYGULAMA**

Yüksek Lisans Tezi

Selçuk BALI

Tez Danışmanı

Yrd. Doç. Dr. Orhan ÇELİK

Ankara - 2005

T.C.
ANKARA ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İŞLETME ANABİLİM DALI

TEMSİL MALİYETİ ve İMKB ÜZERİNE BİR
UYGULAMA

Yüksek Lisans Tezi

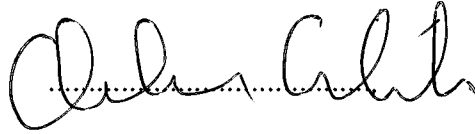
Tez Danışmanı : Yrd. Doç. Dr. Orhan ÇELİK

Tez Jürisi Üyeleri

Adı ve Soyadı

İmzası

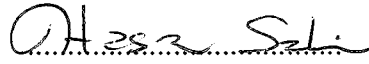
Yrd. Doç. Dr. Orhan ÇELİK



Doç. Dr. Güven SAYILGAN



Doç. Dr. Hasan ŞAHİN



Tez Sınavı Tarihi 30/11/2005

İçindekiler	i
Tablolar Listesi	vii
Kısaltmalar Listesi	viii
GİRİŞ	1
1. BÖLÜM FİRMA TEORİSİ ve TEMSİL İLİŞKİSİ	4
1. FİRMA TEORİSİ	4
1.1. Stratejik Yönetim Yaklaşımına Dayalı Firma Teorileri	9
1.1.1. Davranışsal Firma Teorisi	9
1.1.2. Yönetimsel (ve Kaynağa Dayalı) Firma Teorisi	10
1.2. Finansal Ekonomi Yaklaşımına Dayalı Firma Teorileri	10
1.2.1. Neoklasik Mikro Ekonomi	11
1.2.2. Geleneksel Sanayi Organizasyonu Ekonomisi	12
1.2.3. Yeni Sanayi Organizasyonu Ekonomisi	13
1.3. Şirket Yönetişimi	14

2. TEMSİL İLİŞKİSİ	17
2.1. Temsilcilere Yetkinin Verilmesi	18
2.2. Temsil İlişkisi Çeşitleri	19
2.2.1. Finansman Politikası Açısından Temsil İlişkisi	19
2.2.2. Yatırım Politikası Açısından Temsil İlişkisi	20
2.2.3. Sermaye Piyasası İşlemleri Açısından Temsil İlişkisi ...	20
2.3. Temsilcilerin İzlenmesi	21
2.4. İşlem Maliyet Ekonomisi	22
2. BÖLÜM TEMSİL TEORİSİ	24
1. Asil – Temsilci İlişkisi	24
2. Temsil Teorisi	25
2.1. Temsil Teorisinde Ortaya Çıkan Problemler	27
2.1.1. Temsilcilerden Kaynaklanan Temsil Problemleri	30
2.1.1.1. Aldatma – Kaytarma	31
2.1.1.2. Karlı Yatırım Fırsatlarından Yaralanılmaması.....	31

2.1.1.3. Varlık İkametine Gidilmesi	32
2.1.1.4. Finansman Kaynaklarının Seçiminde Yanlış Tercihlerde Bulunulması	32
2.1.1.5. Firma El Değiştirmelerinde Yetki Verenlerin Zararına Hareket Edilmesi	33
2.1.2. Hisse Senedi Sahiplerinden Kaynaklanan Temsil Problemleri	33
2.1.2.1. Firmanın Zararına Olacak Biçimde Temettü Ödenmesi ,.....	34
2.1.2.2. Hakların Sulandırılması	34
2.1.2.3. Karlı Yatırım Fırsatlarından Yararlanılmaması	34
2.1.2.4. Varlık İkametine Gidilmesi	35
2.1.3. Borç Verenlerden Kaynaklanan Temsil Problemleri ...	35
2.1.3.1. Hakların Sulandırılması	35
2.1.3.2. Karlı Yatırım Fırsatlarından Yararlanılmaması	36
2.1.3.3. Firmanın Tasfiye Edilmesi	36

2.2. Temsil Teorisi – İşlem Maliyet Ekonomisi İlişkisi	36
3. Temsil Maliyetleri	40
3.1. İzleme Maliyetleri	42
3.2. Tazmin Edici – Garanti Sağlayıcı Anlaşma Maliyetleri	44
3.3. Önlenemeyen Kayıplar	46
4. Temsil Maliyetleri ve Temettü Kararları İlişkisi	46
4.1. Temettü Kararları ile İlgili Olarak Hissedarlarla İlişkilendirilen Temsil Maliyetleri	48
4.2. Temettü Kararları ile İlgili Olarak Temsilcilerle İlişkilendirilen Temsil Maliyetleri	50
4.3. Temettü Kararları ile İlgili Olarak Tahvil Sahipleri İle İlişkilendirilen Temsil Maliyetleri	52
3. BÖLÜM TEMSİL MALİYETLERİNİN ÖLÇÜMÜ..	55
1. Temsil Maliyetlerinin Ölçümünde Kullanılanlar	55
1.1. Tobin Q Oranı	56
1.2. Toplam Varlığa Yönelik Satışlar	59
2. Veriler	60

3. Genel Model	62
3.1 İstatistiksel Yöntemler ve Basit Lineer Regresyon Modeli	62
3.2. Genel Modelin Özellikleri ve Tanımlanması	64
3.2.1. Genel Modelin Özellikleri	64
3.2.2. Genel Modelin Tanımlanması	67
4. Ampirik Test : 8 Sektör Bazında İMKB Ulusal Endeksi'nde İşlem Gören Şirketler	72
4.1 Tanımlayıcı Çalışmalar	72
4.2 Mülkiyet ve Kontrolün Ayrılması	76
4.3. Temsil Maliyetlerinin Değerlendirilmesi	83
4.3.1. Tobin Q Oranı Kullanılarak Ölçülen Temsil Maliyetleri	83
4.3.2. Satışların Toplam Varlığa Oranı Kullanılarak Ölçülen Temsil Maliyetleri	85
4.4. Yüksek ve Düşük Temsil Maliyetli Şirket Belirleyicileri	86
4.5. Temsil Maliyetlerini Açıklayan Uygulamanın Sonuçları	90

4.5.1. Tobin Q Oranı Kullanılarak Ölçülen Temsil Maliyetleri	93
4.5.2. Satışların Toplam Varlığa Oranıyla Ölçülen Temsil Maliyetleri	95
SONUÇ	98
ÖZET	101
ABSTRACT	103
KAYNAKÇA	105
EK : ÇALIŞMADA KULLANILAN İMKB'deki ŞİRKETLER LİSTESİ ve SEKTÖRLERİ	114

TABLolar LİSTESİ

Tablo 1.1 : Firma Teorileri	8
Tablo 2.1 : Temsil Teorisinin Temel Noktaları	38
Tablo 2.2 : İşlem Maliyet Ekonomisinin Temel Noktaları	39
Tablo 4.1 : Temsil Maliyeti için Tanımlayıcı Çalışmalar	73
Tablo 4.2 : Mülkiyet Yoğunlaşmasının Dört Ölçüsünün Dağılımı	75
Tablo 4.3 : Mülkiyet Yoğunluğu	75
Tablo 4.4 : Temsil Maliyetleri, Mülkiyet Yapısı ve Yönetim - Hissedar Çıkarlarının Uyumu	82
Tablo 4.5 : Temsil Maliyetinin Varlığı ve Belirleyicileri	82
Tablo 4.6 : Tobin Q Oranı Kullanılarak Ölçülen Temsil Maliyetlerinin Belirleyicileri	91
Tablo 4.7 : Satışların Toplam Varlığa Oranı Kullanılarak Ölçülen Temsil Maliyetlerinin Belirleyicileri	92

KISALTMALAR LİSTESİ

ABD : Amerika Birleşik Devletleri

a.g.e. : adı geçen eser

a.g.m. : adı geçen makale

HII : Herfindahl – Hirschman Endeksi (Mülkiyetin Yoğunlaştırılmış Endeksi)

ISE : İstanbul Stock Exchange

İMKB : İstanbul Menkul Kıymetler Borsası

PROXY : Oy Hakkının Devredilmesi

SNA : Serbest Nakit Akışları

GİRİŞ

Temsilciler, ne zaman kendi harcamalarını hissedarların çıkarlarından sürdürme eğilimine girseler şirket sorunları ortaya çıkmaktadır.

Günümüzde firmalar çeşitli çıkar gruplarının mücadele ettiği bir ortam haline gelmişlerdir. Bu çıkar gruplarından; temsilciler, hisse senedi sahipleri ve borç verenlerin genellikle nakit akımı biçiminde algılanan firma hak dağıtımında, kendi önceliklerini gerçekleştirebilme mücadelelerine girmelerinden kaynaklanan sorunlar “Temsil Problemleri” olarak isimlendirilmektedir.

Bu çalışmada iki temel sorun üzerinde durulacaktır. İlk sorun; şirketler arasındaki göreceli temsil maliyeti farklılıklarını tanımlamanın mümkün olup olmadığı üstünde yoğunlaşmaktadır : Şirket sahipleri tarafından yönetilen şirketler (hissedarlarla sınırlanmış) ve şirket dışından kişilerce yönetilen şirketler (hissedarlarla sınırlanmamış). Üzerinde yoğunlaşılan ikinci problem ise; hisse sahipliği yoğunluğunun bir şirketin temsil maliyetini ne ölçüde etkilediğidir.

Temsil teorisini oluşturan temsil problemi ve maliyetleri; temel olarak firmanın sahipliği ile yönetiminin ayrı ellerde toplanmasından, daha açık bir ifade ile “firma sermaye sahiplerinin (vekalet verenler), sözleşmeye dayalı bir bağ ile yetkilerini kendi çıkarlarını gerçekleştirmeye yönelik olarak beşeri sermaye sahiplerine (temsilciler) devretmelerinden” kaynaklanmaktadır.

Bu çalışmada; temsil teorisi çerçevesinde firma çıkar grupları arasındaki ilişkilere ve bu ilişkiler sonucu ortaya çıkan sorunlar üzerinde durulduktan sonra, firma sahiplik yapısının firma performansı üzerinde herhangi bir etkisinin olup olmadığı eğer oluyorsa ne yönde etkisi olduğu, farklı sahiplik yapılarına sahip İMKB Ulusal Endeksi'nde farklı endüstrilerde faaliyet gösteren firmalar konu edilerek araştırılmaktadır. Bu çalışmanın amacı şirketlerdeki kontrol ve mülkiyet yapısına bağlı olarak, İMKB'ye kayıtlı şirketlerin göreceli değerdeki temsil maliyetlerini tanımlamanın mümkün olup olmayacağıdır. Bu alan Türkiye'de üzerinde çok az araştırma yapılmış bir alandır.

Bu çalışmada; temsil maliyetlerinin kontrol ve mülkiyet yapılarından bağımsız işlediğini savunan sıfır hipotezine karşılık temsil teorisine dayanan şu hipotezler sunulmaktadır:

(I) temsilcilerin şirket değerinin sıfırlık kısmını elinde bulundukları şirkette temsil maliyetleri daha yüksektir,

(II) temsilcinin hisse oranıyla temsil maliyetleri arasında ters yönlü bir orantı vardır,

(III) bedavacılık sorunu arttıkça temsil maliyetleri artar; örneğin, hissedarlık yoğunluğu azalır.

Firma çıkar grupları arasındaki çatışmaların azaltılması için katlanılması gereken maliyetler "Temsil Maliyetleri" olarak tanımlanmakta olup; genel olarak, İzleme Maliyetleri, Tazmin Edici Garanti Sağlayıcı Anlaşma Maliyetleri ve Önlenemeyen Kayıplardan oluşmaktadır. Ancak; sorun, söz konusu problem ve maliyetleri tanımlamaktan çok, maliyetlerin nasıl ölçülebileceğinde odaklanmaktadır.

İki alternatif temsil maliyeti ölçüsü kullanılmaktadır. Bunların ilki, yetersiz mal kullanımına dayandırılabilir gelirlere kayıp göstergesi (toplam varlığa yönelik satışların oranı) dir. İkincisi ise yetersiz mal kullanımından doğan bir gösterge (Tobin Q Oranı) dir.

Çalışmada veriler analiz edilirken üç değişik yöntem kullanılmıştır; bunun amacı sonuçlar üzerindeki şüpheleri azaltmaktır. İMKB Ulusal Endeksi'nde yer alan şirketlerin temsil maliyetleri ve mülkiyet yapılarıyla ilgili verilerin analizlerinin sonuçlarını daha iyi anlamak amacıyla hem toptan örnekler hem de bazı alt gruplar analiz edilmiştir.



BİRİNCİ BÖLÜM

FİRMA TEORİSİ ve TEMSİL İLİŞKİSİ

Bu bölümde firma teorisi ve temsil ilişkisi okuyucuya sunulacaktır. Böylece; okuyucu bu bölümden sonra konuyu daha iyi anlayabilecektir. Öncelikle; firma teorisi sunulacak, daha sonra konuyla ilişkisi olduğu düşünülen temsil ilişkisi konusuna değinilecek burada temsilcilere vekaletin verilmesi, temsil ilişkisi çeşitleri, temsilcilerin izlenmesi ve işlem maliyet ekonomisi üzerinde durulacaktır.

1. Firma Teorisi

Geleneksel (neoklasik) ekonomi teorisi firmayı müşteri tarafından talep edilen ürünlere dönüştürülen kaynaklar olarak tanımlamıştır¹.

Firmanın elde ettiği gelir ve sarf ettiği masraf arasındaki fark şirketin karıdır.

Genel tanım itibarıyla firma, kaynaklarını mal ve hizmet üretim süreci içinde kullanır ve ürettiği mal veya hizmetin satış değerinden elde ettiği kaynakla, kullandığı kaynak arasındaki pozitif fark firmanın kazancını oluşturur. Mal veya hizmetin üretimi ile ilgili çevrimi gerçekleştiren bir firmanın amacı, ekonomik etkinliğe ulaşarak değer maksimizasyonunu sağlamaktır.

¹ Paul R. Milgrom ve John Roberts, **Economics, Organization and Management**, 1992, Englewood Cliffs, Prentice Hall

Berle ve Means² modern firmayı; sahiplik ve yönetim fonksiyonlarının birbirinden ayrıldığı organizasyon birimi olarak açıklamakta, söz konusu ayrılığın performans azalışına yol açtığından hareketle temsil maliyetlerinin kaynağına işaret etmektedirler. Modern firma yapısının temelinde, vekalet veren ve temsilcinin karşılıklı bağımlılığı yatmaktadır. Buna göre; yatırımcılar (vekalet veren) yapacakları yatırımlardan kar elde edebilmek için temsilcilerin uzmanlaşmış beşeri sermayelerine, temsilciler ise kendilerine ait yatırımlarda bulunacak sermayeye sahip olmadıkları için yatırımcıların fonlarına ihtiyaç duyarlar.

Neden bir firma bazı işlemleri kendi içinde sürdürürken bazılarını piyasa çapında yürütür? Bu sorunun cevabı Ronald Coase³ tarafından, firmaların işlemlerini kendi içlerinde mi yoksa piyasa sistemini kullanarak mı halletmelerinin daha az masraflı olacağı konusunda bir karşılaştırma yaptıklarını ileri sürdüğünde ortaya çıkmaya başlamıştır. Dış piyasada işlem yapmanın herhangi bir fazladan masrafı söz konusu değilse firmalar tüm işlemlerini dış platforma taşır.

Fakat; şu da bir gerçektir ki, piyasada iş yapmak da belli bir masraf doğurur. Piyasa koşullarıyla uğraşırken firma işlem maliyetlerine maruz kalır. İşlem maliyetlerini “araştırma ve bilgi maliyetleri, pazarlık ve karar maliyetleri, denetleme ve vekalet maliyetleri” olarak özetleyebiliriz. Firmalar diğer firmalarla ilişkiye girdiklerinde de çeşitli maliyetler üstlenirler. Kısa vadeli sözleşmeler maliyetli

² A.A. Berle ve Gardiner C. Means, **The Modern Corporation and Private Property**, 1932, 19. Baskı 1962, NY. : McMillan

³ R. Coase, “The Nature of the Firm”, **Economica**, 1937, Sayı : 4, s.386 – 405

olabileceği gibi uzun vadeli sözleşmeler de firmalara çeşitli maliyetler yükleyebilir (fiyatlardaki değişiklikler, piyasa koşulları, teknoloji vb.). Ancak; firma içinde yürütülen işlemlerin de bazı maliyetleri vardır. Firmada üretim yapmaları amacıyla insan çalıştırmak idare ve izleme maliyeti doğurur. Bunlar işçilerin ve temsilcilerin etkili bir performans göstermelerini sağlamak için gereklidir. İzleme faaliyetlerini azaltmak çalışanlara etkinliklerini arttıracak bazı teşvikler sunmakla mümkün olabilir. Primler, ek ücret, firma hissesi verilmesi izleme maliyetlerini düşüren teşviklerdendir. Diğer taraftan bu teşvikler bir fiyat etiketini de beraberinde getirir. Bu konu bizi temel temsil teorisinin inceleneceği bir sonraki bölüme taşımaktadır. Jensen ve Meckling⁴, ortak yönetim hakkında ulaştıkları sonuçları bu teoriyle ilişkilendirmektedirler.

Girişim, yönetim ve sahipliğin tek elde toplandığı klasik firma yapısından; sahiplik ve temsilciliğin birbirinden ayrıldığı (sahiplik ve kontrol ayrımı) modern firma yapısına geçişle birlikte firmaya yüklenen anlamdaki değişim, firma teorileri (Tablo 1.1.) incelenerek daha iyi anlaşılabilir. Firma teorileri; temsilci motivasyon ve davranışları, firmanın amaçları ile ilgili olan ve aralarında mantıki uyum bulunan bir dizi varsayım ve kavramdan oluşur.

⁴ Michael C. Jensen ve William Meckling, "Theory of the Firm : Managerial Behaviour, Agency Costs and Ownership Structure", **Journal of Financial Economics**, 1976, Sayı : 3, s. 305 - 360

Firma teorileri oluşturulurken ele alınan temel sorular şunlardır :

- Firmanın kurulmasındaki amaçlar nelerdir ?
- Firmanın büyüklüğünü ve sektörünü belirleyen unsurlar nelerdir ?
- Firmanın, firma sahiplerinin ve temsilcilerinin fonksiyonları nelerdir ?

Firma teorileri, stratejik yönetim ve finansal ekonomi yaklaşımlarına dayalı olarak geliştirilmiştir. Stratejik yönetim yaklaşımına dayalı firma teorilerinde izlenen yöntem çoğunlukla tümevarımcı ve normatifken, finansal ekonomi yaklaşımına dayalı firma teorilerinde genel yöntem tümdengelimci ve pozitiftir. Firmanın, ekonomik değer üretim sürecinde üzerinde uzmanlaştığı üretim faktörlerini göz önüne alması ve uzun vadeli bir perspektife sahip olması nedenleriyle, finansal ekonomi yaklaşımına dayalı firma teorilerinin daha kapsamlı; ancak, stratejik yönetim yaklaşımına dayalı firma teoriyle uyum içerisinde olduğu görülmektedir.

Tablo 1.1. Firma Teorileri

Teori	Yön	Ortaya Çıkış Süreci	Temel Araştırma Konusu	Firmaya Yüklendiği Anlam	Temsilci Davranışı	Firmanın Amacı
1. Neoklasik Mikro Ekonomi	Pozitif	Tümdengelim	Piyasa Davranışı Teorisi	Teorik Firma: "Üretim Fonksiyonu"	Maksimum Kar / Rasyonel	Maksimum Kar
2. Geleneksel Sanayi Organizasyonu Ekonomisi	Normatif	Tümevarım	Sanayi Yapısı, Yürütme ve Firma Davranışı	Ampirik Firma	Maksimum Kar / Rasyonel	Maksimum Kar
3. Yeni Sanayi Organizasyonu Ekonomisi	Pozitif	Tümdengelim	Sanayi Yapısı, Yürütme ve Firma Davranışı	Teorik Firma: "Stratejik Oyuncu"	Maksimum Ücret / Ortak Rasyonellik	Maksimum Ücret
4. Davranışsal Ekonomi	Pozitif	Tümevarım	Piyasa Davranışı Teorisi	Ampirik Firma	Çok Yönlü Amaçlar / Sınırlı Bilgilenme	Çok Yönlü Amaçlar
5. Yönetimsel Ekonomi	Pozitif	Tümevarım	Piyasa Davranışı Teorisi	Ampirik Firma	Bireysel Çıkar / Rasyonel	Maksimum Yönetmel Fayda
6. Temsil Teorisi	Pozitif/Normatif	Tümdengelim	Optimal Sözleşme ilişkisi	Teorik Firma: "Sözleşmesel Bağlılık"	Bireysel Çıkar / Farklı	Maksimum Hissedar
7. İşlem Maliyetleri Ekonomisi	Pozitif	Tümevarım	Piyasanın Ekonomik Faaliyetleri ve Hiyerarşi	Teorik Firma: "Yönetim Yapısı"	Bilgilenme Düzeyi / Fırsatçılık / Rasyonellik	Zenginliği / Maksimum Kar

Kaynak : Howard ve Seth⁵

⁵ Thomas Howard ve Anju Seth, "Theories of the Firm : Implications for Strategy Research", *Journal of Management Studies*, 1994, March, s.

1.1. Stratejik Yönetim Yaklaşımına Dayalı Firma Teorileri

Stratejik yönetim yaklaşımı çerçevesinde; firmayı değer maksimizasyonu amacıyla yöneten klasik girişimci veya sahip temsilci modellerini reddeden, firmayı kontrol etmekle birlikte sahibi olmayan ve klasik ekonomik adam modeline çok az benzeyen, daha çok temsilcilerin motivasyonu üzerinde duran davranışsal ve yönetsel firma teorileri geliştirilmiştir.

1.1.1. Davranışsal Firma Teorisi

Bu teoriye göre; firma, karar alma süreci gibi faaliyetlerin planlandığı iş programları ile tanımlanır. Teori, dengesizdeki firma davranışından çok, firma ile ilgili dinamik düzenleme süreçlerini açıklar ve buna ilişkin çıkarımlarda bulunur⁶. Fiyat, çıktı ve kaynak kullanımı kararları alınırken, karar verme süreci rasyonelliğe oldukça yakındır⁷. Temsilcilerin belirsizlik koşulları altında sınırlı rasyonelliğe sahip olduğu kabul edildiğinde, tatmin edici bir karlılık düzeyine ulaşmak değer maksimizasyonu güdüsünün yerini alacaktır⁸. Sınırlı güç sahibi olarak tanımlanan temsilci, kapsamlı

⁶ Richard A.Nelson ve Sidney G.Winter, **An Evolutionary Theory of Economic Change**, Cambridge, 1982, MA : Harvard University Press

⁷ R.M. Cyert ve J.G.March, **A Behavioral Theory of the Firm**, Englewood Cliffs, 1963, NJ. : Printice Hall

⁸ Oliver E. Williamson, **The Economic Institutions of Capitalism**, 1985, NY. : Free Press

bir model ve bilgilenme süreci ile sınırlandırıldığında, bireysel değer maksimizasyonuna ulaşmaya yönelik davranışlarda bulunması olanaksızdır⁹.

1.1.2. Yönetimsel (ve Kaynağa Dayalı) Firma Teorisi

Bu teorinin çıkış noktası, Berle ve Means¹⁰'in çalışmasıdır. “Yönetimsel Marjinalizm” olarak da isimlendirilen yaklaşımda, temsilci davranışını daha iyi açıklayabilmek için değer maksimizasyonu varsayımı reddedilir. Ancak; yine de firmanın kapalı bir kutu olarak tanımlanmasına bağlı kalınır. Bu durumda, temsilci faydasını öngören bir anlayış ortaya çıkar. Temsilci faydası, satış miktarı veya firma büyüklüğü gibi değişkenlerin bir fonksiyonu olarak tanımlanır¹¹. Bu noktada Williamson¹²; personel harcamaları, maaşlar ve isteğe bağlı yatırımlar için kullanılacak fonların birleşiminden oluşan objektif bir fonksiyon önermektedir.

1.2. Finansal Ekonomi Yaklaşımına Dayalı Firma Teorileri

Bu teoriler; firmanın kardan çok net bugünkü değer olarak tanımlanan, gelecekteki nakit akımlarının iskonto edilmiş bugünkü değerini maksimize etmeye çalıştığını kabul eder. Buna göre; firmanın kullandığı üretim faktörlerinde

⁹ Herbert A. Simon, **Models of Man**, 1957, NY. : Wiley

¹⁰ A.A. Berle ve Gardiner C. Means, 1932

¹¹ W.J.Baumal, **Business Behavior, Value and Growth**, 1959, NY. : McMillan

¹² Oliver E. Williamson, **The Economics of Discretionary Behavior : Managerial Objectives in a Theory of the Firm**, Englewood Cliffs, 1964, NJ. : Prentice Hall

uzmanlaşması ile birlikte pozitif net bugünkü değere sahip yatırım alternatiflerinin seçilme olasılığı, firmaya birtakım özel avantajlar sağlamaktadır¹³.

Finansal ekonomi yaklaşımına dayalı firma teorileri; hisse senedi sahibinin değer maksimizasyonunun odak noktası olduğundan hareket ederek, yönetimin inisiyatif kullanımını sınırlayan ve hisse senedi sahibinin refahını maksimize etmeye yönelik eylemleri teşvik eden sözleşmeye dayalı ilişkinin tanımlanmasına büyük önem vermiştir. Bu teoriler; neoklasik mikro ekonomi, geleneksel sanayi organizasyonu ekonomisi, yeni sanayi ekonomisi ve işlem maliyetleri ekonomisine ilişkin açıklamaları içerir. Burada; temsil teorisi ile ilişkilendirilen işlem maliyetleri ekonomisine değinilmeyecek, bu teoriye ilerleyen bölümlerde değinilecektir.

1.2.1. Neoklasik Mikro Ekonomi

Fiyat ve kaynakların farklı alanlarda kullanımını araştıran bir konuma sahip olup değer teorisinin genişletilmiş bir biçimidir¹⁴. Bu çerçevede, fiyat ve firmanın üzerinde uzmanlaşacağı ürün sayısını etkileyen nedenleri belirler. Firma; mal ve hizmet üretimi için kullanılacak emek ve sermaye yapısı ile söz konusu yapıyı destekleyici bir unsur olan teknolojiyi içeren bir üretim fonksiyonu olarak tanımlanır¹⁵.

¹³ R.A. Brealey ve Stewart C. Myers, **Principles of Corporate Finance**, 1988, Third Ed., NY. : McGraw - Hill

¹⁴ Edith T. Penrose, **The Theory of the Growth of the Firm**, 1959, NY. : Wiley

¹⁵ Thomas Howard ve Anju Seth, 1994

1.2.2. Geleneksel Sanayi Organizasyonu Ekonomisi

Bu teori, Paretoyu etkin dağıtım amacının bir bölümünü oluşturan firma karlılığından yola çıkar ve karlılığın bir göstergesi olarak ele alınan firma performansındaki sektörel farklılıkları açıklama eğilimiyle normatif bir çerçeveye oturur. Yaklaşımın temelini oluşturan performans; yoğunlaşma ve çeşitlendirme dereceleri, sektöre giriş engelleri, ölçek ekonomilerinin varlığı ve ürün farklılaşması gibi sektörel özelliklere bağlı olarak değişir.

Geleneksel sanayi organizasyonu ekonomisi, neoklasik mikro ekonomiden aşağıda belirtilen unsurlarla ayrılır :

- Neoklasik mikro ekonomide odak noktası fiyat, geleneksel sanayi organizasyonu ekonomisinde ise piyasa yapısıdır.
- Geleneksel sanayi organizasyonu ekonomisi, neoklasik mikro ekonominin pozitif bakış açısı yerine, kamusal politika uygulamalarının temel alındığı normatif bakış açısına sahiptir.
- Geleneksel sanayi organizasyonu ekonomisi, daha ampirik bir yapıyı içerir.

Bu ayrımlar olmasına rağmen her iki teorinin ortak yönleri de bulunmaktadır. Her iki teori de “Ekonomik Darwinizm” üzerinde önemle durmaktadır. Buradaki temel iddia; kendileri için optimal stratejiyi belirleyerek uygulayan firmaların, çevreden önemli ölçüde yararlanarak varlıklarını devam ettirebilecekleri, optimal

stratejiden sapan firmaların ise yok olma tehlikesiyle karşı karşıya kalacaklarıdır¹⁶. Ayrıca; her iki teoride de firma kapalı bir kutu olarak tanımlar ancak firma mantıklı güçlerin koalisyonu olarak görüldüğünden, içsel farklılıklar göz ardı edilir¹⁷.

1.2.3. Yeni Sanayi Organizasyonu Ekonomisi

Bu teori, piyasa stratejisi ve içsel organizasyonu içeren yapı ve davranışlar üzerine odaklanmıştır. Bu teoriye göre; firmalar, piyasa yapısını etkileme amacındadırlar. Piyasa stratejileri veya yönetim ile piyasa yapısı birbirini etkiler ve mevcut yönetim yapısı, firmalarca yapılan stratejik yatırımlarla gelecekteki piyasa yapısına uyarlanır¹⁸.

Bu teori, her bir oyuncunun bilinçli faaliyetleri ile diğer oyuncuları etkilediği varsayımı altında, oyun teorisindeki gelişmelerin bir sonucu olarak ortaya çıkmıştır¹⁹. Oyunlar, oligopol piyasalarda olduğu gibi firmaların bağımsızlık düzeylerinin

¹⁶ Eugene F. Fama ve Michael C. Jensen, "Agency Problems and Residual Claims", **Journal of Law & Economics**, 1983, Sayı : 26, s. 327 - 349

¹⁷ Thomas Howard ve Anju Seth, 1994

¹⁸ D. Encaoua, P. Geroski ve A.Jacquemin, "Strategic Competition and the Persistence of Dominant Firms : A Survey", **New Development in the Analysis of Market Structure**, 1986, s. 55

¹⁹ J.R. Green ve J.J. Laffont, "Partially Verifiable Information and Mechanism Design", **Review of Economic Studies**, 1986, Sayı : 53, s. 447 - 456

analizinde de güçlü bir ölçüttür. Burada; oyuncuların gelirlerini arttırmaya yönelik stratejik davranışları üzerinde durulur. Böylece, çıktılara ilişkin bilginin değişkenliği ile oyuncular arasındaki bilgilenme düzeyi ve yeterliliğini içeren modeller oluşturulabilir.

1.3. Şirket Yönetimi

Vekalet veren değer maksimizasyonuna ulaşabilmek için karar verme yetkisini, beşeri sermayeyi temsil eden profesyonel temsilcilere devretmek zorunda kalır. Bu durumda; firmanın yönetimi ile finansmanı yani sahiplik ve kontrolü arasında bir ayırım ortaya çıkmakta, sahiplikte kendi içinde, firma sahipliği ve sermaye sahipliği olarak farklılaşmaktadır²⁰.

Bu durumda artık firma yönetiminden değil de, çıkar sahiplerinin karşılıklı etkileşim içinde olduğu firma yönetiminden söz etmek gerekir. Firma yönetimi; temel olarak yatırımcıların firmadaki haklarını korumalarını sağlayacak birtakım yöntemlerin oluşturulması olarak tanımlanır²¹. Firma yönetim sistemleri, sahiplik ve kontrol ayırımının derecesine göre ülkeden ülkeye farklılık göstermektedir.

²⁰ Thomas Andersson ve Maria Maher, **Corporate Governance : Effects on Firm Performance and Economic Growth**, OECD Secretariat, 1999

²¹ Andrei Shleifer ve Robert W. Vishny, "Large Shareholders and Corporate Control", **Journal of Political Economy**, 1986, Sayı : 94, s. 461 - 488

Bunlar;

- Çoğunlukla Alman ve Japon firmalarınca temsil edilen ve sermaye kararları üzerinde söz sahibi olan hissedarlarla, zayıf konumdaki azınlık hissedarları arasında çatışmaların yaşandığı içe dönük yapı,
- ABD ve İngiltere’de sıklıkla görülen ve temel çıkar çatışmasının güçlü temsilcilerle zayıf hissedarlar arasında ortaya çıktığı, yaygın sahiplik dağılımının söz konusu olduğu dışa dönük yapı.

Firma yönetişimi, ekonomik büyüme ve gelişme üzerinde önemli bir etkiye sahiptir. Etkin bir firma yönetim sistemi oluşturabilmek için üzerinde durulması gereken temel nokta, firma başlangıç sözleşmesinde temsilci ve hisse senedi sahiplerinin amaç ve çıkarlarını mümkün olduğunca belirgin bir biçimde düzenlemektir²². Bu amaç doğrultusunda ister tek tek ister birlikte kullanılacak üç farklı hareket tarzı vardır. Bunlar;

- Temsilcileri, hisse senedi sahiplerinin faydaları yönünde hareket etmeye teşvik için, temsilci ve hisse senedi sahiplerinin çıkarlarını doğrudan düzenlemek,
- Hisse senedi sahiplerinin, yönetimi izleme yönünde yeterince istek ve güç sahibi olabilmeleri için ortaklık haklarını güçlendirmek,
- Sermaye, yönetsel işgücü ve firma kontrol piyasaları üzerinden dolaylı kontrole başvurmak.

²² Maria Maher ve Thomas Andersson, 1999

Firma çıkar grupları; firma içi çıkar grupları ve firma dışı çıkar grupları olmak üzere ikiye ayrılır²³.

- Firma İçi ıkar Grupları

- Personel,
- Temsilciler.

- Firma Dışı ıkar Grupları

- Hisse senedi sahipleri,
- Tahvil sahipleri ve diğer kredi verenler,
- Sendikalar,
- Satıcılar,
- Müşteriler,
- Devlet ve diğer kamu kuruluşları,
- Meslek odaları,
- Rakipler
- Tedarikçiler
- Halk.

²³ Kemal Tosun, **Yönetim ve İşletme Politikası**, İstanbul, 1990, s.16

Firma yönetişimi açısından, çıkar gruplarının firma kararlarındaki etkilerine göre başlıca iki firma modelinden söz edilebilir²⁴ :

- Hissedarlık Modeli : Dar bir kapsama sahip olan model, tepe yönetiminin hissedarlara karşı olan sorumluluklarının sözleşmeler yardımıyla belirlenmesini içerir.
- Çıkar Grupları Modeli : Model, firmayı ilgilendiren bütün ilişkileri sözleşmeye konu olsun olmasın kapsar.

Temsil teorisinin ve temsil maliyetlerinin konusunu temsilci, hisse senedi sahipleri ve borç verenlerin öncelikleri ve bu önceliklerden kaynaklanan temsil problemleri oluşturmaktadır. Bu nedenle diğer çıkar grupları çalışmanın kapsamı dışında tutulmuştur.

2. Temsil İlişkisi

Bir kişi ya da grup adına harekette bulunan kişiye temsilci (vekil), temsilcinin temsil ettiği kişi ya da gruba vekalet veren veya asil (principal) denilmektedir. Vekalet veren ile temsilci arasındaki ilişki ise temsil ilişkisi olarak adlandırılmaktadır. Temsil ilişkisi; halka açık anonim ortaklıklarda ortaklar (hissedarlar) ile temsilciler arasında çok sıkı bir şekilde görülür. Şahıs ortaklıkları ve dışı kapalı aile işletmelerinde temsil ilişkisinden söz edilemez. Çünkü; işletmenin sahibi ve temsilcisi aynı kişidir.

²⁴ Maria Maher ve Thomas Andersson, 1999

Vekalet veren belirli sonuçlara ulaşabilmek için temsilcinin yardımına gereksinim duyar. Temsil ilişkisinde temsilciye, vekalet veren adına eylemde bulunma vekaleti ve sorumluluğu verilir.

2.1. Temsilcilere Vekaletin Verilmesi

İşletme sahipleri zorunlu sebepler olmadıkça temsilcilere yetkilerini devretmeyeceklerdir. Bununla birlikte; oldukça büyük ve karmaşık durumlarla karşı karşıya kalabilirler. Karmaşık durumlar basit yatırımlardan farklıdır. Dolayısıyla, tek bir kişi bütün aktiviteleri zamanında ve etkili bir şekilde yerine getiremez. Doğaldır ki bu yetersizlik görevlerin yerine getirilemeyeceği düşüncesini içermemektedir. Daha çok; kişinin anlamlı bir yetki devri olmadan rasyonel ve zamanında davranmasının mümkün olmadığını ifade etmektedir ve bu görevlendirme daima temsil maliyetini oluşturur.

İşletme kararları iki büyük kategoriye ayrılmaktadır. Bunlar:

1. Karar Yönetimi (bir karar olasılığı nasıl başlar ve nasıl uygulanır?)
2. Karar Kontrolü (bir karar nasıl onaylanır ve uygulaması nasıl incelenir?)

Nispeten küçük organizasyonlarda bu karar yönetme ve karar kontrolü süreçlerinin farklı gruplar (organlar) tarafından yapılmasına gerek yoktur. Bununla birlikte daha kompleks organizasyonlarda, karar yönetimi vekaletinin bir gruba, karar kontrolünün de bir başka gruba devredilmesi ile daha yüksek nitelikli kararlar çıkması sağlanacaktır.

2.2. Temsil İlişkisi Çeşitleri

Genel itibari ile temsilciler ve hissedarlar arasındaki anlaşmazlıklar yatırım kararları ve parasal konularda çıkmaktadır. Bu sebepten dolayı temsilciler ve hissedarlar arasındaki ilişkiler dört bölümde sınıflandırılabilir. Bunlar; finansman, yatırım politikaları, sermaye piyasası işlemleri ve temettü kararları açısından olarak ayrılabilir. Burada ilk üçüne değinilecek, temettü kararlarına daha sonraki bölümlerde değinilecektir.

2.2.1. Finansman Politikası Açısından Temsil İlişkisi

Bilindiği üzere işletmeler yeni yatırımlarının finansmanlarını ya önceki faaliyetleri sonucu elde ettikleri kaynaklardan, ya borçlanarak ya da hisse senedi ihraç etmek suretiyle piyasadan para toplamak suretiyle sağlarlar. Fakat; her zaman bu sayılan üç yöntemden her biri kolay ulaşılır olmamaktadır. Çünkü; hissedarlar önceki faaliyetlerden elde ettikleri karların kendilerine dağıtılmasını isterler. Yatırım finansmanının ise borçlanılarak yapılması taraftarıdır. Çünkü; önceki faaliyetler kar getirmiştir ve bundan sonra yapacakları yatırımlarında kar edeceğini düşünürler. Temsilciler ise borçla yatırım yapmak yerine önceki faaliyetler sonucu elde edilen kaynaklarla yatırım yapmayı tercih ederler. Bunun yetersiz kalması durumunda ise hisse senedi ihracı yoluna gidilmesini öngörürler. Bu tür karar noktalarında hissedarlar ve temsilciler arasında çatışma çıkabilmektedir.

2.2.2. Yatırım Politikası Açısından Temsil İlişkisi

Yeni yatırımlar bir takım belirsizlikler içerdiğinden dolayı bunlar yönetim tarafından pek rağbet görmezler. Çünkü; yeni yatırım risk demektir ve başarılı olup olunmayacağı belli değildir. Ayrıca; yatırımın başarısı yönetimin geleceği ile de yakından ilişkilidir. Hissedarların çoğu riski seven insanlardır ve bu durumda temsilciler riskli olsa bile hissedarların servetini arttıracığı beklenen yatırımları tercih etmelidirler.

2.2.3. Sermaye Piyasası İşlemleri Açısından Temsil İlişkisi

Temsil ilişkisinin bulunduğu şirketler çoğunlukla hisse senetleri geniş halk kitlelerine dağıtılmış büyük halka açık anonim ortaklıklardır. Bu o şirketin hisse senetlerinin sermaye piyasalarında işlem gördüğü anlamına gelmektedir. Normal şartlarda şirket temsilcilerinin kendi şirketlerine ait hisse senetlerini piyasada alıp satmasında herhangi bir sakınca yoktur. Ancak; şirketin stratejik kararlarında yer alan temsilciler şirketin mali yapısı, yatırım planları gibi birçok konuda bilgi sahibidirler. Bu bilgilere ulaşan temsilciler olumlu veya olumsuz haberlerin piyasada duyulmasından önce hisse senedi işlemi yaparak anormal kazançlar sağlayabilirler. Bu ise yasal olmayan bir harekettir ve temsilcilerin şahsi yatırım kararlarını verirken bu gibi bilgileri kendileri için bir avantaj doğuracak şekilde kullanmamaları gerekir.

2.3. Temsilcilerin İzlenmesi

Vekalet verenler, kendi kazançlarını daha yüksek bir seviyeye çıkartabilmek için temsilcilerin izlenmesi gerektiğini düşünürler. Temsilcileri izleyebilmenin bir yolu, temsilcinin kararları ve davranışları hakkında mümkün olduğunca çok ve eksiksiz bilgi toplamaktır.

Bu davranışsal bilgilerden; vekalet verenler, temsilcilerin önemli amaç ve objektifleri hakkında bir yargıya varabilirler. Vekalet verenler; özellikle, kendi amaç ve hedefleriyle temsilcinin amaç ve hedeflerinin ne kadar benzer olduğunu anlamaya çalışırlar.

Temsilcinin davranışlarını izleme nadir de olsa temsilcinin kararları ve hareketleri hakkında bilgi elde edilmesini sağlar. Temsilci nispeten daha kompleks ve belirlenmemiş görevlere sahipse bilgi elde etmek daha da zor olacaktır. Bir örnek vermek gerekirse; bilim adamlarından oluşan bir araştırma grubunun yeni bir ürün için yaptığı çalışmalar belki izlenebilir ama bilim adamlarının herhangi bir problem üzerine kafalarında geliştirdikleri düşünceleri, amaç ve hedeflerini birebir izleyebilmek çok zordur.

Kurumsal yatırımcılar, temsilciler tarafından alınan stratejik kararları izler; yönetim kurulu ise temsilciler tarafından uygulanan politika değişikliklerini izler. Bununla birlikte, temsilcinin davranışlarını izlemek için harcanan bu çabalar maliyeti azaltmada çok da etkili olamamaktadır.

2.4. İşlem Maliyet Ekonomisi

İşlem maliyet ekonomisi teorisyenleri, organizasyonları bir işlemler serisi olarak görürler. İşlemler, ürün ve/veya hizmetlerin değişik bölümler ve organizasyonlar arasında değişiminin yapılmasıdır. İşletmelerin tedarikçilerle, çalışanlarla veya müşterilerle gerçekleştirdiği bazı işlemler vardır. Bu işlemlerin bazıları organizasyonların içerisinde gerçekleşirken, bazıları organizasyonun sınırları dışarısında gerçekleştirilir. İşlemlerde oluşan bazı belirsizlikler dolayısıyla işlemler esnasında çeşitli işlem maliyetlerine katlanılmaktadır. Bu yaklaşımın ana fikri şudur : Organizasyonlar ürettikleri mal ve hizmetlerin değişim işlemlerini (transactions), maliyeti en ekonomik olacak şekilde organize etmek isterler.

Bazı işlem maliyetleri; aracı ücretleri, hizmet giderleri ve kiralar gibi açıkça belirlenebilen giderlerdir. İşlem ortaklarının performansını görüntülemek gibi diğer bazı işlem maliyetlerini belirlemek ise kolay değildir. İşlem maliyetleri bir şirket için etkin olmayan bir çalışmanın göstergesi olarak kabul edilebilir. Bir işletmenin işlem maliyeti ne kadar yüksek olursa, işletme o kadar verimsiz çalışıyor demektir ve bu da işletme sahiplerinin gelirlerine daha az katkı anlamına gelmektedir. Bu nedenle; işletme sahipleri işlem maliyetlerini minimuma indirmek için çalışırlar.

Bu yaklaşım; genel çerçevede, işletme sınırları içerisinde üretilen mal ve hizmetlerin sistemin sınırları dışındaki kişilerle değiştirilmesi işlemi ele alır. Klasik iktisat teorisinde, işletme içerisindeki üretim faktörlerini bir araya getirip üretim yapma önem kazanmışken; işlem maliyet ekonomisi yaklaşımında üretilen mal ve hizmetlerin değişimi ve bu değişim işlemi yöneten organizasyonlar dikkate alınır. Organizasyonlardan ürettikleri mal ve hizmetlerin bireyler ile değişim işlemleri

sırasında maliyeti en düşük olacak şekilde yürütmeleri beklenir. Doğal olarak; bu en düşük maliyetli değişim kararları karar verenlerin kendi çıkarlarına göre hareket etmeye yönelik davranışlarından etkilenir. İşlem maliyetlerine komisyoncu ücretleri, servis hizmeti ücretleri örnek olarak verilebilir. İşlem maliyetleri şirket için bir verimsizlik göstergesi olup hissedarların daha az kar elde etmeleri manasını taşımaktadır. Bundan dolayıdır ki hissedarlar en düşük işlem maliyetlerini ararlar.



İKİNCİ BÖLÜM

TEMSİL TEORİSİ

1. Asil – Temsilci İlişkisi

Temsil teorisinden söz etmeden önceden bu teorinin normatif ve daha soyut bir yönelimi olarak ifade edilebilecek olan asil – temsilci ilişkisine değinmekte fayda var. Asil – temsilci ilişkisi literatüründe, vekalet veren ve temsilcinin çıkarlarını bağdaştıran optimal sözleşme ilişkisini araştırmak amacıyla matematiksel araçlar ve tümdengelimci metodoloji kullanılır²⁵.

Asil – temsilci ilişkisi literatürü; vekalet veren – temsilci ilişkilerinin genel teorisiyle uyumlu olarak, işveren – işgören, avukat – müvekkil, alıcı – satıcı ve diğer temsil ilişkilerine yayılmıştır. Temsilcinin risk üstlenmekten kaçındığı, vekalet veren ile temsilci arasında çıkar çatışmasının olduğu ve bunlara ilişkin sonuçların kolaylıkla ölçümlenebileceği kabul edilir. Önceliklerin etkisine ve farklı bilgilenme düzeyine daha çok yer veren söz konusu yaklaşım, davranışa yönelik sözleşmelerle temsil problemlerinin çözümlenebileceği iddiasındadır. Asil - temsilci ilişkisi literatürü; sonuçların belirsizliği, riskten kaçınma, bilgi farklılıklarının değişik seviyelerinde hangi tür sözleşmenin daha etkin olacağı üzerinde durur.

²⁵ M.C. Jensen, “Agency Cost of Free Cash Flow, Corporate Finance and the Market for Takeovers”, *The American Economic Review*, 1986, May, s. 323 - 329

2. Temsil Teorisi

Temsil teorisi, finansal yönetimde temel ilkelere biri olan, bireysel çıkarı düşünme davranışı ilkesine dayandırılmakta olup söz konusu ilkenin yeni bir uygulaması olarak kabul edilmektedir. Bireysel çıkarı düşünme davranışı ilkesine göre, bireyler kendi mali çıkarlarını düşünerek davranırlar. Bireyler kendileri için en avantajlı davranışta bulunurken, vermiş oldukları karar diğer alternatifleri uygulama olasılığını ortadan kaldırır. Fırsat maliyeti olarak adlandırılan bu durum, seçilenin değeri ile en iyi alternatifinin değeri arasındaki farktır. Bu nedenle fırsat maliyeti, alınan kararın göreceli öneminin bir göstergesi olmaktadır.

Temsil teorisi, sözleşmeye dayalı ilişkilerdeki sözleşme ortamını oluşturan faktörlerin etkilerine yer verir. Söz konusu faktörler; belirsizlik, farklı bilgilendirme düzeyi, vekalet veren ile temsilcinin risk ve çaba konusundaki tercihleri, sermaye yoğunluğu, firma varlıklarındaki yoğunlaşma derecesi, sermaye piyasaları, firma içi ve dışı işgücü piyasalarının nitelikleri, tazmin ve garanti sağlayıcı araçlar ile izleme maliyetleridir.

Temsil teorisi; vekalet veren ve temsilcinin amaçları arasındaki farklılıklar ve temsilcinin kendi çıkarları doğrultusunda hareket etmesini sınırlayan kontrol mekanizmaları üzerinde yoğunlaşmaktadır. Teorik bakış açısından, pozitivist akım daha çok temsil problemlerini çözümleyecek yönetsel yapının tanımlanması ile

ilgilenmekte olup, Jensen ve Smith²⁶ bu ilgiyi “sözleşmesel düzenlemelerin neden ortaya çıktığı” sorusuyla açıklamıştır. Buna göre;

- Sonucu esas alan sözleşmeler temsilci fırsatçılığının önüne geçer,
- Vekalet veren, temsilci davranışlarını doğrulayan bilgilenmeye sahip olduğunda, temsilci daha yüksek derecede vekalet verenin çıkarları doğrultusunda hareket eder.

Temsil teorisi ile ilgili olarak yapılan çalışmalar; temsil kavramının ana unsurlarının, yerine getirilmesi istenilen faaliyetlerin gösterildiği talimatların yanında, tercih hakkı olarak açıklanan inisiyatifin de devredilmesi olduğu konusunda birleşmektedirler.

Temsil teorisi çeşitli yollardan geçmiş ve farklı teorilerin içinde gelişerek teori boyutuna ulaşmıştır. Bu teoriler kısaca şunlardır : Markowitz’in portföy seçimini incelediği Etkin Sınır Teorisi, Modigliani ve Miller’in özkaynak, borç ve vergiler hakkındaki açıklamalarına dayandırdıkları Sermaye Yapısı Teorisi, Tobin’in Ayrım Teorisi, Alesander’in Rassal Yürüyüş Teorisi, Sharpe’in Sermaye Varlıkları Fiyatlandırma Modeli ve Fama’nın Etkin Piyasa Teorisi.

Temsil teorisi ile ilgili olarak; yönetim bilimleri, iktisat ve finans alanlarında ağırlıklı olmak üzere oldukça geniş bir alanda çalışılmıştır. Temsil teorisi ile ilgili

²⁶ M.C. Jensen ve Clifford Smith, “Stockholders, Managers and Creditor Interests : Applications of Agency Theory”, **Recent Advances in Corporate Finance**, Homewood , 1985, IL : Irwin, s. 95 - 131

olarak yapılan ilk çalışmalar Eisenhardt²⁷ tarafından şöyle sıralanmıştır : İktisatta Spence ve Zeckhauser²⁸, Finansta Fama ve Jensen²⁹, Muhasebede Demski ve Feltham, Pazarlamada Basu, Sosyolojide Eccles ve White, Yönetim Bilimlerinde Eisenhardt, Siyaset Biliminde Mitnick ve Davranış Bilimlerinde Kosnik.

Söz konusu bütün çalışmalarda, temsil ilişkisinden doğan iki ana problem üzerinde durulmuştur. Bunlardan birincisi; vekalet veren ve temsilcinin amaçlarındaki veya beklentilerindeki çatışmalardan ortaya çıkar ve vekalet verenin, temsilcinin gerçekte ne yaptığını incelemesi zor ve pahalıdır. İkinci problem ise, vekalet veren ve temsilcinin riske karşı takındıkları farklı tavırlardan kaynaklanan risk paylaşımıdır.

2.1. Temsil Teorisinde Ortaya Çıkan Problemler

Kendileri de maliyet içeren temsil problemleri; temsilciler, hisse senedi sahipleri, borç verenlerden oluşan ve birbirleriyle ilişkilerinde temsilci ve vekalet veren konumunda olan firma çıkar gruplarının “önce ben” ilkesiyle kendi faydalarını

²⁷ K. Eisenhardt, “Agency and Institutional Theory Explanations : The Case of Retail Sale Compensation”, **Academy of Management Journal**, 1988, Sayı : 31/3, s. 488 - 511

²⁸ Michael Spence ve Richard Zeckhauser, “Insurance, Information and Individual Action”, **The American Economic Review**, 1971, Sayı : 61, s. 119 - 132

²⁹ F. Eugene Fama ve M.C. Jensen, 1983

maksimize etmek için girdikleri mücadelelerden kaynaklanmaktadır³⁰. Bu tanımdan da anlaşılacağı üzere temsil problemlerinden söz edilebilmesi için öncelikle vekalet veren – temsilci ilişkisinin varlığı, bir diğer ifade ile sahiplik ve kontrol ayrımının söz konusu olması gerekmektedir.

Günümüz firmalarında ve özellikle de sermayesi halka açık anonim ortaklıklarda, temsilcilik, firma sahipliği ve sermaye sahipliğinin giderek birbirinden ayrılması, firmanın amaçlarına ulaşmak için göstereceği faaliyetlerin yürütülebilmesini sağlayacak biçimde yetki devrini gerekli kılmaktadır³¹.

Eisenhardt³²'a göre; karar verme yetkisinin (otoritesinin) devredilmesi bazı problemler doğurur:

- Yetkiyi devreden ile temsilcinin ilgi alanları farklı olabilir,
- Yetkiyi devreden, temsilcinin hareketlerini kontrol edemez,
- Yetkiyi devreden temsilciden gelen bilgileri mükemmel bir şekilde ve maliyetsiz elde edemez.

³⁰ M.C. Jensen ve William Meckling, 1976

³¹ M.C. Jensen ve William Meckling, a.g.m.

³² K. Eisenhardt, "Agency Theory : An Assessment and Review", **Academy of Management Review**, 1989, Sayı : 14/1, s. 57 - 74

Yetkisini devreden kazancını korumak için, temsilcinin kötü davranma olasılığını azaltmak için girişimde bulunmalıdır. Bu girişimlerde maliyet esastır ve bu maliyete “temsil maliyeti” denir.

Vekalet verenler temsil maliyetlerini minimize etmek için yoğun bir çaba harcayacaklardır. Bununla birlikte temsilciler de bu maliyetleri en aza indirmek için uğraşırlar. Ne zaman temsil maliyetlerinde gözle görünür bir şekilde tasarruf gerçekleşirse, buradan kaynaklanan kazançlar da temsilci ile vekalet verenler arasında o kadar çok paylaşılır. Böylece, vekalet veren ile temsilcinin, en az maliyetle ürün üretme konusunda gösterdikleri yoğun ilgi ve izleme ortak bir kazançta dönüşmektedir.

Başka çalışmalarda ise temsil problemlerini oluşturan iki temel kaynaktan söz edilmektedir. Bunlar;

- Ahlaki Tehlike
- Zıt Seçimler

Ahlaki tehlike, temsilcinin davranış ve faaliyetlerinin yönetimden gizli olduğu veya gözlenemeyecek maliyetlere ulaşılan durumları kapsar. Bunun sonucunda; vekalet veren için temsilcinin hareketlerini izlemek imkansız ya da aşırı maliyetli hale gelmektedir. Örneğin; hisse sahipleri, temsilcilerin davranışlarını tümüyle izlemenin, fazla bir maliyet yaratacağını düşünebilir.

Zıt seçimlerde; temsilci, vekalet veren için gözlenmesi zor veya elde edilmesi maliyetli bilgilere sahip olabilir. Bu nedenle vekalet veren, temsilcinin kararlarının kendi çıkarları doğrultusunda verilir verilmediğine emin olamaz. Mesela; düşük

kademe bir temsilci yönetim kurulunun tekliflerine boyun eğebilir; buna rağmen, bazı temel bilgiler yönetim kurulu tarafından değil temsilci tarafından bilinir ve bundan dolayı yapılan teklifler ekonomik değer oluşturmak için iyi olmayabilir. Bu örnekte açıkça görüldüğü gibi yönetim kurulu bilgisel bir dezavantaja sahiptir.

2.1.1. Temsilcilerden Kaynaklanan Temsil Problemleri

Temsilciler, vekalet verenlerin faydalarını maksimize etmek için yine vekalet verenlerce bir ücret karşılığında görevlendirilmiş kişilerdir. Ancak temsil teorisinde, firmadaki hakları maaş ve imtiyazlarla sınırlanan temsilcilerin, vekalet verenlerin zararına olacak biçimde yeterli performans göstermeyecekleri, riskten kaçınacakları düşünülür³³. Yine; yetki alanları genişleyen temsilciler firma performansını olumsuz yönde etkileyerek temsil maliyetlerine yol açabilirler³⁴.

Temsilcilerin, hisse senedi sahipleri ve borç verenlerin öngörmedikleri biçimde hareket ederek yol açtıkları problemler şunlardır :

³³ Michael Jensen ve Clifford Smith, 1985

³⁴ Larry Lang, Annette Poulsen ve Rene Stulz, 1995

2.1.1.1. Aldatma – Kaytarma

Temsilciler, kendileri ile aynı bilgilendirme seviyesinde olmayan vekalet verenleri bilgilendirmek amacıyla hazırladıkları finansal raporlarda, firmanın durumunu olduğundan daha iyi veya kötü göstermek için hesaplar üzerinde oynayabilir ve bazı bilgileri piyasadan saklayabilirler³⁵.

2.1.1.2. Karlı Yatırım Fırsatlarından Yararlanılmaması

Temsilciler kullanımlarındaki imtiyazların devam etmesini sağlayabilmek için serbest nakit akışlarının tutarıyla ilgilenirler³⁶.

$SNA = \text{Faa. Karı} - \text{Borç faizi} - \text{Gelir ver.} - \text{Hisse sen. ödenen temettüler}$

Bunun sebebi kullanımlarındaki imtiyazların finanse edilmesinin serbest nakit akışlarının çokluğuna bağlı olmasıdır. Bir firmada serbest nakit akışları ne kadar çoksa, hisse senedi sahiplerinin aleyhine kendi faydalarını maksimize etmeye çalışan temsilciler nedeniyle temsil maliyetlerinin yüksek olma olasılığı da o kadar çoktur³⁷.

³⁵ Giovanni Maggi ve Andres Rodriguez-Clare, “Costly Distortion of Information in Agency Problems”, **The Rand Journal of Economics**, 1995, Sayı : 26/4, s.675 - 689

³⁶ Sung Bae, Daniel Klein ve Raj Padmaraj, “Event Risk Bond Covenants, Agency Cost of Debt and Equity and Stockholders Wealth”, **Financial Management**, 1994, Sayı : 23/4, s.28 - 41

³⁷ M.C. Jensen ve Clifford Smith, 1985

2.1.1.3. Varlık İkamisine Gidilmesi

Temsilcilerin optimal olmayan yatırımlara yönelmesini ifade eden varlık ikamesinin nedenini, iş güvenceleriyle ilgili kuşkuları oluşturur.

Daha az riskli varlıkların tercih edilmesi bir diğer ifade ile en iyi yatırım seçeneğinin terk edilmesi, temsil problemleriyle özdeşleştirilen ve firma varlıklarının ve firmanın değerinin düşmesini kapsayan varlık ikamesi probleminin temelini oluşturur³⁸.

2.1.1.4. Finansman Kaynaklarının Seçiminde Yanlış Tercihlerde Bulunulması

Yeni projelerin finansmanında temsilcilerin önünde; oto finansman, yeni hisse senedi ihraç edilmesi ve borçlanma olmak üzere başlıca üç alternatif vardır. Agrawal ve Nagarajan³⁹, tamamen özkaynaklarıyla finanse edilen firmaların daha az risk üstlenmeleri nedeniyle, temsil problemlerinin çözümünde avantajlı olduklarını belirtmektedirler.

³⁸ E. Leland Crabbe ve Jean Helwege, "Alternative Tests of Agency Theories of Collable Corporate Bonds", **Financial Management**, 1994, Sayı : 23/4, 3-20

³⁹ Anup Agrawal ve Nandu J. Nagarajan, "Corporate capital Structure, Agency Costs and Ownership Control : The Case of All – Equity Firms", **The Journal of Finance**, 1990, Sayı : 45/4, s. 1325 – 1331.

2.1.1.5. Firma El Değiştirmelerinde Vekalet Verenlerin Zararına Hareket Edilmesi

Temsil problemleri açısından bir yatırım kararı alan firmanın temsilcilerinin el değiştirmelerde takındıkları tutum büyük önem taşımaktadır.

İyi bir ürün ile yaygın müşteri itibarı ve ağına sahip olmakla beraber, piyasa fiyatının altında değerlenmiş veya kötü yönetildiği için, kazançları ve hisse senedi başına değeri azalıp, gerçek değerleriyle piyasa değerleri arasındaki farkın arttığı⁴⁰, serbest nakit akışlarının temsilci imtiyazları için kullanıldığı firmalar kolaylıkla ele geçirilebilir⁴¹.

2.1.2. Hisse Senedi Sahiplerinden Kaynaklanan Temsil Problemleri

Fama ve Jensen⁴²'e göre; hak sahipliği kolaylıkla el değiştirebilen ve haklarının süresi firmanın ömrüyle sınırlı olan hisse senedine sahip ortakların neden olduğu temsil problemlerinin kaynağı; sahiplik ve yönetim, bir diğer ifade ile risk üstlenimi ve karar fonksiyonlarının birbirlerinden ayrılmış olmasıdır.

⁴⁰ R. Glenn Hubbard ve Darius Palia, "Benefits of Control, Managerial Ownership and the Stock Returns of Acquiring Firms", **RAND**, 1995, s.782 - 792

⁴¹ Stven V. Mann ve Neil W. Sicherman, "The Agency Costs of Free Cash Flow : Acquisition Activity and Equity Issues", **Journal of Business**, 1991, Sayı : 64/21, s. 213 - 227

⁴² Eugene F. Fama ve Michael C. Jensen, 1983

Hisse senedi sahiplerinin, gerek temsilciler ve gerekse de borç verenlerin zararına olacak biçimde yol açtıkları problemler, şu başlıklar altında toplanabilir :

2.1.2.1. Firmanın Zararına Olacak Biçimde Temettü Ödenmesi

Tahvil sahipleri yatırımda buldukları tahvilleri, firmanın mevcut temettü politikasını sürdüreceği düşüncesiyle fiyatlandırdıklarından, yatırım kısıtlamaları ve yeni borç ihracıyla karşılanan kar payı ödemelerindeki artış, tahvil değerini düşürür. Bu arada; hisse senedi sahiplerinin hisse senedi biçimindeki kar payı ödemelerini tercih etmelerinin, firmaya ayrı bir işlem maliyeti yükleyeceği de unutulmamalıdır⁴³.

2.1.2.2. Hakların Sulandırılması

Temsilciler, yetkileri veya maaş ve imtiyazlar olarak açıklanan hakları sınırlandırıldığında, kendilerinden beklenen performansı göstermeyebilirler. Buraya eklenebilecek diğer bir konu ise; sınırlı sorumluluk ilkesiyle hareket eden hisse senedi sahiplerinin borç verenlerden sağlanan kaynaklarla, yüksek risk – yüksek getiriye sahip projelerin kabul edilmesi yönünde temsilcileri teşvik ederek, borç verenlerden kendilerine refah akışına yol açmaktadır.

2.1.2.3. Karlı Yatırım Fırsatlarından Yararlanılmaması

Hisse senedi sahipleri karlı yatırım fırsatlarını temsil eden pozitif net bugünkü değeri yüksek projeleri reddedebilir ve/veya bu projelerin finansmanı için gereken

⁴³ A. Robert Haugen, "Finance From a New Perspective", **Financial Management**,

1996, Sayı : 25/1, s.86 - 97

yeni sermaye ihracına onay vermeyebilirler. Bunun nedenini ise; projenin getireceği nakit akışlarının, borç geri ödemesi olarak tahvil sahiplerine veya kar payı ödemesi olarak sermaye ihracı çerçevesinde firmaya ortak olan yeni hisse senedi sahiplerine transfer edilmesinin, kendi getirilerini azaltacağını düşünmeleri oluşturur⁴⁴.

2.1.2.4. Varlık İkametine Gidilmesi

Riskten kaçınan veya yüksek getirili projelerden kaynaklanacak getirilerin tahvil sahiplerine ve temsilcilere yarayacağını düşünen hisse senedi sahiplerinin, firma varlıklarını yüksek risk – yüksek getirili yatırımlardan düşük risk – düşük getirili yatırımlara kaydırmasıdır⁴⁵.

2.1.3. Borç Verenlerden Kaynaklanan Temsil Problemleri

Firma hak sahiplerinden borç verenlerin kendi çıkarlarını gözetmeleri sonucu ortaya çıkan sorunlar şu şekilde sıralanabilir :

2.1.3.1. Hakların Sulandırılması

Borç verenlerin firma ile yaptıkları borç sözleşmelerine; temsilcilerin maaş ve imtiyazlarının azaltılması, kar payı ödenmemesi veya sınırlandırılması ve pozitif getiriye sahip bazı yatırımlara gidilmemesi yönünde hükümler koydurarak bunların

⁴⁴ Rahul Kochhar, “Explaining Firm Capital Structure : The Role of Agency Theory vs. Transactions Costs Economics”, **Strategic Management Journal**, 1996, Sayı : 17, s. 713 – 728

⁴⁵ M.C. Jensen ve Clifford Smith, 1985

yerine getirilip getirilmediğini izlemeleri, temsilci ve hisse senedi sahiplerinin getirilerinin negatif yönde etkilenmesine yol açar.

2.1.3.2. Karlı Yatırım Fırsatlarından Yararlanılmaması

Borç anlaşmalarına koydukları, belirli projelerin kabulü veya yeni borçlanmalara gidilmemesi gibi koşullarla firmaya kaynak aktarımında bulunan borç verenlerin bu davranışları, net bugünkü değeri pozitif olan projelere yatırım yapılamamasıyla sonuçlanabilir.

2.1.3.3. Firmanın Tasfiye Edilmesi

Firmanın borçlarını ödeyemez duruma gelmesi sonucu, firma ile borçların ertelenmesi veya borç yapısının değiştirilmesine ilişkin olarak anlaşmaya varamayan borç verenler, firmanın varlıklarının satılarak alacaklarını tahsil etmek isteyebilirler. Tasfiye durumunda en yüksek maliyete hisse senedi sahipleri katlanmaktadır.

2.2. Temsil Teorisi – İşlem Maliyet Ekonomisi İlişkisi

İşlem maliyetleri ekonomisi, Williamson^{46,47} tarafından geliştirilmiş olup sermaye yapısını ve değişik sermaye yapılarının firmayı nasıl etkilediğini araştıran bir teori olarak değer maksimizasyonundan çok işlem maliyetlerinin

⁴⁶ Oliver E. Williamson, **Markets and Hierarchies : Analysis and Antitrust Implications**, 1975, NY. : Free Press

⁴⁷ Oliver E. Williamson, “Transaction Cost Economics : The Governance of Contractual Relations”, **Journal of Law and Economics**, Sayı : 22, s. 233 - 261

minimizasyonuna önem vermektedir. Bu yaklaşımda; firma açık bir sistem olarak kabul edilmekte, üretilen mal ve hizmetlerin sistemin dışındaki kişi veya kuruluşlarla değiştirilmesine ilişkin konulara ağırlık verilmektedir.

Teorinin ana fikri, firmaların ürettikleri mal ve hizmetlerin değişim işlemlerini, maliyeti en ekonomik olacak biçimde organize etmek istemeleridir. En ekonomik olma durumu, bir taraftan karar vericilerin sınırlı rasyonelliğe sahip olmaları, diğer taraftan ise değişimle ilgili bireylerin kendi çıkarları doğrultusunda davranmalarından etkilenir. Firmanın, organizasyonel yapılanmasını içeren söz konusu teori doğrultusunda yapılan araştırmalarla, dikey bütünleşme, joint ventures ve franchising gibi örgütlenmelerle işlem maliyetleri arasındaki ilişkiler araştırılmıştır.

İki teorinin farklılıkları olmasına rağmen ilişkiler ve bu ilişkilerin sonucunda hissedarların beklentisi açısından teoriler benzerlik göstermektedir. Temsil teorisinde hissedarlar yönetim ve yönetimin icraatları sonucu ortaya çıkan maliyetleri minimize etmek ister. İşlem maliyeti teorisinde ise üretilen mal ve hizmetlerin değişimi esnasında ortaya çıkan maliyetlerin minimize edilmesi esasına dayanır. Bu ilişkileri gerçekleştirenler ise temsilciler olduğundan dolayı temsil teorisi işlem maliyet teorisi ile direkt bir ilişki içinde olmaktadır. İşletme organizasyonlarının üretim faktörlerini bir araya getirerek işverene (organizasyon sahiplerine) kar sağlamak için kurulduğu genel kabul gören bir ifadedir. Hissedarlar bu kar elde etme işlemini en iyi şekilde nasıl başaracakları hakkında karar vermek zorundadır. Bu karar ise şirketin nasıl organize edilmesi gerektiği kararının merkezini oluşturur. Her iki teoride insanları, sınırlı rasyonel ve kendi ile ilgili konularda fırsatçı olarak ele alır.

Temsil teorisinin giriş kısmında da bahsedildiği gibi teorinin temelinde temsilciler ve hissedarlar arasındaki ilişki yatmaktadır. Bunun için temsil teorisi hissedarlar ve çalışanlar arasındaki ilişkinin yapılanmasında odaklanır.

Aşağıdaki tablolar (Tablo 2.1 ve 2.2) temsil teorisinin ve işlem maliyet ekonomisi teorisinin üzerinde durduğu temel kavramları kısaca açıklaması ve karşılaştırma yapmaya imkan vermesi açısından önemlidir.

Tablo 2.1: Temsil Teorisinin Temel Noktaları

Organizasyonlar	Temsilciler ve hissedarlar arasındaki sözleşmeli ilişkiler serisi
Hissedarlar	Şirketin sahipleri (hisse ve pay sahipleri)
Temsilciler	Şirketin devamı ve çalışması için işveren tarafından ücretle çalıştırılan kişiler
Temsil maliyetleri	Temsilcilerin davranışlarını gözetme ve kontratla ilgili maliyetler
Hedef	Temsilci – hissedar ilişkilerini düzgün bir şekilde düzenleme ve düşük temsil maliyeti

İki perspektife göre işletme sahipleri, ekonomik verimliliği maksimize edecek organizasyonel düzenlemeler yapmalıdırlar. İşletme sahipleri bu düzenlemeleri en düşük temsil ve işlem maliyetleri ile başarmaya çalışmalıdırlar.

Temsil teorisi ve işlem maliyet ekonomisi genellikle organizasyonların ekonomik görüşü olarak adlandırılmaktadır. İki teoride de; amaç - odaklı davranışı sağlamak, şirket içindeki davranışları kontrol etmek ve şirket dışındaki partnerlerle olan işlemleri kontrol etmek için öne sürülen yönetim mekanizması tartışılmaktadır. Bu suretle, temsil teorisi ve işlem maliyetleri teorisi bir arada gruplandırılmaktadır.

İşlem maliyet ekonomisi teorisinin işlerin veriminin nasıl maksimize edileceği sorusuna odaklandığı belirtilmiştir. Bu yaklaşımın temel kavramlarının açıklaması aşağıdaki tabloda daha kolayca görülmektedir.

Tablo 2.2: İşlem Maliyet Ekonomisinin Temel Noktaları

Organizasyonlar	Bir kısmı organizasyonun içinde bir kısmı da dışında olan işlemler serisi
Hissedarlar	Şirketin sahipleri (hisse ve pay sahipleri)
İşlemler	Mal veya hizmetleri organizasyon içindeki ve/veya dışındaki gruplar arasında değiş-tokuşu
İşlem maliyetleri	İşlemleri gerçekleştirirken ortaya çıkan maliyetler
Hedef	İşlemleri en düşük maliyete göre düzenleme

İki yaklaşıma göre de hissedarlar şirketin ekonomik verimini maksimize edecek organizasyon yapısını oluşturmak zorundadır. Bu yapılanma ise en düşük temsil maliyeti veya işlem maliyetleri ile olur.

3. Temsil Maliyetleri

Temsil maliyetlerinin sınıflandırılması ile ilgili olarak literatürde ortak bir görüşün oluşturulduğunu söylemek oldukça güçtür; ancak, Jensen ve Meckling⁴⁸, söz konusu maliyet unsurlarını mevcut sınıflandırmalarının içinde belirtmişlerdir. Bu çalışmada da kolaylık sağlaması için Jensen ve Meckling⁴⁹'in yaklaşımı doğrultusunda hareket edilmiştir.

Modern iş dünyasında organizasyon yapısı oldukça karmaşıktır. Temsilci, hissedarlar, tahvil sahipleri ve diğer çalışanlar gibi pek çok çıkar grubu söz konusudur. Her ne kadar şirket nakit akışlarının dağıtımı, bu çıkar grupları arasında yapılan anlaşmalarla belirleniyorsa da, çıkar gruplarından birine yönelik nakit akışı, diğer çıkar gruplarının davranışlarından etkilenecektir. Temsil problemleri olarak adlandırılan bu tür problemleri azaltmak için katlanılan izleme maliyetleri (monitoring costs), garanti sağlayıcı-tazmin edici anlaşma maliyetleri (bonding costs) ve önlenemeyen kayıplar (residual loss) temsil maliyetleri başlığı altında toplanmıştır⁵⁰. İzleme maliyetleri vekalet verenlerce, tazmin edici – garanti sağlayıcı anlaşma maliyetleri temsilcilerce, önlenemeyen kayıplar ise hem vekalet veren hem de temsilcilerce üstlenilmektedir.

⁴⁸ M.C. Jensen ve William Meckling, 1976

⁴⁹ M.C. Jensen ve William Meckling, a.g.m.

⁵⁰ M.C. Jensen ve William Meckling, a.g.m.

Temsil maliyetleri dolaylı ve dolaysız temsil maliyetleri olarak sınıflandırılabilir : Dolaylı temsil maliyeti bir fırsatın kaybedilmesi ile ilgilidir. Örneğin; şirket yeni ve riskli bir yatırım projesi üzerinde düşünmekte olsun. Bu yatırımın şirketin hisse senetlerinin piyasa değeri üzerinde olumlu bir katkı sağlayacağı beklenilsin. Böyle bir durumda hisse senetlerinin piyasa değerini arttıracığı için hissedarlar (vekalet verenler) bu yatırımın gerçekleşmesini isterler; çünkü, bu yolla kazançlarını arttıracaklardır. Riskten kaçan temsilciler ise eğer işler beklentileri doğrultusunda gitmezse mevcut işlerini kaybedecekleri için bu yatırımı gerçekleştirmek istemezler. Sonuçta yatırım kararının verilmemesi ile ortakların önemli bir fırsatı kaybetmiş olmaları, dolaylı temsil maliyeti olarak kabul edilir.

Doğrudan temsil maliyeti iki şekilde ortaya çıkmaktadır; en genel seviyede vekalet verenler ve temsilciler, temsil problemlerini izleme-denetleme ve değerlendirme yoluyla çözmeye çalışırlar.

İzleme-denetleme; temsilcinin davranışlarını ve/veya performansını gözlemek anlamındadır. Örneğin; hissedarlar (vekalet verenler), temsilcilerden yaptıkları faaliyetlerin sonuçlarını periyodik olarak kendilerine rapor etmelerini isteyebilirler. Bunu yerine getirirken temsilcinin kaybettiği zaman ve muhasebecilere ödenen ücretler bir denetim-gözetim maliyeti niteliğindedir.

Değerlendirme ise temsilcinin, vekalet verenin kazançlarına saygısızlık ettiği ya da bozduğu durumlarda cezalandırılması veya vekalet verenin amaçlarına ulaşıldığı ölçüde ödüllendirilmesi anlamını ifade eder. Bu faaliyetler vekalet veren ile temsilci arasında yapılan bir anlaşma ile olur. Yapılan bu anlaşmalar temsil teorisinin merkezini oluşturmaktadır.

3.1. İzleme Maliyetleri

Temsil maliyetlerine sebep olduğu kabul edilen izleme faaliyetleriyle ilgili ilk çalışma, Alchian ve Demsetz⁵¹ tarafından yapılmıştır. Başlangıç noktaları, ekip çalışmasına dayalı üretim sürecinde her bir çalışanın marjinal faydasının, üretimin çıktısıyla belirlenemeyeceği ve farklı bilgilenme düzeyinin, marjinal faydanın ölçümünde olumsuz etkide bulunacağıdır. Alchian ve Demsetz⁵², astların yönlendirilmesi ile gözlem ve ödüllendirmeyi içeren, etkin bir izlemenin gereğine işaret etmişlerdir. Jensen ve Meckling⁵³'in izlemeyi gerekli görmelerinin nedenini ise, hisse senedi sahiplerinin kendilerini temsilcilerin aşırı ölçüde imtiyaz kullanımını da içeren ahlaki tehlikeye karşı nasıl koruyacakları sorusu oluşturur. Önerileri, temsilcilerin izlenmesidir. Böylece, ahlaki öğeler içeren ahlaki tehlike problemi çözümlenebilir⁵⁴.

Temsilcilerin izlenmesindeki en temel uygulama, temsilcilerce performanslarını gösteren raporların hazırlanmasıdır. Hem hisse senedi sahiplerinin denetçiler görevlendirmeleri, hem de temsilcilerin bu tip raporları hazırlamak için

⁵¹ A.A. Alchian ve H. Demsetz, "Production, Information Costs and Economic Organization", *The American Economic Review*, 1972, Sayı : 62, s. 777 - 795

⁵² A.A. Alchian ve H. Demsetz, a.g.m., 1972

⁵³ M.C. Jensen ve William Meckling, 1976

⁵⁴ P. Bolster, D. Chance ve D. Rich, "Executive Equity Swaps and Corporate Insider Holdings", *Financial Management*, 1996, Sayı : 25/2, s.14 - 24

harcadıkları zaman izleme maliyetini oluşturur⁵⁵. Böyle bir izleme faaliyeti sonucu ortaya çıkan izleme maliyetleri, borç verenler için de söz konusudur. Özellikle banka ve sigorta kuruluşları, firmanın faaliyetlerini izlemekle görevli elemanlar istihdam edeceklerdir ki, bu da bir izleme maliyetidir.

Firma bünyesinde hisse senedi sahiplerince seçilen yönetim kurulu, temsilcilerin izlenmesi görevini yerine getirir. Yönetim kurulu üyelerine izleme maliyeti oluşturacak biçimde maaş ödenir.

Piyasadaki rekabetin firmayı disipline ettiğinden hareketle ele alınabilecek diğer bir izleme yöntemi ise firmanın menkul kıymet piyasalarına açılmasıdır. Menkul kıymet piyasalarında yer alan firmalar bütün yatırımcılarca izleneceğinden, firmanın piyasa değeri, özellikle temsilciler açısından iyi bir göstergesidir. Bu yüzden, genel olarak firma çıkar gruplarının tümü hareketlerinde dikkatli olmak durumundadırlar⁵⁶.

Menkul kıymet piyasalarına girilmesi; işlem maliyetleri ile hesapların denetim firmalarınca incelenmesinden ortaya çıkan izleme maliyetlerine neden olmaktadır. Ancak; kurumsal yatırımcılar ve yatırım danışmanlığı yapan firmaların piyasa için bilgi üretecek biçimde sosyal bir sorumluluk üstlenmeleri söz konusu

⁵⁵ F. Lafontaine ve M.E. Slade, "Retail Contracting and Costly Monitoring : Theory and Evidence", **European Economic Review**, 1996, Sayı : 40/ 3-5, s. 923 - 932

⁵⁶ Frank Easterbrook, "Two Agency – Cost Explanations of Dividends", **The American Economic Review**, 1984, Sayı : 74/4, s. 650 - 659

maliyetleri azaltmakta, bu yüzden de izleme açısından sermaye piyasasına girilmesi en etkili yöntem haline gelmektedir⁵⁷.

İzleme maliyetlerini; borç verenler temsilci ve hisse senedi sahiplerine, hisse senedi sahipleri de temsilcilere yüklemektedir.

3.2. Tazmin Edici – Garanti Sağlayıcı Anlaşma Maliyetleri

Temsilciler tarafından vekalet verenlere, vekalet verenlerin zararına hareket edilmeyeceği, edildiğinde ortaya çıkacak zararın tazminine yönelik sözleşmelerle somutlaştırılan güvenceler verilmesinden kaynaklanan maliyetlerdir.

Lewis ve Sappington⁵⁸ ile Holmstrom ve Milgrom⁵⁹ temsil problemlerinin çözümünde teşvik edici sözleşmelerin yararına değinirken; Dewatripont ve Maksin⁶⁰

⁵⁷ George E. Morgan, Gregory M. Noronha ve Dilip K. Shome, “The Monitoring Rationale for Dividends and the Interaction of Capital Structure and Dividend Decisions”, **Journal of Banking and Finance**, 1996, Sayı : 20, s. 439 - 454

⁵⁸ Tracy R. Lewis ve David E.M. Sappington, “Countervailing Incentives in Agency Problems”, **Journal of Economic Theory**, 1989, Sayı : 49, s. 294 - 313

⁵⁹ Bengt Holmstrom ve Paul Milgrom, “Multitask Principal – Agent Analysis : Incentive Contracts, Asset Ownership and Job Design”, **The Journal of Law Economics & Organization**, 1991, Sayı : 7, s. 24 - 52

⁶⁰ M. Dewatripont ve E. Maksin, **Contractual Contingencies and Renegotiation**, 1995, RAND, s. 704 - 719

temsil maliyetlerinin azaltılmasında yeniden yapılandırılan, Lafontaine ve Slade⁶¹ ise çerçevesi genişletilen sözleşmelerin yararından bahsetmektedir. Tazmin edici – garanti sağlayıcı anlaşmaların yapılması, haklarını azaltan izleme maliyetlerini yüklenmelerini önleyeceğinden, temsilciler açısından yararlıdır. Diğer bir deyişle, tazmin edici – garanti sağlayıcı sorumlulukları üstlenen temsilcilerin varlığında, vekalet verenler daha az izleme gereği duyacaklardır.

İçerdikleri kısıtlamalara göre tazmin edici – garanti sağlayıcı anlaşmalar başlıca dört başlık altında toplanabilir . Bu anlaşmalar;

- * Üretim – yatırım anlaşmaları : Belirli projelerin kabul edileceği yönünde tahvil sahiplerine güvenceler verilir.
- * Temettü anlaşmaları : Belirli oranda kar payı ödeneceği veya hiç ödenmeyeceğine ilişkin yükümlülükler üstlenilir.
- * Finansman anlaşmaları : Ek borç alınmayacağı veya yeni hisse senedi çıkarılmayacağı taahhüt edilir.
- * Tazmin anlaşmaları : Diğer anlaşmalara bağlı olarak uygulanır ve kısıtlamalara uyulmadığında tazminat ödenmesi kabullenilir.

⁶¹ F. Lafontaine ve M.E. Slade, 1996

3.3. Önlenemeyen Kayıplar

İzleme ve tazmin edici – garanti sağlayıcı anlaşma maliyetlerine katlanılsa da, önlenemeyen birtakım maliyetler ortaya çıkacaktır⁶². Bir diğer ifade ile, temsil problemleri ortadan kaldırılamamaktadır. Bu durumda; firma hem temsil problemlerini ortadan kaldırmak için gerekli faaliyetlerde bulunmanın getirdiği maliyetleri yüklenmekte hem de bu maliyetlere katlanmak pahasına ortadan kaldıramadığı bir takım ek maliyetlerle karşılaşmaktadır. Söz konusu maliyetler; firma çıkar gruplarının önceliklerinin sıraya konulamamasının ve optimal dahi olsa seçilen projelerin uygun biçimde yürütülememesinin, firmaya yüklediği alternatif maliyetler olarak tanımlanır⁶³.

4. Temsil Maliyetleri ve Temettü Kararları İlişkisi

İşletmelerde yönetimin kontrolü altında bulunan serbest nakit akışı, karlı yatırımların finansmanı için kullanılmak üzere bir kenara ayrılan para miktarını ifade etmektedir. Karlı yatırım ise hissedarların elde etmeyi bekledikleri getiriden daha fazla getiri sağlayabilecek yatırımlardır. Fakat; belli bir süre sonra hissedarlara yüksek getiri sağlayacak yatırımlar kalmayacak ve geriye karlı olmayan yatırımlar kalacaktır. İşte tüm bu karlı yatırımlar sonucunda elde kalan para miktarı serbest nakit miktarını ifade etmektedir. Bu durumda ortaya elde kalan bu paranın karlı

⁶² M.C. Jensen ve William Meckling, 1976

⁶³ Pamela P. Peterson, *Financial Management and Analysis*, 1994, International Edition, NY. : McGraw - Hill

olmayan yatırımlara mı aktarılacağı yoksa hissedarlara temettü olarak mı dağıtılacağı sorunu çıkmaktadır. Burada; yönetimin kendi çıkarlarını mı öncelediği yoksa hissedarların mı çıkarını koruduğu araştırılmaktadır. Şayet; yönetim hissedarların çıkarını korumak için kararlar alıyorsa bu parayı temettü olarak dağıtmalıdır. Çünkü; tüm karlı yatırımlar yapılmıştır ve geriye sadece karlı olmayan yatırımlar kalmıştır. Fakat; genelde temsilciler bu şekilde davranmak istemezler, bunun sebebi ise temettü dağıtımını yönetimin elindeki nakit akışı miktarını azaltmaktadır.

Temettü politikaları ile ilgili literatür, genellikle temsilcilerin yatırımcılar için mükemmel temsilciler olduğunu kabul ederek temsilcilerin neden temettü ödediğini araştırmıştır. Şirketler ile ilgili literatür ise, temsilcilerin mükemmel temsilciler olmadığını ileri sürerek temsilcilerin çıkarları ile diğer çıkar gruplarının çıkarları arasında nasıl eşgüdüm sağlanabileceğini sorgulamıştır⁶⁴. Bu iki literatürde yer alan açıklamalar pek az noktada benzeşirken; şu ana kadar sermaye, vekalet ve vergileme maliyetlerinin tamamını azaltabilecek bir temettü modeli de geliştirilememiştir.

Gerçekte temsil maliyetleri şirkete özeldir. Farklı sahiplik ve sermaye yapısındaki şirketler farklı temsil maliyetlerine sahip olacak ve optimal temettü ödemesi tutarı ya da daha geniş bakış açısından temettü politikası, her bir şirket için farklı biçimde oluşturulacaktır. Temettü kararları ile ilişkilendirilen temsil maliyetleri; temsilciler, hissedarlar ve tahvil sahiplerinin, temettü ödemeleri ile ilgili olarak, kendi çıkarlarını ençoklamak amacıyla neden oldukları çatışmalardan kaynaklanır.

⁶⁴ Frank Easterbrook, 1984

4.1. Temettü Kararları ile İlgili Olarak Hissedarlarla İlişkilendirilen Temsil Maliyetleri

Özellikle şirket yönetiminde söz sahibi olan hissedarlar ve temsilciler kendilerine yönelik maddi ve maddi olmayan getiriler arttıkça temettü ödenmesine sıcak bakmamaya başlarlar. Hiç temettü ödenmediğinde, bu tür temsil maliyetleri büyük bir sorun haline alabilir. Bu durumun bir sonucu olarak, şirket yönetimine sadece genel kurul yolu ile etkide bulunabilen hissedarlara ait fonlar, yönetimce tüketilen imtiyazlara ve daha az riskli ama bir o kadar da daha düşük getirili (ikinci optimallikte) yatırımlara kayabilir. Düşük getirili yatırımlarda bulunulmasının sonucu ortaya çıkan temsil maliyeti, özellikle serbest nakit akışlarının çokluğunda artar⁶⁵. Yönetimde yer almayan hissedarların bu tip temsil maliyetlerine; hisse senetleri için daha düşük fiyatlara razı olarak, oy hakkının devredilmesi (proxy) işlemlerinde daha fazla hak talep etme yoluna giderek ve saldırgan devralım tekliflerine (bu tip birleşmeler çoğunlukla temsilcilerin işlerini kaybetmesiyle sonuçlanır) sıcak bakarak uyum sağlamaları mümkündür⁶⁶.

Bu probleme, dış kaynaklı sermaye edinim maliyetinin, iç kaynaklı sermaye edinim maliyetinden daha yüksek olacağı düşünülerek bir açıklama getirilebilir . Temettü ödemeleri temsil maliyetini düşürürken dış kaynaklı sermaye edinim

⁶⁵ Rahul Kochhar, 1996

⁶⁶ R. L. Lippert ve W. T. Moore, "Monitoring Versus Bonding: Shareholder Rights and Management Compensation", **Financial Management**, 1995, Autumn, s.54 - 62

maliyeti de düşer. Temettü ödemeleri, yönetimin kontrolü altındaki serbest nakit akışı tutarını azaltır .

Bir yatırım fırsatının karlı olarak nitelendirilebilmesi için, yatırımlardan, hissedarlara ait kaynakların alternatif maliyetinden daha yüksek getiri elde edilmesi gerekir⁶⁷. Buna göre; yönetimde yer almayan hissedarlarca, serbest nakit akışlarının temettü olarak ödenmesi tercih edilecektir.

Şirket, temettüyü nakit veya hisse senedi olarak ödeme yolunu seçebilir. Nakit temettü ödemeleri hissedarlar için vergi konusu oluştururken, hisse senedi olarak ödeme şirkete işlem maliyeti yükler. Şirket yönetimi; hisse senedi fiyatları değerinin üstünde ise (overvalued) nakit, değerinin altındaysa (undervalued) hisse senedi olarak temettü ödemeyi tercih edecektir⁶⁸.

Sonuçta, temettü ödemeleri yönetimi temsil maliyetlerini azaltmaya itmiş olur. Böylece; sadece imtiyazların ağırlığı düşmekle kalmaz, dış kaynaklı sermaye edinimi için menkul kıymet piyasaları daha ciddi bir alternatif haline gelir. Bir diğer ifadeyle, düşük getirili yatırımda bulunma olasılığı azalır⁶⁹.

⁶⁷ Pamela P. Peterson, 1994

⁶⁸ A. Robert Haugen, 1996

⁶⁹ Rahul Kochhar, 1996

Bu durumda şirket borç/öz sermaye oranı ve temettü ödemeleri, serbest nakit akışının ve yatırım fırsatlarının değerlendirilmesinde alternatif bir ölçüt olarak ortaya çıkar⁷⁰.

4.2. Temettü Kararları ile İlgili Olarak Temsilcilerle İlişkilendirilen Temsil Maliyetleri

Yukarıdaki açıklamaların ışığında, değişik organizasyon ve sermaye yapısına sahip şirketlerin, kendilerine ait dengede farklı temettü politikalarına sahip olabilecekleri yargısına varılabilir. Örneğin; yüksek öz sermaye yapısına sahip aile şirketlerinde, çıkar gruplarından ve özellikle de temsilcileri ifade eden beşeri sermayeden kaynaklanan risk ve temsil maliyetleri düşüktür⁷¹.

Şirket sermaye yapısında borcun miktarı arttıkça marjinal temsil maliyeti de artar. Bir diğer ifadeyle, her bir şirketin oluşturduğu dengede, yönetimde söz sahibi olmayan hissedarlarla temsilciler arasındaki çıkar çatışmalarından kaynaklanan temsil maliyetleri azalırken, tahvil sahipleri ile hissedarlar arasındaki temsil maliyetleri artar⁷².

⁷⁰ S. Szewczyk, George Tsetsekos, Zaher Zantout, "The Valuation of Corporate R&D Expenditures: Evidence from Investment Opportunities and Free Cash Flow", **Financial Management**, 1996, Sayı : 25/1, s.105 - 110

⁷¹ A. Agrawal ve Nandu Nagarajan, 1990

⁷² A. Mello ve John Parsons, "Measuring the Agency Cost of Debt", **The Journal of Finance**, 1992, Sayı : 47/5, s.1887 - 1904

Temsilcilerin bireysel zenginliklerinin önemli bir bölümünün kaynağı olarak şirketi görmeleri durumunda, risk dağıtımında diğer çıkar grupları için iyi birer temsilci olmayacaklardır. Buna göre; eğer şirket zorluğa düşer veya daha da kötüsü iflas ederse, temsilciler işlerini ve şirket hisse senetlerinin değerine bağlı olarak kendilerine tanınmış olan bir takım haklarını kaybedebilirler. Bu yüzden temsilciler toplam riskten endişe duyar ve bu endişeye bağlı olarak kendi risk çekinceleri de artar⁷³. Bu durumda; temsilciler, şirkete yeniden temsil maliyeti yükleyecek biçimde düşük getirili; ancak, daha az riskli projeleri seçebilir veya borç/öz sermaye oranını değiştirebilirler⁷⁴. Borç/öz sermaye oranının düşük olması şirketin iflas riskini azaltır. Şirket karının temettü olarak ödenmeyip yatırım projelerinin finansmanında kullanılması, hissedarlardan tahvil sahiplerine kaynak akışını ifade eder. Çünkü; düşük getirili yatırımlarda bulunulması, şirket beklenen değerini düşüreceğinden tahvil sahipleri risk primini arttıracaklardır⁷⁵. Hissedarlar ise söz konusu durumun önüne geçmek ve temettü ödemelerini mümkün olduğu ölçüde arttırmak amacıyla, temsilcileri daha fazla ölçüde risk almaya zorlayarak tahvil sahiplerine yönelen kaynak akışını kesmeye çalışırlar. Temsilcileri, bu doğrultuda hareket etmeye teşvik etmek ise oldukça zordur⁷⁶.

⁷³ Frank Easterbrook, 1984

⁷⁴ P. Bolster, D. Chance ve D. Rich, 1996

⁷⁵ L. E. Crabbe ve Jean Helwege, 1994

⁷⁶ W. W. Christie, "Are Dividend Omissions Truly the Cruellest Cut of All?", **Journal of Financial and Quantitative Analysis**, 1994, Sayı : 29/3, s.459 - 480

Bu nedenlerle; hissedarlar ve tahvil sahipleri temsilcileri izler, garanti verici-tazmin edici anlaşmalar yapar ve tüm bu çabaya rağmen ortaya çıkan önlenemeyen kayıpları azaltmaya çalışırlar. Hissedarlara temettü ödenmesi sonucu dış kaynaklı sermaye edinmeye çalışacak olan temsilciler, tahvil sahipleri tarafından sermaye edinim maliyetleri (flotation costs) çerçevesinde dikkatle izlenirler⁷⁷.

Kollektif hareket ettiklerinden, gerçekte izleme maliyetlerinin küçük bir bölümünü üstlenen hissedarlar, tahvil sahiplerinin de güveninin olduğu, temsilcileri onların yararına izleyen kişiler denetçi ve/veya hesap uzmanları görev başında olursa, temsilcileri izlemek konusunda daha az çaba ve maliyete katlanacaklardır⁷⁸.

4.3. Temettü Kararları ile İlgili Olarak Tahvil Sahipleri İle İlişkilendirilen Temsil Maliyetleri

Hissedarlar, tahvil sahiplerine göre sınırlı sorumluluk, temettü ödemeleri ve sermaye kazancı gibi önemli sayılabilecek bazı avantajlara sahiptirler. Sınırlı sorumluluk yapısı, hissedarların asimetrik getiri elde etmelerini olanaklı kılar. Buna göre; hissedarlar, tahvil sahiplerinden sağlanan kaynakların kullanılarak şirketin daha fazla risk üstlenmesini önemsemezler. Sonuçta; şirket nakit akışlarının dağıtımındaki öncelik sırası değişir⁷⁹. Bu durum devam ettiğinde, tahvil sahiplerinin alacaklarını tahsil etme kaygılarının sonucunda şirket er geç tasfiyeye (liquidation) uğrar. Ancak;

⁷⁷ P. P. Peterson, 1994

⁷⁸ F. Easterbrook, 1984

⁷⁹ J. Ang, 1987

bu durumda da tahvil sahiplerinin alacaklarını tümüyle tahsil etmeleri mümkün olmayabilir. Bu nedenle, düşük tutarlı temettü ödemelerinde bulunulması veya hiç ödenmemesi tahvil sahipleri açısından daha yararlıdır. Buna göre; şirket nakit akışlarının dağıtımındaki önceliklerinin korunması için, tahvil sahipleri, temettü ödemelerini tahvil anlaşmasında belli birtakım şartlara bağlamak isteyebilirler⁸⁰.

Tahvil sahipleri, şirketin temettü ödeyebilirliğine kısıtlama getirir veya hissedarlara ek maliyetler yüklerler⁸¹. Hissedarlardan, tahvil sahiplerine kaynak transfer edilmesine yol açan bu temettü kısıtlama (omissions) veya yasaklamaları, şirket öz sermaye değerini düşürecek ve hissedarlar adına negatif düzenlemeleri gündeme getirecektir⁸². Ek maliyetler ise, temettü ödeyen şirketin karşı karşıya gelme olasılığı kuvvetle muhtemel olan, daha yüksek borç maliyetleridir.

Ödenen temettü ne kadar yüksek tutarlı olursa; katlanılacak maliyet o kadar büyük, hissedarların getirisi de bir o kadar düşük olacaktır. Bu konu ile ilgili olarak yapılan ampirik çalışmalar; kısıtlama veya koruma içeren (protected) tahvillerin,

⁸⁰ K. John ve Avner Kalay, "Costly Contracting and Optimal Payout Constraints", **Journal of Finance**, 1982, Sayı : 37, s.457 - 468

⁸¹ S. C. Myers, "Determinants of Corporate Borrowing", **Journal of Financial Economics**, 1977, March, s.147 - 175

⁸² W. W. Christie, 1994

gerçekte hissedarların refahlarını arttıracak biçimde borcun temsil maliyetlerini azalttığını göstermektedir⁸³.

Temettülerin temel fonksiyonu şirketleri menkul kıymet piyasalarında tutmak olduğundan (ki bu aynı zamanda bir izleme olanağı da sağlar), özellikle kısa dönem karlılığıyla temettü ödemeleri arasında güçlü bir ilişki beklenmemelidir. Temsil maliyetlerinin varlığında, temettü ödemelerindeki artış şirket karındaki artıştan düşük kalır ve gelecek dönemlere ilişkin şirket karıyla ilişkilendirilemez. Aradaki fark önemli tutarlarda da olabilir. Çünkü; şirket karındaki artış, tahvil sahiplerince beklenen bir durumdur ve ancak göreceli olarak büyük değişimler, uygulanan temettü politikasında farklılaşmaya gidilmesini gerekli kılabilir⁸⁴. Bu arada, problemin çözümünde, temettü veya finansal kararları kullanmak yerine fiili (ex post) önlemlerin alınmasının, beraberinde daha büyük maliyetler getirdiğini belirtmekte fayda vardır⁸⁵.

⁸³ S. Bae, Daniel Klein ve Raj Padmaraj, 1994

⁸⁴ F. Easterbrook, 1984

⁸⁵ Black Fisher, "The Dividend Puzzle", *Journal of Portfolio Management*, 1976,

Sayı : 2, s.5 - 8

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

TEMSİL MALİYETLERİNİN ÖLÇÜMÜ

Bir bütün olarak temsil maliyetlerini ölçümlemek oldukça güçtür ve gerçekte temsil maliyetlerini ölçümleyebilecek nitelikte bir model bulunmamaktadır. Bu ise; temsil maliyetlerini oluşturan problemleri tam olarak tanımlayacak parametrelerin olmamasından ya da olsa bile kullanıldıkları modelin aşırı derecede sadeleştirilip problemi yansıtamamasından kaynaklanmaktadır.

1. Temsil Maliyetlerinin Ölçümünde Kullanılanlar

Mülkiyet ve yönetim yapılarının bir ucunda, % 100'üne temsilcilerin sahip olduğu şirketler yer almaktadır. Diğer bir ifade ile şirketin sahibi aynı zamanda temsilcidir. Bu şirketlerin, kendi tanımlamalarına göre, temsil maliyetleri bulunmamaktadır. Diğer uçta ise temsilcilerinin herhangi bir hisseye sahip olmadıkları ücretli çalışanlardan oluşan şirketler yer almaktadırlar. Bu ikisinin arasındaysa temsilcilerin şirket hisselerinin bir kısmına sahip oldukları şirketler yer almaktadır. Temsil problemleri sözleşmelerin maliyetsiz olarak yazılıp yürürlüğe konulmamasından kaynaklanmaktadır⁸⁶. Temsil maliyetleri yapılandırma, izleme ve şirketler arasındaki çıkar çatışmalarıyla ilgili sözleşme düzenlemelerini içermektedir. Buna sözleşmelerin tam uygulama masraflarının elde edilecek karı

⁸⁶Eugene F. Fama ve Michael C. Jensen, 1983

aşmasından doğan artık kayıplar da eklenmelidir⁸⁷. Temsilcilerin ve şirket sahiplerinin çıkarları aynı doğrultuda olmayınca temsil maliyetleri yükselmektedir ve temsilcinin maaş dışında fazladan para alması, işten kaytarması, kendi çıkarına çalışması ve hissedarların gelirini azaltıcı kararlar alması haline dönüşebilir. Bu maliyetlerin büyüklüğü şirket sahiplerinin ve bankalar gibi üçüncü tarafların şirket dışı temsilcilerin çalışmalarını ne kadar iyi izlediğine bağlıdır.

1.1. Tobin Q Oranı

Tobin Q Oranı, bir çok finansal ilişkide önemli rol oynar. Bir şirketin piyasa değerinin şirket varlıklarını yenileme maliyetine oranı olarak tanımlanabilen Tobin Q Oranı değeri, şirket performansı ve ortak yönetim hakkında yapılan temsilci hissedarlığı ve şirket değeri arasındaki ilişki gibi pek çok çalışmada kullanılmıştır⁸⁸. Yönetimdeki kişilerin kararlarının hissedar menfaatinden çok kendi menfaatlerine yönelik olabileceğinden önceki çalışmanın odak noktası kazanç bildirimlerine bağlı temsil problemleridir. Lewellen, Loderer ve Rosenfeld⁸⁹ 'in bulgularına göre; eksi kazançlar temsilcileri küçük hisse sahibi olan işletmelerde daha yaygındır. Bu da şunu göstermektedir ki; yönetim büyüme ve çeşitlenme olanakları üzerine

⁸⁷ Temsil maliyetinin bu tanımı ilk olarak Jensen ve Meckling tarafından yapılmıştır.

⁸⁸ J. McConnell ve H. Servaes, 1990

⁸⁹ Wilbur Lewellen, Claudio Loderer ve Ahron Rosenfeld, "Mergers, Executive Risk Reduction and Stockholder Wealth", **Journal of Financial and Quantitative Analysis**, 1989 ,Sayı : 4, s.459 - 472

yoğunlaştığında temsil maliyetleri ortaya çıkmaktadır. Öyleyse, yönetim portföy teorisinde olduğu üzere nötr riskten ziyade risk karşıtı kararlardan yanadır.

Jensen⁹⁰,a göre; temsilciler serbest nakdi hissedarlara dağıtmak yerine yeniden yatırıma yönlendirmektedirler. Lang, Poulsen ve Walking⁹¹'e göre; yatırım kazançları Tobin Q Oranı değeri düşük olan ve yüksek nakit girdisi olan şirketlerde en yaygındır ve bu bulgular Jensen⁹²'in temsil teorisini destekler niteliktedir. Bu teoriye göre; Tobin Q Oranı seviyesi düşük şirketler gibi yetersiz yatırım olanakları ve nakit fazlalığı olan şirketlerde en ciddi temsil problemleri görülmektedir. Bu sonuçlar, Tobin Q Oranı değerinin temsil maliyetlerinin bir göstergesi olarak kullanılmasını desteklemektedir. Lang, Poulsen ve Walking⁹³'e göre; nakit fazlalığı ve yetersiz yatırım olanakları Tobin Q Oranı seviyesi düşük şirketlerde kendini göstereceğinden temsil problemleri olan şirketler temsil maliyetleriyle de karşı karşıya kalacaklardır. Bu sonuçlar, Tobin Q Oranı seviyesinin yönetim yeterliliğinin bir ölçüsü olduğu ve iyi temsilcileri piyasanın ödüllendirdiği şeklinde de yorumlanabilir.

⁹⁰ Michael C. Jensen, 1986

⁹¹ Larry Lang, Annette Poulsen ve Rene Stulz, 1995

⁹² Michael C. ve William H. Meckling, 1976

⁹³ Larry Lang, Annette Poulsen ve Rene Stulz, a.g.e.

Tobin Q Oranı değeri, basit Q ölçüsüyle tanımlanır. Formül sadece temel seviyede maliye ve muhasebe bilgisi gerektirmektedir. Perfect ve Wiles⁹⁴, Q ölçüsünün Lindenberg ve Ross⁹⁵ yaklaşımıyla 0.93 oranında bir korelasyona sahip olduğunu ifade etmektedirler. Tobin'in mantığına göre net yatırım Q değerinin 1'den yüksek olup olmadığına bağlıdır. Eğer; Q değeri 1'den yüksek olursa, menkul değerler borsası kurulan sermayeyi yenileme maliyetinden yüksek seviyede değerlendirecektir. Bu durumda; temsilciler şirketlerinin hisselerini daha fazla sermaye olarak yükseltebilirler. Eğer; Q değeri 1'in altında ise, borsa sermayeyi yenileme maliyetinin altında değerlendirecektir. Bu durumda; temsilciler sermayeyi değiştiremezler. Tobin Q Oranı değeri, kurulu sermayeden gelen bugünkü ve gelecek karlara dayanmaktadır⁹⁶.

Sermayenin marjinal ürünü sermayenin maliyetini aşarsa şirketler kurulu sermayeleri üzerinden kar etmektedirler. Bu karlar Q değerinin yüksekliğini vurgular bir şekilde bu şirketlerin hisselerinin piyasa değerini istenilen seviyeye getirmektedir. Benzer şekilde; eğer, sermayenin marjinal ürünü sermaye maliyetinin altında kalırsa şirketler düşük piyasa değeri ve Q Oranı seviyesi değeri⁹⁷ni vurgular bir şekilde

⁹⁴ S.B. Perfect ve K.W. Wiles, 1994

⁹⁵ E.B. Lindenberg ve S.A. Ross, 1981

⁹⁶ Gregory N. Mankiw, *Macroeconomics*, 1997, NY : Worth Publishers,

⁹⁷ İlgilenenler neoklasik yatırım modeli ve Q teorisi arasındaki ilişkiyle ilgili daha fazla bilgiyi Fumio Hayashi (1982)'nin çalışmalarından elde edebilirler.

kurulu sermayeleri üstünde kayıplar verirler. Eğer, yönetim yetersiz yönetim kararları almaya devam ederse ya da üretken olmayan konulara yatırım yapmayı sürdürürse Tobin Q Oranı değerinin düşmesi beklenir. Bundan dolayı; ilk oran şirket yönetiminin işe daha fazla sermaye katarak şirketin piyasa değerini nasıl etkin bir şekilde arttırdığının ölçüsüdür. Önemli olan nokta şudur ki; Tobin Q Oranı değeri, temsil maliyetiyle ters orantılı gelişir.

1.2. Toplam Varlığa Yönelik Satışlar

Bu oran, şirket yönetiminin varlıklarını ne etkinlikle kullandığının ölçüsüdür. Ang, Cole ve WuhLin⁹⁸, temsil maliyetlerinin nitel özelliklerini ortaya çıkarabilmek için bu oranı uygulamışlardır. Bu temsil maliyeti ölçüsü toplam varlığa yönelik yıllık satışların oranının hesaplandığı gibi hesaplanmıştır. Eğer oran düşükse şirket varlığını kapasitesi doğrultusunda kullanmıyor demektir, bu durumda ya satışlarını arttırmalıdır ya da varlığını düşürmelidir. Eğer bir şirketin toplam varlığa yönelik satış oranları temel alınan durumun altındaysa şirket pozitif temsil maliyetine sahip demektir. Maliyet temsilcinin aşağıda sıralanan yollardan bazılarını ya da tümünü takip etmesiyle ortaya çıkar :

Zayıf yatırım kararları verir, yetersiz çaba harcar, böylece şirket üretkenliğe dönük olmayan varlıklar alır. Örneğin; aşırı büyük ofisler, lüks ofis mobilyaları, arabalar ve dinlenme tesisleri bu varlıklar arasında sayılabilir. Bu oranı yorumlarken karşılaşılan bir problem de muhasebe değerleri yeni varlıkların altında olduğundan

⁹⁸ James S. Ang, Rebel A. Cole ve James Wuh Lin, 2000

eski varlıklar kullanılmakta ve oran maksimize edilmektedir⁹⁹. Bunun yanında belirli varlıklar üzerinde nispeten küçük yatırımları olan toptan ve perakende satış şirketleri gibi şirketler, belirli varlıkları üzerinde büyük yatırımlar yapan şirketlere nazaran daha yüksek oranlar sergilemektedirler. Unutulmaması gereken önemli nokta toplam varlığa yönelik satışlar temsil maliyetlerine nazaran ters oranda çeşitlilik gösterir.

2. Veriler

Çalışmayı yürütmek için seçilen bütün şirketler İMKB Ulusal Endeksi'nden seçilmektedir (EK1). Bu seçim yapılırken sektörel bazda faaliyet gösteren (İMKB'de hisseleri işlem gören) şirketlerin değişik şekilde sınıflandırılan (A), (B), (C), (D) gibi hisselerinin olmamasına ve sektörde en az 10 şirket olmasına dikkat edilerek sektör sınıflandırılması yapılmıştır. Bu sınıflandırmadaki tek istisna taş ve toprağa dayalı sanayi sektöründedir. Bu sektörde hisseleri bölünmüş bir şirket olduğu halde bu sektör özellikle Türkiye açısından önemli bir sektör olduğu için çalışmaya dahil edilmiştir. Bunun sonucunda da 8 adet sektör ortaya çıkmış ve bunlar göz önünde bulundurularak denklemler kurulmuş ve işlemler yapılmıştır. Bu şirketler İMKB Ulusal Endeksi'ndeki halka açık şirketlerin göreceli temsil maliyetlerini hesaplanmasını mümkün kılmaktadır. Bunun nedeni, İMKB Ulusal Endeksi'nin çok çeşitli mülkiyet ve yönetim yapılarına sahip şirketleri içermesidir. Bu şirketler arasında hem temsilcileri büyük mülkiyet payına sahip olanlar hem de dışarıdan yönetilen ve temsilcileri hisseye sahip olmayan şirketler mevcuttur. Sonuç olarak;

⁹⁹ J. Jeffrey, Stephan A. Ross ve Randolph W. Westerfield, **Corporate Finance**, Boston, McGraw Hill International Editions, 1996

İMKB Ulusal Endeksi'ndeki şirketler mülkiyet yönetiminin sifıra yakın olduğu şirketlere nazaran, değerle alakalı temsil maliyeti açısından daha uygun görünmektedir. Çalışmayla alakalı bütün veriler ve ilgili çalışmalar 13 Mayıs 2005 günü itibarı ile hisseleri İMKB Ulusal Endeksi'nde işlem gören şirketlere aittir. Çalışmada analiz edilen şirketlerin sayısı 183'tür. Bütün veriler için sektör bilançoları ve İMKB yıllık raporlarından yararlanılmıştır. Bu veriler kullanılarak temsil maliyeti ve mülkiyet/yönetim yapısı arasındaki ilişkiyi analiz etmek mümkün olmaktadır. Sektör bilançolarından ve gelir beyannamelerinden elde edilen veriler ile bu çalışmada kullanılan iki temsil maliyeti ölçüsünü de hesaplamak mümkün olmaktadır. Örnek için şirketlerin; mülkiyet ve yönetim yapısına dair veriler İMKB şirketler yıllığından alınmıştır. İMKB şirketler yıllığı her şirket için %1 oranının üzerindeki sermaye sahiplerine hem de yönetim mülkiyetine dair veriler sağlamaktadır. Literatür gözden geçirmesi ikincil verilere dayanmaktadır (kitaplar, makaleler). Uygulanan araştırma kriterleri 'ortak yönetim', 'şirket maliyeti' ve 'mülkiyet yapısı' dır. Yin¹⁰⁰'e göre sonuçların önyargıdan tamamen uzak olması önemlidir. Okuyucu, çalışmanın amaçlarının gerekli ve alakalı bilgi sağladığı konusunda tatmin edilmelidir. Çalışmanın niteliğini ölçmenin iki yolu, güvenilirliğine ve geçerliliğine bakmaktır. Çalışmanın güvenilirliği ve geçerliliği verinin doğasına ve analizde nasıl kullanıldığına bağlıdır.

Geçerlilik geliştirilen çerçevenin gerçeğin ilgili bir sunumu olup olmadığıyla ve ölçülmek istenenin ölçülüp ölçülmediğiyle ortaya çıkmaktadır. Bu çalışmada

¹⁰⁰ R.K. Yin, *Case Study Research, Design and Methods*, Thousand Oaks,1994, Sage Publications

kullanılan veriler ikincil kaynaklardan elde edilmiştir. Deneysel çalışma için kullanılan kaynaklar yüksek kalitede ve buna bağlı olarak da yüksek güvenilirliktedir. İMKB kaynak olarak, şirketlerin yıllık raporlarını ve bilançolarını kullanmaktadır. Verileri analiz etmek için kullanılan veriler çoklu gerileme modeli gibi standart istatistiksel modeldir ve bu model çalışmanın yüksek geçerliliğine katkıda bulunacaktır. Ayrıca, çalışmanın yüksek kalitesi ve çalışmadaki aynı varsayımları bir araya getirerek şu çok net bir biçimde söylenebilir ki; İMKB Ulusal Endeksi'ne dayanarak yapılacak her çalışma aynı sonucu verecektir. Bu nedenle; çalışmanın güvenilirliği oldukça yüksektir.

3. Genel Model

Analiz sonucu elde edilen sonuçları test edebilmek için t-test tekniği kullanılacaktır. Böylece sonuçların istatistiksel olarak anlamlı olup olmadığı ortaya çıkar. Mülkiyetin ve kontrolün ayrılmasıyla ilgili ilk analizde ortalama değerlerdeki farklılıkların istatistiksel anlamı parametrik bir testten alınan t-testi yöntemine (denk olmayan değişkenlere dair varsayımlara) dayanmaktadır.

3.1 İstatistiksel Yöntemler ve Basit Lineer Regresyon Modeli

t-testi, iki grup şirketin ortalama değerlerindeki farklılıkların anlamlı bir şekilde sıfırdan farklı olup olmadığını belirleyecektir. Bu iki popülasyon ortalaması arasındaki farkı bulmak için en sık kullanılan testtir¹⁰¹. İki basamaklı hipotez iki

¹⁰¹ Amir D. Aczel, **Complete Business Statistics**, Chicago, 1996, Irwin

popülasyon ortalamasının eşit olmadığı yönünde veriler sunarken sıfır hipotezine göre ortalamalar eşittir.

Bu test; ayrıca, örnekteki şirketlerin temsil maliyetleri arasındaki farkları açıklamak üzerine kurulmuş, ikinci analizin sonuçlarından elde edilen mülkiyet değişkenleriyle ilgili verilerin incelenmesinde de faydalı olacaktır. Son olarak, yapılan üçüncü analizde temsil maliyetine dair iki değeri açıklamak için çoklu regresyon modeli kullanılacaktır. Her bir değer, çalışmanın ilerleyen kısımlarında açıklanacak mülkiyet, dışarıdan izleme ve kontrol değişkenleri karşısında regresyona tabi tutulacaktır. Regresyon analizinin 3 temel amacı vardır : (1) tanım, (2) kontrol ve (3) tahmin¹⁰². Temsil maliyetleriyle ilgili bu çalışma boyunca iki amaç üzerinde yoğunlaşılacaktır. Çalışmanın geri kalan kısmında da; aksi belirtilmedikçe, normal hata regresyonu modelinin uygulanabilir olduğu varsayılacaktır. Aşağıdaki basit lineer regresyon modeli; Neter, Kutner, Nachtsheim ve Wasseman¹⁰³, dan alınmıştır.

$$Y_i = \beta_0 + \beta_1 X_i + \epsilon_i \quad (3.1)$$

¹⁰² Michael H. Kutner, Christopher J. Nachtcheim, John Neter, ve William Wasserman, **Applied Linear Regression Models**, Chicago, 1996, Irwin

¹⁰³ Michael H. Kutner, Christopher J. Nachtcheim, John Neter, ve William Wasserman, a.g.e., 1996

Bu modeldeki;

Y_i : i. denemedeki cevap değişkeninin değerini,

X_i : Sabit bilineni yani i. denemedeki gösterge değişkeninin değerini,

ϵ_i : Rassal hata terimini;

temsil etmektedir.

Ortalaması $E\{\epsilon_i\} = 0$ ve varyans aralığı $\sigma^2_j (\epsilon_i - \epsilon_j)$ olup bir korelasyon söz konusu değildir ve kovaryans da sıfırdır (Örn: her $i, j, i \neq j$ için $\sigma\{\epsilon_i, \epsilon_j\} = 0, i=1, 2, \dots, n$).

3.2. Genel Modelin Özellikleri ve Tanımlanması

3.2.1. Genel Modelin Özellikleri

1. i. denemedeki Y_i karşılığı iki bileşkenin toplamıdır. (1) sabit terim $\beta_0 + \beta_1 X_i$ ve (2) rassal terim ϵ_i . Bu nedenle Y_i rassal bir değişkendir.
2. $E\{\epsilon_i\} = 0$ olduğundan ardından;

$$E\{Y_i\} = E\{\beta_0 + \beta_1 X_i + \epsilon_i\} = \beta_0 + \beta_1 X_i + E\{\epsilon_i\} = \beta_0 + \beta_1 X_i \text{ gelir.}$$

Bu nedenle Y_i karşılığı, i . denemedeki X seviyesi X_i iken ortalaması,

$$E\{Y_i\} = \beta_0 + \beta_1 X_i \quad (3.2)$$

olan bir olasılık dağılımından gelir. Bu da şunu gösterir ki model (3.1) için regresyon modeli fonksiyonu :

$$E\{Y\} = \beta_0 + \beta_1 X \quad (3.3) \text{ 'dir.}$$

3. i . denemedeki Y_i karşılığı, ϵ_i hata terim miktarının yanındaki regresyon fonksiyonu değerini aşmakta ya da bu değere yetişememektedir.
4. ϵ_i hata terimlerinin sabit varyanslarının σ^2 olduğu kabul edilir. Bu nedenle aynı sabit varyansa sahip olan Y_i karşılığıyla devam eder.

$$\sigma^2 \{Y_i\} = \sigma^2 \quad (3.4)$$

Bu nedenle regresyon modeli (3.1) Y 'nin olasılık dağılımlarının, X değişkeninin seviyesini göz önünde bulundurmadan, aynı σ^2 değişkenine sahip olduğunu varsayar.

5. Hata terimleri arasında bir korelasyon olmadığı varsayılır. Bu nedenle; herhangi bir denemenin sonucunun, başka bir denemenin hata terimi üzerinde bir etkisi yoktur. ϵ_1 ve ϵ_2 hata terimleri arasında korelasyon bulunmadığı için Y_i ve Y_j karşılıkları arasında da bir korelasyon yoktur.

6. Özetle; regresyon modeli (3.1) Y_i karşılığının ortalamaları $E\{Y_i\} = \beta_0 + \beta_1 X_i$ olan olasılık dağılımlarından geldiğini gösterir. Bu X 'in tüm seviyeleri için aynıdır. Ayrıca; herhangi iki Y_i ve Y_j karşılığı da korelasyon halinde değildir.

Yukarıdaki formal ifadeler çoklu regresyon modeli için de geçerlidir. Çoklu regresyon modeli aşağıdaki gibi ifade edilebilir :

$$Y_i = \beta_0 + \beta_1 X_{i1} + \beta_2 X_{i2} + \dots + \beta_{p-1} X_{i,p-1} + \varepsilon_i \quad (3.5)$$

Yukarıdaki ifadede;

$\beta_0, \beta_1, \dots, \beta_{p-1}$ parametreleri,

$X_{i1}, \dots, X_{i,p-1}$ bilinen sabitleri,

ε_i hata terimlerini ve $i = 1, \dots, n$ 'yi temsil eder.

Model parametreleriyle ilgili bütün çıkarımlar t-test tekniği yoluyla test edilecektir. $(b_1 - \beta_1) / s\{b_1\}$, $n-k$ derecesi aralığında t olarak dağıtıldığından, β_1 ile ilgili testler sıradan t dağılımı kullanılarak yapılabilir. Bu çalışmada çift taraflı testler kullanılacaktır. Ortak etkinlikle ilgili sunulacak hipotezler şunlardır :

$$H_0 : \beta_1 = 0 \text{ ve } H_1 : \beta_1 \neq 0$$

$$t^* = b_1 / s\{b_1\} \quad (3.6)$$

α 'daki anlamlılık derecesini kontrol ederken kullanılan istatistik testi karar kuralı;

Eğer $|t^*| \leq t(1-\alpha/2; n-k)$ ise H_0 hipotezi doğrudur;

Eğer $|t^*| > t(1-\alpha/2; n-k)$ ise H_1 hipotezi doğrudur

3.2.2. Genel Modelin Tanımlanması

Analizde kullanılacak olan gerileme modelleri, temsil maliyetlerinin analizindeki endüstriler arasındaki farkları kontrol edebilmek için nitel değişkenler de içerecektir. Modelin her tanımlaması bir dizi kukla değişken içerecektir; böylece, endüstriyel sınıflandırma daha açık belirlenecektir. Değişik endüstri sınıflamalarından kaynaklanan değişkenler arasındaki farklılıkları aşabilmek için endüstri açıklamalarını da göz önünde bulunduran, niteliksel göstergeler içeren yeni bir model oluşturulmuştur. Eğer; nitel belirleyici değişken ikiden fazla sınıfa sahipse, gerileme modelinde başka belirleyici değişkenler de kullanmak gerekir.

İki temsil maliyeti ölçüsü (Tobin Q Oranı ve toplam değere yönelik satışlar); açıklayıcı değişkenlere karşı gerileme gösterdiklerinde modeller aşağıdaki gibi ortaya çıkar. Sonradan ortaya çıkacak diğer bütün ilişkilerin lineer olması beklenmektedir, sol taraf belgeler olarak temsil maliyetlerine ayrılmıştır. Aşağıdaki ayrıntılı açıklamaların her birine veri örneklerindeki ölçülerde ekonomiler olup olmadığını tespit etmek için kontrollü bir değişken de eklenmiştir. Boyutların ölçüsü yıllık satış logaritmasıdır. Endüstriler için gerekli düzenlemeleri yapabilmek için model tanımlamalarının her birine kukla değişkenler de eklenmiştir.

$$\text{PROXY}_i = \beta_0 + \beta_1 \text{MGMT}_i + \beta_2 \text{LN_SatıŖ}_i + \beta_3 \text{D}_{1i} + \dots + \beta_{10} \text{D}_{8i} + \varepsilon_i \quad (3.7)$$

Temsil maliyetlerindeki değişimlerin yönetim mülkiyetiyle açıklanıp açıklanamayacağını test etmek amacıyla şirketlerdeki yönetim mülkiyetinin varlığını gösteren bir değişken (MGMT) kullanılmaktadır. Değişken 0 (temsilcinin şirket sahibi olmadığı durumlarda) ya da 1 (temsilcinin şirket sahibi olduğu durumlarda) sayısını alabilir. Teoriye göre; şirket dışarıdan biri tarafından yönetiliyorsa temsil maliyetinin yüksek olması beklenmektedir. Bu değişkenin, şirket sahibi ve temsilcinin yaratması gereken çıkar uyumunu yakalaması beklenir. Bu ilişki Jensen ve Meckling¹⁰⁴ 'in temsil teorisini takip etmektedir.

$$\text{PROXY}_i = \beta_0 + \beta_1 \text{MGMT}_i \text{Hisse}_i + \beta_2 \text{LN_SatıŖ}_i + \beta_3 \text{D}_{1i} + \dots + \beta_{10} \text{D}_{8i} + \varepsilon_i \quad (3.8)$$

Ayrıca; bir çalışmaya göre yönetimin hissesi (MGMT_Hisse) şirketlerdeki temsil maliyetleriyle ters orantılıdır. Bu model (3.8)'de test edilmiştir. Ancak; düşük seviyedeki şirket sahipliği oranında yönetim değeri arttırırken, yüksek seviyedeki şirket sahipliği oranında yönetim değeri düşürür. Bu fenomen Stulz¹⁰⁵ tarafından yapılan bir çalışma tarafından da desteklenmektedir. Bu çalışma göstermektedir ki; temsilcinin şirketteki hissesinin yüksek olduğu durumlarda devir ihtimali yok olacağından şirket değeri düşer. Bu bazen antraşman (entrançman) etkisi olarak da

¹⁰⁴ Michael C. Jensen ve William Meckling, 1976

¹⁰⁵ R.M. Stulz, "Managerial Control of Voting Rights, Financing Policies and the Market for Corporate Control", **Journal of Financial Economics**, 1988, Sayı : 20, s.25 - 54

geçer. Ancak; bu konu çalışmanın kapsamı dışında kalmaktadır. Bu nedenle; ileride tartışılmayacaktır¹⁰⁶.

$$\text{PROXY}_i = \beta_0 + \beta_1 A_{1_Hisse_i} + \beta_2 \text{LN_Satış}_i + \beta_3 D_{1i} + \dots + \beta_{10} D_{8i} + \varepsilon_i \quad (3.9)$$

Değişik mülkiyet yoğunluklarını ortaya koymak için çalışma kapsamına alınan değişkenler : Model 3.9'daki en büyük hissedarın şirketteki hisse yüzdesi (A_{1_Hisse}), model 3.10'daki en büyük 5 hissedarın şirketteki hisse yüzdesi (A_{5_Hisse}), model 3.11'deki en büyük 20 hissedarın şirketteki hisse yüzdesi (A_{20_Hisse}). Mülkiyet yapısıyla ilgili bu değişkenlerin tamamı Demsetz ve Lehn¹⁰⁷ tarafından şirket yönetimiyle ilgili bir çalışmada uygulanmıştır. Bedavacılık sorunu nedeni ile temsil maliyetleri en büyük hissedarın hissesiyle ters orantılı olmalıdır. Aynı zamanda, şirket temsilcisi de olan en büyük hissedar için hisseleri artacağından dolayı öncelik tüketim teşviği azalır; çünkü, öncelik tüketiminden elde edeceği gelirleri sabit kalırken mülkiyetiyle beraber şirket karından kendine düşen pay artmaktadır. Dışarıdan bir temsilci tarafından yönetilen şirket sahibi içinse düşürülmüş temsil maliyeti şeklindeki izleme faaliyetlerinden dolayı elde ettiği kazanç hissesiyle beraber artacaktır (Model 3.9).

¹⁰⁶ İlgilenenler bu konu ile ilgili daha fazla bilgiyi McConnel ve Servaes (1990)'in çalışmalarından elde edebilirler.

¹⁰⁷ Harold Demsetz ve Kenneth Lehn, The Structure of Corporate Ownership : Causes and Consequences", *Journal of Political Economy*, 1985, Sayı : 93/6, s. 1155 - 1177

$$\text{PROXY}_i = \beta_0 + \beta_1 A_5_Hisse_i + \beta_2 \text{LN_Satış}_i + \beta_3 D_{1i} + \dots + \beta_{10} D_{8i} + \varepsilon_i \quad (3.10)$$

$$\text{PROXY}_i = \beta_0 + \beta_1 A_{20}_Hisse_i + \beta_2 \text{LN_Satış}_i + \beta_3 D_{1i} + \dots + \beta_{10} D_{8i} + \varepsilon_i \quad (3.11)$$

Azaltılmış temsil maliyeti A_5_Hisse ve A_{20}_Hisse tarafından artırılmış hisse tarafından takip edilir. Bu değişkenler 3.10 ve 3.11 modellerinde test edilmiştir.

$$\text{PROXY}_i = \beta_0 + \beta_1 \text{HHI}_i + \beta_2 \text{LN_Satış}_i + \beta_3 D_{1i} + \dots + \beta_{10} D_{8i} + \varepsilon_i \quad (3.12)$$

Herfindahl-Hirschman¹⁰⁸ endeksi (HHI)¹⁰⁹, temsil maliyeti modeli üzerindeki mülkiyet yoğunluğunun etkilerini ölçmek amacıyla analizde kullanılacaktır.

Piyasadaki bir durumu açıklarken endeks kullanmak çok yaygındır. Bu, endüstri yoğunluğunun bir göstergesidir. HHI endeksinin değeri, endüstrideki bütün şirketlerin piyasa paylarının karesinin toplamıdır. Bu endeks, değişken mülkiyet yapısına uygulamaya çok elverişlidir¹¹⁰. HHI'da her şirket ile ilgili mülkiyet yoğunluğu için bir endeks mevcuttur. Eğer; çok sayıda ve eşit miktarda hisse sahibi varsa endeks sıfıra yakındır. Sadece bir şirket sahibi varsa 1'e yakındır. Bu nedenle;

¹⁰⁸ A.O. Hirschman, "The Paternity of an Index", *The American Economic Review*, 1964, Sayı : 54, 761 - 762

¹⁰⁹ n

$$\text{HHI} = \sum_{i=1}^n s_i^2 \quad \text{Burada; } s_i^2 : i\text{'nci hissedarın hissesinin karesi}$$

i=1 n : şirketteki sahiplerin sayısını temsil eder.

¹¹⁰ H. Demsetz ve K. Lehn, 1985

şu hipotez öne sürülmektedir, çalışmadaki şirketler için temsil maliyetleri ve mülkiyet yoğunluğu endeksi arasında negatif ilişki olmalıdır.

$$\text{PROXY}_i = \beta_0 + \beta_1 A_{1i} + \beta_2 \text{LN_Satış}_i + \beta_3 D_{1i} + \dots + \beta_{10} D_{8i} + \varepsilon_i \quad (3.13)$$

$$\text{PROXY}_i = \beta_0 + \beta_1 A_{5i} + \beta_2 \text{LN_Satış}_i + \beta_3 D_{1i} + \dots + \beta_{10} D_{8i} + \varepsilon_i \quad (3.14)$$

$$\text{PROXY}_i = \beta_0 + \beta_1 A_{20i} + \beta_2 \text{LN_Satış}_i + \beta_3 D_{1i} + \dots + \beta_{10} D_{8i} + \varepsilon_i \quad (3.15)$$

Model 3.13'te en büyük hissedarın (A_1) %33'ten fazla bir kısmı kontrol altında tutup tutmadığını gösteren bir gösterge mevcuttur. Eğer; durum böyleyse, değişken 1 değeri alır. Eğer tersi bir durum söz konusu ise 0 (sıfır) değeri alır. Benzer değişkenler Model 3.14 ve Model 3.15¹¹¹, te (A_5) > %50 ve (A_{20}) > %66 verileri için de uygulanabilir. Benzer yöntemler Ang, Cole ve Wuh Lin¹¹² ve Demsetz ve Lehn¹¹³ tarafından da uygulanmıştır. Gösterge değişkenleri 1 değeri alan şirketlerde temsil maliyetleri daha düşük olmalıdır.

$$\text{PROXY}_i = \beta_0 + \beta_1 \text{Sahipler}_i + \beta_2 \text{LN_Satış}_i + \beta_3 D_{1i} + \dots + \beta_{10} D_{8i} + \varepsilon_i \quad (3.16)$$

Buna ek olarak; Model 3.16'da temsilci olmayan hissedarların sayısını da gösteren bir değişken (sahipler) bulunmaktadır. Temsilci olmayan hissedarların

¹¹¹ Yüzdelik limitleri; ifşa kurallarından ileri gelmektedir. Sundin ve Sundqvist (2000) bu konuyu şirket sahipleri hakkındaki kitaplarında ele almışlardır.

¹¹² James S. Ang, Rebel A. Cole ve James Wuh Lin, 2000

¹¹³ H. Demsetz ve K. Lehn, 1985

sayısı arttıkça temsil maliyetleri de artmalıdır. Hissedarların sayısı arttıkça izlenecek sınırlı sorumlu hissedarlar için teşvikler, bedavacılık problemi yüzünden azalacaktır.

Daha az izleme faaliyetiyle temsil maliyetleri artar. Sonuç olarak da; temsilci olmayan hissedarlar ve temsil maliyetlerinin iki göstergesi arasındaki korelasyon negatif olmalıdır.

$$\text{PROXY}_i = \beta_0 + \beta_1 \text{BorçVarlık}_i + \beta_2 \text{LN_Satış}_i + \beta_3 \text{D}_{1i} + \dots + \beta_{10} \text{D}_{8i} + \varepsilon_i \quad (3.17)$$

Model 3.17'ye, dış izleme faaliyeti değişkeni eklenmiştir. Bu değişkenin bankaların şirketler üzerindeki dışarıdan izleme faaliyetlerinin etkilerini ortaya koyduğu düşünülmektedir¹¹⁴.

4. Ampirik Test : 8 Sektör Bazında İMKB Ulusal Endeksi'nde İşlem Gören Firmalar

4.1 Tanımlayıcı Çalışmalar

Yönetim ve mülkiyet yapısına bağlı olan şirketlerdeki temsil maliyetleri dengesini tanımlamanın mümkün olup olmadığını bulmak amacıyla veriler incelendi ve test edildi.

¹¹⁴ Bankanın izleme faaliyeti teşviği şirketin finansal hizmet alacağı bankaların sayısı ile da ortaya konulabilir. Şirketin uğraştığı banka sayısı arttıkça her banka için izleme teşviği azalabilir.

Burada öncelikle endüstriyel sınıflandırma¹¹⁵ yapıldı. Tablo 4.1’de, her iki etkinlik oranı için verilen tanımlayıcı istatistikler bulunmaktadır. Toplam varlığa yönelik satışlar için verilen ortalama değer 0,995 iken Tobin Q Oranı değeri için bu oran 2,245’dir. Toplam varlığa yönelik satışlar 0 ile 4,56 değerleri arasında sıralanırken Tobin Q Oranı da 0,136 ile 17,51 arasında sıralanmaktadır.

Tablo 4.1. İki Temsil Maliyeti için Tanımlayıcı Çalışmalar

	Toplam Varlığa Yönelik Satışlar	Tobin Q Oranı
Ortalama	0.995	2.245
Medyan	0.910	1.429
Standart Sapma	0.759	2.309
Varyans	0.545	5.038
En Az (Minimum)	0.000	0.136
En Çok (Maksimum)	4.564	17.513
N	183	183

Şu gözden kaçmamalıdır ki, envanter ve belirlenmiş varlıkların öneminin değişiklik göstermesinden dolayı her iki etkinlik oranı endüstri dalları arasında farklılıklar göstermektedir. Ekonomi ölçeklerinin varlığa yönelik satış oranıyla ölçüldüğü gibi gerçekleştirilip gerçekleştirilemeyeceğini tespit etmek için öncelikle toplam varlığa yönelik yıllık satış oranları incelenmiştir.

¹¹⁵ Endüstri sınıflaması : (1) Gıda, içki ve tütün sanayi, (2) Dokuma, giyim eşyası ve deri, (3) Kağıt, kağıt ürünleri, basım ve yayın, (4) Kimya, petrol, kauçuk ve plastik ürünleri, (5) Taş ve toprağa dayalı sanayi, (6) Metal eşya, makine ve gereç yapımı, (7) Holding ve yatırım şirketleri, (8) Menkul kıymet yatırım ortaklıkları.

Satış çeyrekleri ile satışların toplam varlığa oranları arasında pozitif bir ilişki görülmektedir. Ölçek ekonomilerine dair bazı sonuçlar elde edebilmek amacıyla toplam varlığa yönelik satışların satışlara oranıyla ilgili bir regresyon uygulanmış ve pozitif, fakat, istatiksel olarak anlamsız bir ilişki bulunmuştur ($t = 1.54$). Ancak; elde edilen sonuç, toplam varlığa yönelik satış oranı satışların doğal logaritmasına karşı regresyona uğratılırsa, pozitif ve istatiksel olarak anlamlı bir ilişki göstermektedir ($t = 6.49$). İkinci olarak; şirketin boyutunun oranı etkileyip etkilemediğini ortaya çıkarmak için Tobin Q Oranı analiz edilmektedir. Dört satış çeyreği için Tobin Q Oranı ile negatif bir ilişki görülmektedir. Eğer Tobin Q Oranı yıllık satışlar karşısında regresyona uğratılırsa istatiksel olarak anlamsız negatif bir ilişki bulunmaktadır ($t = -1.42$). Bu sonuç satışların doğal logaritmasına karşı regresyona uğratıldığında değişmemektedir.

Gelir mülkiyetini ortak kararların kontrolünden ayıran oldukça ayrıntılı bir mülkiyet yapısına sahip oluşları halka açık şirketlerin sıkça karşılaşılan bir özelliğidir. Bu bölümün amacı çalışmadaki verilerin mülkiyet yapısını tanımlamak ve incelemektir. İMKB Ulusal Endeksi'nde yer alan 183 şirketi örnek alarak; Tablo 4.2'de, mülkiyet yoğunlaşmasının dört ölçüsünün dağılımı yer almaktadır : En büyük hissedarın sahip olduğu şirketin öne çıkan değer yüzdesi (A_1 hissesi), en büyük beş hissedarın sahip olduğu hisselerin yüzdesi (A_5 hissesi), en büyük yirmi hissedarın sahip olduğu hisselerin yüzdesi (A_{20} hissesi) ve bir Herfindahl-Hirschman endeksi (HHI).

Tablo 4.2. Mülkiyet Yoğunlaşmasının Dört Ölçüsünün Dağılımı

% Aralığı	A ₁ Hisse		A ₅ Hisse		A ₂₀ Hisse		HIII	
	Sıklık Dağ.	%'lik Toplamı	Sıklık Dağ.	%'lik Toplamı	Sıklık Dağ.	%'lik Toplamı	Sıklık Dağ.	%'lik Toplamı
0 - 9.99	28	15.31	0	0.0	0	0.0	115	62.8
10 - 19.99	63	49.7	6	3.0	0	0.0	41	85.2
20 - 29.99	38	70.5	18	13.0	2	1.0	16	93.9
30 - 39.99	32	87.9	41	35.5	7	5.0	6	97.3
40 - 49.99	12	94.2	40	57.4	18	15.0	2	98.4
50 - 59.99	2	95.4	24	70.5	20	26.0	2	99.5
60 - 69.99	5	98.3	23	83.2	46	50.9	1	100.0
70 - 79.99	3	100.0	18	93.1	44	75.1	0	100.0
80 - 89.99	0	100.0	10	98.3	35	94.2	0	100.0
90 - 100	0	100.0	3	100.0	11	100.0	0	100.0

Tablo 4.3. Mülkiyet Yoğunluğu

Değişken	Şirket Sayısı	Ortalama	Medyan	Std. Sapma	Minimum	Maksimum
A ₁ Hisse	183	25.44	21.51	16.13	4.92	84.34
A ₅ Hisse	183	52.55	49.67	19.51	15.50	101.41
A ₂₀ Hisse	183	74.30	73.26	16.81	21.54	104.58
HIII	183	11.90	7.84	11.74	0.68	67.26

Tablo 4.3'teki şirketler arasındaki mülkiyet yoğunluğunun gösterdiği değişkenlik incelendiği zaman şunlar görülmektedir: A₁ Hisse'nin değeri 25,44 ortalama olmak kaydıyla 4,92 ile 84,34 arasında değişmektedir. A₅ Hisse'nin değeri 52,55 oranında bir ortalamayla 15,50 ile 95,85 oranları arasında sıralanmaktadır. Benzer değişkenlikle A₂₀ Hisse değeri ve HII değerinde de gözlenmiştir. A₂₀ Hisse 21,54 ile 104,58'lik bir oran arasında sıralanırken HII 0,68 ila 67,26'lık oranlar arasında yer almıştır. Bu iki değişkenin birbirini karşılayan ortalama değerleri 72,30 ila 11,90 arasında sıralanmaktadır.

4.2 Mülkiyet ve Kontrolün Ayrılması

Temsil maliyetlerinin sahiplik ve kontrol ayrımından kaynaklandığından hareket edilerek, sahiplik ve kontrol ayrımının düzeyine göre belirginleşen, farklı sahiplik yapı ve/veya bileşimindeki firma performanslarının araştırıldığı görülmektedir.

Firma sahiplik yapısı ve performans ilişkisini ilk olarak açıklayan Berle ve Means¹¹⁶ olmuştur. Sahiplik ve kontrol ayrımını bir sorun olarak ortaya koyarlarken, sorunun teori boyutunu alacak biçimde geliştirilerek temsil teorisi haline gelmesi Jensen ve Meckling¹¹⁷, Fama ve Jensen¹¹⁸ in çalışmaları ile gerçekleşmiştir.

¹¹⁶ A.A. Berle ve Gardiner C. Means, 1932

¹¹⁷ M.C. Jensen ve William Meckling, 1976

¹¹⁸ Eugene F. Fama ve M.C. Jensen, 1983

Berle ve Means¹¹⁹ sahiplik ve kontrol ayrımı nedeniyle halka açık firma performansının azalacağını; Jensen ve Meckling¹²⁰ sahiplik ayrımının halka açık firma değerini azaltabileceğini ancak performans kaybına yol açmayacağını; Fama ve Jensen¹²¹ ise firmanın içinde bulunduğu koşullara göre gidilecek sahiplik ve kontrol ayrımının maliyetleri azaltacağını ve bunun firma performansını da arttıracığını ifade etmektedirler.

Firma sahiplik yapısı ile performans arasındaki ilişkileri ortaya koyan çalışmalar incelendiğinde; tek bir doğruya ulaşamadığı görülmektedir. Bu konudaki çalışmalara ve içeriklerine kısaca aşağıda değinilmiştir :

- Hay ve Morris'in Çalışması¹²²

İngiltere'deki halka kapalı firmaların karakteristiklerini belirlemeye yönelik bu çalışmada, 1967 – 1979 yılları arasındaki 54 firmaya ilişkin standart bilanço ve gelir tablolarından veriler toplanmış, 19 firmanın üst düzey temsilcisi ile anket yapılmıştır. Ankette üzerinde durulan konular; sahiplik ve yönetim yapısı, teşvik unsurları ve fayda maksimizasyonu ile ilişkilidir.

¹¹⁹ A.A. Berle ve Gardiner C. Means, 1932

¹²⁰ M.C. Jensen ve William Meckling, 1976

¹²¹ Eugene F. Fama ve M.C. Jensen, 1983

¹²² Dennis A. Hay ve Derek J. Morris, **Unquoted Companies : Their Contribution to the UK Economy**, 1984, London : MacMillan

- Demsetz ve Lehn'in Çalışması¹²³

Çalışmaları sahiplik yapısının belirleyicileri açısından literatürdeki diğer çalışmaların temelini oluşturmaktadır. Çalışmalarında halka açılmanın firmanın sosyal fonksiyonuna zarar vereceği tezini araştırmışlardır. 511 ABD firmasının 1980 yılına ait verilerini kullanarak çalışmalarını yapmışlardır.

- Alexander ve Mayer'in Çalışması¹²⁴

Çalışmalarında menkul kıymet piyasalarına açılmanın, firmaların kısa vadeli davranmasına yol açıp açmadığı sorusuna cevap aramışlardır. Çalışmada 56'sı halka açık 56'sı da halka kapalı toplam 112 firmanın 1980 – 1987 yılları arasındaki verileri kullanılmıştır.

- Neun ve Santerre'nin Çalışması¹²⁵

Halka açılmanın sahiplik ve kontrol ayrımı nedeniyle firma performansında azalmaya yol açacağı varsayımını test etmişlerdir. Analizlerinde finansal hizmet sektörünün dışındaki 200 büyük ABD firmasının 1993 yılına ait verilerini

¹²³ H. Demsetz ve K. Lehn, 1985

¹²⁴ Ian Alexander ve Colin P. Mayer, "Stock Markets and Corporate Performance : A Comparison of Quoted and Unquoted Companies", **Discussion Paper Series**, London, 1991, No : 571, CEPR

¹²⁵ Stephen P. Neun ve Rexford E. Santerre, "Corporate Control and the Performance in the 1930's", **Economic Inquiry**, 1993, Sayı : 31, s. 466 - 480

kullanmışlardır. Söz konusu çalışmada yer verilen değişkenler; Herfindahl indeksi, varlıkların defter değeri, satışlardaki büyüme ile piyasa gücü, çıkarlar ve demiryollarını gösteren kukla değişkenlerdir. Performans; sermayenin beklenen getirisi, net gelir / sermaye defter değeri, Tobin Q Oranı (varlık piyasa değeri / varlık defter değeri) ile hesaplanmıştır.

- Pagano, Panetta ve Zingales'in Çalışması¹²⁶

Bu çalışmada, sahiplik yapısının performans üzerindeki etkisinden çok firmaların neden halka açılmayı seçtikleri ile Avrupa ve ABD menkul kıymet piyasaları arasında farklılık olup olmadığı sorularına cevap aramışlardır. Sahiplik yapısı seçiminde firmaların beklenen ve gerçekleşen belirleyicilerini incelemişlerdir.

Çalışmada finansal hizmet sektörü dışındaki sektörlerde faaliyet gösteren 2181 İtalyan firmasının 1982 – 1992 periyodundaki verileri kullanılmıştır.

- Auchincloss'un Çalışması¹²⁷

Çalışmanın amacı, temsil teorisi çerçevesinde firmaların neden farklı sahiplik yapısı tercihlerinde buldukları ile sahiplik yapısı ve firma hisse senetlerinin

¹²⁶ March Pagano, Fabio Panetta ve Luigi Zingales, **Why Do Companies Go Public? An Empirical Analysis**, Mimeo, 1997

¹²⁷ Lauren M. Auchincloss, **Corporate Governance and Corporate Performance**, 1997, Ph. D. Thesis, Brown University

dağılımını simgeleyen sahiplik bileşimi ile firmanın performansı arasındaki ilişkiyi belirlemektir.

Çalışmada 1725'i halka açık ve 324'ü halka kapalı olmak üzere toplam 2049 İngiliz firmasının 1994 – 1995 yıllarına ait yatay kesit verileri kullanılmıştır.

Çalışmada kullanılan değişkenler :

- Firma sahiplik yapısı ve performans ilişkisi analizinde; firma toplam satışları, maddi duran varlıklar, sermaye tutarı, performans ölçütleri, firma sahiplik yapısı ve faaliyet gösterilen sektörleri işaret eden kukla değişkenler,
- Firma sahiplik bileşimi ve performans ilişkisinin analizinde; yukarıda sayılanlara ek olarak sahiplik bileşimini gösteren Herfindahl indeksi ve en çok paya sahip ilk beş hisse senedi sahibinin yüzdesel sahiplik oranıdır.

- Aydoğan ve Gürsoy'un Çalışması¹²⁸

Firma sahiplik yapısındaki yoğunlaşmayı ifade eden hisse yoğunluğu ve sahiplik bileşimindeki farklılıkların, Türkiye'de faaliyette bulunan firmaların performans ve riske karşı tutumları üzerindeki etkilerini incelemiştir. İMKB'de hisse senetleri işlem gören ve mali sektör dışındaki sektörlerde faaliyet gösteren firmalar çalışmanın konusunu oluşturmaktadır. Analiz dönemi 1992 – 1998 yılları arasında kapsamakta ve dönem başında 106 sonunda ise 198 firma halka açılmıştır.

¹²⁸ Kürşat Aydoğan ve Güner Gürsoy, **Equity Ownership Structure, Risk-Taking and Performance : An Empirical Investigation in Turkish Companies**, Ankara, 1998, International Global Finance Conference

Sahiplik yapısına ilişkin açıklamalarda, faydaları zararlarından fazla olmadıkça, yaygın dağılım gösteren sahiplik yapısının seçilmeyeceği kabul edilir. Çünkü; yönetsel davranış ve farklı bilgilendirme düzeyi nedeniyle yaygın sahiplik yapısı temsil problemlerine yol açmaktadır. Ancak; faydalar daha çok olduğunda, değer maksimizasyonu amacıyla yaygın sahiplik dağılımı firma sahiplerince kabul görebilir. Yaygın sahiplik yapısının söz konusu olduğu firmalarda, temsilciler değer maksimizasyonu amacından ayrılmakta ve 5P olarak tanımlanan maaş (pay), imtiyaz (perquisite), güç (power), itibar (prestige) ve otoriteyi (patronage) artırmaya yönelik davranışlarda bulunurken hiçbir kısıtlama ile karşılaşmamaktadırlar.

Yoğunlaşmış sahiplik yapısı; daha etkin bir izleme olanağı sunarak vekalet veren – temsilci ilişkisinden kaynaklanan problemleri gidermeye yardımcı olurken, düşük likiditeye yol açması ve risk çeşitlendirme alternatiflerini azaltması başlıca eksikliklerini oluşturmaktadır¹²⁹.

Yukarıda belirtilenlerin ışığında; bu bölümde, mülkiyet ve kontrolün ayrılması sonucu temsil maliyetlerinin nasıl çeşitlilik gösterdiğine dair bazı sonuçlar sunulacaktır. Örneğin; şirket temsilcisinin şirket hissedarı olması durumunda ya da herhangi bir şirket mülkiyetine sahip olmayan dışarıdan bir temsilci olması durumunda temsil maliyetinde ne gibi değişiklikler gözlemlendiği incelenecektir. İleride sunulacak analizde temsilci ve şirket sahiplerinin aynı doğrultuda olmalarının temsil maliyetleri üzerindeki etkilerine dair bazı bilgiler yer alacaktır. Tablo 4.4'te de iki tip temsilcinin yönettiği şirketlerin temsil maliyetleri karşılaştırılmaktadır : Temsilciler

¹²⁹ Thomas Andersson ve Maria Maher, 1999

aynı zamanda şirket sahibi temsilciler ve şirkette hissesi bulunmayan temsilciler. A panelinde temsil maliyetleri Tobin Q Oranı yoluyla ölçüldüğünde ortaya çıkan sonuçlar yer almaktadır. B panelinde ise temsil maliyetleri yıllık satışların toplam varlıklara oranına göre ölçüldüğünde ortaya çıkan sonuçlar yer almaktadır. Her iki yöntemde de yüksek etkinlik ve düşük temsil maliyeti söz konusu olduğunda Tobin Q Oranı değeri yüksek olmaktadır.

Tablo 4.4. Temsil Maliyetleri, Mülkiyet Yapısı ve Yönetim ve Hissedar Çıkarlarının Uyumu

	Temsilci Tipi				
	Temsilci Şirket Sahibi		Dışarıdan Temsilci		
	Şirket Sayısı	Ort. Oran	Şirket Sayısı	Ort. Oran	Ort. Fark
Panel A: Tobin Q Oranı					
Şirketler	123	2.332	60	2.068	0.264
A1 > %33	90	2.815	24	1.922	0.893
A5 > %50	48	2.379	29	2.150	0.229
A20 > %66	68	2.368	37	2.214	0.154
A1 < %33	93	2.177	36	1.922	0.255
Panel B: Satışların Toplam Varlıklara Oranı					
Şirketler	123	1.106	60	0.768	0.338
A1 > %33	90	1.249	24	0.786	0.463
A5 > %50	48	1.325	29	0.883	0.442
A20 > %66	68	1.227	37	0.858	0.369
A1 < %33	93	1.059	36	0.755	0.304

Örnekteki 183 şirket için temsil maliyetleri verilmiştir. Veriler iki grup şirkete bölünmüştür. Bunlar; şirket sahibi tarafından yönetilenler (hissedarlarla aynı doğrultuda) ve şirket dışı biri tarafından yönetilenler (hissedarlarla aynı doğrultuda değil). Temsil maliyetleri birbirine alternatif oluşturacak şekilde hem Tobin Q Oranı kullanılarak hem de yıllık satışların toplam varlığa oranı kullanılarak ölçülmüştür.

Her bir temsil maliyeti göstergesi ve alt gruplar için ayrı analizler sunulmaktadır. Son sütun şirket içi biri tarafından yönetilen ve şirkette hissesi olmayan biri tarafından yönetilen şirketler arasındaki temsil maliyeti oranlarının farkını göstermektedir. Ortalama oranlardaki farklılığın istatistiksel anlamlığı parametrik bir test olan iki örneklili t- testi üzerine kurulmuştur (değişkenlerin eşit olmadığı varsayılarak). Bu test iki popülasyon ortalaması arasındaki farkla ilgili hipotezi test etmek için kullanılmaktadır.

4.3. Temsil Maliyetlerinin Değerlendirilmesi

4.3.1. Tobin Q Oranı Baz Alınarak Ölçülen Temsil Maliyetleri

Tablo 4.4 Panel A'da temsil maliyetlerinin bir analizi yer almaktadır. Burada temsil maliyetleri Tobin Q Oranı kullanılarak ölçülmüştür. Panel A sütun 2 ve 3, Tobin Q Oranı değerinin ortalama oranlarını ve bir dizi gözlemi içermektedir. 4. ve 5. sütunlar, temsilcisinin herhangi bir hisse sahibi olmadığı şirketlere dair aynı bilgileri içermektedir. Veriler göstermektedir ki şirketlerin çoğu şirket dışı temsilcilerden çok hissedar temsilciler tarafından yönetilmektedir (183 örnek şirketin 123'ü). Ancak; dışarıdan yönetilen şirketlerin sayısı da az değildir (60 şirket ya da toplam şirketlerin yaklaşık %33'ü). Bu iki gruptaki şirketlerin sayısı Tobin Q Oranı oranlarının istatistiksel karşılaştırılmasının yapılabilmesi için yeterli görünmektedir.

Tabloya göre; Tobin Q oranının ortalama değeri şirket dışı temsilciler tarafından yönetilen şirketlere nazaran (sütun 5) hisse sahibi temsilciler tarafından yönetilen şirketlerde (sütun 3) daha yüksektir. Bu bütün mülkiyet yapısı ve kontrol kombinasyonları için geçerlidir. Hisse sahibi temsilciye ve şirket dışı temsilciye sahip şirketlerdeki Tobin Q oranının ortalaması bütün şirketler için (1. sıranın A

panelindeki) 2,332 ve 2,068'dir. Bu ortalamalardaki 0,264'lük fark %10'luk bir oran teşkil etmesine rağmen önem taşımamaktadır. Yine de, veriler YTL'ye dahil olan ortalama şirketlerin piyasa değerinde kaybolan farklarını hesaplamak için yeterlidir.

Örnekteki şirketlerin 54'ünde en büyük hisse sahibi toplam hisselerin en az üçte birine sahiptir. Bunların 30'u dışarıdan biri tarafından değil de toplam hisselerin üçte birinden fazlasına sahip olan biri tarafından yönetilmektedir. Tablo 4.4 Panel A Satır 2'de, görüleceği üzere şirket sahibi şirketi yönetmiyor da dışardan birini görevlendiriyorsa bu şirketler için Tobin Q oranı 0.893 daha düşük olarak elde edilmektedir. Ancak; bu farklılık istatistiksel olarak anlamlı değildir ($|t| = 1.40$). Ayrıca; en büyük 5 hissedarın (A_5) şirket varlığının yarısından fazlasını kontrol altında tuttuğu 77 şirket mevcuttur. Panel A'nın 3. satırında Tobin Q'nun ortalama oranı şirket dışarıdan biri tarafından yönetildiğinde, hissedar biri tarafından yönetilen şirketlerden 0.229 daha düşüktür. Bu farklılık istatistiksel olarak anlamlı değildir ($|t| = 0.49$). Ayrıca; en büyük 20 hissedarın (A_{20}) şirketin üçte ikisinden fazla bir kısmını kontrol ettiği 105 şirket de örneğe eklenmiştir. Panel A'nın 4. satırında görüldüğü üzere şirket dışardan biri tarafından yönetildiğinde ortalama Tobin Q oranı 0.154 daha düşüktür. Ancak; bu fark da diğerleri gibi istatistiksel olarak anlamsızdır ($|t| = 0.39$). Son bir grup ise hiçbir hissedarın şirketin üçte birinden fazlasını kontrol altında tutmadığı 129 şirketten oluşmaktadır. Bunlardan 93'ü hissedarlar tarafından, 36'sı ise şirkette hissesi olmayan kişiler tarafından yönetilmektedir. Bu alt gruptaki dağılmış mülkiyet nedeniyle sonraki şirketlerin temsil maliyetlerinin daha yüksek olması beklenmektedir. Bu Panel A'nın 5. satırında da doğrulanmıştır; şirket dışarıdan biri tarafından yönetildiğinde Tobin Q'nun ortalama oranı 0.255 daha düşük çıkmaktadır. Fakat; bu sonuç istatistiksel açıdan anlamsızdır ($|t| = 0.81$). Tobin Q

Oranı kullanılarak temsil maliyetleri ölçüldüğünde kontrol ve mülkiyetin ayrılmasına dair analizi özetlemek gerekirse; 5 farklı alt gruptaki sonuçların hiç biri istatistiksel açıdan anlamlı değildir. Bu nedenle; Tobin Q Oranı'nın temsil maliyetinin uygun bir göstergesi olup olmadığı sorgulanabilir.

4.3.2. Satışların Toplam Varlığa Oranı Kullanılarak Ölçülen Temsil Maliyetleri

Tablo 4.4 Panel B'de, temsil maliyetlerinin bir analizi yer almaktadır. Fakat; burada temsil maliyetleri Tobin Q Oranı kullanılarak değil de yıllık satışların toplam varlığa oranı kullanılarak ölçülmüştür. Tahmin edileceği üzere, satışların toplam varlığa oranı kullanılarak ölçülen temsil maliyetleri hissedar temsilciye sahip şirketlerde şirket dışı temsilciye sahip şirketlere nazaran her kategoride daha yüksek çıkmıştır. Bu Satır 1'deki 183 şirketin tüm örneği için ve en büyük hissedarın (A_1) şirket hisselerinin üçte birinden fazlasına sahip olduğu (Satır 2), en büyük 5 hissedarın (A_5) şirket hisselerinin yarısından fazlasına sahip olduğu (Satır 3), en büyük 20 hissedarın (A_{20}) şirket hisselerinin üçte ikisinden fazlasına sahip olduğu (Satır 4) ve son olarak da en büyük hissedarın şirket hisselerinin üçte birinden azına sahip olduğu (Satır 5) şirketler için geçerlidir.

Panel B 1. satır'da, gösterilen tüm örnek için hissedar temsilci tarafından yönetilen şirketlerdeki ortalama toplam varlığa yönelik satış oranı, şirket dışından biri tarafından yönetilen şirketlerdekine nazaran (1.106 ve 0.768) %44 daha yüksektir. 0.338'lik fark %1'lik seviyede istatistiksel açıdan anlamlıdır ($|t| = 3.14$). Şirket dışarıdan biri tarafından yönetildiğinde 0.338'lik fark gelirlerdeki ortalama bir kaybı göstermektedir. Panel B'de 2-5. satırlardaki, her bir karşılaştırmada yıllık

satışların toplam varlığa oranı, şirket hissedar bir temsilci tarafından yönetildiğinde daha yüksektir. Alt gruplardaki benzer farklılıkların tümü %1 seviyesinde istatistiksel açıdan anlamlıdır.

Şu söylenebilir ki; kontrol ve mülkiyetin ayrılması analizindeki temsil maliyetlerini ölçerken toplam varlığa yönelik satışlar daha uygun bir gösterge olarak kullanılabilir.

4.4. Yüksek ve Düşük Temsil Maliyetli Şirket Belirleyicileri

Örnek şirketlerdeki temsil maliyetlerinin analizinde bir sonraki adım temsil maliyetlerini açıklamak için hipotez edilmiş değişkenleri gösteren tanımlayıcı istatistikleri ortaya koymaktır. İstatistikler hem bütün grup üzerinde hem de bu 183 şirketin ortalama temsil maliyeti oranları göz önüne alınarak ikiye bölünmesiyle oluşan iki grup şirket üzerinde verilmiştir. Şirketlerin ikiye bölünmesi (ortalama üstü temsil maliyetine sahip olanlar ve ortalama altı temsil maliyetine sahip olanlar) analiz edilen şirketlerdeki temsil maliyetinin varlığı ve belirleyicileri hakkında önemli sonuçlar verecektir (Tablo 4.5). Burada harici izleme değişkeni olarak borçların toplam varlığa oranı kullanılmıştır. Çalışma daha derinleştirilmek istenirse sahiplik değişkenlerine şirkette hisse sahibi olanlar ve kontrol değişkeni olarak da yıllık satışların toplam değeri kullanılabilir.

Tablo 4.5. Temsil Maliyetinin Varlığı ve Belirleyicileri

1	Panel A		Panel B		Panel C		Satışların Toplam Varlığı Oranı	
	2	3	4	5	6	7	8	9
Mülkiyet ve Yönetim Değişkenleri	Ortalama	Medyan	Alt Medyan	Üst Medyan	Fark	Alt Medyan	Üst Medyan	Fark
MGMT	0.707	1.06	0.738	0.681	0.057	0.603	0.824	-0.221
A1>%33	0.312	1.06	0.308	0.320	-0.012	0.308	0.316	-0.008
A5>%50	0.446	1.06	0.455	0.443	0.012	0.345	0.553	-0.208
A20>%66	0.612	1.06	0.566	0.664	-0.098	0.535	0.701	-0.166
HII	0.118	0.078	0.114	0.125	-0.011	0.120	0.118	0.002
MGMT_Hisse	9.362	2.406	12.556	6.054	6.502	6.133	12.751	-6.518
A1Hisse	25.444	21.51	24.97	26.042	-1.072	25.812	25.192	0.620
A5Hisse	52.553	49.67	51.718	53.287	-1.569	49.702	52.444	-2.732
A20Hisse	72.304	73.26	71.405	73.111	-1.706	70.675	74.175	-3.500
Dış İzleme Değişkenleri								
Borç / Toplam Varlık	0.450	0.466	0.484	0.416	0.068	0.349	0.553	-0.204

Ortalama olarak bir hissedar şirket hissesinin %9'unu kontrol altında tutar. En büyük hissedar (A_1) ortalama olarak şirket hissesinin %24'ünü, ortalama olarak en büyük beş hissedar (A_5) şirket hissesinin %50'sini, en büyük 20 hissedar (A_{20}) ise ortalama olarak şirket hissesinin %68'ini kontrol altında tutar. Mülkiyetin yoğunlaştırılmış endeksi (HHI) tüm örnek için 0.116'lık bir değer göstermektedir. Bu değer ortalama olarak şirket başına eşit büyüklükte 10 şirket sahibine denk gelmektedir. Ayrıca; ortalama bir şirketin 0.450'lik bir borç varlık oranı vardır.

Değişiklikleri açıklamak için hipotez edilen, farklı değişkenlerden doğan temsil maliyetlerindeki farklılıkları bulmak için örnek grup düşük maliyetli ve yüksek maliyetli oran grubu olarak ikiye ayrılmıştır. Anlamlılık farklarını ortaya koymak için kullanılan t-testlerinde kullanılan göstergeler için şu söylenebilir ki; her iki göstergede de farklılıklar mevcuttur. Ancak; ortalamalar arasındaki farklılıklar Tobin Q Oranı'na göre satışların toplam varlığa oranında istatistiksel olarak daha anlamlı görünmektedir. Bu da; satışların toplam varlığa oranının daha iyi bir temsil maliyeti göstergesi olduğunu ortaya koymaktadır. t-testlerine göre; Tobin Q Oranı sonucu anlamlı çıkan tek değişken A_{20} 'dir ve mülkiyet hissesi temsilcinin elindedir. Diğer göstergeye göre; A_{20} 'ler için düşük temsil maliyetli şirketlerde mülkiyet yoğunluğu daha yüksektir. Bu sonuç; daha önce de belirtildiği gibi, bedavacılık problemiyle ilişkilendirilecektir. Yönetim hissesine dair negatif ilişki entrançman etkisi yaratır; bu da, yüksek seviyedeki temsilci mülkiyetinde devir ihtimalini ortadan kaldırır ve bu nedenle de şirket piyasa değeri açısından kayba uğrar. Bu fenomen, Stulz¹³⁰ tarafından bir model içinde geliştirilmiştir. Ancak; bu modelden farklı

¹³⁰ R.M. Stulz, 1988

olarak, bu çalışmada temsil maliyetleriyle şirketteki yönetim hissesi arasında pozitif bir korelasyon kurulması gerektiği görüşüne katılmılmamaktadır.

Satışların toplam varlığa oranıyla ilgili sonuçlar bu tezde daha önce ortaya konulan hipotezle daha çok uyum göstermektedir. Tobin Q Oranı'nda yapıldığı gibi örnek grubu düşük ve yüksek varlık kullanımı gruplarına ayrıldığında iki grup arasında büyük farklılıklar görülmüştür. Düşük etkinliğe sahip şirketler hissedarlar tarafından daha nadir yönetilmekte ($|t| = 3.16$), hem A_5 hem de A_{20} hissedarlar açısından daha düşük bir mülkiyet yapısına sahip ve her iki hissedar grup da %10 seviyesinde istatistiksel olarak anlamlıdır. Ayrıca; düşük etkinliğe sahip şirketler değerlerinin %50'si ve %66'sını kontrol eden (A_5 ve A_{20}) hissedarlara yüksek etkinliğe sahip şirketler kadar sahip değildir ($|t| = 2.81$ ve $|t| = 2.22$). Problem tartışmasında da ortaya konulduğu gibi temsil maliyetleri yönetimin hissesiyle ters orantılı olarak hipotez edilmiştir. Tabloda görüldüğü gibi; düşük etkinlikli şirketler yüksek etkinlikli şirketlere nazaran daha az hisse sahibi temsilcilere sahiptir ve büyük ölçüde hissedar olmayan temsilciler tarafından yönetilirler. Düşük etkinlikli şirketler yüksek etkinlikli şirketlere göre daha düşük borç-varlık oranına sahiptirler. Dışarıdan izleme faaliyeti bankalar tarafından yürütülmektedir, bankanın izleme teşviği şirketin borcunun toplam varlığına oranında gösterilmiştir. Manivela kuvveti arttıkça şirketin ödememe riski de artar; bu şirketin izlenmesi için verilecek teşviğe de yansır. Bankalar; genellikle, şirket temsilcisinin sonuçları dürüstçe rapor etmesini ve işleri etkin bir şekilde karla yürütmesini istediğinden, bankanın izleme faaliyeti temsilcilerin hissedarlığını da kapsar ve şirket sahibi temsilci durumundan doğan temsil maliyetlerini dolaylı olarak düşürür. Bu nedenle; borçlarını korumak için izleme maliyetlerini arttıran bankalar şirketlere daha etkin bir şekilde çalışmaları,

varlıklarını daha iyi kullanmaları konusunda yol gösterirler; böylece, şirketin bankaya rapor edilen finansal performansı artacaktır.

4.5. Temsil Maliyetlerini Açıklayan Uygulamanın Sonuçları

Bu bölümde daha önce ayrıntıları verilen çoklu regresyon modelinin sonuçları sunulacaktır. Modellerin amacı, temsil maliyetinin iki göstergesi olan Tobin Q Oranı ve satışların toplam varlığa oranının belirleyicilerini tespit etmektir. Her iki gösterge de daha önce tanıtılan ve tartışılan yönetim, mülkiyet, dış izleme ve kontrol değişkenleri karşısında regresyona tabi tutulacaktır. Bu regresyonlar, mülkiyet ve yönetim değişkenlerinin temsil maliyetleri üzerindeki etkisi üzerinde daha ayrıntılı sonuçlara varmayı mümkün kılacaktır. Tablo 4.6 ve Tablo 4.7’de, Tobin Q Oranı ve satışların toplam varlığa oranı yoluyla ölçülen temsil maliyetlerinin çoklu regresyon analizleri mevcuttur. Bu tablolarda iki grup bağımsız değişken vardır : Mülkiyet ve yönetim değişkenleri ile dış izleme değişkenleri. Örnek boyutu 183 şirketten oluşmaktadır. Her madde endüstriyel sınıflandırmayı gösteren 8 kukla değişkenden oluşan bir set içermektedir. t-test istatistik değeri parantez içinde verilmiştir. Bu analizlerin daha ayrıntılı olması istenirse analize kontrol değişkeni olarak satışların logaritmik oranları ve hisse sahiplerinin sayısı eklenebilir.

Tablo 4.6 ve 4.7’de sonuçlar elde edilirken kullanılan ekonometrik modelin bölüm 3.2.1’de belirtilen genel modelin özellikleri ile örtüştüğü görülmüştür. Yani; değişen varyans sorunu yoktur ve kovaryans sıfırdır. Parantez içinde gösterilen t-testi sonuçlarında herhangi bir sapma söz konusu değildir. Bu durum; EViews 5 programında White Heteroskedasticity opsiyonu kullanılarak kontrol edilmiştir. Ayrıca; SAS ve SPSS 10 programları kullanılarak da bu durum test edilebilir.

Tablo 4.6. Tobin Q Oranı Kullanılarak Ölçülen Temsilî Maliyetlerinin Belirleyicileri

Üç grup bağımsız değişken kullanılmıştır. Bunlar; mülkiyet/yönetim değişkenleri, dış izleme değişkenleri ve kontrol değişkenleridir. Örnek boyutu 183 şirketten oluşmaktadır ve her tanımlama endüstriyel sınıflandırmayı gösteren kukla değişkenlerden oluşan bir set içermektedir. t-test istatistiği değeri parantez içerisinde verilmiştir.

	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Intercept		3.289 (4.822)	3.506 (5.626)	3.223 (4.980)	2.846 (4.562)	2.825 (3.424)	3.389 (5.386)	3.434 (5.535)	3.434 (5.492)	3.424 (5.490)	3.412 (5.460)
MGMT		0.216 (0.595)									
MGMT_Hisse			-0.016 (-1.408)								
A1 Hisse				0.015 (1.307)							
A5 Hisse					0.011 (1.01)						
A20 Hisse						0.014 (1.160)					
HII							1.270 (0.816)				
A1>%33								0.644 (1.716)			
A5>%50									0.252 (0.692)		
A20>%66										0.413 (1.137)	
Borç / Toplam Varlık											0.950 (1.029) Evet
Endüstri Kukla Değişkeni		Evet	Evet	Evet	Evet	Evet	Evet	Evet	Evet	Evet	Evet
Regresyon Değerleri		0.025	0.035	0.033	0.029	0.030	0.026	0.040	0.025	0.031	0.029
Düzeltilmiş R2		1.491	1.659	1.630	1.572	1.592	1.524	1.757	1.503	1.587	1.564
F-İstatistik Değeri											

Tablo 4.7. Satışların Toplam Varlığa Oranı Kullanılarak Ölçülen Temsil Maliyetlerinin Belirleyicileri

Üç grup bağımsız değişken kullanılmıştır. Bunlar; mülkiyet/yönetim değişkenleri, dış izleme değişkenleri ve kontrol değişkenleridir. Örnek boyutu 183 şirketten oluşmaktadır ve her tanımlama endüstriyel sınıflandırmayı gösteren kukla değişkenlerden oluşan bir set içermektedir. t-test istatistiği değeri parantez içerisinde verilmiştir.

	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Intercept	-0.097 (-0.561)	0.102 (0.592)	0.146 (0.869)	0.150 (0.841)	0.260 (1.217)	0.120 (0.731)	0.111 (0.688)	0.105 (0.644)	0.105 (0.654)	0.073 (0.464)
MGMT	0.272 (2.956)									
MGMT_Hisse		0.003 (1.224)								
A1 Hisse			-0.002 (-0.834)							
A5 Hisse				-0.001 (-0.559)						
A20 Hisse					-0.003 (-1.087)					
Hll										
A1>%33										
A5>%50										
A20>%66										
Borç / Toplam Varlık									0.029 (0.300)	0.823 (3.550) Evet
Endüstri Kukla Değişkeni	Evet	Evet	Evet	Evet	Evet	Evet	Evet	Evet	Evet	Evet
Regresyon Değerleri	0.432	0.406	0.403	0.402	0.406	0.402	0.406	0.402	0.401	0.444
Düzeltilmiş R2	13.319	12.148	12.018	11.956	12.096	11.956	12.115	11.947	11.920	13.944
F-İstatistik Değeri										

Sütun 1’de değişik açıklayıcı değişkenler tanımlanmış, 2 ile 11. sütunlar arasında da 10 farklı model için hesaplanan parametreler gösterilmiştir. Endüstri yapısının ve ölçek ekonomisinin önemi dolayısıyla; daha önce de tanımlandığı üzere, şirket boyutunu ve endüstri etkisini kontrol etmek için her regresyon modeline değişken eklenmiştir. Ölçü birimi; yine daha önce kullanılan, yıllık satış logaritmasıdır ve endüstri etkisi için kullanılan kontrol araçları kukla değişkenlerdir.

4.5.1. Tobin Q Oranı Kullanılarak Ölçülen Temsil Maliyetleri

Tablo 4.6 Sütun 2 göstermektedir ki; hissedar bir temsilci tarafından yönetilen bir şirket, hissedar olmayan bir temsilci tarafından yönetilen bir şirkete nazaran 0.21 oranında daha yüksek bir Tobin Q oranına sahiptir. Şirket sahibi değil de dışarıdan biri şirketi yönettiğinde bu ortalama varlığı 100 milyon YTL olan bir şirket için 20 milyon YTL miktarında bir piyasa değeri kaybı oluşturacaktır; ancak, katsayı istatistiksel açıdan anlamlı bir şekilde sıfırdan farklı değildir ($t = 0.59$). Bu durum masrafların bir sonucu olan Tobin Q Oranı’nın yüksek değişkenliğinden kaynaklanmaktadır. Yönetim hissesi Tobin Q Oranı karşısında regrese edildiğinde anlamsız ve negatif bir sonuç elde edilmektedir. Bu sonuç bölüm 4.3’deki yönetim hissesiyle ilgili sonucun bir benzeridir. Stulz¹³¹ tarafından geliştirilen antraşman (entrançman) etkisi bu konuda bir açıklama teşkil edebilir. Daha önceki bölümlerde açıklanan bedavacılık problemine göre tahmin edildiği üzere A_1 , A_5 ve A_{20} hisse türlerinin tümü pozitif ilişkiler göstermektedir. Ancak; bu parametrelerin hiçbiri istatistiksel açıdan anlamlı değildir.

¹³¹ R.M. Stulz, 1988

Dahası Sütun 7’de, açıklayıcı bir değişken olarak bir yoğun endeksi verilmiştir. Bu endeks pozitif bir parametre göstermesine rağmen istatikselsel olarak anlamlı değildir. Sütun 8-10’da, şirket değerinin A_1 tarafından $> \%33$ ’lük, A_5 tarafından $> \%50$ ’lik ve A_{20} tarafından $> \%66$ ’lık kısmının kontrol edilmesi durumu gösterilmektedir. Bu parametrelerle ilgili sonuçların hepsi pozitifdir; yüksek maliyet yoğunluğunun temsil maliyetini düşürdüğünü gösterir; yine de, bu parametrelerin hiçbirisi $\%10$ seviyesinde istatikselsel olarak anlamlı değildir. Sütun 8’de, en büyük hissedarın şirketin $\%33$ ’ünden fazlasını kontrol ettiği bir şirketin diğer şirketlere nazaran 0.644 daha yüksek olduğu ortaya konmuştur. Bu sonuç istatikselsel açıdan anlamlı olmadığından şu bilgiler aydınlatıcı olabilir : Ortalama toplam varlığı 100 milyon YTL olan bir şirket için, eğer en büyük hissedar şirketin $\%33$ ’ünden fazlasını kontrol etmiyorsa Sütun 8’deki katsayı göstermektedir ki şirketin piyasa değerinde 61 milyon YTL’lik bir kayıp olmaktadır.

Tablo 4.6 Sütun 11’de sermaye yapısı ve temsil maliyetleri ile mülkiyet arasındaki ilişki analiz edilmiştir. Daha önceki bölümlerde de öne sürüldüğü gibi Tobin Q Oranı ve borçların varlığa oranı arasında pozitif bir ilişki beklenmektedir. Pozitif bir ilişki bulunmasına rağmen bu ilişki istatistiki olarak anlamlı bir şekilde sıfırdan farklı değildir.

Tablo 4.6’da 2 ila 11. sütunlar arasındaki 10 maddenin her birinde; büyüklük değişkeni yıllık satışların doğal logaritması negatif ve istatikselsel açıdan anlamsızdır. Bu nedenle; ölçek ekonomisinin varlığına yönelik herhangi bir kanıt yoktur. Tablo 4.6’da gösterilmeyen istatistikler şunu ortaya koymaktadır ki; her modelde kullanılan sekiz endüstri taklidinden üçü en azından $\%10$ seviyesinde istatikselsel açıdan

anlamlıdır. Şu da dikkate alınmalıdır ki; Tablo 4.6'nın dibindeki ayarlanmış R^2 istatistikleri modellerin Tobin Q Oranı'ndaki değişkenlerin %3'ü kadarını açıklayabileceğini göstermektedir. Ayrıca; değişik model hesaplamalarındaki temsil maliyetleri belirleyicilerinin bu son analizinde Tobin Q Oranı'nın tatmin edici bir gösterge olmadığı sonucuna varılmaktadır.

Tabloda belirtilmemekle beraber bu çalışmada, temsilci olmayan hissedarların sayısı da analiz edilmiştir. Temsil maliyeti göstergesi ve bu değişken arasında negatif bir ilişki beklenmektedir. Bu izlemeye ayrılan miktarın azalması ve temsilci olmayan hissedarların sayısıyla bedavacılık probleminin artmasından kaynaklanmaktadır. Ancak; elde edilen katsayı neredeyse sıfırdır ve anlamsızdır ($t = 0.41$).

4.5.2. Satışların Toplam Varlığa Oranıyla Ölçülen Temsil Maliyetleri

Öncelikle; satışların toplam varlığa oranı kullanılarak ölçülen temsil maliyeti ile ilgili sonuçlar sunulacaktır ve Tablo 4.7'de de çoklu regresyon analizinden elde edilen sonuçlar gösterilmektedir. Satışların toplam varlığa oranı, temsil maliyetiyle ters bir şekilde değişkenlik göstermektedir. Tablo 4.7 Sütun 1'de açıklayıcı değişkenler, 2 ila 11. sütunlar arasında da regresyon modelinin farklı maddeleri için parameter hesaplamalar bulunmaktadır. Tablo 4.7 Sütun 2'de hesaplamalar göstermektedir ki hissedar bir temsilci tarafından yönetilen bir şirket, dışarıdan biri tarafından yönetilen birine nazaran 0.272 miktarında daha yüksek bir satışların toplam varlığa oranına sahiptir. Bu katsayı % seviyesinde daha iyi bir şekilde istatistiki olarak anlamlıdır ($t = 2.96$). Bu Tablo 4.4 Panel B'de, tüm şirketler için rapor edilen 0.337'lik farka yakındır. Bu durum; ortalama 100 milyon YTL'lik

varlığa sahip bir şirket için şirket sahibi değil de dışarıdan biri şirketi yönettiğinde 25.6 milyon YTL'lik bir kayıp demektir. Bu da dışarıdan biri şirketi yönettiğinde temsil maliyetinin yüksek olacağı hipotezini destekleyen bir kanıttır. Sütun 3'te, temsil maliyetlerinin yönetimin hissesiyle ters orantılı olduğunu savunan hipotez test edilmiştir. Hipotezde de ortaya konulduğu üzere hesaplama pozitif bir ilişki göstermektedir; ancak, bu ilişki % 10 seviyesinde istatistiksel olarak anlamlıdır ($t = 1.224$). 4. ila 6. sütunlarda mülkiyet yoğunluğunun değişik göstergeleri için mülkiyet hissesi sonuçları bulunmaktadır. İlişki negatif olduğundan üç parametrenin işaretleri de bedavacılık problemiyle ilişkilendirilen hipotezle çatışma içindedir. Bu da yüksek mülkiyet yoğunluğunun şirketlerde daha yüksek temsil maliyetine yol açacağına işaret etmektedir. Fakat; bu parametrelerin hiçbiri istatistiksel açıdan anlamlı değildir.

Dahası Sütun 7'de, açıklayıcı bir değişken olarak bir yoğunluk endeksi mevcuttur, bu parametre işareti de hipotezle zıtlık içindedir. Ancak; bu değişken anlamlı bir şekilde sıfırdan farklı değildir. 8.,9. ve 10. sütunlarda, şirket değerinin A_1 tarafından >%33'lük, A_5 tarafından >%50'lik ve A_{20} tarafından >%66'lık kısmının kontrol edildiği durumlar gösterilmiştir. Tüm bu değişkenler istatistiksel açıdan anlamsızdır.

Eşit büyüklükteki temsilci olmayan hissedar sayısı yüksek olan şirketlerde düşük olan şirketlere nazaran daha çok temsil maliyeti gözlenecektir. Sütun 11'de sermaye yapısının satışın varlığa oranı üzerindeki etkisi analiz edilmiştir. Sonuçlar, yüksek borç oranlarına sahip şirketlerin daha yüksek satış-varlık oranına sahip olduğunu göstermektedir ve bu ilişki %1 seviyesinden daha iyi bir şekilde istatistiksel

olarak anlamlıdır. Bu bulgu, Williams¹³² tarafından ortaya atılan ek borcun temsil maliyetini arttırdığı yönündeki teoriyi destekleyen bir versiyondur. Tablo 4.7’de gösterilen 10 maddenin her birinde büyüklük değişkeninin ve yıllık satışların doğal logaritmasının pozitif ve istatikselsel olarak %1 seviyesinden daha iyi bir şekilde anlamlı olduğu gözlemlenmiştir. Bu ölçek ekonomisinin kanıtıdır.

Satışların toplam varlığa oranı ile ilgili olarak bu hipotezde de temsilci olmayan hissedarların sayısı incelenmiştir. İlişki negatiftir ve %1 seviyesinden daha iyi bir şekilde istatikselsel açıdan anlamlıdır ($t = -4.184$).

¹³² J. Williams, “Perquisites, Risk and Capital Structure”, *Journal of Finance*, 1987,

Sayı : 42, s. 29 – 48

SONUÇ

Daha önce de belirtildiği üzere bu çalışmada Jensen ve Meckling¹³³,in temsil maliyetleriyle ilgili teorik modellerinden ve Ang, Cole ve Wuh Lin¹³⁴,in deneysel kanıtlarından yola çıkılarak şirketlerin yönetim ve mülkiyet yapılarının temsil maliyetlerine göre nasıl çeşitlilik gösterdiği incelenmiştir. Bu bölümde çalışmadan elde edilen sonuçlar irdelenmektedir.

Mülkiyet yapısı ve temsil maliyetleri İMKB Ulusal Endeksi'nde yer alan şirketlerden alınan veriler kullanılarak hesaplanmıştır. Temsil maliyetlerini hesaplamak için Tobin Q Oranı ve toplam varlığa yönelik satışlar kullanılmıştır. Çünkü; örnekteki şirketlerin mülkiyet verileri oldukça değişkendir. Oldukça çeşitli yönetim ve mülkiyet yapıları arasında şirketin temsil maliyetini hesaplamak mümkündür. Problem tartışmasının son kısmındaki hipotezi test edebilmek için veriler değişik yöntemler kullanılarak hesaplanmıştır. 4.2, 4.3 ve 4.4 bölümlerindeki verilerin sonuç analizlerinden temsil maliyetlerini hesaplamak için kullanılan değerlerle ilgili sonuçlar çıkarılabilir.

Sonuçların sadece birkaçı istatistiksel olarak bir anlam taşıdığından Tobin Q Oranı'nın temsil maliyetlerinin hesaplanması için yeterli bir değer olmadığı sonucuna varılmıştır. Bunun nedeni; Tobin Q Oranı'nın şirketlerin soyut varlıkları hesaplamak için daha uygun olması olabilir. Şirketlerin piyasa değeri şirketin soyut

¹³³ M.C. Jensen ve William Meckling, 1976

¹³⁴ James S. Ang, Rebel A. Cole ve James Wuh Lin, 2000

ve somut varlıklarının sermayeleştirilmiş değeri olarak gözlenebilir. Q değeri 1'den yüksekse ($Q>1$) piyasa değeri yenileme maliyeti verilerinden yansıtılmayan değerli soyut varlıkları yansıtır. Bu nedenle; analizlere göre, bu oran şirketlerin temsil maliyetlerini ölçmek için iyi bir değer değildir ve problem tartışmasının sonunda oluşturulan hipoteze yönelik cevaplar toptan varlığa yönelik satış oranı üzerine verilecektir.

Hissedarlar ve şirket dışı temsilciler tarafından yönetilen şirketlerin etkinliği karşılaştırıldığında, mülkiyet ve denetimin ayrılması durumundaki temsil maliyetleri hesaplanabilmektedir. Son iki hipotezi test edebilmek amacıyla çoklu gerileme modeli çatısındaki temsil maliyetlerinin belirleyicileri de incelenmiştir.

Temsil teorisi, genel itibari ile hissedarlar ve yönetim arasındaki problemleri ele almakta olup bu problemlerden kaynaklanan temsil maliyetlerini minimize etmeyi amaçlamaktadır. Bu ise yönetim ve hissedarların amaç ve hedeflerinin uyumlaştırılması yoluyla sağlanmalıdır. Bunun için hissedarlar yönetimi motive edici çeşitli enstrümanlar geliştirmek ve yönetimi sürekli olarak takip etmek zorundadırlar. Temsil teorisi daha çok temsilcinin davranışları ile ilgilenmektedir.

Öncelikle; şirket dışarıdan bir temsilci tarafından yönetiliyorsa yönetim ve hissedar amaçları aynı doğrultuda olmadığından temsil maliyetleri daha yüksek olmaktadır. İkinci olarak, temsil maliyetleri ve temsilcinin mülkiyet hissesi arasında ters yönde bir orantıya dair herhangi bir kanıt bulunamamıştır. Yönetimsel mülkiyet seviyesi yükseldiğinde devir ihtimali ortadan kalkabilir ve bu nedenle şirket değeri düşer. Üçüncü olarak; temsil maliyetlerinin bedavacılık sorunu doğrultusunda ortaya çıkan mülkiyet yoğunluğuyla ilgili olduğuna dair bir kanıt bulunamamıştır. Diğer bir

ifade ile; ülkemizde genellikle temsil sorunu şirketlerin halka açıklık oranının düşük oluşu ve sermayenin tabana yayılı olmayışı nedeniyle ortaya çıkmaktadır. Bu gibi durumlarda, yönetim büyük hissedarların kontrolü altında olmakta ve küçük hissedarların kar dağıtım ve finansman politikalarından dolayı itiraz etmelerine neden olmaktadır. Büyük yatırımcılar diğer yatırımcılardan gelebilecek tepkilere rağmen kendi çıkarlarında hareket edebilmektedirler. Buradaki sorun, büyük yatırımcıların diğer yatırımcıların çıkarlarıyla uyuşmayacak çıkarlarını ön plana çıkarmalarıdır. Bu da büyük yatırımcıların kendi refah seviyelerini arttırmak amacıyla diğer yatırımcıların çıkarlarını hiçe sayarak kontrol haklarını kullanmalarına yol açabilir. Bunun yanında temsil maliyetleri temsilci olmayan hissedarların sayısı arttıkça yükselmektedir. Dördüncü olarak, yüksek borç oranları söz konusu olduğunda temsil maliyetleri düşmektedir; çünkü, bankalar dışarıdan izleme faaliyetlerinde bulunmaktadır. Bu durum temsil maliyetleri toptan varlığa yönelik satışlar oranıyla ölçüldüğünde ortaya çıkmaktadır.

Ülkemizde sermaye piyasasında şirketler genellikle temettü dağıtmamakta bunun yerine bedelsiz sermaye artırımına gitmektedir. Ayrıca; yeni projeler için sık sık hisse senedi ihracına gidilmekte ve küçük hissedarlardan para toplanmaktadır. Temettü dağıtımını ile ilgili olarak söylenecek son söz; temettü ödemeleri hissedarların çıkarına olmakla birlikte tahvil sahipleri için daha çok risk anlamına gelir. Bu durum ise, tahvil fiyatlamasında sıkıntıya yol açabilir. Tahvil sahiplerinin temettü ödenmesi ve riskin dağıtımını konusunda dikkatli olacağı bekleneneğinden, bu fiyat etkilerinin ne ölçüde olacağı açık değildir. Eklenecek son söz; ülkemizde temsilcilerin lüks harcamalara olan düşkünlüğü ve şirket içi haberleri dışarıya sızdırarak haksız kazanç sağlamaları da temsil sorunları olarak karşımıza çıkmaktadır.

ÖZET

Bu tezde şirketlerin ve sahiplerinin çıkarlarının eksik sıralanmasından kaynaklanan, şirketlerin temsil maliyetlerinin varlığı incelenerek, bir şirketin temsil maliyetlerinin yönetim ve mülkiyet yapısına göre nasıl farklılık gösterdiği deneysel olarak araştırılmaktadır. Tez, değişik yönetim ve mülkiyet yapısı altındaki şirketlere kabul edilebilir temsil maliyetleri için önlemler sunmaktadır. Bu konu üzerinde, İMKB Ulusal Endeksi'ndeki 183 şirket 8 sektör bazında ele alınarak doğrudan örneksel kanıtlar sunulmaktadır. Temsil maliyetleri için iki gösterge kullanılmaktadır. Bu göstergeler; "Tobin Q Oranı ve Toplam Varlığa Yönelik Satışlar" olarak adlandırılmaktadır. Sonuçlar ikincisinin, yani toplam varlığa yönelik satışlar yönteminin, temsil maliyetlerini hesaplamak açısından daha uygun olduğunu göstermektedir.

Çalışmada temel olarak dört bulgu elde edilmiştir. Bunlardan ilki, eğer dışarıdan biri şirketi yönetiyorsa temsil maliyetlerinin daha yüksek olduğu yönündedir. İkinci olarak, temsil maliyetlerinin temsilcinin sahip olduğu mülkiyet hissesiyle ters orantılı olarak çeşitlilik gösterdiğine dair bir kanıt bulunamamıştır. Üçüncüsü; temsil maliyetlerinin, şirketlerin mülkiyet odaklı durumlarıyla ilgili olduğuna dair bir kanıt elde edilememiştir. Ancak; şirketlerin temsil maliyetleri temsilci olmayan hisse sahiplerinin sayısı ile beraber artmaktadır. Dördüncüsü, yüksek borç oranına sahip şirketler bankalar ve/veya diğer kuruluşlar tarafından dışarıdan izlendikleri için daha düşük temsil maliyetleri olmaktadır.

Bütün bu konulara ek olarak; temsil maliyeti ile ilgili olarak daha önce ortaya konulan çalışmalarda rastlanılmadığından dolayı bu çalışmaya temettü dağıtım politikaları ile temsil maliyetleri arasındaki ilişkiyi inceleyen bir bölüm konulmuştur. Ayrıca; bu çalışmada kurumsal yönetim konusunu da alt başlık halinde değinilmiştir. Çünkü, sözü edilen bu iki konunun çalışmanın bütünlüğü açısından önemli olduğu düşünülmektedir.



Anahtar Kelimeler : Firma Teorisi, Şirket Yönetimi, Temsil Teorisi, Temsil Problemi ve Temsil Maliyetleri, Firma Çıkar Grupları ve Firma Sahiplik Yapısı, Tobin Q Oranı, Satışların Toplam Varlığa Oranı

ABSTRACT

In this thesis, it is empirically examined that how a firm's agency costs show difference in view of governance and property structure by examining existence of firms' agency costs deriving from wrong classifying of interests of firms and these owners. The thesis offers proposals to the firms, which have different ownership and management structures, for acceptable agency costs. On this matter, model is presented direct empirical evidence by utilizing a sample of 183 firms from the Istanbul Stock Exchange (ISE) National Index on the basis of the eight sectors. Two proxies are used to measured agency cost: The Ratio of Tobin's Q and The Ratio of Sales to Total Assets. Results obtain from this study show that the latter, the ratio of sales to total assets, is more appropriate estimator of agency costs.

Four basic finding gathered from the study. First finding implies that agency costs are higher when an outsider agents the firm. Secondly , there is no evidence that agency costs vary inversely with the agent's ownership share. Thirdly it has not beenfound an evidence that agency costs should be related to the ownership concentration of the firms. However, agency costs increase with the number of nonagent shareholders. Fourthly, firms with higher debt ratios have lower agency costs, due to external monitoring by banks and/or other institutions.

In addition all of these, it is put a chapter examining the relations between the dividend distributions policies and agency costs in this study not being found anything about agency costs in proviously introduced studies. Besides, in this study, corporate governance is also mentioned as a subhead. Because, it is thought that last two matters are important for integrity of the study.



Keywords : Firm Theory, Corporate Governance, Agency Theory, Agency Problems and Costs, Stakeholders and Firm Ownership Structure, The Ratio of Tobin's Q, The Ratio of Sales to Total Assets

KAYNAKÇA

Aczel, Amir D., (1996), **Complete Business Statistics**, Chicago, Irwin

Agrawal, A. ve Nandu Nagarajan, (1990), "Corporate Capital Structure, Agency Costs, and Ownership Control: The Case of All-Equity Firms", **The Journal of Finance**, Sayı : 45/4, s. 1325-1331

Alchian, A.A. ve H. Demsetz (1972), "Production, Information Costs and Economic Organization", **The American Economic Review**, Sayı : 62, s. 777 - 795

Ang, James S., (1987), "Do Dividends Matter? A Review of Corporate Dividend Theories and Evidence", **Monograph Series in Finance and Economics**, Sayı : 2, s. 1-67

Ang, James S., Rebel A. Cole ve James Wuh Lin, (2000) "Agency Costs ve Ownership Structure", **Journal of Finance**, Sayı :1, s. 81 – 106

Auchincloss, Lauren M., (1997), **Corporate Governance and Corporate Performance**, Ph. D. Thesis, Brown University

Bae, S., Daniel Klein ve Raj Padmaraj, (1994), "Event Risk Bond Covenants, Agency Cost of Debt and Equity, and Stockholder Wealth", **Financial Management**, Sayı : 23/4, s. 28-41

Baumal, W.J., (1959), **Business Behavior, Value and Growth**, NY. : McMillan

Berle, A.A. ve Gardiner C. Means, (1932), **The Modern Corporation and Private Property**, 19. Baskı 1962, NY. : McMillan

Bolster, P., D. Chance ve D. Rich, (1996), "Executive Equity Swaps and Corporate Insider Holdings", **Financial Management**, Sayı : 25/2, s. 14-24

Crabbe, E. Leland ve Jean Helwege, (1994), "Alternative Tests of Agency Theories of Collable Corporate Bonds", **Financial Management**, Sayı : 23/4, s. 3-20

Christie, William W., (1994), "Are Dividend Omissions Truly the Cruellest Cut of All?", **Journal of Financial and Quantitative Analysis**, Sayı : 29/3, s. 459-480

Coase, R. ,(1937), "The Nature of the Firm", **Economica**, Sayı : 4, s. 386 – 405

Crabbe, Leland E., Jean Helwege, (1994), "Alternative Tests of Agency Theories of Collable Corporate Bonds", **Financial Management**, Sayı : 23/4, s. 3-20

Crook, Jonathan N, ve W. Duncan Reekie (1987), **Managerial Economics**, Deddington, Philip Allan

Cyert, R.M. ve J.G.March,(1963), **A Behavioral Theory of the Firm**, Englewood Cliffs, NJ. : Printice Hall

Demsetz, H. ve K. Lehn, (1985), "The Structure of Corporate Ownership : Causes and Consequences", **Journal of Political Economy**, Sayı : 93, s. 1155 - 1177

Dewatripont, M. ve E. Maksin, (1995), **Contractual Contingencies and Renegotiation**, RAND, 704 - 719

Easterbrook, F., (1984), "Two Agency-Cost Explanations of Dividends", **The American Economic Review**, Sayı : 74/4, s. 650-659

Eisenhardt, K., (1988), "Agency and Institutional Theory Explanations : The Case of Retail Sale Compensation", **Academy of Management Journal**, Sayı : 31/3, s. 488 – 511

Eisenhardt, K., (1989), "Agency Theory : An Assessment and Review", **Academy of Management Review**, Sayı : 14/1, s. 57 - 74

Encaoua, D., P. Geroski ve A.Jacquemin, (1986), "Strategic Competition and the Persistence of Dominant Firms : A Survey", **New Development in the Analysis of Market Structure**, s. 55

Fama, Eugene F. ve Michael C. Jensen, (1983), "Agency Problems and Residual Claims", **Journal of Law and Economics**, Sayı : 26, s. 327 –349

Fisher, B., (1976), "The Dividend Puzzle", **Journal of Portfolio Management**, Sayı : 2, s. 5-8

Green, J.R. ve J.J. Laffont, (1986), "Partially Verifiable Information and Mechanism Design", **Review of Economic Studies**, Sayı : 53, 447 - 456

Hart, Oliver, (1995), "Corporate Governance : Some Theory and Implications", **The Economic Journal**, Sayı : 105, s. 678 – 689

Haugen, A. Robert, (1996), "Finance from a New Perspective", **Financial Management**, Sayı : 25/1, s. 86-97

Hay, Dennis A. ve Derek J. Morris, (1984), **Unquoted Companies : Their Contribution to the UK Economy**, London : MacMillan

Hirschey, Mark, (1985), "Market Structure and Market Value", **Journal of Business**, Sayı : 1, s. 89 - 98

Hirschman, A.O., (1964), "The Paternity of an Index", **The American Economic Review**, Sayı : 54, s. 761 - 762

Holmstrom, Bengt ve Paul Milgrom, (1991), "Multitask Principal – Agent Analysis : Incentive Contracts, Asset Ownership and Job Design", **The Journal of Law Economics & Organization**, Sayı : 7, s. 24 - 52

Howard, Thomas ve Anju Seth, (1994), "Theories of the Firm : Implications for Strategy Research", **Journal of Management Studies**, March, s. 165 - 191

Hubbard, R. Glenn ve Darius Palia, (1995), "Benefits of Control, Managerial Ownership and the Stock Returns of Acquiring Firms", **RAND**, s.782 - 792

Jensen, Michael C. ve William Meckling, (1976), "Theory of the Firm : Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure", **Journal of Financial Economics**, Sayı : 3, s. 305 – 360

Jensen, Michael C. ve Clifford Smith, (1985), "Stockholders, Managers and Creditor Interests : Applications of Agency Theory", **Recent Advances in Corporate Finance**, Homewood, IL. : Irwin, s. 95 - 131

Jensen, Michael C., (1986), "Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers", **The American Economic Review**, Sayı : May, s. 323 - 329

John, K. ve Avner Kalay, (1982), "Costly Contracting and Optimal Payout Constraints", **Journal of Finance**, Sayı : 37, s. 457-468

Kochhar, Rahul, (1996), "Explaining Firm Capital Structure: The Role of Agency Theory v.s. Transaction Cost Economics", **Strategic Management Journal**, Sayı : 17, s. 713-728

Kutner, Michael H. Et al, (1996), **Applied Linear Regression Models**, Chicago, Irwin

Lafontaine, F. ve M.E. Slade,(1996), "Retail Contracting and Costly Monitoring : Theory and Evidence", **European Economic Review**, Sayı : 40 / 3 – 5, s. 923 – 932

Lang, Larry, Annette Poulsen ve Rene Stulz, (1995), "Asset Sales, Firm Performance and the Agency Costs of Managerial Discretion", **Journal of Financial Economics**, Sayı : 37, s. 3 - 37

Lewellen, Wilbur, Claudio Loderer ve Ahron Rosenfeld, (1989), "Mergers, Executive Risk Reduction and Stockholder Wealth", **Journal of Financial and Quantitative Analysis**, Sayı : 4, s. 459 - 472

Lewis, Tracy R. ve David E.M. Sappington, (1989), "Countervailing Incentives in Agency Problems", **Journal of Economic Theory**, Sayı : 49, s. 294 - 313

Lindenberg, E.B. ve S.A. Ross, (1981), "Tobin's Q Ratio and Industrial Organization", **Journal of Business**, Sayı : 54, s. 1 – 32

Lippert, R. L. ve W. T. Moore, (1995), "Monitoring Versus Bonding: Shareholder Rights and Management Compensation", **Financial Management**, Autumn, s. 54-62

Maggi, Giovanni ve Andres Rodriguez – Clare (1995), "Costly Distortion of Information in Agency problems", **The Rand Journal of Economics**, Sayı : 26/4, s. 675 - 689

Maher, Maria ve Thomas Andersson, (1999), **Corporate Governance : Effects on Firm Performance and Economic Growth**, OECD Secretariat

Mankiw, Gregory N., (1997), **Macroeconomics**, New York, Worth Publishers

Mann, Steven V. ve Neil W. Sicherman, (1991), "The Agency Costs of Free Cash Flow : Acquisition Activity and Equity Issues", **Journal of Business**, Sayı : 64/21, s. 213- 227

Mayer, Colin P. ve Ian Alexander, (1991), "Stock Markets and Corporate Performance : A Comparison of Quoted and Unquoted Companies", **Discussion Paper Series**, No : 571, London : CEPR

McConnell, J. ve H. Servaes, (1990), "Additinal Evidence on Equity Ownership and Corporate Value", **Journal of Financial Economics**, Sayı : 27, s. 595 – 613

Mello, A. ve John Parsons (1992), "Measuring the Agency Cost of Debt", **The Journal of Finance**, Sayı : 47/5, s. 1887-1904

Milgrom, Paul R. ve John Roberts, (1992), **Economics, Organization and Management**, Englewood Cliffs, Prentice Hall

Morck, R., A. Shleifer ve R. Vishny, (1987), "Management Ownership and Market Valuation : An Empirical Anaysis", **Journal of Financial Economics**, Sayı : 20, s. 293 – 316

Morgan, E. George, Gregory M. Noronha ve Dilip K. Shome, (1996), "The Monitoring Rationale for Dividends and the Interaction of Capital Structure and Dividend Decisions", **Journal of Banking and Finance**, Sayı : 20, s. 439 - 454

Myers, S. C., (1977), "Determinants of Corporate Borrowing", **Journal of Financial Economics**, March, s. 147-175

Nelson, Richard A. ve Sidney G. Winter, (1982), **An Evolutionary Theory of Economic Change**, Cambridge, MA : Harvard University Press

Neun, Stephen P. ve Rexford E. Santerre, (1993), "Corporate Control and the Performance in the 1930's", **Economic Inquiry**, Sayı : 31, s. 466 – 480

Pagano, March, Fabio Panetta ve Luigi Zingales, (1997), **Why Do Companies Go Public? An Empirical Analysis**, Miemo

Penrose, Edith Tilton, (1959), **The Theory of the Growth of the Firm**, N.Y. : Wiley

Perfect, S.B. ve K.W. Wiles, (1994), "Alternative Constructions of Tobin's Q : An Empirical Comparison", **Journal of Empirical Finance**, Sayı : 1, s. 313 – 34

Peterson, Pamela P., (1994), **Financial Managements and Analysis**, International Edition, N.Y. : McGraw-Hill

Shleifer, Andrei ve Robert W. Vishny, (1986), "Large Shareholders and Corporate Control", **Journal of Political Economy**, Sayı : 94, s. 461 - 488

Shleifer, Andrei ve Robert W. Vishny, (1997), "A Survey of Corporate Governance", **Journal of Finance**, Sayı : 2, s. 737 – 783

Simon, Herbert A., (1957), **Models of Man**, NY. : Wiley

Spence, Michael ve Richard Zeckhauser, (1971), "Insuarance, Information and Individual Action", **The American Economic Review**, Sayı : 61, s. 119 - 132

Steiner, Thomas L., (1996), "A Reexamination of the Relationships Between Ownership Structure, Firm Focus and Tobin's Q", **Quartely Journal of Business and Economics**, Sayı : 4, s. 34 – 48

Stulz, R.M., (1988), "Managerial Control of Voting Rights, Financing Policies and the Market for Corporate Control", **Journal of Financial Economics**, Sayı : 20, s. 25 - 54

Szewczyk, S., George Tsetsekos ve Zaher Zantout, (1996), "The Valuation of Corporate R&D Expenditures: Evidence from Investment Opportunies and Free Cash Flow", **Financial Management**, Sayı : 25/1, s. 105-110

Williams, J., (1987), "Perquisites, Risk and Capital Structure", **Journal of Finance**, Sayı : 42, s.29 - 48

Williamson, Oliver E., (1964), **The Economics of Discretionary Behavior :
Managerial Objectives in a Theory of the Firm**, Englewood Cliffs, NJ. : Prentice
Hall

Williamson, Oliver E., (1984), **The Economic Institutions of Capitalism**, NY. :
Free Press

Yin, R.K., (1994), **Case Study Research, Design and Methods**, Thousand Oaks,
Sage Publications



SEKTÖRLERİ

Altrnyag Gıda, İçki ve Tütün
Anadolu Efes Gıda, İçki ve Tütün
Banvit Gıda, İçki ve Tütün
Dardanel Gıda, İçki ve Tütün
Ersu Gıda Gıda, İçki ve Tütün
Frigo Pak Gıda Gıda, İçki ve Tütün
Kent Gıda Gıda, İçki ve Tütün
Kereviş Gıda Gıda, İçki ve Tütün
Konfrut Gıda Gıda, İçki ve Tütün
Kristal Kola Gıda, İçki ve Tütün
Lio Yağ Gıda, İçki ve Tütün
Merko Gıda Gıda, İçki ve Tütün
Penguin Gıda Gıda, İçki ve Tütün
Pinar Et ve Un Gıda, İçki ve Tütün
Pinar Su Gıda, İçki ve Tütün
Pinar Süt Gıda, İçki ve Tütün
Selçuk Gıda Gıda, İçki ve Tütün
Şeker Piliç Gıda, İçki ve Tütün
T. Tuborg Gıda, İçki ve Tütün
Tat Konserve Gıda, İçki ve Tütün
Tukaş Gıda, İçki ve Tütün
Ülker Gıda Gıda, İçki ve Tütün
Ünal Tarım Ü. Gıda, İçki ve Tütün
Vanet Gıda, İçki ve Tütün

Akal Tekstil Dokuma, Giyim Eşyası ve Deri
Akın Tekstil Dokuma, Giyim Eşyası ve Deri
Aksu İplik Dokuma, Giyim Eşyası ve Deri
Altınyıldız Dokuma, Giyim Eşyası ve Deri
Arat Tekstil Dokuma, Giyim Eşyası ve Deri
Arsan Tekstil Dokuma, Giyim Eşyası ve Deri
Berdan Tekstil Dokuma, Giyim Eşyası ve Deri
Bisaş Tekstil Dokuma, Giyim Eşyası ve Deri
Boss Dokuma, Giyim Eşyası ve Deri
Ceylan Giyim Dokuma, Giyim Eşyası ve Deri
Ceytaş Madencilik Dokuma, Giyim Eşyası ve Deri
Derimod Dokuma, Giyim Eşyası ve Deri
Desa Deri Dokuma, Giyim Eşyası ve Deri
Edip İplik Dokuma, Giyim Eşyası ve Deri
Esem Spor Giyim Dokuma, Giyim Eşyası ve Deri
Gediz İplik Dokuma, Giyim Eşyası ve Deri
İdaş Dokuma, Giyim Eşyası ve Deri
Karsu Tekstil Dokuma, Giyim Eşyası ve Deri
Koniteks Dokuma, Giyim Eşyası ve Deri
Kordsa Sabancı Dupont Dokuma, Giyim Eşyası ve Deri
Lüks Kadife Dokuma, Giyim Eşyası ve Deri
Menderes Tekstil Dokuma, Giyim Eşyası ve Deri
Mensa mensucat Dokuma, Giyim Eşyası ve Deri
Metamteks Dokuma, Giyim Eşyası ve Deri

Okan Tekstil	Dokuma, Giyim Eşyası ve Deri	ÇBS Printaş	Kimya, Petrol, Kauçuk ve Plastik Ürün.
Söktaş	Dokuma, Giyim Eşyası ve Deri	Deva Holding	Kimya, Petrol, Kauçuk ve Plastik Ürün.
Sönmez Filament	Dokuma, Giyim Eşyası ve Deri	Dyo Boya	Kimya, Petrol, Kauçuk ve Plastik Ürün.
Uki Konfeksiyon	Dokuma, Giyim Eşyası ve Deri	Eczacıbaşı İlaç	Kimya, Petrol, Kauçuk ve Plastik Ürün.
Vakko Tekstil	Dokuma, Giyim Eşyası ve Deri	Ege Gübre	Kimya, Petrol, Kauçuk ve Plastik Ürün.
Yataş	Dokuma, Giyim Eşyası ve Deri	Egeplast	Kimya, Petrol, Kauçuk ve Plastik Ürün.
Yünsa	Dokuma, Giyim Eşyası ve Deri	Good Year	Kimya, Petrol, Kauçuk ve Plastik Ürün.
Alkim Kağıt	Kağıt, Kağıt Ürünleri ve Basın ve Yayın	Gübre Fabrik.	Kimya, Petrol, Kauçuk ve Plastik Ürün.
Bak Ambalaj	Kağıt, Kağıt Ürünleri ve Basın ve Yayın	Hektaş	Kimya, Petrol, Kauçuk ve Plastik Ürün.
Demtaş Ambalaj	Kağıt, Kağıt Ürünleri ve Basın ve Yayın	Marshall	Kimya, Petrol, Kauçuk ve Plastik Ürün.
Doğan Burada	Kağıt, Kağıt Ürünleri ve Basın ve Yayın	Pektim	Kimya, Petrol, Kauçuk ve Plastik Ürün.
Doğan Gazetecilik	Kağıt, Kağıt Ürünleri ve Basın ve Yayın	Petrol Ofisi	Kimya, Petrol, Kauçuk ve Plastik Ürün.
Duran Doğan Basım	Kağıt, Kağıt Ürünleri ve Basın ve Yayın	Pimaş	Kimya, Petrol, Kauçuk ve Plastik Ürün.
Hürriyet Gzt.	Kağıt, Kağıt Ürünleri ve Basın ve Yayın	Soda Sanayi	Kimya, Petrol, Kauçuk ve Plastik Ürün.
Işıklar Ambalaj	Kağıt, Kağıt Ürünleri ve Basın ve Yayın	Turcas Petrol	Kimya, Petrol, Kauçuk ve Plastik Ürün.
Kaplamin	Kağıt, Kağıt Ürünleri ve Basın ve Yayın	Tüpraş	Kimya, Petrol, Kauçuk ve Plastik Ürün.
Kartonsan	Kağıt, Kağıt Ürünleri ve Basın ve Yayın	Adana Çimento	Taş ve Toprağa Dayalı Sanayi
Koza Davetiye	Kağıt, Kağıt Ürünleri ve Basın ve Yayın	Afyon Çimento	Taş ve Toprağa Dayalı Sanayi
Omluksa	Kağıt, Kağıt Ürünleri ve Basın ve Yayın	Akçansa	Taş ve Toprağa Dayalı Sanayi
Tire Kutsan	Kağıt, Kağıt Ürünleri ve Basın ve Yayın	Anadolu Cam	Taş ve Toprağa Dayalı Sanayi
Viking Kağıt	Kağıt, Kağıt Ürünleri ve Basın ve Yayın	Batı Çimento	Taş ve Toprağa Dayalı Sanayi
Advansa Sasa	Kağıt, Kağıt Ürünleri ve Basın ve Yayın	Batisöke Çimento	Taş ve Toprağa Dayalı Sanayi
Aksa	Kimya, Petrol, Kauçuk ve Plastik Ürün.	Bolu Çimento	Taş ve Toprağa Dayalı Sanayi
Alkim Kimya	Kimya, Petrol, Kauçuk ve Plastik Ürün.	Bursa Çimento	Taş ve Toprağa Dayalı Sanayi
Aygaz	Kimya, Petrol, Kauçuk ve Plastik Ürün.	Çimbeton	Taş ve Toprağa Dayalı Sanayi
Bagfaş	Kimya, Petrol, Kauçuk ve Plastik Ürün.	Çimentaş	Taş ve Toprağa Dayalı Sanayi
Brisa	Kimya, Petrol, Kauçuk ve Plastik Ürün.	Çimsa	Taş ve Toprağa Dayalı Sanayi
ÇBS Boya	Kimya, Petrol, Kauçuk ve Plastik Ürün.	Denizli Cam	Taş ve Toprağa Dayalı Sanayi
		Eczacıbaşı Yapı	Taş ve Toprağa Dayalı Sanayi

Ege Seramik	Taş ve Toprağa Dayalı Sanayi	Otokar	Metal Eşya, Makine ve Gereç Yapımı
Göлтаş Çimento	Taş ve Toprağa Dayalı Sanayi	Parsan	Metal Eşya, Makine ve Gereç Yapımı
Haznedar Refrakter	Taş ve Toprağa Dayalı Sanayi	Pirelli Kablo	Metal Eşya, Makine ve Gereç Yapımı
İzocam	Taş ve Toprağa Dayalı Sanayi	T. Demir Döküm	Metal Eşya, Makine ve Gereç Yapımı
Konya Çimento	Taş ve Toprağa Dayalı Sanayi	Tofaş Oto. Fab.	Metal Eşya, Makine ve Gereç Yapımı
Kütahya Porselen	Taş ve Toprağa Dayalı Sanayi	Türk Traktör	Metal Eşya, Makine ve Gereç Yapımı
Mardin Çimento	Taş ve Toprağa Dayalı Sanayi	Uzel Makina	Metal Eşya, Makine ve Gereç Yapımı
Nuh Çimento	Taş ve Toprağa Dayalı Sanayi	Vestel	Metal Eşya, Makine ve Gereç Yapımı
Oysa Çimento	Taş ve Toprağa Dayalı Sanayi	Alarko Holding	Holding ve Yatırım Şirketleri
Trakya Cam	Taş ve Toprağa Dayalı Sanayi	Borusan Yat. Paz.	Holding ve Yatırım Şirketleri
Uşak Seramik	Taş ve Toprağa Dayalı Sanayi	Doğan Holding	Holding ve Yatırım Şirketleri
Ünye Çimento	Taş ve Toprağa Dayalı Sanayi	Doğan Yayın Holding	Holding ve Yatırım Şirketleri
Alarko Carrier	Metal Eşya, Makine ve Gereç Yapımı	Eczacıbaşı Yatırım	Holding ve Yatırım Şirketleri
Anadolu Isuzu	Metal Eşya, Makine ve Gereç Yapımı	Efes Holding	Holding ve Yatırım Şirketleri
Arçelik	Metal Eşya, Makine ve Gereç Yapımı	GSD Holding	Holding ve Yatırım Şirketleri
Beko Elektronik	Metal Eşya, Makine ve Gereç Yapımı	İhlas Holding	Holding ve Yatırım Şirketleri
Bosch Fren Sistemleri	Metal Eşya, Makine ve Gereç Yapımı	İş Girişim	Holding ve Yatırım Şirketleri
Bsh Profilo	Metal Eşya, Makine ve Gereç Yapımı	Kav Dan. Paz. Tic.	Holding ve Yatırım Şirketleri
Ditaş Doğan	Metal Eşya, Makine ve Gereç Yapımı	Koç Holding	Holding ve Yatırım Şirketleri
Ege Endüstri	Metal Eşya, Makine ve Gereç Yapımı	Mahzar Zorlu Holding	Holding ve Yatırım Şirketleri
Emek Elektrik	Metal Eşya, Makine ve Gereç Yapımı	Net Holding	Holding ve Yatırım Şirketleri
Eminiş Ambalaj	Metal Eşya, Makine ve Gereç Yapımı	Sabancı Holding	Holding ve Yatırım Şirketleri
F-M İzmit Piston	Metal Eşya, Makine ve Gereç Yapımı	Şişe Cam	Holding ve Yatırım Şirketleri
Ford Otosan	Metal Eşya, Makine ve Gereç Yapımı	Vakıf Girişim	Holding ve Yatırım Şirketleri
Gersan Elektrik	Metal Eşya, Makine ve Gereç Yapımı	Yazıcılar Holding	Holding ve Yatırım Şirketleri
İhlas Ev Aletleri	Metal Eşya, Makine ve Gereç Yapımı	Ak Yat. Ort.	Menkul Kıymet Yatırım Ortaklıkları
Karsan Otomotiv	Metal Eşya, Makine ve Gereç Yapımı	Alternatif Yat. Ort.	Menkul Kıymet Yatırım Ortaklıkları
Klimasan Klima	Metal Eşya, Makine ve Gereç Yapımı	Ata Yat. Ort.	Menkul Kıymet Yatırım Ortaklıkları
Mutlu Akü	Metal Eşya, Makine ve Gereç Yapımı	Atlantis Yat. Ort.	Menkul Kıymet Yatırım Ortaklıkları

Atlas Yat. Ort. Menkul Kıymet Yatırım Ortaklıkları
Avrasya Yat. Ort. Menkul Kıymet Yatırım Ortaklıkları
Bumerang Yat. Ort. Menkul Kıymet Yatırım Ortaklıkları
Deniz Yat. Ort. Menkul Kıymet Yatırım Ortaklıkları
Eczacıbaşı Yat. Ort. Menkul Kıymet Yatırım Ortaklıkları
Evren Yat. Ort. Menkul Kıymet Yatırım Ortaklıkları
Finans Yat. Ort. Menkul Kıymet Yatırım Ortaklıkları
Garanti Yat. Ort. Menkul Kıymet Yatırım Ortaklıkları
İnfo Yat. Ort. Menkul Kıymet Yatırım Ortaklıkları
İnfotrend Yat. Ort. Menkul Kıymet Yatırım Ortaklıkları
İşGirişim Menkul Kıymet Yatırım Ortaklıkları
İş Yat. Ort. Menkul Kıymet Yatırım Ortaklıkları
M. Yılmaz Yat. Ort. Menkul Kıymet Yatırım Ortaklıkları
Pera Yat. Ort. Menkul Kıymet Yatırım Ortaklıkları
Taç Yat. Ort. Menkul Kıymet Yatırım Ortaklıkları
TSKB Yat. Ort. Menkul Kıymet Yatırım Ortaklıkları
Vakıf Yat. Ort. Menkul Kıymet Yatırım Ortaklıkları
Varlık Yat. Ort. Menkul Kıymet Yatırım Ortaklıkları
Yapı Kredi Yat. Ort. Menkul Kıymet Yatırım Ortaklıkları
Yatırım Finans Yat. Ort. Menkul Kıymet Yatırım Ortaklıkları